

Alexandria

Seurannan aloitus

20.5.2021 08:00



Sauli Vilen
+358 44 025 8908
sauli.vilen@inderes.fi



Matias Arola
+358 40 935 3632
matias.arola@inderes.fi

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde
res.

Paljon todistettavaa

Aloitamme Alexandrian seurannan 6,8 euron tavoitehinnalla ja suosituksella myy. Yhtiö on käynyt läpi merkittäviä muutoksia viimeisen parin vuoden aikana ja näiden seurauksena yhtiön tulostaso on tehnyt selvän tasokorjauksen. Yhtiön lähivuosien tulosnäkymät ovat vakaat ja markkinatilanteen kestäessä yhtiöllä on edellytykset ylläpitää saavutettua tulostasoa. Osake on noussut listautumisen jälkeen voimakkaasti ja kurssinousu on nostanut arvostustason korkealle tasolle. Kaikilla soveltamillamme arvonmääritysmenetelmillä osake on ylihintainen ja näemme osakkeessa selkeää laskuvaraa nykytasolta.

Kotimainen sijoituspalveluyhtiö

Alexandrialla on kokoluokkaansa nähden poikkeuksellisen laaja myyntiverkosto (125 asiamiestä ja noin 50 ajanvaraajaa sekä asiakaspalvelijaa) ja yhtiöllä on maanlaajuinen 30 konttorin verkosto. Yhtiön kohderyhmä ovat ns. tavalliset sijoittajat ja yhtiö pyrkii profiloitumaan suurien massojen sijoituspalvelutalona. Yhtiöllä oli 2020 lopussa noin 35000 aktiivista asiakasta ja keskimääräisellä asiakkaalla on yhtiöllä sijoitusvarallisuutta hoidossa noin 50 tEUR. Yhtiön keskeiset kilpailijat ovatkin näkemyksemme mukaan etenkin paikallispankit, toisten sijoituspalveluyhtiöiden sijaan. Yhtiön liiketoimintamalli on keskittynyt tuotemyyntiin ja yhtiöllä ei ole tähän asti ollut tarjolla erillistä omaisuudenhoitopalvelua. Yhtiön päätuotteet ovat strukturoidut tuotteet (47 % 2020 palkkioista), rahastot (28 %), vakuutus tuotteet (22 %) sekä yritysrahoitus (2 %).

Lähivuosien tuloskasvunäkymä on vakaa

Yhtiön historiallinen tuloskehitys on ollut vaisua ja kasvu sekä kannattavuus ovat olleet selvästi alle listattujen verrokkiyhtiöiden. Yhtiön maine toimialalla on myös kyseenalainen. Viimeisen parin vuoden aikana yhtiö on käynyt uuden hallituksen ja omistajarakenteen myötä läpi merkittäviä muutoksia, joista keskeisiä ovat olleet: strategian selkeytys ja aiempaa kurinalaisempi toteuttaminen, kullarakenteen tehostus, sijoitusneuvontaprosessin parannukset, tuotetarjonnan laajentaminen sekä panostukset IT-järjestelmiin. Näiden toimien seurauksena yhtiön tulos teki 2020 selvän tasokorjauksen ja 2020 tulos oli yhtiön historian selvästi paras. Pidämme tulosparannusta valtaosin kestäväänä ja yhtiöllä on lähivuosina edellytykset ylläpitää ja asteittain kasvattaa nykyistä tulostasoa. Nykyrakenteella yhtiön kasvupotentiaali on toimialan verrokkeja matalampi ja arviomme mukaan kasvu on lähivuosina yksinomaan rahastojen varassa. Lisäksi näemme hintaeroosion oleellisena riskinä yhtiön hintatason ollessa absoluuttisesti ja suhteellisesti korkea. Ennustamme lähivuosien kasvun olevan noin 5 % ja liikevoittomarginaalin säilyvän noin 20 %:ssa. Voitonjakopolitiikka on sektorille tyypillisesti antelias ja odotamme yhtiön jakavan ison osan tuloksestaan osinkoina.

Kurssiralli nostanut arvostuksen korkealle

Alexandrian osake on noussut listautumisen jälkeen voimakkaasti. Arvostus onkin noussut hyvin korkeaksi ja osake on kaikilla mittareillamme yliarvostettu. Yhtiötä hinnoitellaan tällä hetkellä yli sen verokkiryhmän, mitä meidän on vaikea pitää perusteltuna johtuen yhtiön verokkiryhmää selvästi korkeammasta riskitasosta. Myös absoluuttisesti (2021e P/E +15x, osinko ~4,5 %) osake vaikuttaa kalliilta suhteessa lähivuosien noin 5 %:n keskimääräiseen tuloskasvuun ja korkeaan riskitasoon. Jotta osakkeelle voitaisi perustella sen nykyinen hinta, pitäisi yhtiön ylittää ennusteemme. Mielestämme nykykurssilla osakkeen tuotto-/riskisuhde onkin heikko kertoimien laskuvaran painaessa tuotto-odotuksen selvästi miinukselle.

Suositus

Myy

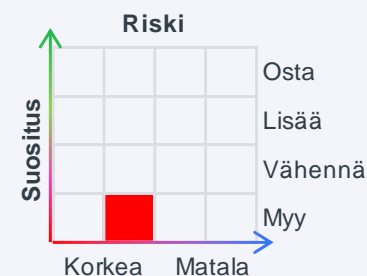
(aik. ei seurannassa)

6,80 EUR

(aik. ei seurannassa)

Osakekurssi:

8,65



Avainluvut

	2020	2021e	2022e	2023e
Liikevaihto	34,8	37,0	38,2	40,7
kasvu-%	16 %	6 %	3 %	7 %
EBIT oik.	7,2	7,3	7,1	8,2
EBIT-% oik.	20,6 %	19,7 %	18,5 %	20,2 %
Nettotulos	3,9	4,3	4,4	5,3
EPS (oik.)	0,46	0,56	0,52	0,61

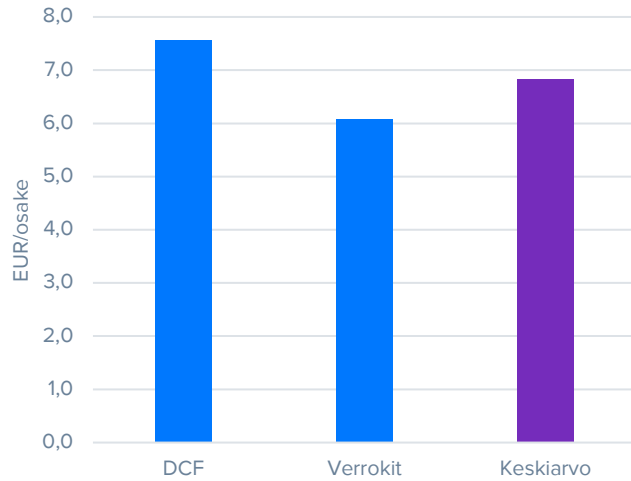
P/E (oik.)	21,7	15,4	16,8	14,3
P/B	4,5	4,0	3,9	3,8
Osinkotuotto-%	3,2 %	4,6 %	5,2 %	5,8 %
EV/EBIT (oik.)	11,5	10,2	10,1	8,5
EV/EBITDA	8,5	7,9	7,5	6,5
EV/Liikevaihto	2,4	2,0	1,9	1,7

Lähde: Inderes

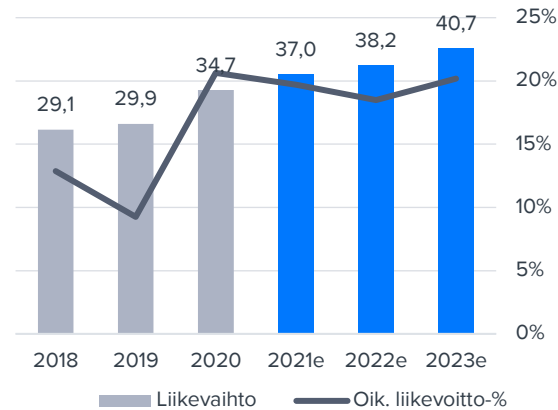
Ohjeistus

Ei ohjeistusta

Arvonmäärityksen yhteenveto

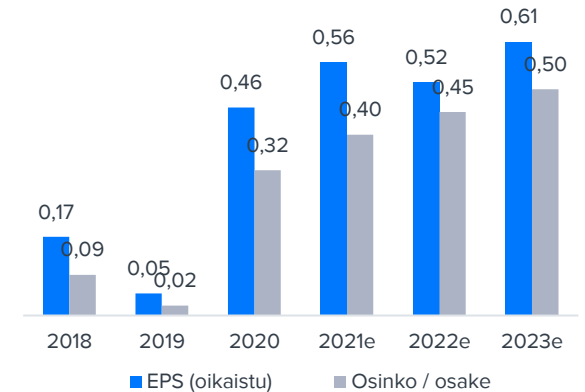


Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



Arvoajurit

- Asiakaskokojen kasvu
- Uudet tuotteet
- Varainhoitoon laajentuminen
- Liiketoiminnan skaalautuminen
- Kasvu yrityskaupoilla

Riskitekijät

- Maineriskit
- Yhtiön tulostaso ollut historiassa heikko
- Jatkuvien palkkioiden osuus edelleen matala
- Markkinatilanteen heikentyminen
- Hintaeroosio

Arvostus

- Selvä preemioarvostus suhteessa verrokkeihin ei perusteltu
- Absoluuttisesti kertoimet ovat korkeat ja hinnoittelevat merkittävää tuloskasvua
- DCF-malli tukee näkemystämme osakkeen selvästä yliarvostuksesta

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	5-15
Strategia ja taloudelliset tavoitteet	16-18
Sijoitusprofiili	19
Toimiala	20-27
Taloudellinen tilanne	28
Ennusteet	29-31
Arvostus	32-36
Taulukot	37-40
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	41

Alexandria lyhyesti

Alexandria on valtakunnallinen sijoituspalveluyhtiö, joka tarjoaa sijoitusneuvontaa laajalle yksityissijoittajien joukolle.

1996

Perustamisvuosi

2021

Listautuminen First Northiin

34,8 MEUR (+16 % vs. 2019)

Liikevaihto 2020

6,8 MEUR (19 % lv:sta)

Liikevoitto 2020

236

Henkilöstö 2020 lopussa (sis. asiamiehet)

28 %

Jatkuvien tuottojen osuus liikevaihdosta (Inderesin arvio)

1996-2017

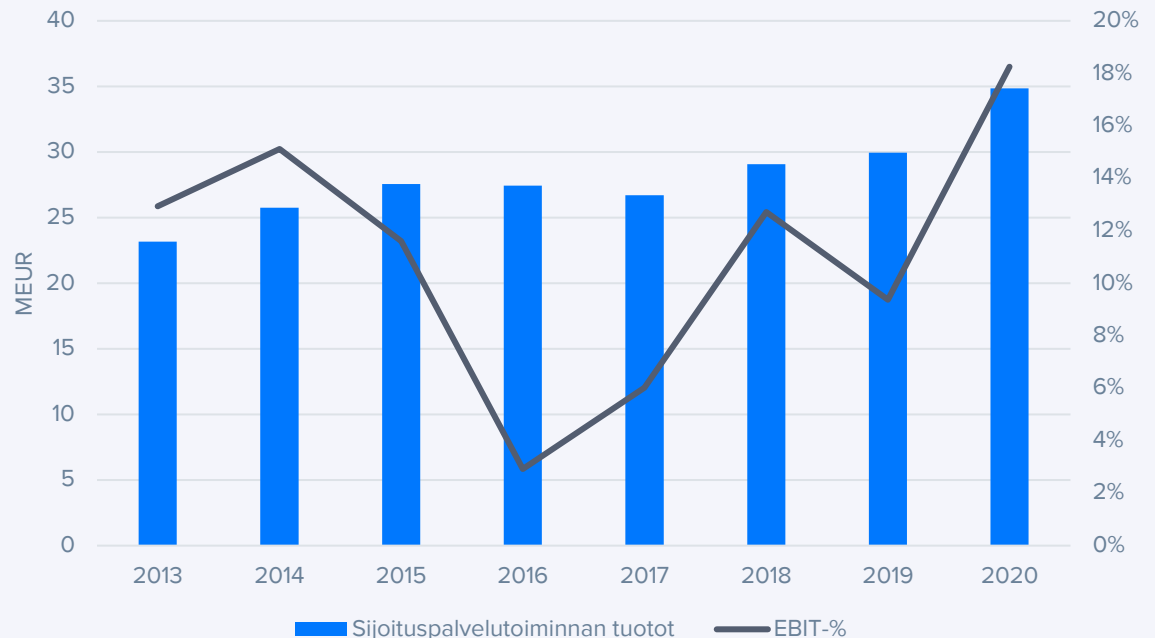
- Kasvu valtakunnalliseksi toimijaksi
- Fokus strukturoiduissa tuotteissa sekä vakuutusratkaisuisa
- Yhtiö saa Finanssivalvonnalta julkisen varoituksen ja seuraamusmaksun (2017) perustuen vuoden 2015 teematarkastukseen

2018-2020

- Omistuspohjan laajentaminen ja uusi hallitus
- Kulutehokkuudessa selkeä parannus
- Rahastoliiketoiminnan voimakas kasvattaminen
- Panostukset IT-järjestelmiin ja sijoitusneuvonnan prosesseihin
- Historian ensimmäiset yrityskaupat (Premium Advisors ja Markets vähemmistö)

2021

- Listautuminen First Northiin
- Tavoitteena kasvu seuraavaan kokoluokkaan
- Kasvun keihäänkärkenä omat rahastot, joilla tarkoitus parantaa myös tuottojen mixiä
- Yritysjärjestelyt osana kasvustrategiaa



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/8

Yhtiökuvaus

Kotimainen sijoituspalveluyhtiö

Alexandrian ytimen muodostaa sen maanlaajuinen myyntiverkosto. Yhtiöllä on kokoluokkaansa nähden poikkeuksellisen laaja myyntiverkosto (125 asiamiestä ja noin 50 ajanvaraajaa sekä asiakaspalvelijaa) ja yhtiöllä on maanlaajuinen 30 konttorin verkosto. Yhtiön kohderyhmä ovat ns. tavalliset sijoittajat ja yhtiö palvelee laajaa yksityissijoittajien joukkoa. Yhtiöllä oli 2020 lopussa noin 35000 aktiivista asiakasta (tarkoittaa että asiakkaalla on varoja yhtiöllä hoidossa) ja keskimääräisellä asiakkaalla on yhtiöllä sijoitusvarallisuutta hoidossa noin 50 tEUR. Tämän seurauksena liikevaihto per asiakas onkin hyvin matala (noin 1000e/asiakas). Yhtiö on aktiivisella asiakasmäärillä mitattuna verokkiryhmänsä suurin toimija, mutta samalla asiakaskohtainen varallisuus sekä tuotot ovat selvästi verokkiryhmän matalimpia. Yhtiön keskeiset kilpailijat ovatkin näkemyksemme mukaan etenkin paikallispankit, toisten sijoituspalveluyhtiöiden sijaan.

Yhtiön liiketoimintamalli on keskittynyt tuotemyyntiin ja yhtiöllä ei ole tähän asti ollut tarjolla erillistä omaisuudenhoitopalvelua. Yhtiön päätuotteet ovat strukturoidut tuotteet (47 % 2020 palkkioista), rahastot (28 %), vakuutus tuotteet (22 %) sekä yritysrahoitus (2 %). Tuotteiden osalta yhtiö nojaa voimakkaasti kumppanien tuotteisiin. Vakuutus tuotteissa yhtiö on vain jälleenmyyjä ja rahastot ovat rahastojen rahastoja. Strukturoidut sijoitus tuotteet yhtiö valmistaa itse.

Alexandrialla oli 2020 lopussa 236 työntekijää joista 125 toimii myyjinä asiamiesmallilla ja loput 111

konsernin palkkalistoilla. Henkilöstöstä huomion arvoista on se, että kaikki myyjät toimivat asiamiesmallilla ja yhtiöllä ei ole omilla palkkalistoilla lainkaan myyjiä. Konsernin omilla palkkalistoilla olevista henkilöistä arviolta noin puolet kuitenkin liittyy myyntiin (ajanvaraus + asiakaspalvelu). Loput henkilöstöstä liittyvät pääomamarkkinatoimintaan sekä konsernihallintoon (laki, IT, compliance yms).

Alexandrian hallinnoitavat varat olivat 2020 lopussa 1800 MEUR. Tästä summasta 624 MEUR oli yhtiön omista rahastoista ja arviomme mukaan loput jakautuvat suunnilleen puoliksi vakuutusvarojen sekä strukturoitujen tuotteiden kesken. Käsitksemme mukaan AUM ei sisällä päällekkäisyyksiä ja esimerkiksi vakuutuskuoressa oleva rahasto näkyy vain rahastopääomana.

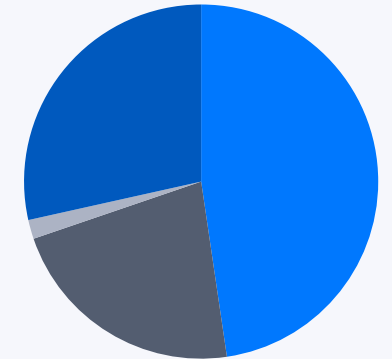
Omistus pääosin seinien sisällä

Alexandrian henkilöstö ja lähipiiri omistaa yhtiöstä noin 85 %. Suurin omistaja on yhtiön perustaja ja toimitusjohtaja Jan Åkesson 38,6 %:n osuudella. Hallituksella on laskelmiemme mukaan noin 20 %:n omistusosuus ja muulla henkilöstöllä niin ikään hieman yli 20 %:n omistusosuus. Näin ollen valtaosa yhtiön omistuksesta on töissä yhtiössä.

Vähemmistöt

Yhtiöllä on 10 %:n vähemmistö Alexandria Markets Oy:stä yhtiössä ja 32 %:n vähemmistö Alexandria Yritysrahoitus Oy:ssä. Markets on historiassa vastannut valtaosasta yhtiön tuloksesta (2020 Markets EBIT +6 MEUR) ja näin ollen myös vähemmistön tulososuus on ollut merkittävä. 2020 lopussa yhtiö nosti osuuttaan Alexandria Marketsista 65 %:sta 90 %:iin.

Palkkiotuottojen jakauma 2020



■ Strukturoidut sijoitus tuotteet ■ Vakuutus tuotteet
■ Yritysrahoitus ■ Rahastot

Suurimmat omistajat	%-osakkeista
Jan Åkesson	38,6 %
Ajanta	11,8 %
Oy Culatum Ab	6,1 %
ITM Invest Oy	4,8 %
Gaiko Capital	4,6 %
R.Erik Ja Bror Serlachiuksen Säätiö Sr	3,1 %

Tilanne 11.5.2019

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/8

Historiallinen kehitys

Historiallinen kehitys on ollut vaisua

2013-2020 välillä liikevaihto on kasvanut keskimäärin 6 % vuodessa. Taso on suhteellisen matala, kun huomioidaan toimialan voimakas kasvu Suomessa historiallisen nousumarkkinan vetämänä. Yhtiön liiketoiminta on kärsinyt vakuutus tuotteiden myynnin vaikeutumisesta (etenkin verokohtelun muutokset) ja mainehaitoista. Lisäksi yhtiöltä on keskittynyt rakentamaan maanlaajuista myyntiorganisaatioon ja strategian toteutus on edennyt varsin hitaasti.

Liikevoittomarginaali on ollut samalla aikajaksolla keskimäärin 11 %, jota voidaan pitää toimialalla heikkona (toimialan keskiarvo historiallisesti +25 %). Lisäksi yhtiön tulos on syntynyt lähes yksinomaan Alexandria Markets -yhtiössä ja tämän seurauksena vähemmistöt ovat syöneet merkittävän osan liikevoitosta. Keskimääräinen nettotulos-% onkin ollut matala hieman yli 4 %.

Näkemyksemme mukaan heikon kannattavuuden taustalla ovat olleet myyntikoneiston ylimitoitettu koko suhteessa liikevaihtoon, konsernin raskas kulurakenne ja viime vuosien merkittävät investoinnit järjestelmien ja prosessien kehittämiseen.

Yhtiö käynyt läpi merkittävän muutosprosessin

Yhtiö on viime vuosina käynyt läpi merkittävän muutosprosessin. Lähtölaukaus muutosprosessiin on ollut pääomasijoittaja Ajanta Oy:n mukaantulo vuonna 2016. Muutosprosessin keskeiset asiat ovat näkemyksemme mukaan olleet:

- Ammattihallituksen nimitys ja strategian selkeytys
- Kulurakenteen tehostaminen ja panostukset IT-järjestelmiin
- Sijoitusneuvontaprosessin parannukset
- Rahastoliiketoiminnan kasvattaminen
- Markets vähemmistön pienentäminen

2020 yhtiö kävi läpi merkittävän saneerauksen ja henkilöstömäärä laski noin 20 %:lla. Lisäksi yhtiö teki koronakeväänä merkittäviä kertaluontoisia säästötoimia ja nämä yhdessä vahvan kysynnän myötä johtivat rajuun tulosparannukseen sekä historian parhaaseen tulokseen. Arviomme mukaan 2020 tulos oli yhtiölle jopa ”liian hyvä” ja etenkin kulutason osalta 2020 ei edusta yhtiön normaalia tasoa. Myös palkkiorakenne on muuttunut aiempaa terveemmäksi jatkuvaa palkkiota tuottavien rahastojen osuuden noustua lähes 30 %:iin kokonaisliikevaihdosta. Yhtiön 2020 numeroissa on syytä huomata, että vähemmistöjen tulososuus 1,6 MEUR ei huomioi 2020 lopussa toteutettua Marketsin vähemmistöosuuden hankintaa. Tämä huomioiden olisi taso ollut noin 0,6 MEUR ja näin ollen tällä tulee olemaan 2021 alkaen merkittävä positiivinen EPS vaikutus.

Yhtiöllä paljon todistettavaa historiansa vuoksi

Alexandrian maine toimialalla on kyseenalainen ja sijoittajien yleinen mielikuva yhtiöstä vaikuttaa julkisen keskustelun pohjalta hyvin negatiiviselta. Yhtiö on myös 2017 saanut Finanssivalvonnalta

varoituksen sekä seuraamusmaksun vuoden 2015 teematarkastukseen liittyen. Näkemyksemme mukaan yhtiöllä on ollut historiassa haasteita usealla osa-alueella ja ne voidaan tiivistää mielestämme seuraavaan kolmeen kohtaan:

1) Sijoitustuotteiden osalta yhtiö on historiallisesti keskittynyt myymään strukturoituja sijoitustuotteita sekä sijoitusvakuutuksia, jotka ovat luonteeltaan yleensä varsin monimutkaisia sekä palkkioiltaan kalliita.

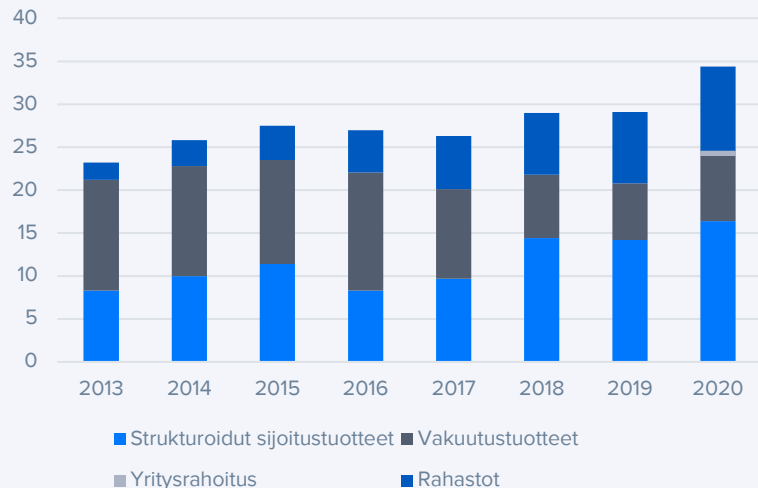
2) Yhtiön pääkohderyhmänä ovat olleet yksityissijoittajat ja on selvää, että laajassa asiakaskunnassa sijoitusosaamisen taso on hyvin vaihteleva.

3) Lisäksi yhtiön myyntimalli on keskimääräistä riskialttiimpi, sillä 1) asiamiesvetoinen myyntimalli on toimialalla tyypillisesti hyvin hankalasti ohjattavissa ja 2) asiamiesten palkitsemismalli on vahvasti provisiopohjainen (riski intressiristiriidoille).

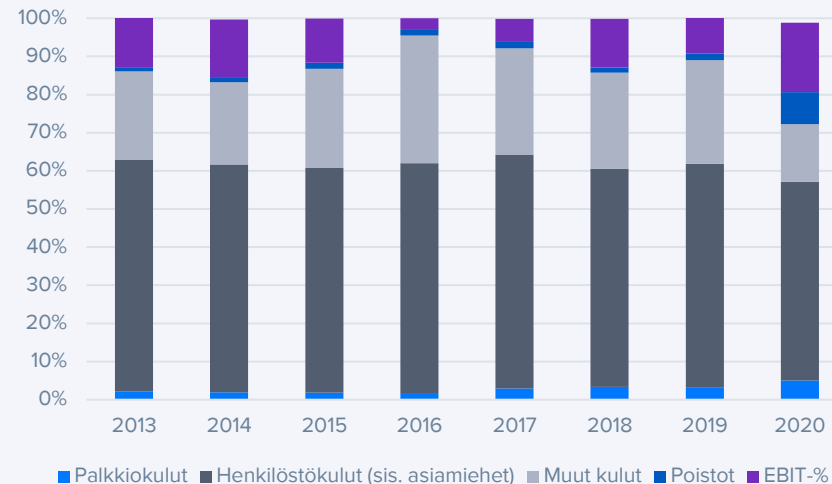
Käsityksemme mukaan yhtiö on tehnyt viimeisten vuosien aikana muutoksia toimintatapoihinsa, mistä näkyvimpänä on ollut rahastoliiketoiminnan ylösajo ja strukturoitujen sijoitustuotteiden osalta warranttipohjaisten tuotteiden myynnin lopetus 2017 (osuus vaihdellut historiassa 2-4 %:n strukturoitujen tuotteiden volyyminä). Myös sijoitusneuvontaprosesseihin on käsityksemme mukaan tehty merkittäviä muutoksia.

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 3/8

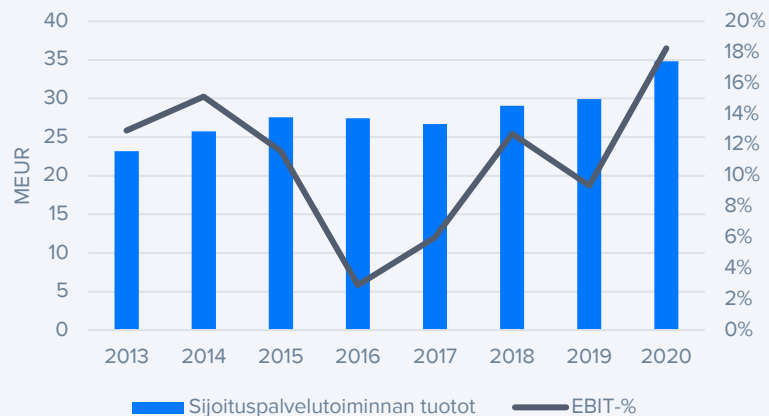
Liikevaihdon kehitys ja jakauma



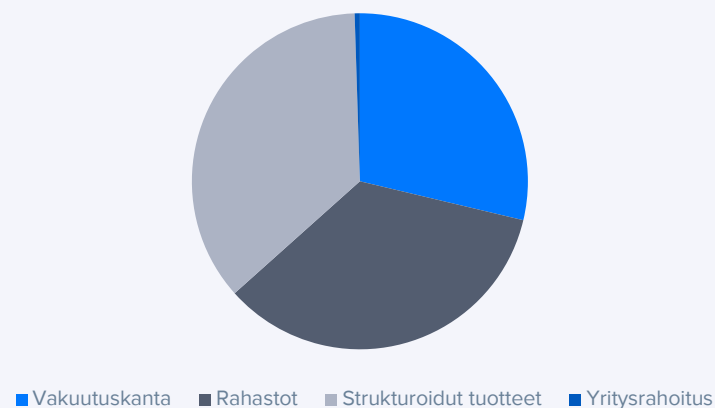
Kulurakenteen kehitys



Liikevaihto ja liikevoitto-%



AUM jakauma 2020e (Inderes arvio)



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 4/8

Liiketoimintamalli

Myyntivetoinen sijoituspalvelutalo

Alexandrian liiketoimintamallin ytimessä on tuotemyynti. Yhtiö myy asiakkaille sijoitustuotteita ja saa näistä erilaisia palkkioita. Yhtiöllä ei toistaiseksi tarjonnut varainhoitopalvelua ja se on keskittynyt puhtaasti tuotemyyntiin. Myynti toteutetaan asiamiesverkoston kautta ja asiamiesten palkkaus on voimakkaasti provisiopohjainen. Tämä tuo liiketoiminnan kulurakenteeseen selkeää joustavuutta, mutta samalla heikentää sen skaalautuvuutta.

Poikkeuksellisen Alexandrian liiketoimintamallista tekee sen laaja myyntikoneisto, tuotetarjonnan painopiste ja omien tuotteiden rajallinen määrä.

Yhtiön tuotetarjonnasta strukturoidut sijoitukset sekä vakuutukset kattavat noin 70 % ja perinteisemmät varainhoitotuotteet (rahastot) noin 30 %, kun toimialalla tyypillisesti painopiste on rahastoissa sekä varainhoitopalveluissa (täysivaltakirja/konsultatiivinen omaisuudenhoito). Lisäksi yhtiön tuotteet nojaavat paljon kumppaneihin (rahastot ovat rahastojen rahastoja, vakuutuksissa yhtiö on vain myyjänä) ja tuotteiden lisäarvon näkökulmasta täysin yhtiön omia tuotteita ovat vain strukturoidut tuotteet.

Yhtiön myyntikoneisto on myös poikkeuksellisen laaja ja asiakaskohtainen ansainta on hyvin matala. Tätä selittää yhtiön fokus yksityisasiakkaisiin ja matala asiakaskohtainen varallisuus.

Yhtiön laaja myyntikoneisto on sille selkeä kilpailuetu ja myös maantieteellinen painotus

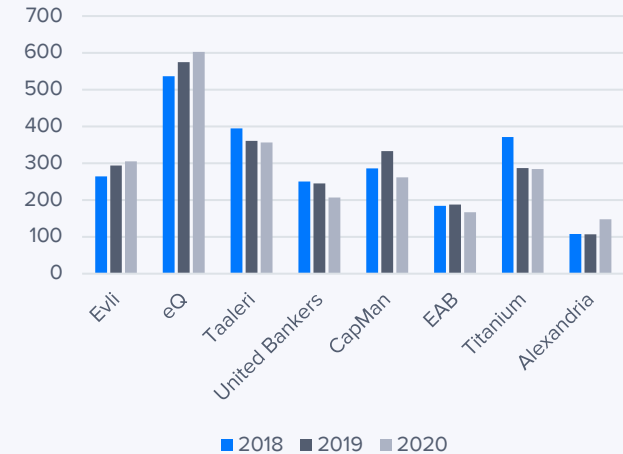
vähemmän kilpailuille aluille (80 % asiakkaista pk-seudun ulkopuolella) sekä segmentteihin (matalamman varallisuuden omaavat yksityishenkilöt) tarjoaa yhtiölle merkittävää hinnoitteluvoimaa. Yhtiön hinnoitteluvoima onkin sen valitsemissa asiakasryhmissä vahva, mikä näkyy tuotteiden suhteellisen korkeana hintatasona.

Yhtiön liiketoimintamallin yksi haaste on näkemyksemme mukaan se, että yhtiön kontrollin asiakkaista on varsin rajallinen. Yhtiö tarjoaa asiakkaille vain yksittäisiä tuotteita eivätkä asiakkaat ole varainhoidon piirissä. Tämän seurauksena yhtiön ns. ”share of wallet” on varsin matala ja asiakkaiden pysyvyyteen liittyy myös enemmän riskiä.

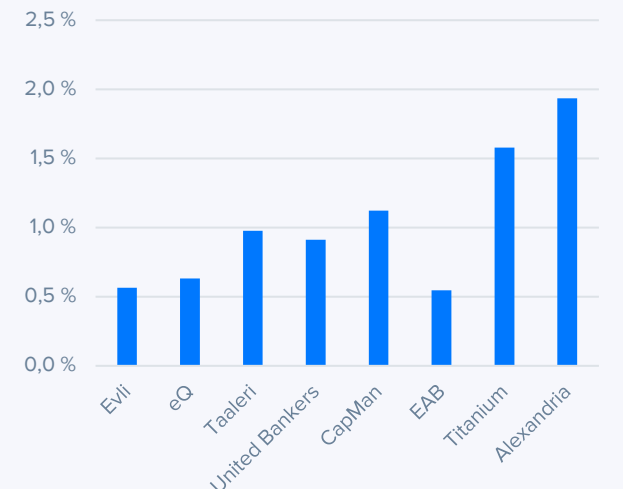
Toinen selkeänä haasteena on yhtiön myyntikoneiston teho. Yhtiön myynti per työntekijä seuraamistamme yhtiöistä ylivoimaisesti alhaisin ja mielestämme yhtiön pitäisi saada enemmän irti sen laajasta myyntiverkostosta. Näkemyksemme mukaan yhtiön olisi ensiarvoisen tärkeää onnistua kasvattamaan asiakaskohtaista ansaintaansa, sillä pelkällä asiakasmäärän kasvulla tuottavuus ei nykyisellä palvelumallilla parane. Asiakaskohtaisen ansainnan keskiössä on onnistunut laajentuminen varainhoitoon, sekä tuotetarjonnan laajentaminen.

Kolmas selkeä haaste on näkemyksemme mukaan yhtiön tuotteiden absoluuttisesti sekä suhteellisesti korkea hintataso ja se heikentää yhtiön kilpailukykyä. Asiakaskohtaisen varallisuuden selkeä kasvu antaisi yhtiölle paremmat eväät vastata toimialan väistämättömään hintaeroosioon.

Liikevaihto per työntekijä (TEUR)



Liikevaihto/AUM-% 2020



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 5/8

Jatkuvien palkkioiden osuus suhteellisen matala

Alexandrian liikevaihto koostuu pääosin tuotekohtaisista palkkioista. Yhtiön palkkioiden jakauma on seuraamistamme sektorin yhtiöistä voimakkaimmin painottunut kertatuottoihin ja jatkuvien tuottojen osuus on viime vuosien hyvästä kehityksestä huolimatta vasta 28 %. Jatkuvat tuotot johtavat liiketoiminnassa parempaan ennustettavuuteen sekä pienempään riskiprofiiliin ja näin ollen niiden arvon on sijoittajan näkökulmasta selvästi kertatuottoja suurempi.

Strukturoidut tuotteet

Strukturoidut tuotteet ovat yhtiön suurin tuoteryhmä (2020 osuus liikevaihdosta 47 %). Yhtiön strukturoitujen tuotteiden volyymi on kasvanut viimevuodet tasaisesti samoin kuin markkinaosuus. Yhtiön teki 2020 73 kpl strukturoituja tuotteita yhteisvolyymillä 233 MEUR. Strukturoitujen tuotteiden markkina on supistunut Suomessa selvästi viime vuosina ja arviomme mukaan taustalla on etenkin matala korkotaso, mikä estää pääomaturvattujen tuotteiden tekemisen. Lisäksi moni toimija on strategiassaan keskittynyt jatkuviin tuotteisiin ja strukturoidut tuotteet ovat harvalla toimijalla olleet strategian ytimessä. Näiden tekijöiden seurauksena Alexandrian markkinaosuus onkin noussut voimakkaasti ja 2020 yhtiön markkinaosuus strukturoiduissa tuotteissa oli 22 % (2013: 6 %).

Strukturoitujen tuotteiden palkkio perustuu kertaluontoisiin strukturointipalkkioon (tyypillisesti ~5 %) sekä myyntipalkkioon (tyypillisesti ~2 %). Historiallisesti Alexandria on saanut strukturoiduista tuotteista keskimäärin 6,7 % kokonaispalkkiota, mutta tämä pitää sisällään

myös jälkimarkkinakaupat.

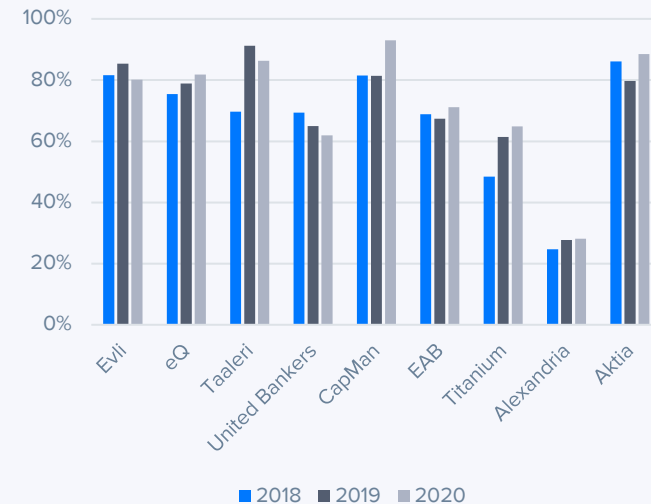
Tasot ovat arviomme mukaan toimialan keskiarvojen (4-5 %) yläpuolella ja ne heijastelevat yhtiön vahvaa hinnoitteluvoimaa sen asiakassegmentissä. Vaikka strukturoidut sijoitukset ovatkin luonteeltaan kertaluontoisia, on niissä tiettyä jatkumoa, sillä tyypillisesti sijoittaja sijoittaa erääntyneestä sijoituksesta saamansa pääomat uudelleen.

Vakuutukset

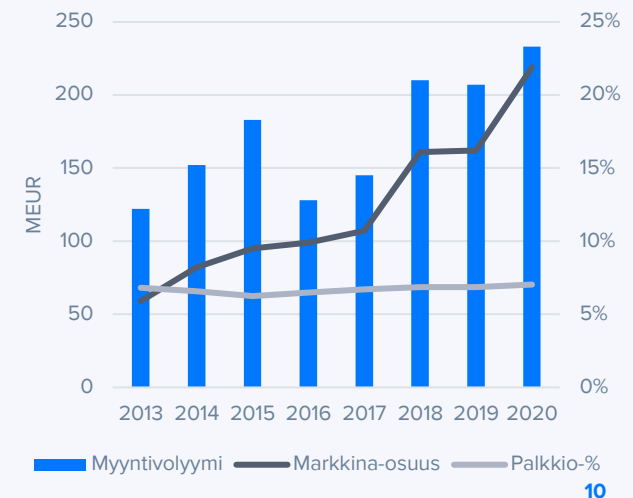
Vakuutustuotteet (2020 osuus liikevaihdosta 22 %) ovat historiassa olleet yhtiön suurin tuoteryhmä, mutta niiden osuus on laskenut voimakkaasti viime vuosina johtuen etenkin niiden verokohtelun muutoksista. Veroetujen selvä heikentyminen on johtanut arviomme mukaan laskuun niin myyntivolyymeissa, kun palkkioissa. Yhtiö tarjoaa laajan valikoiman eri toimijoiden säästö- sekä sijoitusvakuutuksia ja kumppaneita ovat mm. SEB Life ja Lombard. Vakuutustuotteiden tarkoituksena on toimia ennen kaikkea kuorena yhtiön omille tuotteille ja käsityksemme mukaan yhtiö tarjoaa vakuutuskuorien sisällä pääasiassa omia rahastojaan. Arviomme mukaan yhtiön vakuutuskuorissa oli 2020 lopussa 1-1,5 miljardin euron varat, josta yli puolet on sijoitettu yhtiön omiin tuotteisiin.

Palkkiorakenteen vaihtelevat tuotekohtaisesti, mutta tyypillisesti vakuutuksista saadaan vakuutusyhtiöltä etupainotteinen kertapalkkio ja/tai lisäksi vakuutuskuoresta veloitetaan asiakkaalta jatkuvaa palkkiota. Näkemyksemme mukaan vakuutustuotteiden palkkiot ovat pitkälti kertaluontoisia ja olemme omissa laskelmissamme huomioineet ne kertatuottoina.

Jatkuvien palkkioiden osuus liikevaihdosta-%



Strukturoitujen tuotteiden kehitys



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 6/8

Rahastot

Alexandrialla oli 2020 lopussa 8 rahastoa ja niissä pääomia 624 MEUR (4/21: 690 MEUR). Rahastoista saatavat palkkiot olivat 2020 9,8 MEUR ja näistä palkkioista valtaosa on jatkuvaa hallinnointipalkkioita. Yhtiöllä ei ole rahastoissa tuottosidonnaisia komponentteja. AUM:sta 420 MEUR on perinteisissä rahastoissa ja 200 MEUR vaihtoehtoisissa rahastoissa (tarkemmin s.12).

Rahastojen keskimääräinen painotettu kulutuso (TER-%) on noin 2,5 %, mutta yhtiön itselleen kirjaama osuus on noin 1,7 %. Tämä johtuu siitä, että rahastot ovat rahastojen rahastoja ja näin ollen huomattava osa palkkioista menee alla olevien rahastojen hoitajille. Tämän lisäksi yhtiö perii rahastoista merkintä ja lunastuspalkkioita, jotka vaihtelevat 0-3 %:n välillä. Koska rahastot ovat merkittävässä kokoluokassa, maksavat Alexandrian rahastot selvästi listahintoja matalampia palkkioita alla olevista rahastoista.

Rahastojen palkkioitasot ovat suhteellisesti ja absoluuttisesti varsin korkeat ja mielestämme on selvää, että yhtiö tulee kohtaamaan hintaeroosiota tulevina vuosina. Perinteisellä puolella yhtiön rahastojen palkkioitasot ovatkin tulleet viime vuosina selvästi alas. Rahastot ovat menestyneet korkeasta palkkioitasosta huolimatta kohtuullisen hyvin viime vuosina (taulukko seuraavalla sivulla).

Rahastot ovat yhtiön strategian keskiössä ja merkittävin kasvuajuri tuleville vuosille. Onnistuakseen tässä on yhtiön kyettävä ylläpitämään rahastojen hyviä tuottotasojia, sillä se on paras lääke taklaamaan väistämätöntä hintaeroosiota. Tuotetarjonnan laajentaminen on myös kriittistä, sillä mielestämme yhtiö tarvitsee nykyistä leveämmän tuotetarjonnan

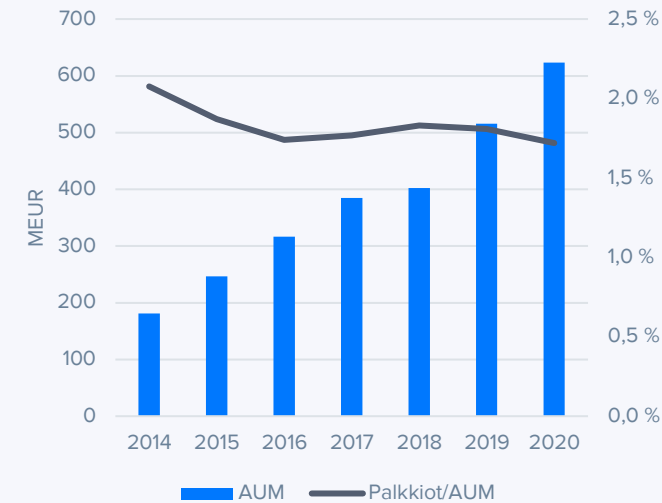
kasvattaakseen asiakaskohtaista AUM:ia. Myös varainhoitoon laajentumisen tulisi auttaa rahastomyyntiä, sillä rahastot tulevat olemaan palvelun keskiössä.

Yritysrahoitus

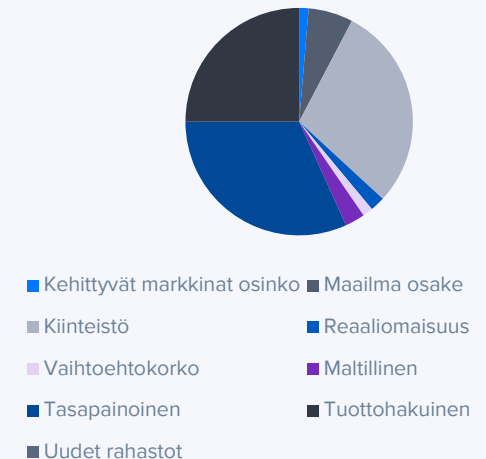
Alexandria laajeni vuonna 2017 yrityslainoihin Rahamyly-brändillä. Kantavana ajatuksena yhtiöllä on yhdistää sijoittajat (sen omat asiakkaat) sekä rahaa tarvitsevat yritykset (lainanhakijat) sen oman alustan kautta. Sijoittajien näkökulmasta tarkoitus on tarjota houkuttelevaa vaihtoehtoista tuottoa hyvin hajautetulla lainasalkulla, kun taas yritysten näkökulmasta tarkoitus tarjota lainaa järkevällä korolla.

Palvelun keskeisenä haasteena on 1) saada sinne riittävää volyymiä lainahakijoiden osalta ja 2) rakentaa luottoluokitusmallit, jotka pitävät luottotappiot hallinnassa. Sijoittajien suhteen emme ole huolissamme ja arvioimme, että niitä yhtiö saa alustalleen varsin helposti. Go-to-market strategia on kuitenkin iso haaste ja yhtiön suunnitelmat sen suhteen ovat vielä hämärän peitossa. Huomautamme, että Alexandria ei todellakaan ole ensimmäinen taho kuka tätä yrittää ja enemmistö tiedossamme olevista toimijoista ei ole saanut vastaavaa mallia Suomessa toimimaan. Onnistuessaan Yritysrahoitus tarjoaisi Alexandrialle merkittävää potentiaalia (korkean marginaalin jatkuvaa liikevaihtoa), mutta tällä hetkellä onnistumisen todennäköisyyttä ei voi pitää kovin suurena. Näin ollen suosittelemme sijoittajia tarkastelemaan Yritysrahoitusta optiona. Olemme avanneet vertaislainamarkkinaa sekä toimintamallia tarkemmin Fellow Financen [laajassa raportissamme](#).

Rahastojen kehitys



Rahasto AUM:n jakauma 2020

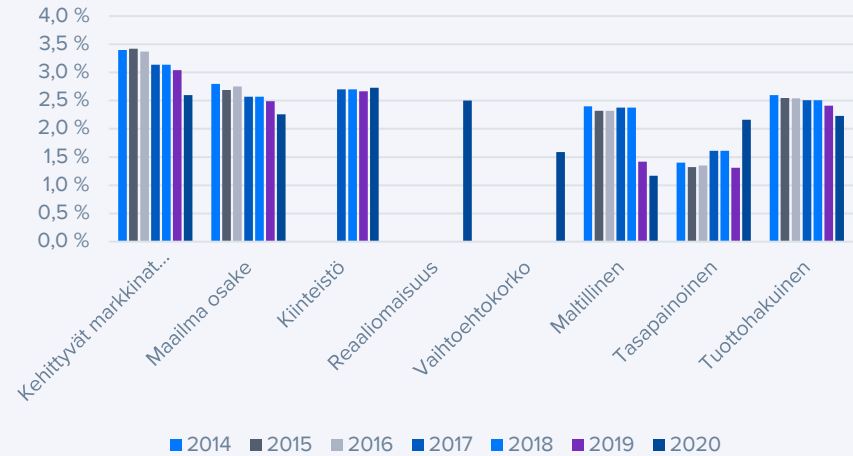


Yhteenveto rahastoista 7/8

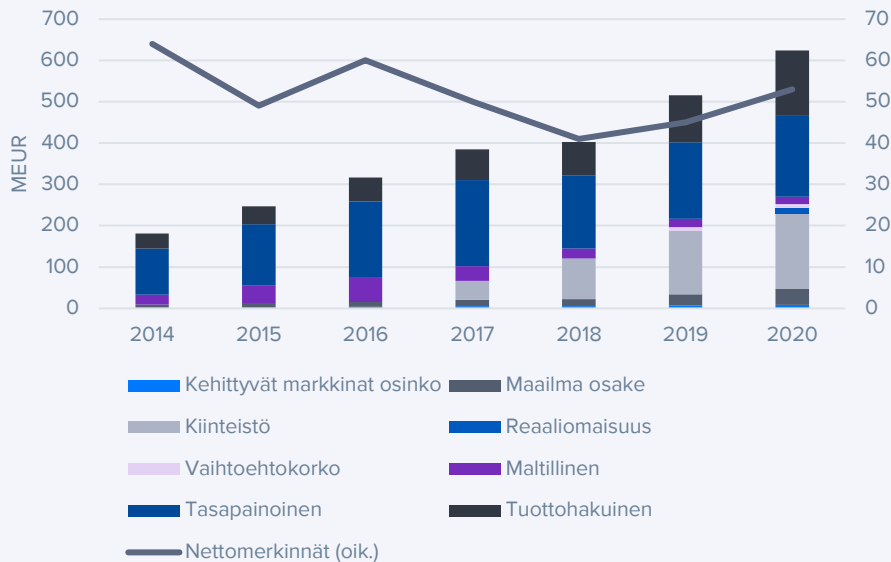
	Perustettu	AUM	5v tuotto/v	3v tuotto/v	TER-%
Kehittyvät markkinat osinko	2011	9	8,10 %	5,50 %	2,10 %
Maailma osake	2011	46	12,50 %	14,90 %	2,26 %
Kiinteistö	2017	193		5,10 %	2,84 %
Reaaliomaisuus	2020	17			2,50 %
Vaihtoehtokorko	2019	9			2,00 %
Maltillinen	2011	18	3,80 %	4,90 %	1,17 %
Tasapainoinen	2011	217	8,50 %	10 %	2,16 %
Tuottohakuinen	2011	183	11,30 %	13,20 %	2,23 %

Lähde: Rahastoraportti 4/2021

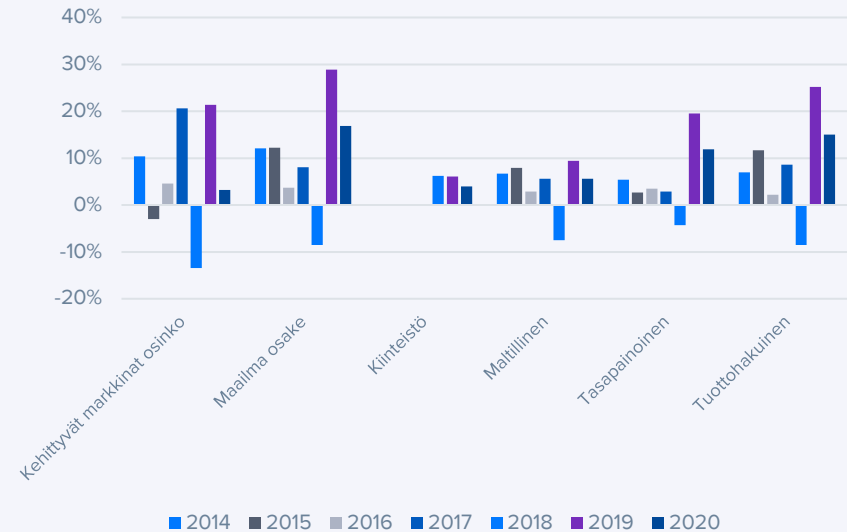
Rahastojen juoksevat kulut (TER) %



Rahastojen AUM



Rahastojen tuotot -%



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 8/8

Kulurakenne

Tehokkuudessa edelleen parantamisen varaa

Alexandrian kulurakenne on toimialalle tyypillisesti varsin yksinkertainen ja kiinteät kulut näyttelevät valtaosaa kuluista. Suurin yksittäinen kuluerä on palkkiokulut jotka 12,7 MEUR tai noin 37 % liikevaihdosta. Palkkiokuluista 11 MEUR oli asiamiesten palkkioita ja 1,7MEUR muita palkkiokuluja (mm. säilytyskulut). Rahastojen, vakuutusten ja strukturoitujen tuotteiden kolmansien osapuolten palkkiot ovat netotettu jo liikevaihdossa.

Henkilöstökulujen osuus oli 7,2 MEUR tai 20 % liikevaihdosta. Mielestämme kuitenkin yhtiön henkilöstökuluja pitää tarkastella asiamieskulut huomioiden yhtiön liiketoimintamallista johtuen ja asiamiespalkkiot huomioiden henkilöstökulut olivat noin 18 MEUR tai 52 % liikevaihdosta. Asiamiesten kulut huomioiden keskimääräinen henkilöstökulu oli 77 TEUR ja matalin seuraamistamme yhtiöistä (graafit seuraavalla sivulla). Mielestämme suhteellisen matala taso kertoo yhtiön liiketoimintamallin henkilömixistä (pieni pääomamarkkinatiimi, iso ajanvaraustiimi yms.). Yhtiön myynti per työntekijä on myös seuraamistamme yhtiöistä matalin mikä heijastelee osin yhtiön asiakaskuntaa ja liiketoimintamallia, mutta osaltaan myös myyntikoneen tehottomuutta.

Toiseksi merkittävin erä ovat hallintokulut (mm. IT, vuokrat ja markkinointi) jotka olivat 2020 5,1 MEUR tai 15 % liikevaihdosta, mikä on seuraamiemme yhtiöiden keskitasoa (vertailu seuraavalla sivulla).

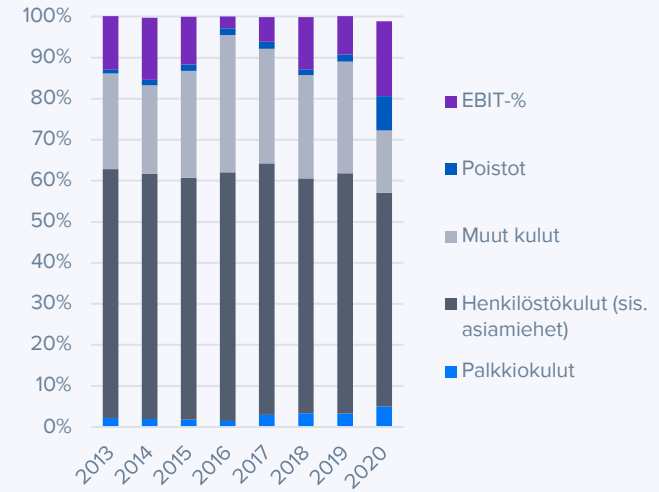
Viimeinen merkittävä kuluerä yhtiölle on poistot. Yhtiö poistaa FAS-kirjanpitosäädösten mukaisesti

liikearvoa ja 2020 liikearvopoistot olivat noin 0,4 MEUR. 2021 taso nousee selvästi Markets vähemmistöosuuden oston myötä ja jatkossa liikearvot poistot ovat noin 0,8 MEUR. Näillä liikearvopoistoilla ei ole kassavirtavaikutusta ja näin ollen ne on syytä oikaista yhtiön tuloksesta. Yhtiöllä on myös merkittävät IFRS16 mukaiset poistot (käytännössä vuokratulot) ja tämä erä oli 2020 2,1 MEUR. Muita poistoja yhtiöllä on varsin rajallisesti ja arvioimme niiden olevan noin 0,4 MEUR per vuosi.

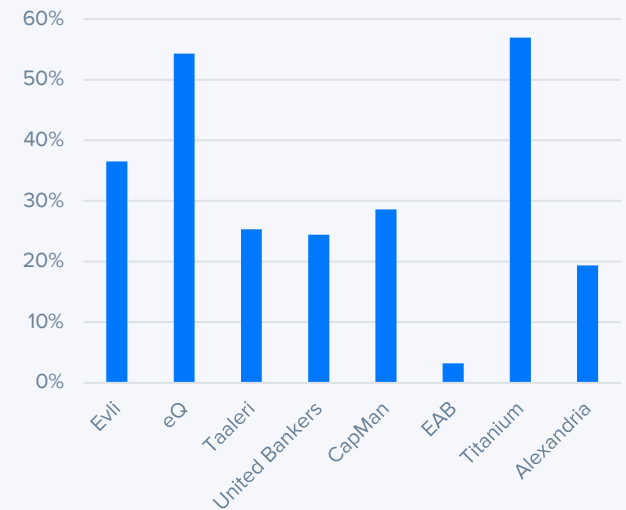
Kannattavuus skaalautuu verrokkeja heikommin

Yhtiön liikevoitto oli 2020 historian paras ja marginaali oli 19 %. Taso on edelleen suhteellisesti varsin vaatimaton ja alle keskeisten verrokkien. Sijoittajien on syytä huomioida, että Alexandrian liiketoimintamalli skaalautuu selvästi verrokkeja heikommin johtuen asiamiesten provisiovetoisesta palkkiomallista sekä tuottosidonnaisten palkkioiden puuttumisesta. Näin ollen yhtiön rakenteellinen kannattavuus on verrokkiryhmän matalimpia, mistä kertoo myös yhtiön +20 %:n taloudellinen tavoite. Nykyinen kannattavuustaso sekä kulurakenne analyysimme tukee näkemystämme siitä, että yhtiön olisi ensiarvoisen tärkeä saada enemmän irti sen myyntikoneesta rakenteellisen kannattavuutensa nostamiseksi. Käytännössä tämä tarkoittaa liikevaihdon kasvua ennen kaikkea asiakkuuksien kokoluokkia (share of wallet) nostamalla. Lisäksi yhtiön tulisi kriittisesti myös tarkastella nykyistä kulutasoa, sillä 2020 saneerauksesta huolimatta yhtiön tehokkuus on edelleen selvästi verrokkeja jäljessä. On kuitenkin selvää, että kasvu on kannattavuuden parantamisessa huomattavasti säästöjä merkittävämmässä roolissa.

Kulurakenteen kehitys

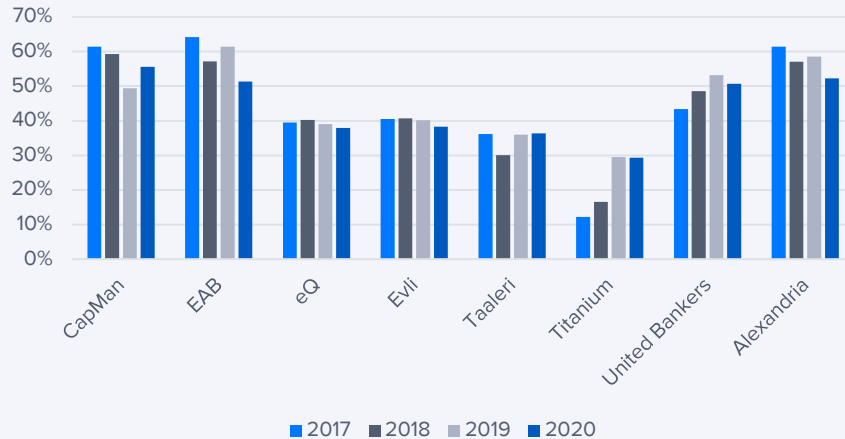


Verrokkien liikevoitto-% 2020

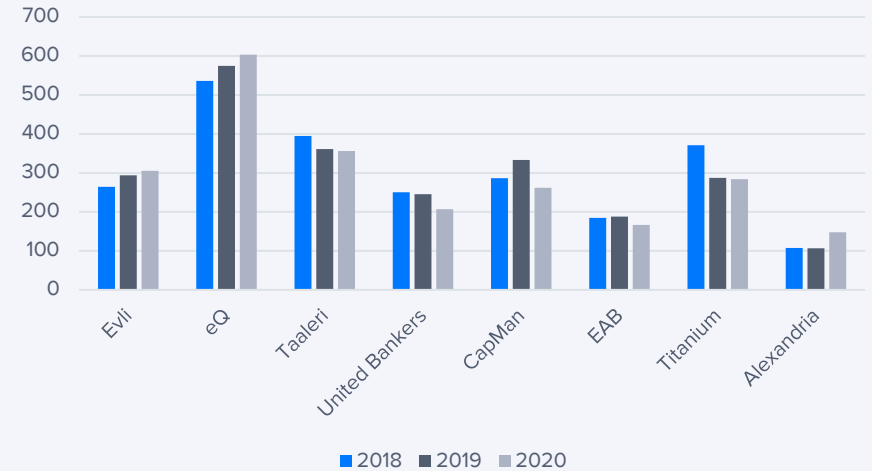


Alexandria suhteessa kotimaisiin verrokkeihin

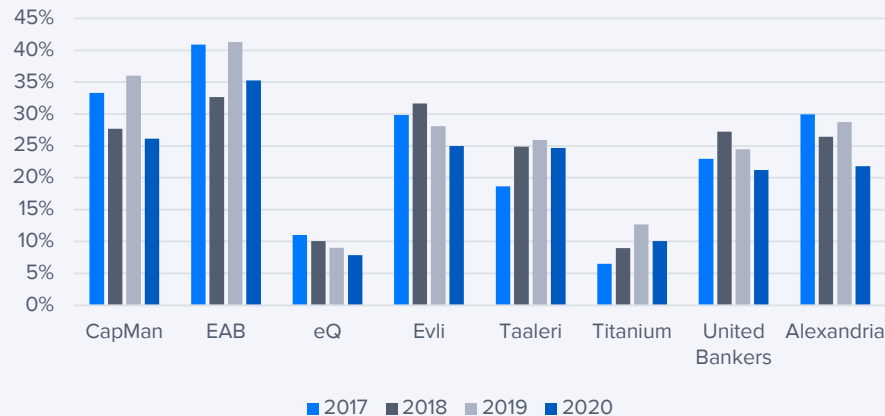
Henkilöstökulut suhteessa liikevaihtoon (konserni)



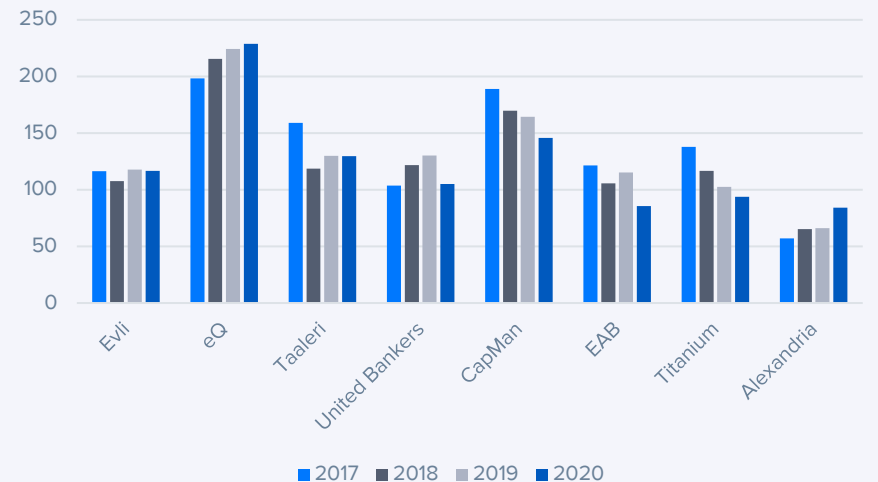
Liikevaihto per työntekijä (TEUR)



Hallintokulut, muut kulut ja poistot suhteessa liikevaihtoon (konserni)

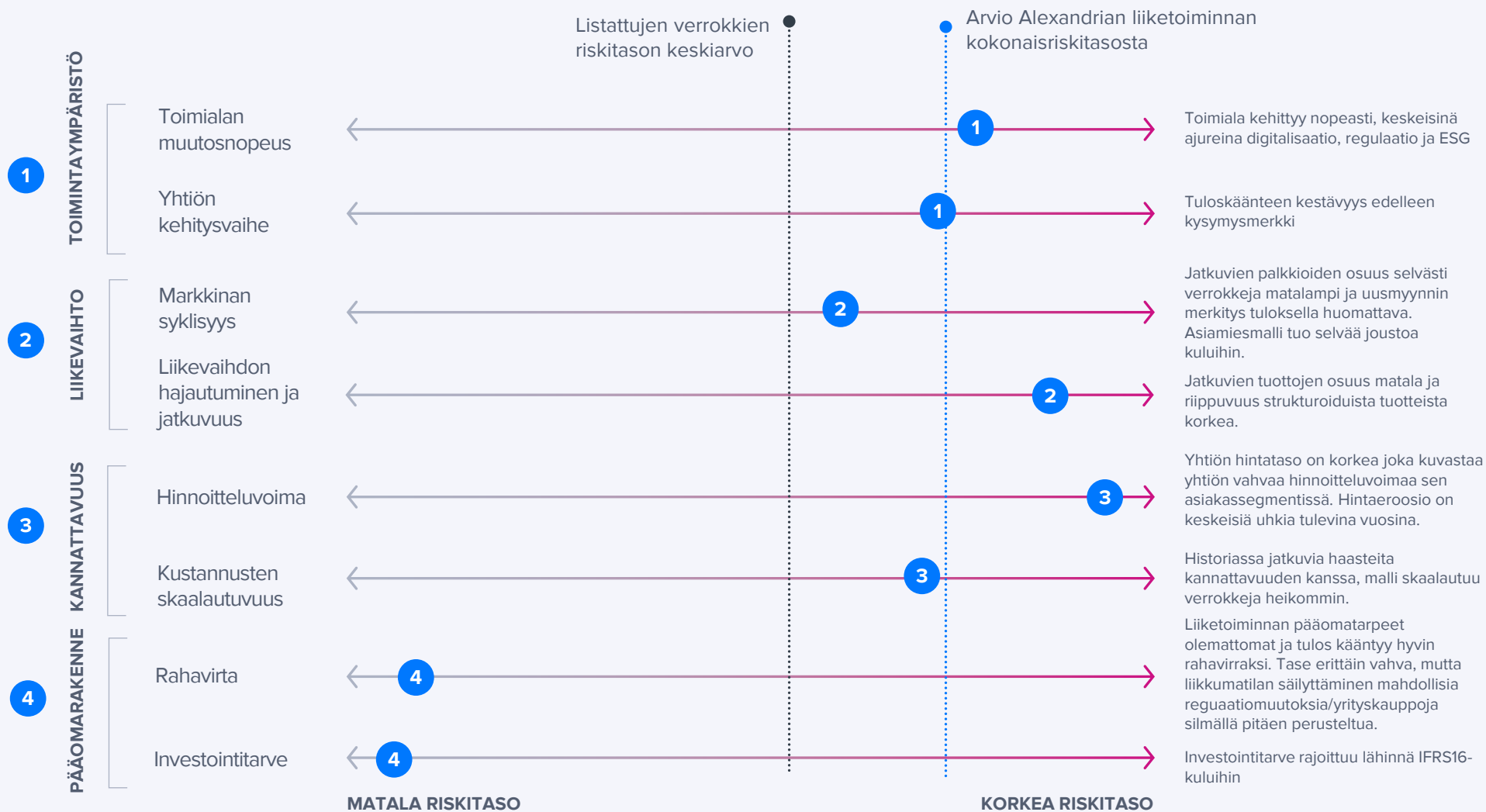


Henkilöstökulut per työntekijä



Liikevaihto per työntekijä laskettu keskimääräisellä henkilöstömäärällä.
Asiamiehet laskettu henkilöstöön ja henkilöstökuuluihin mukaan

Liiketoimintamallin riskiprofiili



Strategia ja taloudelliset tavoitteet 1/3

Strategia

Vahva jakelu strategian ytimessä

Alexandrian strategia nojaa hyvin vahvasti yhtiön vahvan myyntiverkoston hyödyntämiseen. Tämä on loogista, sillä laaja jakelu yksityisjoittajakenttään on yhtiölle selkeä kilpailuetu. Kilpailumielessä yhtiön keskeiset kilpailijat ovatkin näkemyksemme mukaan paikallispankit, eivätkä muut varainhoitajat.

Näkemyksemme mukaan Alexandrian strategian voi tiivistää kolmeen asiaan (tarkempi strategiakuvaus seuraavalla sivulla):

- Liikevaihdon kasvu
- Kulutehokkuuden parantuminen
- Tuotteiden laadun jatkuva parantaminen

Liikevaihdon kasvun osalta yhtiön ylivoimaisesti tärkein asia on onnistua kasvattamaan keskimääräisen asiakkaan kokoluokkaa. Yhtiön osuus asiakkaidensa varoista on yhtiön oman arvion mukaan noin 30 % (50tEUR / 150 tEUR) ja taso on selvästi keskimääräisiä listattuja verrokkeja matalampi. Vaikka yhtiön ansainta per hoidossa olevat varat onkin verrokkiryhmän korkein (sivu 9), on selvää että asiakaskohtainen ansainta jää matalaksi nykyisessä asiakaskokoluokassa. Koska yhtiön liiketoimintamalli nojaa paikalliseen läsnäoloon, ei asiakasmäärän kasvu tarjoa oleellista skaalautuvuutta. Näin ollen skaalautuminen pitääkin saavuttaa ennen kaikkea asiakaskokoja kasvattamalla.

Asiakaskokojen kasvattamisessa keskiössä on 1) laajempi tuotetarjonta ja 2) siirtyminen tuotetalosta varainhoitoon. Osana varainhoitopalveluun laajentumista yhtiön tärkeimpiä asioita on

näkemyksemme mukaan myynnin fokuksen siirtäminen tuotemyynnistä kohti kokonaisvaltaisempaa palvelua. Tämä on asiamiesmallissa lähtökohtaisesti hyvin hankalaa johtuen asiamiesten palkkamalleista ja jo totutuista toimintatavoista. Suhtaudummekin skeptisesti siihen, että yhtiö onnistuisi muuttamaan nykyisen mallinsa varainhoitovetoiseksi ja käytännössä varainhoitopalvelu tulee vaatimaan oman organisaationsa. Varainhoitopalvelu vaatisi todennäköisesti onnistuakseen myös nykyistä laajemman tuotetarjonnan. Luonnollisesti tuotteiden laadun jatkuva parantaminen on yhtiön kasvun onnistumiselle elinehto, vaikka yhtiö fokusoituukin vähemmän kilpailtuun segmenttiin.

Kulutehokkuus on mielestämme pitkälti alistettu liikevaihdon kehitykselle ja sieltä syntyvällä tehokkuusparannukselle. Vaikka yhtiön kulutasossa onkin varmasti edelleen tehostamisvaraa, on tämän merkitys kasvua pienempi.

Yritystohousut jalassa

Mielestämme yrityskaupat tarjoavat Alexandrialle hyvät lähtökohdat omistaja-arvon luomiseksi. Sen lisäksi, että yritysjärjestelyiden logiikka on finanssisektorilla varsin suoraviivainen (sivu 25), pystyisi Alexandria saamaan yrityskaupoilla enemmän tehoa irti nykyisestä varsin raskaasta hallintorakenteestaan sekä myyntikoneestaan. Loogisimmat ostokohteet yhtiölle olisivat arviomme mukaan tuotetalot joiden avulla yhtiö voisi laajentaa tuotetarjontaansa. Myös varainhoitoon laajentuminen yrityskaupalla voisi olla strategisesti perusteltua. Uskomme myös, että yhtiö olisi lähtökohtaisesti kiinnostunut olemaan osa isompia järjestelyitä.



Strategian kulmakivet

Alexandria

- Paikallinen läsnäolo laajan asiamiesverkoston avulla
- Laaja konttoriverkosto myös maakunnissa
- Fokus vähemmän kilpailussa segmentissä

Keskeiset verrokkit

- Varainhoitajat keskittyvät varakkaampiin asiakkaisiin
- Pankit ovat karsineet palveluitaan
- Sijoitusneuvontapalvelua yhä vaikeampi saada
- Henkilökohtainen palvelu keskittyy yksityispankkiin peruspalveluiden siirtyessä digiin

Strategian plussat ja miinukset

Plussat

- Vahva hinnoitteluvoima valitussa segmentissä
- Kulutaso joustaa hyvin

Miinukset

- Liiketoiminta skaalautuu huonosti
- Asiamiesverkostoa vaikeampi ohjata
- Tuotetalona asiakaskohtainen AUM jää matalaksi
- Hintataso on korkea ja altis eroosiolle

Strategia ja taloudelliset tavoitteet 2/3

Strategian kulmakivet



Jatkuvien tuottojen ja volyymin kasvu



- Rahastojen osuuden kasvu
- Rahastotarjonnan laajentaminen
- Yritysrahoituksen kasvu
- Varainhoito

Asiakkuuksien kasvattaminen



- Laajentuva tuotetarjonta
- Laajentuminen varainhoitoon

Tuotteiden laadun jatkuva parantaminen



- Tavoitteena jatkuvasti parantaa sijoitusneuvontaprosessia
- Palvelumallien kehitys tukemaan varainhoitoa
- Tuotteiden laadun jatkuva parannus

Kulutehokkuuden parantuminen



- Yhtiö pyrkii kasvattamaan asiakaskohtaista varallisuutta ja parantamaan tämän kautta asiakaskohtaista kannattavuutta
- Jatkuva prosessikehitys

Inderesin kommentit Alexandrian strategisista painopistealueista

- Rahastoihin keskittyminen ja rahastotarjonnan laajentaminen ovat täysin oikeita strategisia valintoja.
- Laajempi tuotetarjonta hajauttaa yhtiön liikevaihtovirtoja sekä luo pohjaa uudelle kasvulle.
- Laajempi rahastotarjonta luo myös pohjaa varainhoitopalvelulle, sillä varainhoidossa tarjonnan ytimen on pakko muodostua rahastoista.

- Asiakkuuksien kasvattaminen on kannattavuuden parannuksen ja liiketoiminnan skaalautuvuuden kannalta täysin keskeistä.
- Laajempi tuotetarjonta etenkin rahastoissa auttaa tässä tavoitteessa, mutta varainhoitopalvelu on huomattavasti tätä merkittävämmässä roolissa.
- Varainhoidon palvelumalli on vielä hämärän peitossa, mutta arviomme mukaan sen sovittaminen nykyiseen asiamiesmalliin tulee olemaan hankalaa. Yhtiö todennäköisesti tarvitsee erillisen varainhoito-organisaation, jossa yrityskaupat voisivat olla looginen tie.

- Yhtiön hintataso on absoluuttisesti ja suhteellisesti korkea ja näemme hintaeroosion oleellisena uhkana yhtiölle. Hintaeroosiota vastaan taistelussa hyvin menestyvät tuotteet ovat avainasemassa.
- Hyvin menestyvät sijoitustuotteet luovat myös pohjaa asiakastytyväisyydelle sekä asiakaskohtaisen kokoluokan kasvattamiseksi.
- Myös yhtiön mainehaittoihin paras lääke on hyvin menestyvät sijoitustuotteet ja toimivat sijoitusneuvontaprosessit.

- Kulutehokkuus parantunut 2020 aikana selvästi, mutta historiallinen taso on heikko
- Kulutehokkuuden parantumisen jatkuminen vaatii taakseen strategian muissa kulmakivissä onnistumista
- Kulutehokkuuden parantuminen on tuloskasvun kulmakertoimen kannalta täysin keskeistä

Strategia ja taloudelliset tavoitteet 3/3

Taloudelliset tavoitteet

Tavoitteet ovat realistiset

Liikevaihdon kasvutavoite on Alexandrian sijoitustarinan kannalta täysin keskeisessä roolissa, sillä liikevaihdon kasvu on edellytyksenä kannattavuuden parantumiselle. Vaikka tavoite ei numeroiden valossa ole erityisen haastava (+10 MEUR tai +5 % p.a.), tulee yhtiön onnistua hyvin saavuttaakseen tavoitteen orgaanisesti. Näkemyksemme mukaan rahastot ovat yhtiön tuoteryhmistä ainoa, jolla on selkeät edellytykset kasvaa lähivuosina. Lisäksi on mielestämme selvää, että yhtiö tulee kohtaamaan painetta sen nykyisiin varsin korkeisiin tuotehintoihin, mikä aiheuttaa rakenteellista painetta palkkioihin. Näkemyksemme mukaan tavoitteen saavuttaminen vaatii 1) rahastomyynnin selkeää kasvua, 2) uusia onnistuneita rahastolanseerauksia, 3) onnistumista sijoitustoiminnassa ja 4) markkinatilanteen pysymistä vähintään kohtuullisena.

Hallinnoitava varallisuuden nosto yli 2,5 miljardiin on tavoitteena mielestämme sijoittajien kannalta varsin epärelevantti, sillä huomattavasti tätä tärkeämpää on hallinnoitavan varallisuuden laadun kehitys. Yhtiön nykyisestä AUM:sta vain noin kolmannes tuottaa jatkuvia palkkioita ja tämän osuuden kasvattaminen on yhtiön tulevan kehityksen kannalta avainasemassa. Suosittelemmekin sijoittajia keskittymään absoluuttinen AUM kasvun sijaan 1) jatkuvien palkkioiden, 2) absoluuttisten palkkioiden ja 3)

AUM:nixin kehitykseen.

Kannattavuustavoite on matala verrattaessa alan muihin toimijoihin (vertailu sivulla 13-14) ja se heijastelee yhtiön liiketoiminnan rakenteellisesti verrokkeja matalampaa kannattavuuspotentiaalia. Pidämme kannattavuustavoitetta saavutettavissa, kunhan yhtiön liikevaihto kasvaa ja kulukontrolli pitää. Kulukontrollin ei pitäisi olla ongelma ja näkemyksemme mukaan yhtiöllä on nykyisessä kulutasossa edelleen tehostamisvaraa. Näin ollen kannattavuustavoitteen saavuttaminen onkin pitkälti alisteinen liikevaihdon kasvun realisoitumiselle.

Osingonjakotavoite on alan muiden toimijoiden tapaan varsin aggressiivinen. Annin jälkeen yhtiön tase on hyvässä kunnossa, eikä se tarvitse lisää pääomia nykyliiketoimintaansa. Mahdolliset uudet sisäiset kasvuaihiot voidaan hoitaa tulorahoituksella ja näin ollen lähtökohtaisesti yhtiöllä on hyvät edellytykset jakaa osinkoa selvästi yli 70 %:n tason. Yhtiö kuitenkin todennäköisesti haluaa lähivuosina kerätä hieman ylimääräistä puskuria taseeseensa yrityskauppoja silmällä pitäen, sillä yrityskaupat tulevat olemaan oleellinen osa yhtiön kasvustrategiaa.



Taloudelliset tavoitteet

Alexandrialla on voimassa neljä taloudellista tavoitetta vuoteen 2025 mennessä:

- Liikevaihto +45 MEUR
- EBIT +20 %
- Hallinnoitava varallisuus yli 2,5 miljardia
- Vähintään 70 % tuloksesta jaetaan osinkoina ja tavoitteena on jatkuvasti kasvava osinko

Inderes ennusteet

- Liikevaihto 2025: 44,5 MEUR
- Liikevoitto 2021-2025 keskimäärin: 20 %
- AUM 2025: ~2,4 miljardia
- Voitonjakosuhte 2021-2025e keskimäärin: 84 %

Sijoitusprofiili

1.

Laaja jakeluverkosto

2.

Vahva hinnoitteluvoima valitussa segmentissä

3.

Liiketoiminta skaalautuu verrokkeja heikommin

4.

Vaisu track-record ja verrokkeja korkeampi riskitaso

5.

Yrityskaupat todennäköisiä

Potentiaali



- Asiakaskokojen kasvu
- Uudet tuotteet
- Varainhoitoon laajentuminen
- Liiketoiminnan skaalautuminen
- Kasvu yrityskaupoilla

Riskit



- Maineriski
- Yhtiön tulostaso ollut historiassa heikko
- Jatkuvien palkkioiden osuus edelleen suhteellisen matala
- Markkinatilanteen heikentyminen
- Hintaeroosio

Varainhoitomarkkina

Varainhoitomarkkina kasvaa heikosta talouskehityksestä huolimatta

Varainhoitomarkkinat ovat Suomessa verrattain nuoret ja esimerkiksi ensimmäiset sijoitusrahastot perustettiin vasta 1980-luvun lopulla. Viimeisen kolmen vuosikymmenen aikana varainhoitoliiketoiminta on kasvanut ripeästi kansantalouden kasvun ja kansalaisten vaurastumisen myötä. Historiallisesti suomalaisten kotitalouksien varallisuudesta valtaosa on ollut sidottuna asuntoihin ja asunto on edelleen kotitalouksilla ylivoimaisesti suurin varallisuuden muoto, vaikka muut sijoitusmuodot ovatkin yleistyneet. Pääomamarkkinoiden nuori ikä heijastuu Suomessa myös siten, että kotitalouksien asuntojen ulkopuolisesta sijoitusvarallisuudesta huomattava osa on edelleen pankkien käyttöileillä tehottomassa käytössä.

Suomen omaisuudenhoitomarkkinan koko oli 2020 lopussa noin 240 miljardia euroa. Vuodesta 2005 alkaen markkina on kasvanut noin 5 % vuodessa. Kasvua on selittänyt osin varallisuusarvojen kasvu ja osin uuden pääoman virtaaminen omaisuudenhoidon piiriin. Tästä 240 miljardista noin puolet on sijoitettu kotimaisiin sijoitusrahastoihin ja loput ovat konsultatiivisen tai täyden valtakirjan omaisuudenhoidon piirissä. Luonnollisesti myös merkittävä osa rahastopääomasta on erilaisten omaisuudenhoitosopimusten alaisuudessa.

Johtuen Suomen talouden rakenteellisesti heikoista näkymistä, uskomme, että uutta

varallisuutta syntyy lähivuosina Suomeen rajallisesti. Näin ollen varainhoitomarkkinan kasvu tulee myös jatkossa perustumaan varallisuus-arvojen kasvuun ja rotaatioon talletustileiltä tuottavampiin sijoituskohteisiin.

Pitkän aikavälin näkymä on hyvä

Pitkällä aikavälillä Suomen omaisuudenhoitomarkkina tulee saamaan merkittävää tukea rakenteellisesta muutoksesta, kun suurten ikäluokkien keräämä varallisuus alkaa siirtyä seuraavalle sukupolvelle perintöjen kautta. Tämä varallisuuden äkillinen kasvu tulee arviomme mukaan väistämättä johtamaan varainhoitomarkkinan kasvuun, kun yhä useampi ihminen kiinnostuu sijoittamisesta ja toisaalta muuttuu sijoituspalveluyritysten kannalta kiinnostavaksi asiakkaaksi. Myös huolet eläkejärjestelmän kestävydestä tulevat luomaan rakenteellista kiinnostusta pitkän aikavälin sijoitustoiminnalle ja varallisuuden kerryttämiseksi. Tämä rakenteellinen muutos tapahtuu kuitenkin vasta tulevien vuosikymmenten aikana, eikä näin ollen vaikuta alan lyhyen aikavälin näkymiin. Pitkällä aikavälillä uskomme, että varainhoitomarkkinalla on Suomessa hyvät edellytykset jatkaa noin 5 %:n vuosikasvua ja näin ollen kyseessä on edelleen selkeä kasvuala.

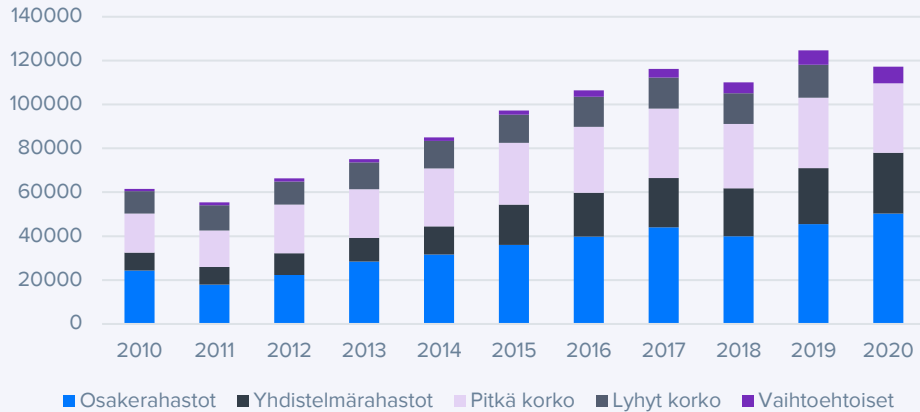
Toimialalla takanaan vahvat vuodet

Vaikka itse Suomen talous on kehittynyt vaisusti, ovat sijoituspalveluyritykset päässeet nauttimaan erittäin hyvistä tuotoista viimeisten vuosien aikana. Keskuspankkien elvytys ja tästä johtuvat

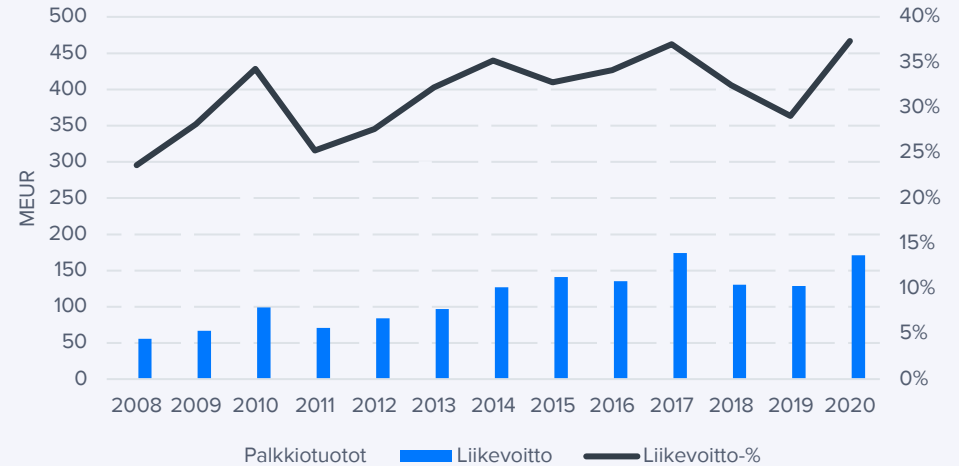
historiallisen matalat korot ovat olleet omiaan ajamaan pääomia korkeamman kustannustason tuotteisiin (mm. osakerahastot) ja toisaalta avanneet ovia vaihtoehtoisten omaisuusluokkien kehitykselle. Lisäksi osakemarkkinoiden historiallisen vahva kehitys on kasvattanut hallinnoitavan varallisuuden määrää ja kasvattanut tuottosidonnaisia palkkioita. Yritys- ja kiinteistöjärjestelyiden määrä on myös kasvanut selvästi johtuen likviditeetin hyvästä saatavuudesta ja matalasta korkotasosta. Alan toimijat ovatkin tällä hetkellä keskimäärin erittäin hyvin kannattavia.

Varainhoitomarkkina

Suomen sijoitusrahastopääomien kehitys (MEUR)



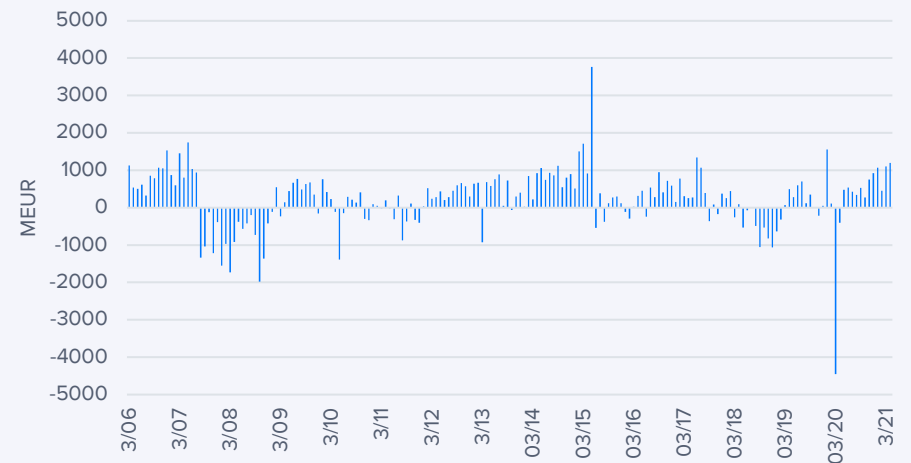
Sijoituspalveluyritysten liikevaihto ja kannattavuus Suomessa



Strukturoitujen tuotteiden volyyymi Suomessa (MEUR)



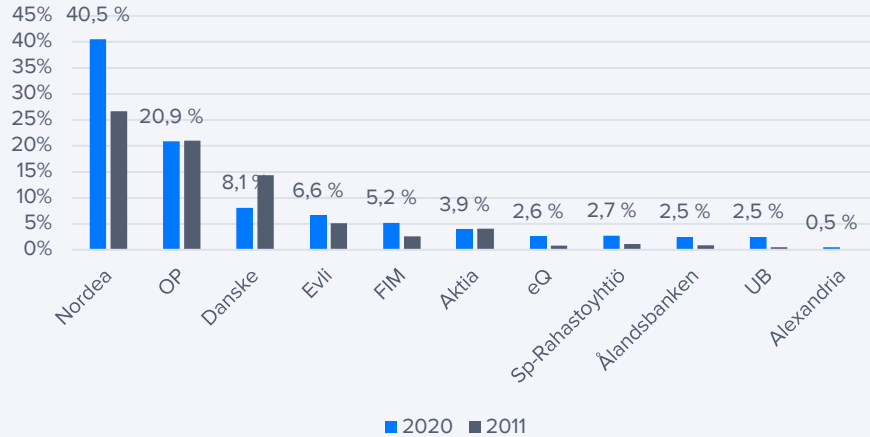
Kotimaisten sijoitusrahastojen nettomerkinnyt



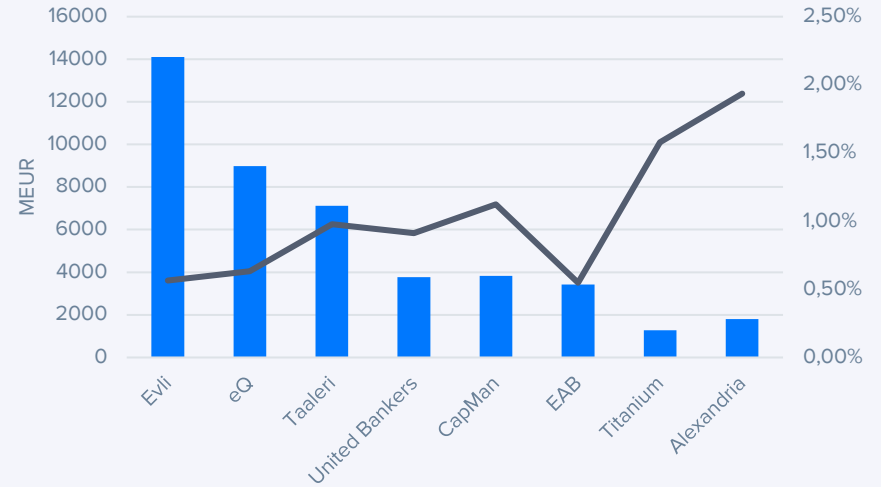
Lähde: Inderes, Tilastokeskus, Finanssivalvonta, Suomen Sijoitustutkimus

Varainhoitomarkkinan kilpailukenttä

Kotimaisten rahastoyhtiöiden markkinaosuudet



AUM ja tuotot/AUM-%



Kasvu ja kannattavuus



Jatkuvien tuottojen osuus ja AUM:n mix



Toimialan ajurit ja trendit



Digitalisaatio

Digitalisaatio mahdollistaa uusien asiakasryhmien aiempaa tehokkaamman palvelun sekä merkittävän tehokkuusparannuksen yritysten sisäisissä operaatioissa.



Regulaation lisääntyminen

Regulaation lisääntyminen kasvattaa toimijoiden hallinnollista taakkaa ja hankaloittaa etenkin pienten toimijoiden asemaa. Pahimmin regulaatio iskee pienten toimijoiden lisäksi pankkeihin.



Pysyvästi madaltunut korkotaso

Korkotaso on globaalisti madaltunut pysyvästi johtuen keskuspankkien toimista finanssi- ja eurokriisien jälkeen. Myös riskittömän koron käsite on muuttunut, kun aiemmin riskittömänä pidettyjen valtioiden velanhoitokykyä on alettu kyseenalaistaa.



Vastuullisuus (ESG)

ESG on noussut merkittäväksi trendiksi, kun sijoittajat ovat alkaneet vaatia myös rahoitusalan yrityksiä ottamaan aiempaa enemmän kantaa ESG-teemoihin. Sijoittajan kannalta kyse on etenkin riskienhallinnasta, kun digitalisaation ja läpinäkyvyyden parantumisen seurauksena epäkohdat nousevat yhä herkemmin esiin.

Sijoittajien muuttuvat tarpeet

Uudet omaisuusluokat täyttävät korkomarkkinan jättämää aukkoa

Reaaliomaisuustuotteiden määrä tulee kasvamaan merkittävästi

Tuotteiden pitää olla aiempaa läpinäkyvämpiä (ESG)

Sijoittajat vaativat yhä yksilöllisempää varainhoitoa

Riski määritellään uudelleen

Regulaatio, digitalisaatio ja ESG nostavat alalletulokynnystä

Sijoittajien vaatimustaso nousee

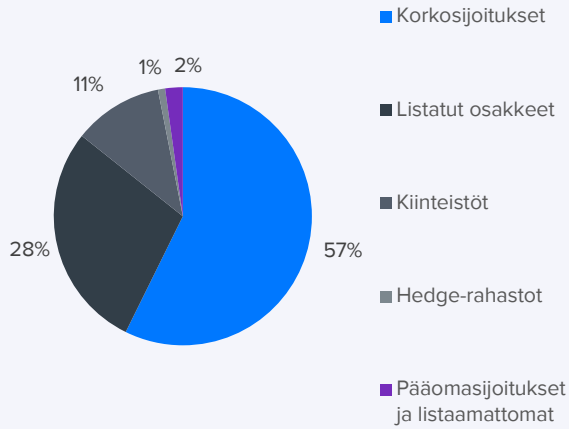
Passiivisten sijoitustuotteiden kysyntä jatkaa kasvuaan niiden ylivertaisen kulu/tuottosuhteen ansiosta

Perinteinen varainhoito tulee kohtaamaan yhä voimakkaampaa hintapainetta

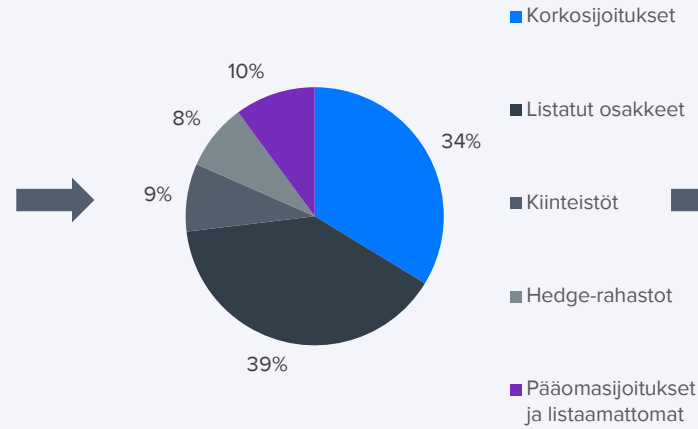
Varainhoitajien pitää pystyä luomaan aitoa lisäarvoa asiakkailleen

Toimialan ajurit ja trendit

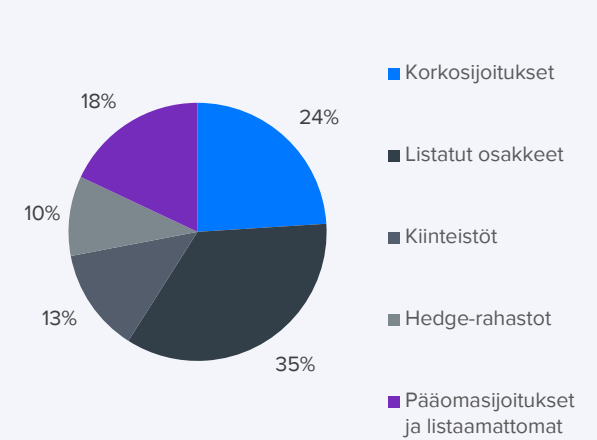
Työeläkelaitosten allokaatio 2004



Työeläkelaitosten allokaatio 2019

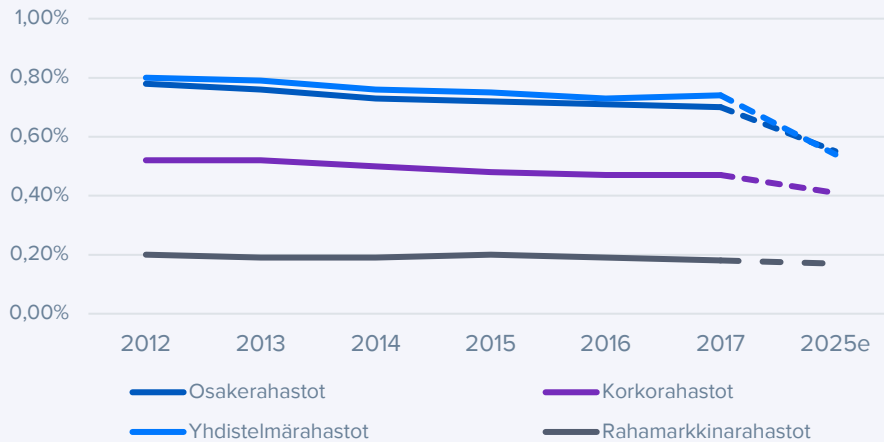


Havainnollistus työeläkelaitosten mahdollisesta allokaatiosta 2029*

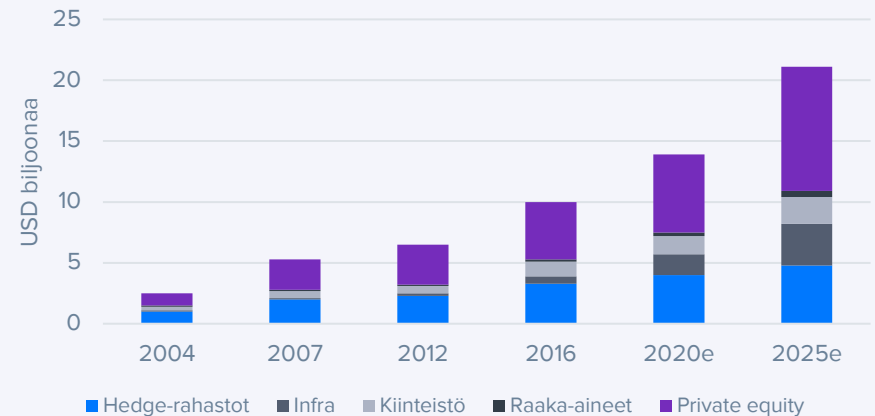


* Inderesin arvio työeläkeyhtiöiden mahdollisesta allokaatiosta 2029 nykyisen korkoympäristön jatkuessa

Aktiivisten sijoitusrahastojen palkkiotasot globaalisti

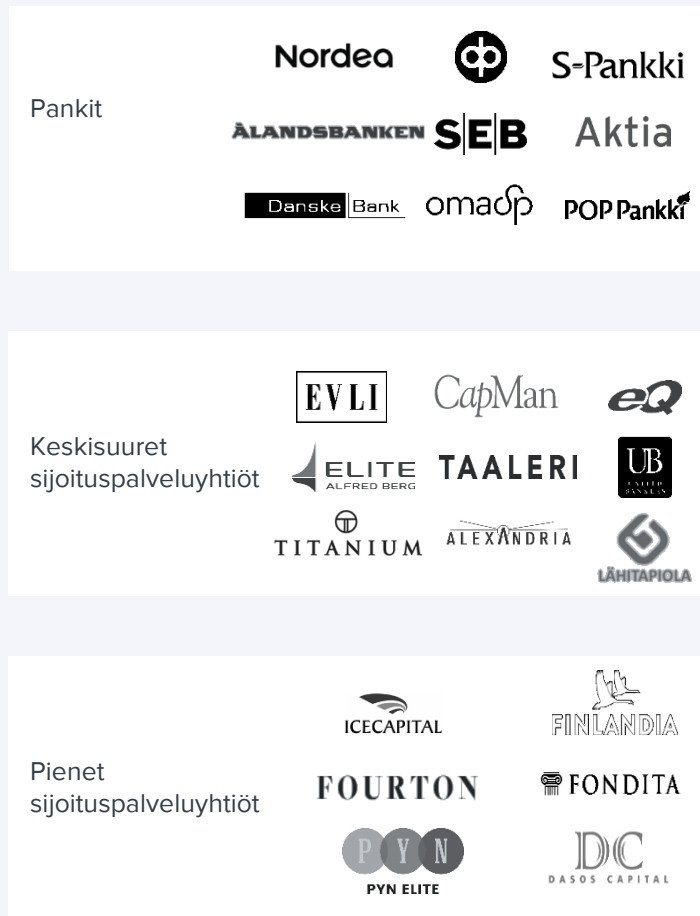


Vaihtoehtoiset omaisuusluokat 2004-2025e



Toimialalla odotettavissa konsolidaatiota

Varainhoitomarkkinan kilpailukenttä



Konsolidaatioajurit



Toteutuneita järjestelyjä



Alexandrian positioituminen toimialan trendeihin

Skaala: ✓ — ✓✓✓

Trendi	Alexandrian asema	Kommentti
Regulaatio	✓✓	Yhtiö on tehnyt huomattavia muutoksia sijoitusneuvontaprosesseihinsa ja yhtiön tilanne on arviomme mukaan jonkin verran parantunut tältä osin. Asiamiesmalli sekä yhtiön historia nostavat kuitenkin regulaatioon liittyviä riskejä ja yhtiöllä on edelleen paljon todistettavaa.
Vaatimustason nousu	✓	Yhtiön tuotetarjonta on parantunut viimevuosina rahastotarjonnan laajennuttua ja rahastot sekä strukturoidut sijoitukset ovat tuottaneet kohtuullisen hyvin. Yhtiön hintataso on kuitenkin edelleen korkea ja altis hintaeroosiolle.
Matala korkotaso	✓✓	Yhtiö on osannut hyödyntää matalan korkotason tuomat mahdollisuudet hyvin ja arviomme mukaan matala korkotaso ja pankkitilien heikko tuottotaso on tukenut yhtiön uusmyyntiä selvästi.
Digitalisaatio	✓✓✓	Yhtiö on tehnyt viime vuosina merkittäviä panostuksia IT-järjestelmiinsä ja koronan myötä yhtiöstä on tullut aidosti monikanavainen. Näkemyksemme mukaan yhtiön järjestelmät toimivat hyvin ja investointitarve on lähivuosille rajallinen. IT-järjestelmä tarjoaakin hyvät edellytykset liiketoiminnan skaalautuvuudelle.
Vaihtoehtoiset omaisuusluokat	✓	Yhtiön viimevuosien kasvun keskiössä ovat vaihtoehtoiset rahastot. Yhtiön palkkioista vaihtoehtoiset tuotteet tuovat kuitenkin edelleen suhteellisen pienen osan ja yhtiön tulisi kasvattaa näiden tuotteiden kokoja sekä laajentaa tuotetarjontaansa.
Hintatason jatkuva paine	✓✓	Yhtiön hintataso on korkea, mutta viime vuosien kohtuullisen hyvä sijoitusmenestys yhdessä yhtiön ei-hintasensitiivisen asiakaskunnan kanssa on pitänyt palkkioeroosion kohtuullisena. Näemme palkkioiden eroosion yhtenä keskeisenä riskinä ja yhtiön on ensiarvoisen tärkeää jatkuvasti parantaa tuotteidensa laatua ja ylläpitää hyvää sijoitusmenestystä.
Vastuullisuus	✓	Yhtiön maine toimialalla on kyseenalainen ja vaikka yhtiö on tehnyt prosesseihinsa paljon parannuksia, on sillä edelleen paljon todistettavaa. Asiamiesmalli sekä rahastoissa kumppaneihin nojautuminen vaikeuttavat vastuullisuuden integraatiota osaksi liiketoimintaa.

Yhteenvedo listatuista verrokkiyhtiöistä

	eQ	Taaleri	Titanium	Evli	EAB Group	CapMan	United Bankers	Aktia	Alexandria
MCAP (MEUR)	800	320	130	430	50	400	130	750	90
Osakkeen kokonaistuotto	2011 alkaen osakkeen kokonaistuotto ~1500%. IRR +30%.	2013 IPO:n jälkeen kokonaistuotto +550%. Anneista oikaistuna IRR ~25%.	2017 listautumisen jälkeen kokonaistuotto ~160%. IRR +30%.	2015 IPO:n jälkeen kokonaistuotto +200%. IRR +20%.	2015 listautumisen jälkeen kokonaistuotto ~25%. IRR ~4%.	2014 alkaen kokonaistuotto ~200%. IRR ~20%.	2014 listautumisen jälkeen tuotto ~120%. IRR ~15%.	2009 IPO:n jälkeen kokonaistuotto ~190%. IRR ~10%.	Listautui keväällä 2021
Toteutunut kannattavuus	EBIT +50%. Kannattavuus erinomaisella tasolla jo ilman tuotopalkkioita	Garantian kannattavuus ollut erittäin hyvä, mutta Varainhoidossa (sis. Pääomarahastot) kannattavuus ollut heikko, etenkin jatkuvien tuottojen osalta.	EBIT-% (oik.) +50%. Kannattavuus erinomainen, tuotto- & transaktiopalkkioilla merkittävä rooli	EBIT +40%. Kannattavuus erittäin hyvä ja perustuu käytännössä täysin jatkuviin tuottoihin.	2020 kannattavuus vaisulla tasolla. Saneerausken myötä kulutaso saatu kuitenkin järkevä tasolle ja jatkossa kannattavuuden tulisi skaalautua selvästi kasvun mukana.	Hallinnointiliiketoiminnan jatkuviin tuottoihin perustuva kannattavuus parantunut viime vuosina selvästi. Kulutehokkuudessa kuitenkin edelleen parannuspotentiaalia.	EBIT (oik.) +20%. Kannattavuus kohtalainen, mix parantunut selvästi	Oman pääoman tuotto ollut viime vuosina tyydyttävä noin ~8% (oik.).	Historiallinen kannattavuus ollut heikko ja vähemmistöjen tulososuus todella iso. 2020 tulos ylivoimaisesti historian paras.
Track-record	2014-2020 EPS CAGR-% +20%. Yhtiön orgaanisen kasvun track-record poikkeuksellisen vahva viime vuosilta. Omistaja-arvo kasvanut ripeästi.	2014-2021e EPS ~9,0e. Yhtiö luonut merkittävästi omistaja-arvoa yritysjärjestelyillä. Operatiivinen tuloskehitys ollut vaihtelevampaa johtuen kuluhaasteista.	2014-2020 EBIT (oik. CAGR-%) ~50%. Track-record erittäin vahva johtuen Hoivarahaston poikkeuksellisen houkuttelevasta palkkiorakenteesta.	2014-2020 EPS CAGR ~20%. Tulos kasvanut selvästi kulutehokkuuden parantumisen ja erinomaisen uusmyynnin myötä.	Yhtiö on kasvanut, mutta kannattavuus on jatkuvasti ollut heikko. Epäselvää onko kasvu ollut kannattavaa.	Track-record uuden CEO:n alaisuudessa on erittäin vahva, merkittävä tulosparannus kuitenkin vielä todistamatta.	Uusmyynti kehittynyt vahvasti ja kannattavuus alkanut parantua. Strategia ollut oikea, mutta eteneminen ollut odotuksiamme hitaampaa.	Varainhoidon track-record hyvä. Perinteisessä pankkitoiminnassa kasvu ollut heikkoa ja kannattavuudessa haasteita.	Yhtiö on kasvanut vakaasti, mutta kannattavuus ollut vaiu. Historiassa omistaja-arvoa ei juurikaan ole luotu.
Vahvuudet / heikkoudet	Vahva instituutiomyynti & erinomaiset tuotteet. Heikkoutena riippuvuus yksittäisistä tuotteista.	Pääomarahastojen vahva track-record. Kulukontrollissa haasteita.	Hoivarahasto on poikkeuksellisen hyvä tuote rahastonhoitajalle. Heikkoutena riippuvuus yhdestä rahastosta.	Erinomainen instituutiomyynti. KV-myynti sekä matala hintataso selkeitä vahvuuksia. Riippuvuus perinteisestä varainhoidosta ja pankkitoiminta keskeisiä heikkouksia.	Vahva myynti retail-asiakkaille, mutta heikompi positio instituutioissa. Kulutehokkuus jäänyt viime vuosina selvästi verrokeista.	Vahvuutena positio vaihtoehtoisissa sijoituksissa. Heikkoutena hallinnointiliiketoiminnan vaiu kannattavuus sekä riippuvuus oman taseen tuotoista.	Vahvuuksina reaaliomaisuusstrategia ja laaja myyntivoima. Tuotteiden vaihteleva laatu sekä SPL-fusion jälkeinen kulutaso.	Taaleri-kaupan myötä yhtiöllä on erinomainen perinteinen varainhoito. Vaihtoehtoisten sijoitustuotteiden puuttuminen sekä kulutehokkuus keskeiset haasteet.	Vahvuutena laaja jakeluverkosto vähemmän kilpailussa yksityis-sijoittajien segmentissä. Heikkoudet kulutehokkuus ja tuotteiden hintakilpailukyky.
Strateginen suunta	Jatkaa voimakasta kasvua kiinteistö ja PE-rahastoissa sekä ylläpitää poikkeuksellista kulutehokkuutta. Yritysjärjestelyt mahdollisia.	Jatkaa liiketoiminnan voimakasta orgaanista ja epäorgaanista kasvua. Yritysjärjestelyt osana yhtiön tarinaa myös jatkossa.	Baltia-rahaston ylösajo ja tuotetarjonnan laajentaminen. Yritysosot hyvin mahdollisia.	Kasvu vaihtoehtoisissa sijoitustuotteissa sekä kansainvälisessä myynnissä. Pankkitoiminnan alasajo. Yrityskaupat epätodennäköisiä.	Jatkaa voimakasta kasvua varainhoidossa. Lyhyellä aikavälillä fokus kestävässä tuloskäänneessä ja vaihtoehtoisten rahastojen ylösajossa.	Hallinnointiliiketoiminnan kannattavan kasvun jatkaminen. Yritysosot mahdollisia.	Fokus kasvussa ja jatkuvissa tuotoissa. Kasvua reaaliomaisuustuotteissa ja pääomarahastoissa. Yritysosot todennäköisiä.	Yhtiö hakee voimakasta kasvua etenkin varainhoidossa jonka avulla myös kannattavuuden pitäisi skaalautua.	Fokus jatkuvien tuottojen sekä asiakaskohtaisen kokoluokan kasvussa. Tässä rahastot sekä varainhoitopalvelu keskiössä.

Taloudellinen tilanne

Tase on hyvin yksinkertainen

Alexandrian tase on sijoittajien näkökulmasta hyvin yksinkertainen. Taseen loppusumma oli 2020 lopussa osingonjako huomioiden 30,7 MEUR ja listautumisannista kerätyt 3,5 MEUR:n nettovarot huomioiden 34,2 MEUR. Oma pääoma on vastaavasti 17,6 ja 21,1 MEUR. Yhtiö oli nettovelaton ja omavaraisuusaste oli osakeanti huomioiden hieman yli 60 %.

Pitkäaikaisten varojen osalta yhtiöllä on taseessaan noin 8,5 MEUR:n edestä liikearvoa liittyen 2019 ja 2020 toteutettuihin Premium Advisorsin sekä Alexandria Markets vähemmistön hankintoihin liittyen. Yhtiö poistaa tätä liikearvoa FAS-kirjanpidon mukaisesti tasapoistoilla (arviolta 0,8 MEUR/v). Liikearvon poistamisella ei ole kassavirtavaikutusta ja näin ollen suosittellemekin sijoittajia seuraamaan liikearvopoistoista oikaistua tulosta.

Toinen merkittävä pitkäaikainen omaisuususerä on IFRS16-vuokravastuut (7,9 MEUR). Muilta osin taseessa ei ole merkittäviä pitkäaikaisia eriä johtuen liiketoiminnan luonteesta.

Alexandrian lyhytaikaiset varat koostuvat käteisestä (arviolta 13,4 MEUR annin jälkeen) sekä noin liiketoiminnan pyörittämiseen liittyvistä 3 MEUR:n saamisista.

Yhtiön liiketoiminta ei vaadi sen pyörittämiseen juurikaan pääomaa ja regulaattorien vakavaraisuusvaatimukset asettavatkin rajat yhtiön taseelle. Regulaattorin asettama minimitaso yhtiön vakavaraisuussuhteelle on 8 %, kun se 2020 lopussa oli osakeanti huomioiden arviolta 17 %

(ennen antia 12,2 %). Yhtiö on historiassaan operoinut varsin ohuella pääomapuskurilla (keskimäärin noin 2 MEUR), mutta annin jälkeen ylimääräistä pääomaa suhteessa minimivaatimukseen on hieman yli 6 MEUR.

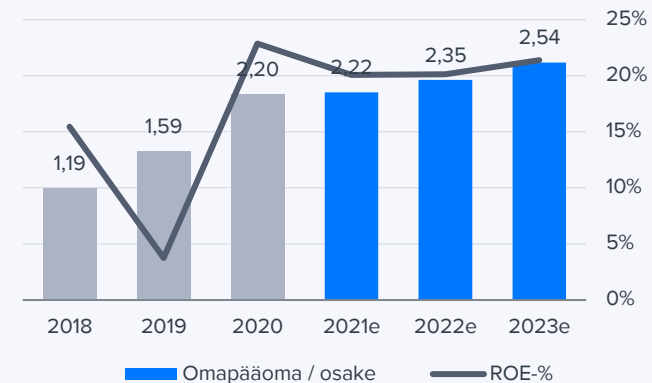
Tase tarjoaa jonkin verran liikkumavaraa

Alexandrian kannattaa säilyttää merkittävää pääomapuskuria yli regulaattorin asettaman minimitaso johtuen yhtiön jatkuvien tuottojen matalasta osuudesta sekä suhteellisen matalasta kannattavuustasosta, asiamiesmallin tuomasta joustosta huolimatta.

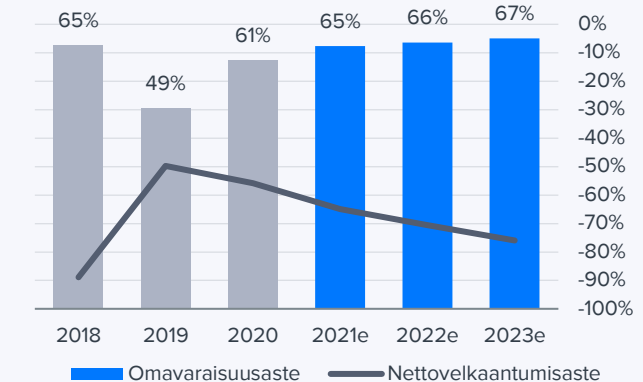
Lisäksi yhtiö haluaa säilyttää liikkumavaraa yrityskauppoja silmällä pitäen. Tase ei nykyisellään mahdollista merkittäviä yrityskauppoja ja odotammekin yhtiön osingonjakosuhteen olevan lähivuosina 80-90 % yhtiön rakentaessa lisää puskuria taseeseensa. Tämä on mielestämme fiksua, sillä yhtiöllä olisi hyvät edellytykset luoda arvoa yrityskaupoilla. Luonnollisesti yhtiön oma osake mahdollistaa myös taseen rajoituksia suuremmat järjestelyt.

Nykyisellä osakekurssilla yhtiön oma osake on mielestämme erittäin houkutteleva kauppatavara ja sen käyttäminen yritysjärjestelyissä olisi sijoittajien näkökulmasta erittäin suotavaa.

Oma pääoma / osake ja ROE-%



Taseen avainlukujen kehitys



Ennusteet 1/2

Ennusteidemme lähtökohdat

Arviomme mukaan Alexandrian lähivuosien markkinatilanne säilyy positiivisena, mutta rauhoittuu selvästi nykyisestä, monelta osin ylikuumentuneesta tilasta. Odotamme myös korkotason säilyvän matalana.

Rahastot toimivat ennusteissamme keskeisenä kasvuajurina ja odotamme yhtiöltä keskimäärin yhtä uutta rahastolanseerausta vuodessa. Rahastojen nettomerkinnot nousevat ennusteissamme historiallisesta noin 50 MEUR:sta selvästi. Rahastot tulevat kuitenkin kohtaamaan jatkuvaa hintaeroosiota etenkin perinteisellä puolella ja tämä hautaa osan AUM:n kasvusta alleen. Varainhoidon osalta emme ennusta erillisiä palkkioita, vaan näemme sen ennen kaikkea rahastoliiketoiminnan myyntiä tukevana palveluna.

Strukturoitujen tuotteiden ja vakuutusten osalta meidän on vaikea nähdä oleellista kasvua nykyisessä markkinaympäristössä ja mielestämme nykytasojen ylläpitäminen olisi hyvä suoritus. Sijoittajien on hyvä muistaa, että 2020 oli yhtiön strukturoitujen tuotteiden osalta selvästi historian paras ja vakuutusten osalta paine palkkioiden sekä volyymien osalta tulee jatkumaan. Yritysrahoituksen osalta ennusteemme ovat hyvin varovaiset ja suhtaudumme siihen optiona.

Kokonaisuutena yhtiön kasvunäkymä on lähivuosille keskimääräisiä verrokkeja vaisumpi johtuen nykyisestä palkkiomixistä. Alexandrian palkkioiden mix tulee parantumaan tulevina vuosina selvästi rahastojen osuuden kasvun myötä. Tuloksen osalta suosittelemme sijoittajia seuraamaan Alexandriassa liikearvopoistoilla oikaistuja numeroita.

2021: vuosi lähtenyt hyvin liikkeelle

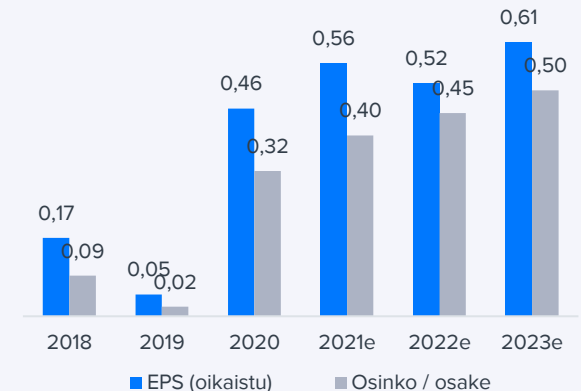
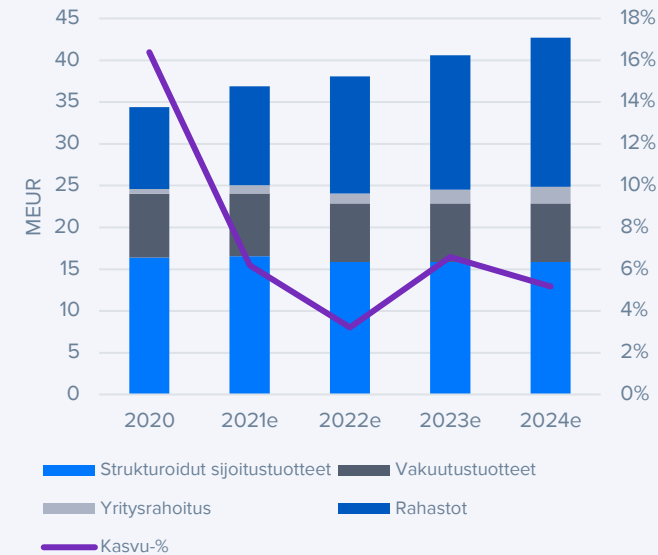
Alexandrian alkuvuosi on sujunut hyvin. Markkinan vahvan vedon johdosta sijoittajien riskiottohalu säilyy korkealla ja uusmyynti vetää koko toimialan tapaan tällä hetkellä erittäin hyvin. Yhtiön strukturoitujen tuotteiden myynti on jatkunut vahvana ja vaikka rahastojen nettomerkinnot ovatkin olleet vaisulla, on omaisuusarvojen nousu nostanut rahastojen AUM:n ennätyskorkealle.

H1:llä yhtiön kulutaso tulee olemaan normaalia matalampi, sillä koronan myötä tietyt kuluerät (edustuskulut, matkustus yms.) ovat epänormaalin matalat. Yhtiö tulee kirjaamaan H1:lle myös 0,5 MEUR kertaluontoisia kuluja osakeannista. H2:lla kulurakenteen pitäisi normalisoitua koronan poistuessa.

Kokonaisuutena ennustamme 2021 liikevaihdon kasvavan 6 %:lla 37 MEUR:oon kasvun tullessa täysimääräisesti rahastoista. Oikaistun liikevoiton ennustamme ylittävän lievästi vuoden 2020 erittäin hyvän tason ja olevan 7,2 MEUR. Olemme oikaisseet luvusta 0,5 MEUR:n antikulut sekä 0,8 MEUR:n kassavirtavaikuttamattomat liikearvopoistot. Liikevoittomarginaali on 20 % joka on mielestämme nykymuotoisella Alexandrialle hyvä taso.

Vähemmistöille kuuluvan tulososuuden (käytännössä Markets) olemme arvioineet olevan 0,5 MEUR. Oikaistu EPS on ennusteissamme 0,56e (raportoitu 0,43e) ja osinkoa ennustamme yhtiön jakavan 0,40e (voitonjakosuhte 71 %). Yhtiöllä olisi varaa myös suurempaan osinkoon, mutta uskomme yhtiön haluavan kasvattaa taseensa liikkumavaraa yrityskauppoja silmällä pitäen.

Palkkioiden kehitys



Ennusteet 2/2

2022-2024: Vakaata kehitystä

Ennustamme Alexandrian orgaanisen liikevaihdon kasvun säilyvän vakaana noin 5 %:ssa 2022-2024. Yhtiön kasvu on ennusteissamme täysin rahastojen varassa, mutta rahastojen kasvu jatkuu vahvana (2022-2024 CAGR 15 %).

Varainhoitopalvelu alkaa 2022 aikana tukea ennusteissamme yhtiön uusmyyntiä rahastojen osalta. Liikevaihtoennusteemme on hyvin linjassa yhtiön oman tavoitteen kanssa.

Yhtiön oikaistu kulutaso tulee 2022 kohoamaan 2021 tasolta johtuen koronakulujen normalisoitumisesta (matkustus, edustus yms.) sekä panostuksista varainhoitopalveluun. Tämä näkyy 2022 lievästi laskevana kannattavuutena. Odotamme kulujen kasvavan suunnilleen linjassa liikevaihdon kanssa ja lähivuosien oikaistu liikevoittomarginaali on ennusteissamme noin 20 %:n tasolla. Taso on linjassa yhtiön oman tavoitteen kanssa ja vahva huomioiden yhtiön historiallinen suorituskyky.

Kannattavuus ei ennusteissamme oleellisesti skaalaudu, sillä 1) asiamiesten palkkiot korreloivat vahvasti myynnin kanssa ja tarjoavat selvästi verrokkeja rajallisempaa skaalautuvuutta 2) yhtiön kulutaso tulee arviomme mukaan jatkamaan vakaata kasvuaan (palkkainflaatio, rekrytoinnit, varainhoitoon panostukset yms.) ja liikevaihdon pitäisi kasvaa ennusteitamme nopeammin, jotta kulutaso lähtisi kunnolla skaalautumaan.

Näkemyksemme mukaan yhtiöllä olisi potentiaalia myös tätä korkeampaan kannattavuuteen, mutta olemme kuluennusteissamme varsin varovaisia, sillä historiassa yhtiöllä on ollut jatkuvia haasteita kulutehokkuutensa kanssa. Koska yhtiön

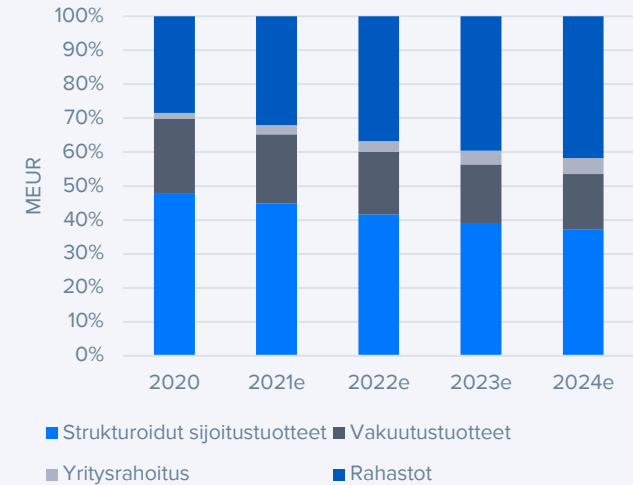
kasvunäkymä on lähivuosille verrokkeja vaatimattomampi ja yhtiön kulutehokkuus on edelleen verrokkeja heikompi, olisi yhtiön ensiarvoisen tärkeää pyrkiä jatkuvasti tehostamaan kulurakennettaan. Esimerkiksi henkilöstömäärä pitäisi pysyä lähellä nykytasoa, jotta rakenteellista kannattavuutta saadaan nykyistä korkeammaksi.

Koska kannattavuus ei oleellisesti skaalaudu, kasvaa oikaistu osakekohtainen tulos liikevaihdon tahdissa 2022-2024 noin 5 %:n vuosivauhtia. Osinkovirta tulee pysymään vuolaana ja voitonjakosuhte on keskimäärin ~85 %.

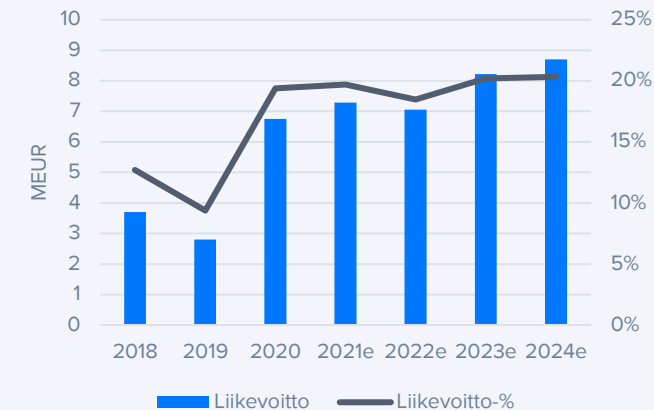
Ennustettavuus ja tuloksen laatu paranevat

Sijoittajien on hyvä huomata, että vaikka yhtiön kannattavuustaso ei oleellisesti skaalaudukaan lähivuosina, paranee Alexandrian sijoitusprofiili merkittävästi ennusteperiodilla. Yhtiön liikevaihdon mix muuttuu ennusteissamme selvästi aiempaa terveemmäksi ja 2024 rahastojen osuus yhtiön liikevaihdosta on jo yli 40 %. Lisäksi yhtiön ennusteisiin liittyvä riski laskee oleellisesti, kun yhtiö on pystynyt todistamaan nykyisen kannattavuustason olevan kestävä, eikä vain yhden vuoden sattuma.

Palkkioiden mixin muutos



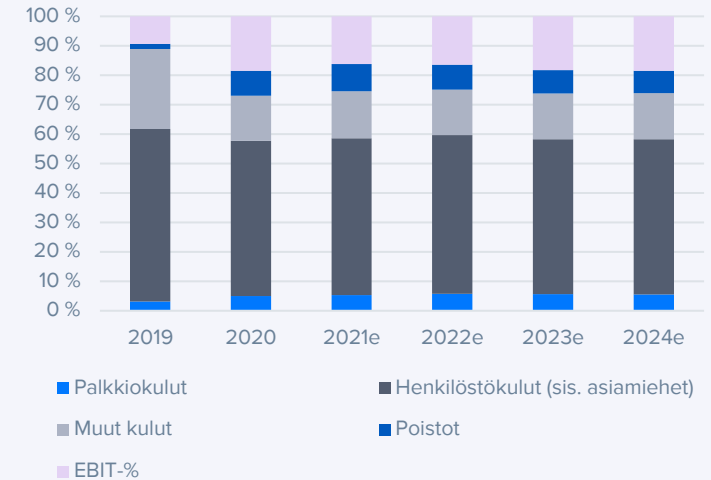
Liikevoitto ja kannattavuus-%



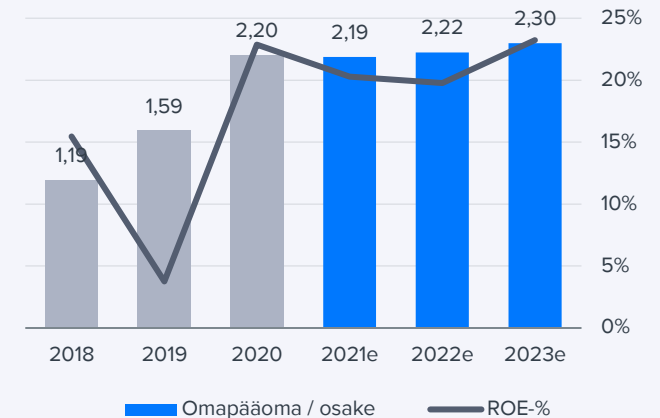
Ennusteet yhteenveto

MEUR	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e
Sijoituspalvelutoiminnan tuotot	29,9	34,8	37,0	38,2	40,7	42,8
Kasvu-%	3 %	16 %	6 %	3 %	7 %	5 %
<i>Strukturoidut tuotteet</i>	14,2	16,4	16,6	15,9	15,9	15,9
<i>Vakuutus tuotteet</i>	6,6	7,6	7,5	7,0	7,0	7,0
<i>Yritysrahoitus</i>	0,0	0,6	1,0	1,2	1,7	2,0
<i>Rahastot</i>	8,3	9,8	11,8	14,0	16,1	17,8
Palkkiokulut	-10,8	-12,7	-13,8	-14,4	-14,9	-15,7
<i>Asiamiehet</i>	-9,8	-11,0	-11,8	-12,2	-12,6	-13,3
<i>Muut</i>	-1,0	-1,7	-2,0	-2,2	-2,3	-2,4
Korkokulut	0,0	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2
Henkilöstökulut	-7,7	-7,2	-7,9	-8,4	-8,8	-9,3
Muut hallintokulut	-5,3	-4,4	-4,8	-4,7	-5,0	-5,3
Poistot	-0,5	-2,9	-3,4	-3,2	-3,2	-3,2
Liiketoiminnan muut kulut	-2,8	-0,7	-0,9	-1,0	-1,1	-1,2
Liikevoitto	2,8	6,3	6,0	6,3	7,4	7,9
Liikevoitto-%	9 %	18 %	16 %	16 %	18 %	19 %
Liikevoitto oik.	2,8	6,8	7,3	7,1	8,2	8,7
Liikevoitto oik. -%	9 %	19 %	20 %	18 %	20 %	20 %
Vähemmistöt	-1,3	-1,6	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5
Nettotulos	0,4	3,9	4,3	4,4	5,3	5,6
EPS oik.	0,05	0,46	0,56	0,52	0,61	0,64
Osinko	0,02	0,32	0,40	0,45	0,50	0,55
Osingonjakosuhte-%	44 %	70 %	71 %	87 %	83 %	85 %
Jatkuvat palkkiot-%	29 %	28 %	32 %	37 %	40 %	42 %
Kertatuotot-%	71 %	72 %	68 %	63 %	60 %	58 %
Vähemmistöjen osuus tuloksesta-%	76 %	29 %	10 %	10 %	9 %	8 %
Strukturoitujen tuotteiden volyymi	207	233	240	230	230	230
Rahastojen kasvu (nettomerkinnot + arvonnousu)	114	108	140	140	140	140
Rahasto AUM	516	624	764	904	1044	1185
Henkilöstömäärä (sis. asiamiehet) kpl	280	236	242	247	252	257
Myynti/työntekijä tEUR	107	147	152	154	161	166
Kulut/työntekijä (sis. asiamiehet) tEUR	-63	-77	-82	-83	-85	-88

Kulurakenteen kehitys



Oma pääoma / osake ja ROE-%



Arvostus 1/3

Suositus ja tavoitehinta

Aloitamme Alexandrian seurannan 6,8e tavoitehinnalla ja myy-suosituksella. Listautumisen jälkeinen kurssiralli on nostanut osakkeen arvostuksen korkealle tasolle ja osake on yliarvostettu kaikilla soveltamillamme arvostusmenetelmillä. Nykyisen kurssitason perustelemiseksi yhtiön tulisi ylittää ennusteemme, mitä pidämme tässä vaiheessa epätodennäköisenä. Riski-/tuottosuhte onkin kurssirallin myötä painunut heikoksi.

Yhteenveto arvonnäytelmästä

Olemme tarkastelleet Alexandrian arvostusta verrokkiryhmän ja absoluuttisten arvostuskertoimien sekä kassavirtamallin kautta. Käypää arvoa määriteltäessä olemme antaneet pääpainon verrokkiryhmän arvostuskertoimille ja DCF-mallille (molemmilla 50 %:n painoarvo) ja tavoitehintamme on linjassa käyvän arvon näkemyksemme kanssa. Tarkastelemme eri arvonnäytelmämenetelmiä tarkemmin seuraavilla sivuilla.

Sijoittajien on tärkeä ymmärtää, että Alexandrialle soveltamamme tuottovaatimus on absoluuttisesti korkea ja verrokkiryhmämme korkein johtuen yhtiön korkeasta riskitasosta. Yhtiön riskitasoa nostavat tekijät ovat:

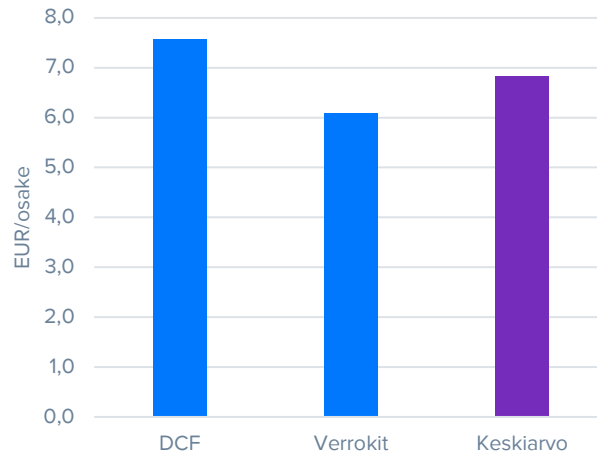
- 1) Vaisu track-record (2020 ensimmäinen vuosi kun yhtiö teki kunnan tuloksen)
- 2) Jatkuvien tuottojen matala osuus (selvästi verrokkiryhmän matalin)
- 3) Nykyisen tuotetarjonnan kasvupotentiaali verrokkeja matalampi (lähivuosien kasvu tulee

olemaan käytännössä täysin rahastojen harteilla)

- 4) Yhtiö on verrokkeja alttiimpi hintaeroosiolle (yhtiön hintataso on korkea ja odotamme hintaeroosiota)
- 5) Asiamiesvetoinen liiketoimintamalli on verrokkeja riskisempi

Koska Alexandrian riskitaso on selvästi verrokkeja korkeampi, tulee tämän näkyä yhtiölle hyväksyttävässä arvostustasossa.

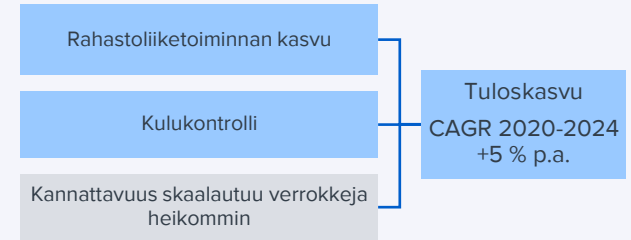
Arvonnäytelmä yhteenveto



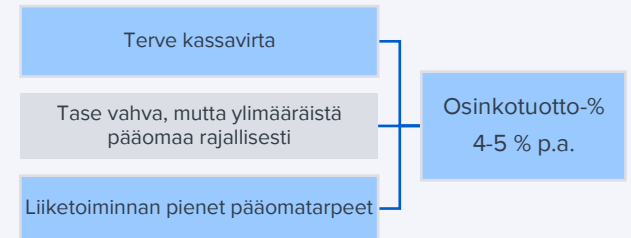
Osaketuoton ajurit 2021-2023

■ Positiivinen ■ Neutraali ■ Negatiivinen

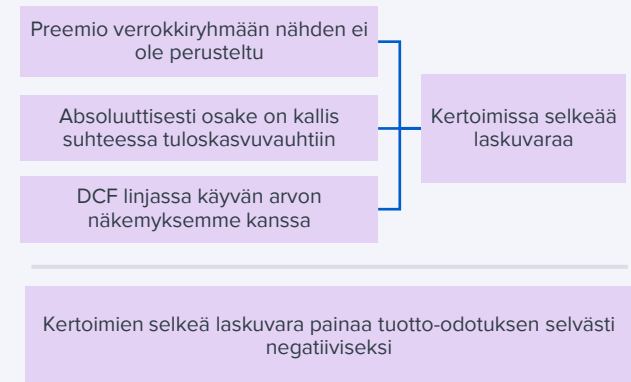
Tulostuoton ajurit



Osinkotuoton ajurit



Arvostuskertoimien ajurit



Arvostus 2/3

Verrokkiryhmä

Alexandrialle on tarjolla Helsingin pörssissä poikkeuksellisen laaja ja laadukas verrokkiryhmä. Kotimaisina verrokkeina olemme käyttäneet kaikkia pörssiin listattuja varainhoitajia eli Evliä, eQ:ta, Taaleria, CapMania, United Bankersia, EAB Groupia, Titaniumia ja Aktiaa. Lisäksi olemme ottaneet Oma Säästöpankin mukaan verrokkiryhmään, vaikka se ei olekaan varainhoitaja.

Suhteellista arvostusta haarukoidessa annamme pääpainon tulos pohjaisille P/E- ja EV/EBIT-kertoimille sekä osinkotuotolle. Yhtiöiden poikkeavista kirjanpito käytännöistä (osa FAS-kirjanpidossa) johtuen emme käytä EV/EBITDA-kerrointa. FAS-yhtiöiden osalta liikearvopoistot on oikaistu kaikilta yhtiöiltä vertailtavuuden

parantamiseksi.

Suhteessa verrokkiryhmään Alexandria hinnoitellaan P/E-kertoimilla selvällä preemiolla (~20 %). Tämä on mielestämme täysin perusteetonta, sillä yhtiötä tulisi hinnoitella selvällä alennuksella keskeisiin verrokkeihin nähden. EV/EBIT:llä mitattuna arvostusero supistuu pois, mutta EV-kertoimia tarkasteltaessa on syytä huomioida, että vaikka Alexandrialle onkin merkittävä kassa (noin 13 MEUR), on tämä pääoma sidottu liiketoimintaan vakavaraisuusvaatimusten täyttämiseksi. Yhtiö voisi halutessaan purkaa tasettaan muutamalla miljoonalla, mutta tätä isompi pääoman vapautus ei olisi mahdollista. Näin ollen EV-kertoimet näyttävätkin Alexandrian tapauksessa liian hyviltä. Tätä taustaa vasten EV-pohjaisen arvostuksen tulisikin niin ikään olla selvällä alennuksella suhteessa verrokkeihin.

Osinkotuotto on myös alle verrokkiryhmän keskiarvon, jota meidän on niin ikään vaikea pitää perusteltuna.

Soveltamalla 2021-2022 EV/EBIT-, P/E-kertoimia sekä osinkotuottoa identtisillä painoarvoilla saamme Alexandrian arvoksi 7,6e. Alexandrian selvästi verrokkeja korkeammasta riskitasosta johtuen yhtiötä tulee kuitenkin hinnoitella selvällä alennuksella suhteessa verrokkeihin. Olemme soveltaneet analyysissämme 20 % alennusta, jota pidämme sopivana tasona Alexandrian riskiprofiili huomioiden. Tämä alennus huomioiden saamme verrokkipohjaiseksi arvoksi 6,1e/osake.

Kokonaisuutena Alexandrian osake on selvästi yliarvostettu suhteessa verrokkiryhmäänsä ja nykyarvostuksen perustelemineen vaatisi taakseen merkittävästi nykyistä korkeampia tulosennusteita.

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B 2021e
				2021e	2022e	2021e	2022e	2021e	2022e	2021e	2022e	2021e	2022e	
eQ	19,80	787	794	17,3	17,4	16,9	17,0	10,3	10,3	22,1	22,6	4,7	4,5	10,5
EAB Group	3,53	49	57	16,0	10,0	9,0	7,0	2,3	2,0	24,6	17,1	2,4	2,9	2,4
CapMan	2,61	408	446	11,5	10,4	11,1	10,1	8,0	7,0	13,4	13,7	5,7	6,1	3,5
Evli	18,25	442	442	10,0	10,0	9,0	8,0	4,3	4,2	14,3	13,6	6,6	7,0	5,7
Titanium	13,20	134	116	10,6	9,4	8,8	8,0	6,2	5,4	12,4	11,5	6,9	7,2	5,8
Taaleri	11,50	324	387	2,5	11,3	1,5	13,0	3,6	4,1	2,7	23,3	8,2	10,6	1,3
United Bankers	13,25	138	141	12,3	9,9	11,2	9,2	3,4	3,1	19,2	15,8	4,2	4,8	3,4
Aktia	11,10	787								12,5	10,1	5,0	6,0	1,1
Oma Säästöpankki	12,30	365								10,0	9,3	2,8	3,2	1,0
Alexandria (Inderes)	8,65	86	74	10,2	10,1	7,9	7,5	2,0	1,9	15,4	16,8	4,6	5,2	4,0
Keskiarvo				11,5	11,2	9,6	10,3	5,4	5,2	14,6	15,2	5,2	5,8	3,8
Mediaani				11,5	10,0	9,0	9,2	4,3	4,2	13,4	13,7	5,0	6,0	3,4
Erotus-% vrt. mediaani				-12 %	1 %	-12 %	-18 %	-53 %	-55 %	15 %	22 %	-7 %	-13 %	16 %

Lähde: Thomson Reuters / Inderes. Huomautus: Inderesin käyttämä markkina-arvo ei ota huomioon yhtiön hallussa olevia omia osakkeita.

Arvostus 3/3

Kassavirtalaskelma

DCF-laskelmassamme lähdemme oletuksesta, että Alexandrian kasvu jatkuu vakaana ja kannattavuus säilyy hyvällä noin 20 %:n tasolla 2025 asti. Tämän jälkeen kannattavuus lähtee asteittaiseen laskuun, mutta on ennustejakson loppupäässä 15 %, joka on selvästi yli yhtiön historiallisen suoritustason (2014-2020 keskiarvo EBIT-%: 11 %). Taso on varovainen, mutta haluamme saada lisää näyttöjä liiketoiminnan kestävästä kannattavuustasosta.

Alexandrialle soveltamamme tuottovaatimus on verrokkeja korkeammasta riskiprofiilista johtuen verrokkiryhmämme korkein 11,6 %. Näillä ennusteillamme DCF-mallin antama hinta osakkeelle on 7,6e. Tarkempi DCF-malli löytyy sivulta 39.

Sijoittajien on hyvä huomioida, että mikäli yhtiö onnistuu lähivuosina strategiansa toteutuksessa, tulee sen riskitaso ja tuottovaatimus laskemaan. Tällä olisi merkittävä positiivinen vaikutus osakkeen arvoon, kuten viereinen DCF-herkkyyks-graafi kertoo.

Absoluuttiset arvostuskertoimet

2020 ennätystuloksella Alexandrian hinnoitellaan P/E ~18x kertoimella, kun oikaisemme Marketsin vähemmistöt vastaamaan nykyistä omistusta. 18x absoluuttisesti korkea ja yli sektorin yhtiölle hyväksymämme tason (pois lukien sektorin tähti-yhtiö eQ). Näkemyksemme mukaan nykyinen arvostustaso hinnoittelee sisään odotukset merkittävästä tuloskasvusta. 2021 ja 2022 osalta meidän on vaikea nähdä yhtiöltä merkittävästi ennusteitamme kovempaa orgaanista tuloskasvua ja ilman yrityskauppoja tuloskasvu ei riitä sulattamaan kertoimissa olevaa yliarvostusta pois.

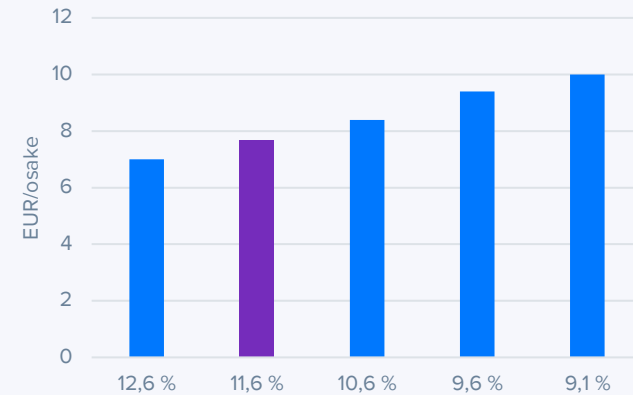
Näkemyksemme mukaan yhtiölle hyväksyttävä P/E-kerroin on tasolla 11-13x, joka on linjassa esimerkiksi EAB:lle tai Titaniumille hyväksymiemme tasojen kanssa. Näin ollen näemmekin arvostuskertoimissa merkittävää laskuvaraa nykytasolta. Korkeampi hyväksyttävä arvostustaso vaatisi taakseen riskiprofiilin laskua.

Alexandrian osinkotuotto on lähivuodet terveellä tasolla (4-5%), mutta se ei itsessään ole riittä syy ostaa osaketta, varsinkin kun osinko on täysin riippuvainen tuloskehityksestä.

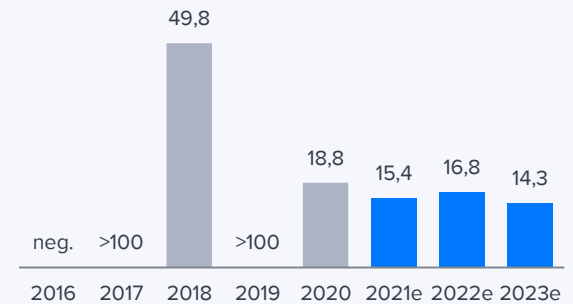
Kaiken pitää mennä nappiin jotta nykykurssi olisi perusteltu

Hahmotellaksemme tasoa mihin yhtiön pitää yltää, jotta nykykurssia voidaan pitää perusteltuna tulee meidän tarkastella yhtiön taloudellisia tavoitteita (sivu 18). Mikäli yhtiö yltäisi 2025 selkeästi tavoitteidensa yli esimerkiksi 50 MEUR:n liikevaihtoon ja 25 %:n liikevoittoon, tarkoittaisi tämä suunnilleen 0,90 euron osakekohtaista tulosta. Tässä vaiheessa yhtiöllä olisi jo vuosien track-record kestävästä tulosparannuksesta ja myös palkkioiden mix olisi selvästi nykyistä terveempi. Tässä skenaariossa osakkeelle voitaisi hyväksyä sektorille neutraali P/E 14x. Tämä tarkoittaisi karkeasti 12-13e osakekurssia, eli kurssinousupotentiaalia suhteessa nykyiseen olisi 50 %. Kun tähän päälle lisätään lähivuosien osingot (2021-2024e yhteensä 20 %) saataisi osakkeen kokonaistuotoksi ~70 % tai ~15 % vuodessa. Tämä olisi mielestämme osakkeesta riittävä taso, jos tämä olisi meidän ennusteidemme mukainen skenaario. Kuitenkin tämä tuottotaso on mielestämme täysin riittämätön skenaariosta, missä kaikki menee ns. lankulle.

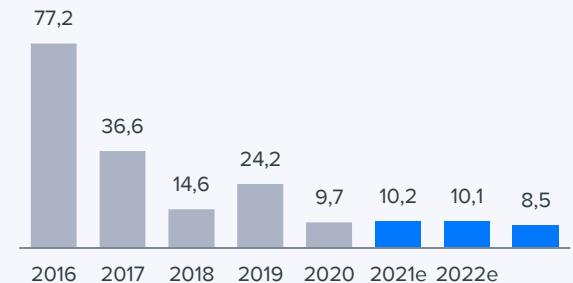
DCF-herkkyyksiä eri tuottovaatimuksille



P/E (oik.)



EV/EBIT



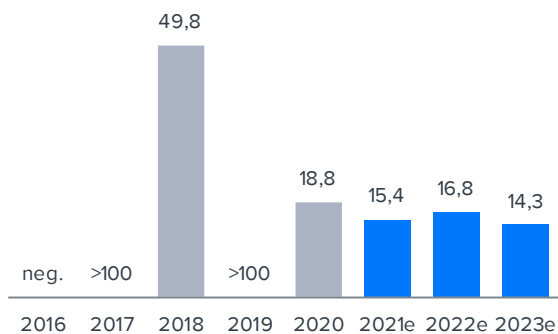
2016-2020 kertoimet laskettu nykykurssilla

Arvostustaulukko

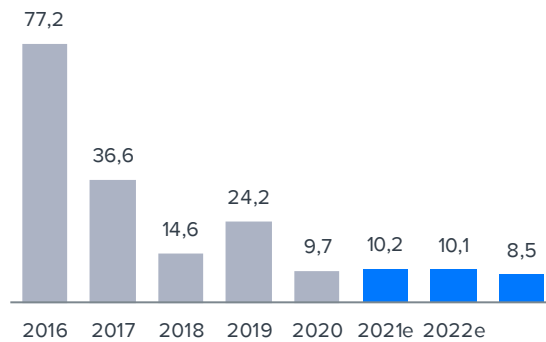
Arvostustaso	2016	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e
Osakekurssi	8,65	8,65	8,65	8,65	8,65	8,65	8,65	8,65	8,65
Osakemäärä, milj. kpl	7,00	7,00	7,00	8,41	9,35	10,00	10,00	10,00	10,00
Markkina-arvo	61	61	61	73	81	86	86	86	86
Yritysarvo (EV)	60	60	55	67	70	74	71	70	68
P/E (oik.)	neg.	>100	49,8	>100	18,8	15,4	16,8	14,3	13,4
P/E	neg.	>100	49,8	>100	20,8	20,1	19,8	16,5	15,3
P/Kassavirta	26,2	neg.	12,3	neg.	26,0	8,6	15,1	12,9	12,2
P/B	8,4	8,2	7,2	5,4	3,9	4,0	3,9	3,8	3,7
P/S	2,2	2,3	2,1	2,4	2,3	2,3	2,3	2,1	2,0
EV/Liikevaihto	2,2	2,3	1,9	2,2	2,0	2,0	1,9	1,7	1,6
EV/EBITDA (oik.)	50,2	28,6	13,2	20,4	7,2	7,9	7,5	6,5	6,1
EV/EBIT (oik.)	77,2	36,6	14,6	24,2	9,7	10,2	10,1	8,5	7,8
Osinko/tulos (%)	0,0 %	221,2 %	51,7 %	44,2 %	77,4 %	92,8 %	103,1 %	95,1 %	97,4 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,4 %	1,0 %	0,2 %	3,7 %	4,6 %	5,2 %	5,8 %	6,4 %

Lähde: Inderes

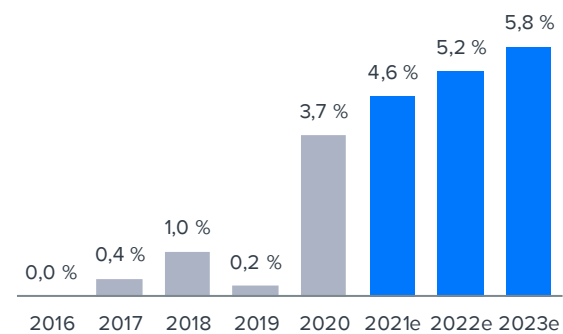
P/E (oik.)



EV/EBIT



Osinkotuotto-%



Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
				2021e	2022e	2021e	2022e	2021e	2022e	2021e	2022e	2021e	2022e	2021e
eQ	19,80	787	794	17,3	17,4	16,9	17,0	10,3	10,3	22,1	22,6	4,7	4,5	10,5
EAB Group	3,53	49	57	16,0	10,0	9,0	7,0	2,3	2,0	24,6	17,1	2,4	2,9	2,4
CapMan	2,61	408	446	11,5	10,4	11,1	10,1	8,0	7,0	13,4	13,7	5,7	6,1	3,5
Evli	18,25	442	442	10,0	10,0	9,0	8,0	4,3	4,2	14,3	13,6	6,6	7,0	5,7
Titanium	13,20	134	116	10,6	9,4	8,8	8,0	6,2	5,4	12,4	11,5	6,9	7,2	5,8
Taaleri	11,50	324	387	2,5	11,3	1,5	13,0	3,6	4,1	2,7	23,3	8,2	10,6	1,3
United Bankers	13,25	138	141	12,3	9,9	11,2	9,2	3,4	3,1	19,2	15,8	4,2	4,8	3,4
Aktia	11,10	787								12,5	10,1	5,0	6,0	1,1
Oma Säästöpankki	12,30	365								10,0	9,3	2,8	3,2	1,0
Alexandria (Inderes)	8,65	86	74	10,2	10,1	7,9	7,5	2,0	1,9	15,4	16,8	4,6	5,2	4,0
Keskiarvo				11,5	11,2	9,6	10,3	5,4	5,2	14,6	15,2	5,2	5,8	3,8
Mediaani				11,5	10,0	9,0	9,2	4,3	4,2	13,4	13,7	5,0	6,0	3,4
Erotus-% vrt. mediaani				-12 %	1 %	-12 %	-18 %	-53 %	-55 %	15 %	22 %	-7 %	-13 %	16 %

Lähde: Thomson Reuters / Inderes. Huomautus: Inderesin käyttämä markkina-arvo ei ota huomioon yhtiön hallussa olevia omia osakkeita.

Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2019	2020	H1'21e	H2'21e	2021e	2022e	2023e	2024e
Liikevaihto	29,9	34,8	18,8	18,2	37,0	38,2	40,7	42,8
Alexandria	29,9	34,8	18,8	18,2	37,0	38,2	40,7	42,8
Käyttökate	3,3	9,7	5,2	4,2	9,4	9,5	10,6	11,1
Poistot ja arvonalennukset	-0,5	-2,9	-1,7	-1,7	-3,4	-3,2	-3,2	-3,2
Liikevoitto ilman kertaeriä	2,8	7,2	4,4	2,9	7,3	7,1	8,2	8,7
Liikevoitto	2,8	6,8	3,5	2,5	6,0	6,3	7,4	7,9
Alexandria	2,8	6,8	3,5	2,5	6,0	6,3	7,4	7,9
Osuus osakkuusyhtiöiden tuloksesta	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettorahoituskulut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Tulos ennen veroja	2,8	6,8	3,5	2,5	6,0	6,3	7,4	7,9
Verot	-1,1	-1,3	-0,7	-0,5	-1,2	-1,4	-1,6	-1,7
Vähemmistöosuudet	-1,3	-1,6	-0,3	-0,2	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5
Nettotulos	0,4	3,9	2,5	1,8	4,3	4,4	5,3	5,6
EPS (oikaistu)	0,05	0,46	0,34	0,22	0,56	0,52	0,61	0,64
EPS (raportoitu)	0,05	0,42	0,25	0,18	0,43	0,44	0,53	0,56

Tunnusluvut	2019	2020	H1'21e	H2'21e	2021e	2022e	2023e	2024e
Liikevaihdon kasvu-%	2,9 %	16,4 %		-47,8 %	6,3 %	3,2 %	6,6 %	5,2 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	-26,0 %	159,4 %		-59,3 %	1,7 %	-3,2 %	16,4 %	5,9 %
Käyttökate-%	10,9 %	27,8 %	27,4 %	23,2 %	25,4 %	24,8 %	26,1 %	26,0 %
Oikaistu liikevoitto-%	9,2 %	20,6 %	23,2 %	16,1 %	19,7 %	18,5 %	20,2 %	20,3 %
Nettotulos-%	1,4 %	11,2 %	13,4 %	9,8 %	11,6 %	11,4 %	12,9 %	13,2 %

Lähde: Inderes

Tase

Vastaavaa	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Pysyvät vastaavat	14,8	17,0	15,8	15,0	14,2
Liikearvo	5,8	8,5	7,7	6,9	6,1
Aineettomat hyödykkeet	0,5	0,4	0,4	0,5	0,5
Käyttöomaisuus	8,3	7,9	7,7	7,6	7,5
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verosaamiset	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Vaihtuvat vastaavat	12,5	16,8	18,1	19,4	21,0
Vaihto-omaisuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut lyhytaikaiset varat	2,8	3,1	3,1	3,1	3,1
Myyntisaamiset	0,9	0,7	0,7	0,8	0,8
Likvidit varat	8,9	12,9	14,3	15,5	17,1
Taseen loppusumma	27,4	33,7	34,0	34,4	35,2

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Oma pääoma	13,5	20,7	22,0	22,3	23,0
Osakepääoma	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Kertyneet voittovarot	7,1	10,9	12,2	12,5	13,3
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	5,2	8,7	8,7	8,7	8,7
Vähemmistöosuus	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0
Pitkäaikaiset velat	11,9	11,2	9,8	9,8	9,8
Laskennalliset verovelat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lainat rahoituslaitoksilta	2,1	1,4	0,0	0,0	0,0
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	9,8	9,8	9,8	9,8	9,8
Lyhytaikaiset velat	2,0	1,9	2,2	2,3	2,4
Lainat rahoituslaitoksilta	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	2,0	1,9	2,2	2,3	2,4
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	27,4	33,7	34,0	34,4	35,2

DCF-laskelma

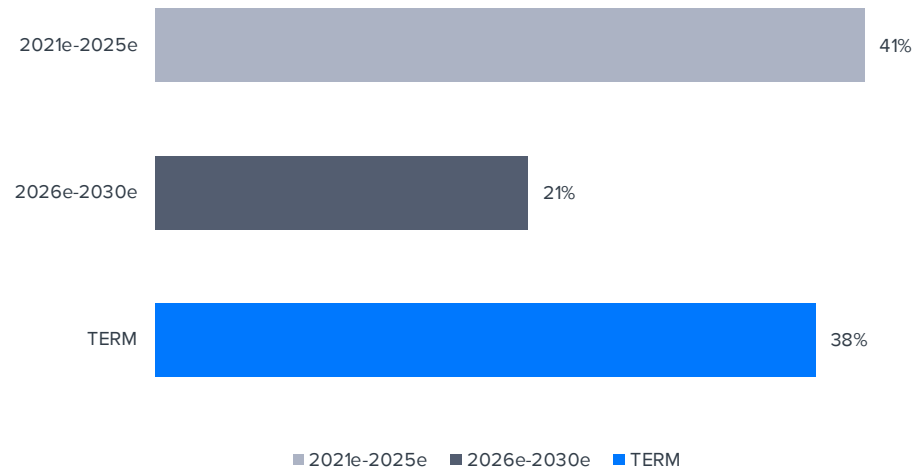
DCF-laskelma	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	TERM
Liikevoitto	6,8	6,0	6,3	7,4	7,9	7,6	7,8	7,6	7,3	7,5	7,7	
+ Kokonaispoistot	2,9	3,4	3,2	3,2	3,2	3,2	3,2	3,2	3,2	3,2	3,2	
- Maksetut verot	-1,3	-1,2	-1,4	-1,6	-1,7	-1,7	-1,7	-1,7	-1,6	-1,7	-1,7	
- verot rahoituskuluista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	-0,2	0,3	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	
Operatiivinen kassavirta	8,2	8,5	8,1	9,1	9,5	9,2	9,3	9,1	8,9	9,1	9,3	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-5,1	-2,4	-2,4	-2,4	-2,4	-2,4	-2,4	-2,4	-2,4	-2,4	-2,4	
Vapaa operatiivinen kassavirta	3,1	6,1	5,7	6,7	7,1	6,8	6,9	6,7	6,5	6,7	6,7	
+/- Muut	0,0	4,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	3,1	10,1	5,7	6,7	7,1	6,8	6,9	6,7	6,5	6,7	6,7	75,2
Diskontattu vapaa kassavirta		9,4	4,8	5,0	4,7	4,1	3,7	3,3	2,8	2,6	2,3	26,1
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		68,9	59,5	54,7	49,7	44,9	40,9	37,1	33,9	31,0	28,4	26,1
Velaton arvo DCF		68,9										
- Korolliset velat		-1,4										
+ Rahavarat		12,9										
-Vähemmistöosuus		-1,7										
-Osinko/pääomapalautus		-3,0										
Oman pääoman arvo DCF		75,7										
Oman pääoman arvo DCF per osake		7,6										

Pääoman kustannus (wacc)

Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	0,0 %
Vieraan pääoman kustannus	4,0 %
Yrityksen Beta	1,50
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	2,50 %
Riskitön korko	2,0 %
Oman pääoman kustannus	11,6 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	11,6 %

Lähde: Inderes

Rahavirran jakauma jaksoittain



Yhteenveto

Tuloslaskelma	2018	2019	2020	2021e	2022e	Osakekohtaiset luvut	2018	2019	2020	2021e	2022e
Liikevaihto	29,1	29,9	34,8	37,0	38,2	EPS (raportoitu)	0,17	0,05	0,42	0,43	0,44
Käyttökate	4,1	3,3	9,7	9,4	9,5	EPS (oikaistu)	0,17	0,05	0,46	0,56	0,52
Liikevoitto	3,7	2,8	6,8	6,0	6,3	Operat. kassavirta / osake	0,54	0,13	0,88	0,85	0,81
Voitto ennen veroja	3,7	2,8	6,8	6,0	6,3	Vapaa kassavirta / osake	0,70	-0,49	0,33	1,01	0,57
Nettovoitto	1,2	0,4	3,9	4,3	4,4	Omapääoma / osake	1,19	1,59	2,20	2,19	2,22
Kertaluontoiset erät	0,0	0,0	-0,4	-1,3	-0,8	Osinko / osake	0,09	0,02	0,32	0,40	0,45
Tase	2018	2019	2020	2021e	2022e	Kasvu ja kannattavuus	2018	2019	2020	2021e	2022e
Taseen loppusumma	13,3	27,4	33,7	34,0	34,4	Liikevaihdon kasvu-%	9 %	3 %	16 %	6 %	3 %
Oma pääoma	8,6	13,5	20,7	22,0	22,3	Käyttökateen kasvu-%	97 %	-21%	195 %	-3 %	1 %
Liikearvo	0,0	5,8	8,5	7,7	6,9	Liikevoiton oik. kasvu-%	128 %	-26 %	159 %	2 %	-3 %
Nettovelat	-7,6	-6,7	-11,5	-14,2	-15,4	EPS oik. kasvu-%	976 %	-72 %	848 %	22 %	-8 %
Kassavirta	2018	2019	2020	2021e	2022e	Käyttökate-%	14,2 %	10,9 %	27,8 %	25,4 %	24,8 %
Käyttökate	4,1	3,3	9,7	9,4	9,5	Oik. Liikevoitto-%	12,9 %	9,2 %	20,6 %	19,7 %	18,5 %
Nettokäyttöpääoman muutos	0,7	-1,2	-0,2	0,3	0,0	Liikevoitto-%	12,9 %	9,2 %	19,4 %	16,2 %	16,4 %
Operatiivinen kassavirta	3,8	1,1	8,2	8,5	8,1	ROE-%	15,5 %	3,8 %	22,9 %	20,3 %	19,8 %
Investoinnit	-0,3	-12,3	-5,1	-2,4	-2,4	ROI-%	45,3 %	22,8 %	35,8 %	27,2 %	28,2 %
Vapaa kassavirta	4,9	-4,1	3,1	10,1	5,7	Omavaraisuusaste	64,9 %	49,3 %	61,2 %	64,7 %	64,9 %
						Nettovelkaantumisaste	-88,9 %	-49,7 %	-55,8 %	-64,4 %	-68,9 %
Suurimmat omistajat			%-osakkeista			Arvostuskertoimet	2018	2019	2020	2021e	2022e
Jan Åkesson			38,6 %			EV/Liikevaihto	1,9	2,2	2,0	2,0	1,9
Ajanta			11,8 %			EV/EBITDA (oik.)	13,2	20,4	7,2	7,9	7,5
Oy Culatum Ab			6,1 %			EV/EBIT (oik.)	14,6	24,2	9,7	10,2	10,1
ITM Invest Oy			4,8 %			P/E (oik.)	49,8	>100	18,8	15,4	16,8
Gaiko Capital			4,6 %			P/B	7,2	5,4	3,9	4,0	3,9
R.Erik Ja Bror Serlachiuksen Säätiö Sr			3,1 %			Osinkotuotto-%	1,0 %	0,2 %	3,7 %	4,6 %	5,2 %

Lähde: Inderes

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

Raporteilla esitettävä informaatio on hankittu useista eri julkisista lähteistä, joita Inderes pitää luotettavina. Inderesin pyrkimyksenä on käyttää luotettavaa ja kattavaa tietoa, mutta Inderes ei takaa esitettyjen tietojen virheettömyyttä. Mahdolliset kannanotot, arviot ja ennusteet ovat esittäjiensä näkemyksiä. Inderes ei vastaa esitettyjen tietojen sisällöstä tai paikkansapitävyydestä. Inderes tai sen työntekijät eivät myöskään vastaa raporttien perusteella tehtyjen sijoituspäätösten taloudellisesta tuloksesta tai muista vahingoista (välittömät ja välilliset vahingot), joita tietojen käytöstä voi aiheutua. Raportilla esitettyjen tietojen perustana oleva informaatio voi muuttua nopeastikin. Inderes ei sitoudu ilmoittamaan esitettyjen tietojen/kannanottojen mahdollisista muutoksista.

Tuotetut raportit on tarkoitettu informatiiviseen käyttöön, joten raportteja ei tule käsittää tarjoukseksi tai kehotukseksi ostaa, myydä tai merkitä sijoitustuotteita. Asiakkaan tulee myös ymmärtää, että historiallinen kehitys ei ole tae tulevasta. Tehdessään päätöksiä sijoitustoimenpiteistä, asiakkaan tulee perustaa päätöksensä omaan tutkimukseensa, sekä arvioonsa sijoituskohteen arvoon vaikuttavista seikoista ja ottaa huomioon omat tavoitteensa, taloudellinen tilanteensa sekä tarvittaessa käytettävä neuvonantaja. Asiakas vastaa sijoituspäätöksensä tekemisestä ja niiden taloudellisesta tuloksesta.

Inderesin tuottamia raportteja ei saa muokata, kopioida tai saattaa toisten saataville kokonaisuudessaan tai osissa ilman Inderesin kirjallista suostumusta. Mitään tämän raportin osaa tai raporttia kokonaisuudessaan ei saa missään muodossa luovuttaa, siirtää tai jakaa Yhdysvaltoihin, Kanadaan tai Japaniin tai mainittujen valtioiden kansalaisille. Myös muiden valtioiden lainsäädännössä voi olla tämän raportin tietojen jakeluun liittyviä rajoituksia ja henkilöiden, joita mainitut rajoitukset voivat koskea, tulee ottaa huomioon mainitut rajoitukset.

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen 12 kuukauden kokonaistuotto-odotukseen (sis. kurssinousu ja osingot) ja huomioi Inderesin näkemyksen tuotto-odotukseen liittyvästä riskistä. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituksin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään 2-4 kertaa vuodessa yhtiöiden osavuosikatsausten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvon mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmääritysmenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmääritysmenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

Inderesin suosituspolitiikka perustuu seuraavaan jakaumaan suhteessa osakkeen 12 kuukauden riskikorjattuun kokonaistuotto-odotukseen.

Osta	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on erittäin houkutteleva
Lisää	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on houkutteleva
Vähennä	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on heikko
Myy	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on erittäin heikko

Osakkeen 12 kuukauden riskikorjatun kokonaistuotto-odotuksen yllä esitettyjen määritelmien mukainen arviointi on yhtiökohtaista ja subjektiivista. Siten eri osakkeilla samansuuruiset 12 kk kokonaistuotto-odotukset voivat johtaa eri suosituksiin eikä eri osakkeiden suosituksia ja 12 kk kokonaistuotto-odotuksia tule verrata keskenään. Tuotto-odotuksen vastapuolena toimii sijoittajan Inderesin näkemyksen mukaan ottama riski, joka vaihtelee voimakkaasti eri yhtiöiden ja tilanteiden välillä. Korkea tuotto-odotus ei siis välttämättä johda positiiviseen suositukseen riskien ollessa poikkeuksellisen suuria, eikä matala tuotto-odotus johda vastaavasti negatiiviseen suositukseen riskien ollessa Inderesin näkemyksen mukaan maltillisia.

Inderesin tutkimusta laatineilla analyytikoilla tai Inderesin työntekijöillä ei voi olla 1) merkittävän taloudellisen edun ylittäviä omistuksia tai 2) yli 1 %:n omistusosuuksia missään tutkimuksen kohteena olevissa yhtiöissä. Inderes Oy voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoitavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oy:n omistukset esitetään yksilöitynä mallisalkussa. Inderes Oy:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin laatineen analyytikon palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oy:llä ei ole investointipankkiliiketoimintaa.

Inderes tai sen yhteistyökumppanit, joiden asiakkuuksilla voi olla taloudellinen vaikutus Inderesiin, voivat liiketoiminnassaan pyrkiä toimeksiantosuhteisiin eri liikkeeseenlaskijoiden kanssa Inderesin tai sen yhteistyökumppanien tarjoamien palveluiden osalta. Inderes voi siten olla suorassa tai epäsuorassa sopimussuhteessa tutkimuksen kohteena olevaan liikkeeseenlaskijaan. Inderes voi yhdessä yhteistyökumppaneineen tarjota liikkeeseen laskijoille sijoittajaviestinnän palveluita, joiden tavoitteena on parantaa yhtiön ja pääomamarkkinoiden välistä kommunikaatiota. Näitä palveluita ovat sijoittajatalaisuuksien ja -tapahtumien järjestäminen, sijoittajaviestinnän liittyvä neuvonanto, sijoitustutkimusraporttien laatiminen.

Lisätietoa Inderesin tutkimuksesta: <http://www.inderes.fi/research-disclaimer/>

Inderes on tehnyt tässä raportissa suosituksen kohteena olevan liikkeeseen laskijan kanssa sopimuksen, jonka osana on tutkimusraporttien laatiminen.

Suositus historia (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
20/05/2021	Myy	6,80 €	8,65 €

Inderesin tehtävä on yhdistää pörssiyritykset ja sijoittajat. Tuotamme laadukasta analyysiä ja sisältöjä laajan sijoittajayhteisöömme tarpeisiin.

Me Inderesillä uskomme, että avoin tieto on jokaisen sijoittajan perusoikeus. Takaamme sijoittajille pääsyn palkitun analyysin, näkemyksellisten videosisältöjen ja aktiivisen sijoittajayhteisön pariin.

Pörssiyrityksille varmistamme, että yhtiöstä on jatkuvasti sijoittajien ja omistajien saatavilla laadukasta tietoa päätöksentekoon, ja että sijoittajilta kerätty tieto on yhtiöiden hyödynnettävissä.

Jo yli 100 suomalaista pörssiyritystä haluaa palvella omistajiaan ja sijoittajia kauttamme hyödyntämällä tarjoamiamme yhtiöseurantapalveluita, datapohjaisia sijoittajaviestinnän palveluita, sisältötuotantoa ja konsultointia.

Inderes Oy

Itämerentori 2
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

Palkittua analyysia osoitteessa [inderes.fi](https://www.inderes.fi)



STARMINE
ANALYST AWARDS
FROM REFINITIV



THOMSON REUTERS
ANALYST AWARDS



Juha Kinnunen
2012, 2016, 2017, 2018, 2019, 2020



Mikael Rautanen
2014, 2016, 2017, 2019



Sauli Vilén
2012, 2016, 2018, 2019, 2020



Antti Viljakainen
2014, 2015, 2016, 2018, 2019, 2020



Petri Kajaani
2017, 2019, 2020



Joni Grönqvist
2019, 2020



Erkki Vesola
2018, 2020



Petri Gostowski
2020



Atte Riikola
2020



Olli Koponen
2020

**Analyysi kuuluu
kaikille.**