

# Alexandria

## Laaja raportti

21.9.2022 19:40



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



**Kasper Mellas**  
+358 45 6717 150  
kasper.mellas@inderes.fi

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde  
res.

# Heikko markkinatilanne puhaltaa vastatuulta

Tarkistamme Alexandrian tavoitehinnan 7,0 euroon (aik. 7,5e) ja toistamme vähennä-suosituksen. Pääomamarkkinan tilanne on jatkunut hyvin heikkona, mikä pitää yhtiön tuloksen laskusuunnassa lyhyellä aikavälillä. Markkinatilanteen helpottaessa näemme yhtiöllä hyvät edellytykset selvään tuloskasvuun rahastoliiketoiminnan vetämänä. Kurssilaskun myötä osakkeen arvostus alkaa näyttää tulosennusteidemme valossa varsin edulliselta ja ennusteiden realisoituessa tuotto-odotus on mielestämme jo hyvällä tasolla. Heikon markkinatilanteen johdosta ennusteisiin liittyvä riski on kuitenkin selvästi koholla ja pitää meidät varovaisena.

## Kotimainen sijoituspalveluyhtiö

Alexandrialla on kokoluokkaansa nähden poikkeuksellisen laaja myyntikoneisto ja maanlaajuinen 30 konttorin verkosto. Yhtiön pääkohderyhmä on yksityissijoittajat ja yhtiöllä oli H1'22 lopussa noin 36000 aktiivista asiakasta. Keskimääräisellä asiakkaalla on yhtiöllä sijoitusvarallisuutta hoidossa noin 50 tEUR. Yhtiön keskeiset kilpailijat ovatkin näkemyksemme mukaan etenkin paikallispankit toisten sijoituspalveluyhtiöiden sijaan. Keskeisistä verrokkiyhtiöistä poiketen yhtiön tuotetarjonta keskittyy vahvasti strukturoituihin tuotteisiin (2021: 54 % 2021 palkkioista) ja tämän seurauksena jatkuvan liikevaihdon osuus on matala (~30 %). Yhtiön strategian keskiössä on jo pidempään ollut rahastoliiketoiminta ja sen osuus on kasvanut voimakkaasti (2021: 28 %). Muut tuoteryhmät ovat vakuutukset (19 %) ja yritysrahoitus (2 %). Viimeisen muutaman vuoden aikana yhtiö on käynyt uuden hallituksen ja omistajarakenteen myötä läpi merkittäviä muutoksia, ja näiden toimien seurauksena yhtiön tulos on tehnyt 2020–2021 aikana merkittävän tasokorjauksen.

## Heikko markkina pitää tuloksen laskussa

Olemme tarkistaneet ennusteitamme alas pääomamarkkinan kehityksen jatkuessa heikkona. Yhtiön tulos tulee laskemaan kuluvana vuonna merkittävästi ennätyskennästä 2021 tasolta. Suhteessa ennustamaamme noin 50 %:n tuloslaskuun on yhtiön päivitetty ohjeistus (liikevoitto jää vuoden 2021 tasosta) sanamuodoiltaan yllättävän mieto ja pidämme mahdollisena, että yhtiö joutuu tarkistamaan ohjeistustaan alaspäin vielä H2:n aikana. Odotamme tuloksen kääntyvän 2023 jälleen selvään kasvuun rahastojen sekä strukturoitujen tuotteiden vetämänä. Pidemmällä aikavälillä tuloskasvu on riippuvainen ennen kaikkea rahastopääomien kasvusta, missä hiljattain lanseerattu varainhoito näyttelee keskeistä roolia. Myös kannattavuuden skaalautumiseen liittyy edelleen kysymysmerkkejä ja olemmekin kannattavuusennusteissamme varovaisia. Osinkoennusteemme ovat laskeneet tulosennusteiden mukana, mutta odotamme edelleen vuolasta osinkovirtaa korkean voitonjakosuhteen myötä.

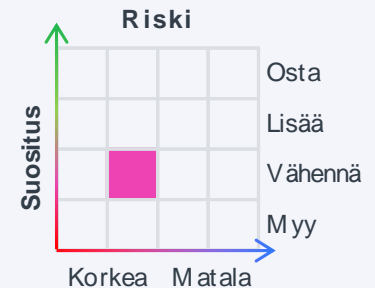
## Arvostus ei ole korkea, mutta epävarma markkina painaa vaakakupissa enemmän

Alexandrian arvonmäärityksen keskeinen haaste liittyy yhtiön normaalin tulostason määrittämiseen. Toteutuneella tuloksella Alexandrian osake on halpa (P/E <8x) ja suhteessa tätä aiempaan tulostasoon osake on edelleen kallis. Vaikka yhtiö onkin tehnyt merkittävän tuloskäänteen viimeisen kahden vuoden aikana, antaa 2021 väärän kuvan yhtiön normaalista tulokunnosta. 2022 kertoimilla arvostus on neutraali, mutta lähivuosien tulosparannuksen realisoituessa arvostus alkaa olla edullinen. Osinkotuotto on sektorin kärkitasoa ja mielestämme vahva osinko antaa osakkeelle tukea, vaikka osingon vuotuisen kasvutavoitteen poistaminen heikentääkin osingon ennustettavuutta. Toistamme varovaisen näkemyksemme, sillä markkinariskit painavat vaakakupissa pidemmän aikavälin potentiaalia enemmän.

## Suositus

**Vähennä**  
(aik. Vähennä)  
**7,00 EUR**  
(aik. 7,50 EUR)

**Osakekurssi:**  
6,50



## Avainluvut

	2021	2022e	2023e	2024e
<b>Liikevaihto</b>	47,7	40,6	44,4	48,8
<b>kasvu-%</b>	37 %	-15 %	9 %	10 %
<b>EBIT oik.</b>	13,1	7,0	8,3	10,2
<b>EBIT-% oik.</b>	27,4 %	17,2 %	18,7 %	20,9 %
<b>Nettotulos</b>	8,7	4,5	5,1	6,5
<b>EPS (oik.)</b>	1,02	0,48	0,56	0,69

<b>P/E (oik.)</b>	7,9	13,4	11,7	9,4
<b>P/B</b>	2,7	2,4	2,4	2,3
<b>Osinkotuotto-%</b>	7,7 %	6,9 %	7,8 %	8,6 %
<b>EV/EBIT (oik.)</b>	4,9	7,7	6,3	5,0
<b>EV/EBITDA</b>	4,3	5,7	4,9	4,0
<b>EV/Liikevaihto</b>	1,3	1,3	1,2	1,0

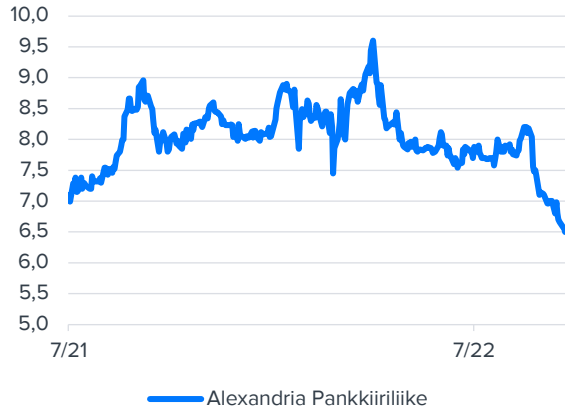
Lähde: Inderes

## Ohjeistus

(Ennallaan)

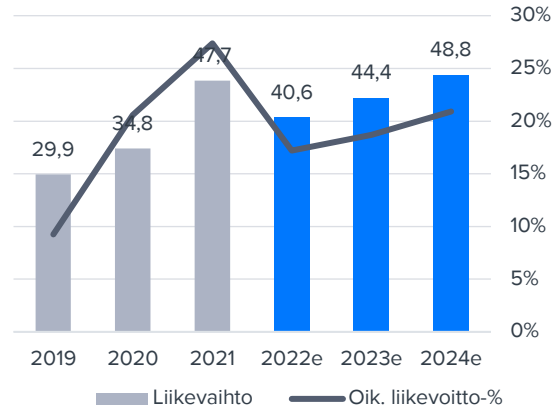
Yhtiön johto arvioi konsernin tulosedellytysten säilyvän edelleen hyvinä. Haastavasta markkinatilanteesta johtuen yhtiö odottaa vuoden 2022 liikevoiton jäävän vuoden 2021 tasosta. Merkittävät muutokset pääomamarkkinoilla voivat heijastua yhtiön taloudelliseen tulokseen.

## Osakekurssi



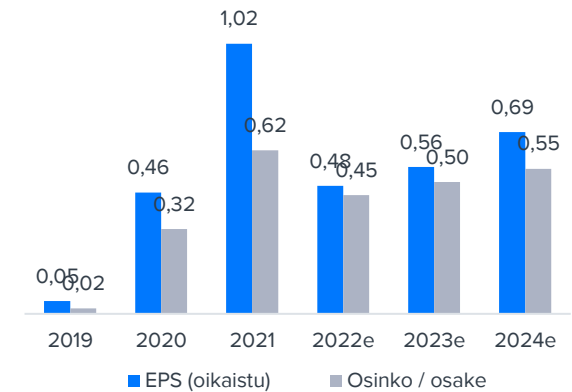
Lähde: Millistream Market Data AB

## Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

## Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



### Arvoajurit

- Asiakaskokojen kasvu
- Uudet tuotteet
- Varainhoidon onnistuminen
- Liiketoiminnan skaalautuminen
- Kasvu yrityskaupoilla



### Riskitekijät

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

Arvostustaso	2022e	2023e	2024e
<b>Osakekurssi</b>	6,50	6,50	6,50
<b>Osakemäärä, milj. kpl</b>	10,4	10,5	10,6
<b>Markkina-arvo</b>	68	68	68
<b>Yritysarvo (EV)</b>	54	52	51
<b>P/E (oik.)</b>	13,4	11,7	9,4
<b>P/E</b>	15,2	13,5	10,6
<b>P/Kassavirta</b>	19,3	11,9	9,2
<b>P/B</b>	2,4	2,4	2,3
<b>P/S</b>	1,7	1,5	1,4
<b>EV/Liikevaihto</b>	1,3	1,2	1,0
<b>EV/EBITDA (oik.)</b>	5,7	4,9	4,0
<b>EV/EBIT (oik.)</b>	7,7	6,3	5,0
<b>Osinko/tulos (%)</b>	105,3 %	104,1 %	89,7 %
<b>Osinkotuotto-%</b>	6,9 %	7,8 %	8,6 %

Lähde: Inderes

# Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja historiallinen kehitys	<b>6–7</b>
Liiketoimintamalli	<b>8–14</b>
Strategia ja taloudelliset tavoitteet	<b>15–17</b>
Toimiala	<b>18–26</b>
Sijoitus- ja riskiprofiili	<b>27–28</b>
Taloudellinen tilanne	<b>29</b>
Ennusteet	<b>30–34</b>
Arvonmääritys	<b>35–37</b>
Liitteet	<b>38–43</b>
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	<b>44</b>

# Alexandria lyhyesti

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

**1996**

Perustamisvuosi

**2021**

Listautuminen First Northiin

**47,4 MEUR (+36 % vs. 2020)**

Liikevaihto 2021

**11,6 MEUR (6,8)**

Liikevoitto 2021 (2020)

**24,4 % (19,4 %)**

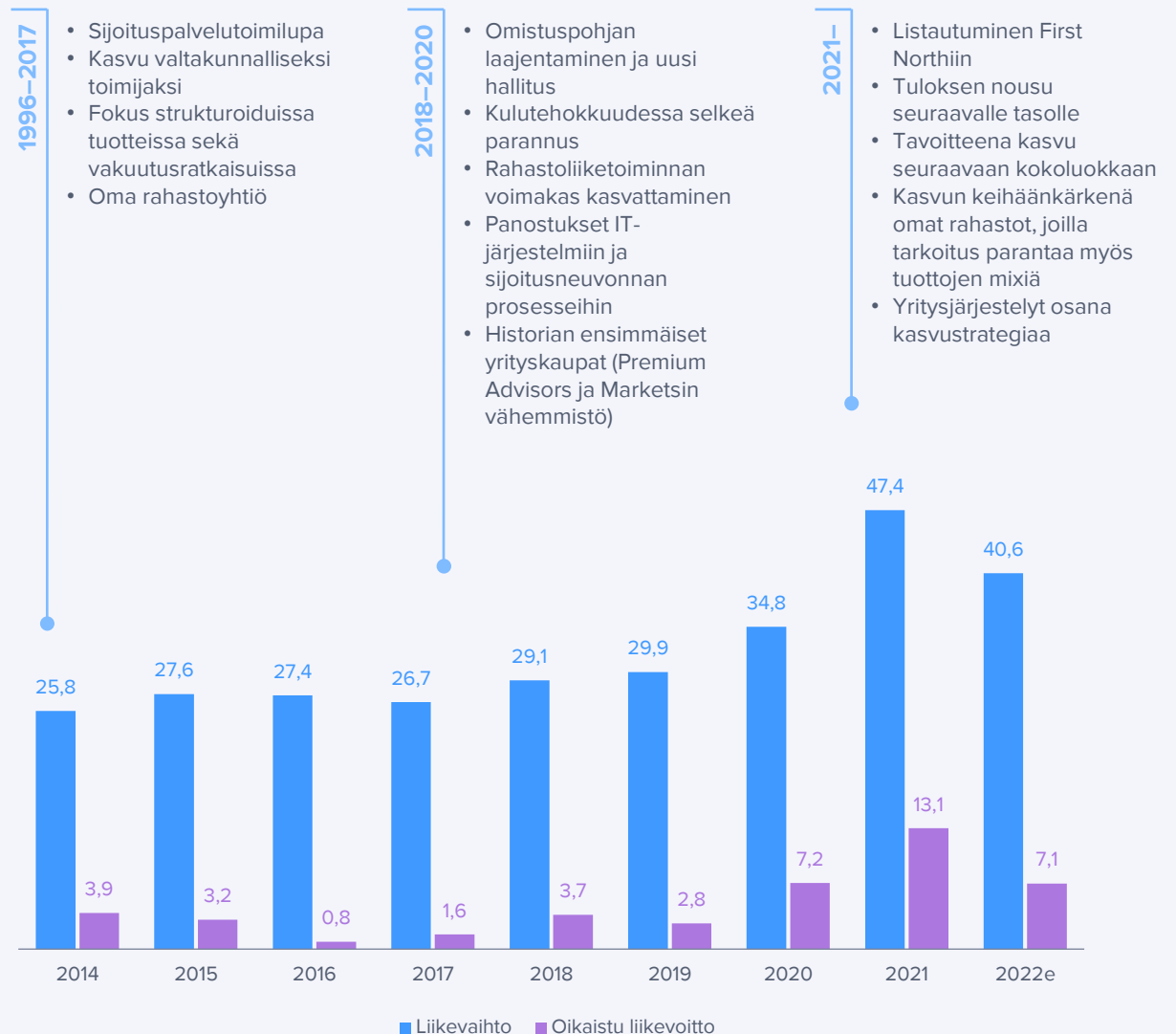
Operatiivinen liikevoitto-% 2021 (2020)

**237**

Henkilöstö 2021 lopussa (sis. asiamiehet)

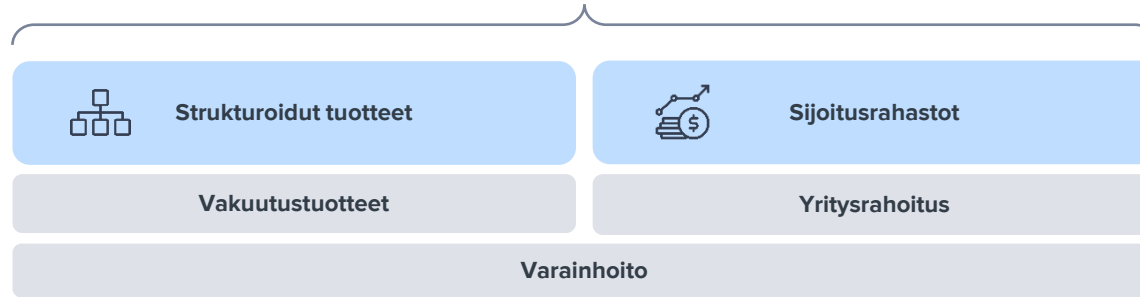
**~30 %**

Jatkuvien tuottojen osuus liikevaihdosta (Inderesin arvio)



# Yhtiökuvaus

## ALEXANDRIAN TUOTE- JA PALVELUVALIKOIMA



### Alexandrian liiketoimintamallin pääkohdat

- Alexandrian liiketoimintamalli on keskittynyt tuotemyyntiin**, ja yhtiö lanseerasi Alva-varainhoitopalvelunsa vasta 2021 loppupuolella. Vakuutus tuotteissa yhtiö toimii kumppanien jälleenmyyjänä ja rahastot ovat rahastojen rahastoja. Strukturoidut sijoitus tuotteet yhtiö suunnittelee ja toteuttaa itse.
- Yhtiön ytimen muodostaa sen maanlaajuinen myyntiverkosto**, joka on yhtiön kokoluokkaan nähden poikkeuksellisen laaja: 30 konttoria ja 121 asiamiestä. Vaikka myynti toteutetaan puhtaasti asiamiesmallilla (konsernin palkkalistoilla ei omia myyjiä), omista työntekijöistä (112 kpl) arviolta noin puolet toimii myyntiä tukevilla tehtävissä (ajanvaraus + asiakaspalvelu).
- Alexandrian pääkohderyhmä ovat yksityissijoittajat** ja yhtiö palvelee hyvin laajaa asiakaskuntaa. H1'22 lopussa yhtiöllä oli noin 36 000 aktiivista asiakasta ja keskimääräisellä asiakkaalla on sijoitusvarallisuutta hoidossa noin 50 tEUR, joten vuosiliikvaihto asiakasta kohden on hyvin matala (~1200–1300e/asiakas).
- Yhtiö on aktiivisella asiakasmäärillä mitattuna verrokkiryhmänsä suurin toimija**, mutta samalla asiakaskohtainen varallisuus sekä tuotot ovat selvästi verrokkiryhmän matalimpia. Yhtiön keskeiset kilpailijat ovatkin näkemysemme mukaan etenkin paikallisesti toimivat pankit.

## ALEXANDRIA



Lähes puolet liikevaihdosta (H1'22: ~44 %) tulee strukturoitujen tuotteiden myynnistä.



Laajat jakeluresurssit: maanlaajuinen 30 konttorin myyntiverkosto.



Yli 36 000 aktiivista asiakasta, asiakaskohtainen liikevaihto kuitenkin alhainen.

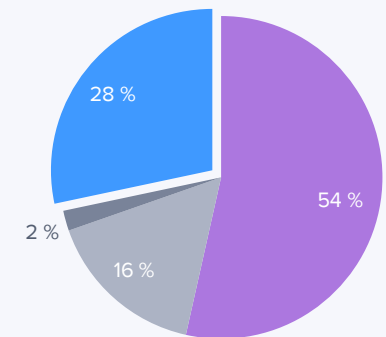


Pääkohderyhmä koostuu yksityissijoittajista.



Valtaosa yhtiön omistuksesta on johdolla ja työntekijöillä.

### Palkkiotuottojen jakauma (2021)



■ Strukturoidut tuotteet ■ Vakuutus tuotteet  
■ Yritysrahoitus ■ Rahastot

# Historiallinen kehitys

## Historiallinen kehitys on ollut välttävää

Vuosina 2013–2021 Alexandrian liikevaihto on kasvanut keskimäärin noin 10 % vuodessa. Taso on välttävää, kun huomioidaan toimialan voimakas kasvu Suomessa historiallisen pitkän nousumarkkinan vetämänä. Yhtiön liiketoiminta on kärsinyt vakuutus tuotteiden myynnin vaikeutumisesta (etenkin verokohtelun muutokset). Lisäksi yhtiö on viime vuosina keskittynyt rakentamaan maanlaajuista myyntiorganisaatiota ja strategian toteutus on edennyt varsin hitaasti. Vuonna 2021 yhtiö onnistui kuitenkin hyödyntämään vahvaa markkinaa, kun se kiihdytti liikevaihdon kasvunsa yli 36 %:iin.

Samalla aikajaksolla liikevoittomarginaali on ollut keskimäärin 13 %, jota voidaan pitää toimialalla heikkona (toimialan keskiarvo historiallisesti +25 %). Lisäksi yhtiön tulos on syntynyt lähes yksinomaan Alexandria Markets -yhtiössä, minkä seurauksena vähemmistöjen tulososuudet ovat syöneet merkittävän osan liikevoitosta. Keskimääräinen nettotulos-% onkin ollut matala – vain hieman yli 6 %.

Näkemyksemme mukaan kilpailijoita heikomman kannattavuuden taustalla ovat olleet myyntikoneiston ylimitoitettu koko suhteessa liikevaihtoon, konsernin raskas kulurakenne ja viime vuosien merkittävät investoinnit järjestelmien ja prosessien kehittämiseen. Viimeisen kahden vuoden aikana yhtiö on kuitenkin petrannut näillä osa-alueilla, ja kannattavuudessa on nähty selkeä tasokorjaus.

## Yhtiö on herättänyt keskustelua

Alexandria ja sen toimintamallin ympärillä käytiin erityisesti listautumisen yhteydessä kriittistä keskustelua. Arviomme mukaan tämän taustalla oli:

- 1) Sijoitustuotteiden osalta yhtiön myynti on painottunut strukturoituihin sijoitustuotteisiin sekä sijoitusvakuutuksiin, 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 asiamiesvetoinen myyntimalli on toimialalla tyypillisesti hyvin hankalasti ohjattavissa ja asiamiesten palkitsemismalli on vahvasti provisiopohjainen (riski intressiristiidoille).

## Takana merkittävä muutosprosessi

Yhtiö on viime vuosina käynyt läpi merkittävän muutosprosessin. Lähtölaukaus tälle on ollut pääomasijoittaja Ajanta Oy:n mukaantulo vuonna 2016. Näkyvin muutos on ollut rahastoliiketoiminnan ylösajo, ja myös sijoitusneuvontaprosesseihin on käsityksemme mukaan tehty merkittäviä muutoksia. Muita keskeisiä muutosprosessin kohtia ovat näkemyksemme mukaan olleet:

- Ammattihallituksen nimitys ja strategian selkeytys
- Kulurakenteen tehostaminen ja panostukset IT-järjestelmiin
- Marketsin vähemmistöomistusten pienentäminen

Vuonna 2020 yhtiö kävi myös läpi merkittävän saneerauksen, jonka myötä yhtiön henkilöstömäärä laski noin 20 %:lla. Säästötoimet yhdessä vahvan kysynnän kanssa johtivat merkittävään tulosloikkaan vuosina 2020–2021. Myös palkkiorakenne on muuttunut aiempaa terveemmäksi jatkuvaa palkkiota tuottavien rahastojen osuuden nousua noin 30 %:iin kokonaisliikevaihdosta. Myös vähemmistöosuus karsiminen on toteutunut suunnitelmien mukaan, ja vähemmistöjen osuus nettotuloksesta oli vuonna 2021 enää 8 % (2020: 29 %). Tämä on pääosin seurausta vuoden 2020 lopussa toteutetussa Alexandria Marketsin 25 % omistusosuuden hankinnasta.

# Liiketoimintamalli 1/6

## Liiketoimintamalli

### Myyntivetoinen sijoituspalvelutalo

Alexandrian liiketoimintamallin ytimessä on tuotemyynti, jossa yhtiö myy asiakkaille sijoitustuotteita ja saa näistä erilaisia palkkioita. Aiemmin yhtiö ei ole edes tarjonnut varsinaista varainhoitopalvelua, mutta 2021 loppupuolella lanseerattiin Alexandria Varainhoito Alva, joka tarjoaa varainhoitopalveluja, vakuutusratkaisuja sekä juridisia palveluita yhdistävän kokonaisuuden. Myös yhtiön vakuutustuotteissa on varainhoitoratkaisun ominaisuuksia.

Myynti toteutetaan asiamiesverkoston kautta ja asiamiesten palkkaus on voimakkaasti provisiopohjainen. Tämä tuo liiketoiminnan kulurakenteeseen selkeää joustavuutta, mutta samalla heikentää sen skaalautuvuutta. Yhtiön myyntikoneisto on toimialalle poikkeuksellisen laaja (121 asiamiestä) ja asiakaskohtainen ansainta on hyvin matala. Tätä selittää yhtiön fokus yksityisasiakkaisiin sekä varsin matala asiakaskohtainen varallisuus.

Yhtiön laaja myyntikoneisto on sen vahvuus, ja myös keskittyminen vähemmän kilpailtuihin maantieteellisiin alueisiin (yli 70 % myynnistä pk-seudun ulkopuolella) sekä segmentteihin (matalamman sijoitusvarallisuuden yksityishenkilöt) tarjoaa yhtiölle merkittävää hinnoitteluvoimaa. Yhtiön hinnoitteluvoima onkin sen valitsemissa asiakasryhmissä vahva, mikä näkyy tuotteiden suhteellisen korkeana hintatasona.

Yhtiön tuotetarjonnasta strukturoidut sijoitukset sekä vakuutukset kattavat noin 70 % liikevaihdosta ja perinteisemmät varainhoitotuotteet (rahastot)

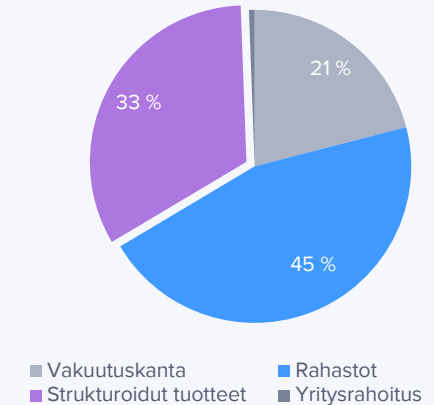
noin 30 %, kun toimialalla tyypillisesti painopiste on rahastoissa sekä varainhoitopalveluissa (täyden valtakirjan/konsultatiivinen omaisuudenhoito). Lisäksi yhtiön tuotteet nojaavat paljon kumppaneihin (rahastot ovat rahastojen rahastoja ja vakuutuksissa yhtiö toimii vain myyjänä) ja täysin yhtiön omia tuotteita ovat vain strukturoidut tuotteet.

Yhtiön liiketoimintamallin yksi haaste on näkemyksemme mukaan se, että yhtiön kontrolli sen 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. Historiallisesti yhtiön asiakaspysyvyys on kuitenkin ollut vahvaa ja näkemyksemme mukaan suuri asiakasmäärä rajaa myös tähän liittyvää riskiä.

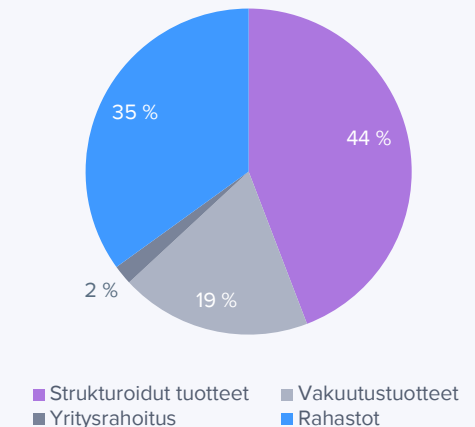
Toinen selkeänä haasteena on yhtiön myyntikoneiston teho. Yhtiön myynti per työntekijä seuraamistamme yhtiöistä ylivoimaisesti alhaisin ja mielestämme yhtiön pitäisikin saada enemmän irti sen laajasta myyntiverkostosta. Näkemyksemme mukaan yhtiön olisi ensiarvoisen tärkeää onnistua kasvattamaan asiakaskohtaista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

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

Hallinnoitavan varallisuuden jakauma\* (H1'22)



Liikevaihdon jakauma (H1'22)



\* Ei sisällä päällekkäisyyksiä, joten vakuutuskannassa ei mukana vakuutustuotteiden kautta omistettuja Alexandrian rahastoja.



# Liiketoimintamalli 2/6

## Palkkiotuotot

Alexandrian liikevaihto koostuu pääosin palkkioista, joita yhtiö veloittaa myymistään tuotteista. Palkkioiden jakauma on seuraamistamme sektorin yhtiöistä voimakkaimmin painottunut kertatuottoihin ja jatkuvien tuottojen osuus on viime vuosien hyvästä kehityksestä huolimatta vasta hieman yli 30 %. Jatkuvat tuotot johtavat liiketoiminnan parempaan ennustettavuuteen sekä pienempään riskiprofiiliin, joten niiden arvo on sijoittajan näkökulmasta selvästi kertatuottoja korkeampi.

## Rahastot

Alexandrialla oli H1'22 lopussa 9 sijoitusrahastoa ja niissä pääomia yhteensä 774 MEUR. Rahastoista saatavat palkkiot olivat vuoden 2022 ensimmäisellä puoliskolla 7,2 MEUR (2021: 13,3 MEUR), ja näistä palkkioista valtaosa on luonteeltaan jatkuvia hallinnointipalkkioita. Rahastojen palkkiovirta onkin laadultaan varsin korkea ja hyvin ennustettava. Koko konsernin palkkioista rahastojen osuus on noin kolmanneksen. Rahastojen hallinnoitavasta varallisuudesta 486 MEUR oli perinteisissä rahastoissa (osake-, korko- ja yhdistelmärahastot) ja loput 288 MEUR vaihtoehtoisissa rahastoissa. Yhtiöllä ei ole yhdessäkään rahastossaan tuottosidonnaista komponenttia, joka on yhtiön hinnoitteluvoima huomioiden hyvin yllättävää. Näkemyksemme mukaan lisäämällä tuottosidonnaiset komponentit rahastoihinsa olisi yhtiöllä mahdollisuus kasvattaa palkkiovirtaansa.

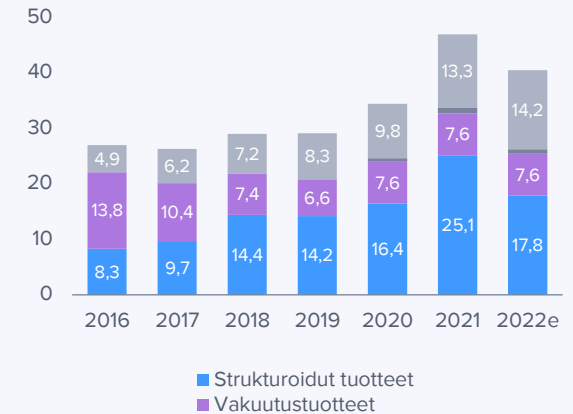
Rahastojen keskimääräinen painotettu palkkioitaso on noin 2,4 %, mutta yhtiön itselleen kirjaama osuus on noin 1,7 %. Tämä johtuu siitä, että

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.

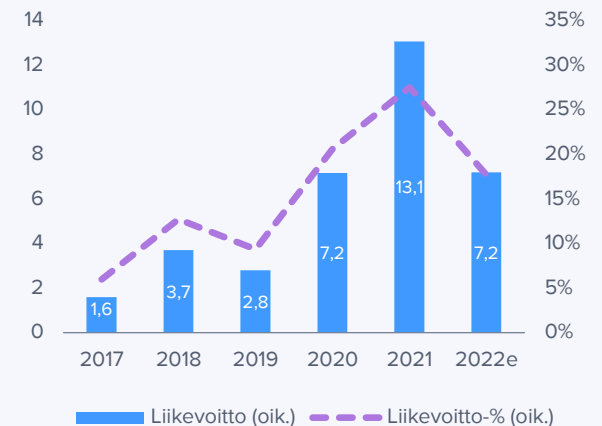
Rahastojen palkkioitasot ovat absoluuttisesti sekä suhteessa toimialan keskiarvoihin varsin korkeat ja mielestämme on selvää, että yhtiö tulee kohtaamaan hintaeroosiota tulevina vuosina. Perinteisellä puolella yhtiön rahastojen palkkioitasot ovatkin tulleet viime vuosina selvästi alas. Rahastot ovat menestyneet korkeasta palkkioitasosta huolimatta kohtuullisen hyvin viime vuosina.

Rahastot ovat yhtiön strategian keskiössä ja merkittävin kasvuajuri tuleville vuosille. Onnistuakseen rahastoliiketoimintansa kasvattamisessa on yhtiön kyettävä ylläpitämään rahastojensa hyviä tuottotasoja, sillä se on keinona tehokkain hillitsemään väistämättömän hintaeroosion negatiivisia vaikutuksia palkkiotuottoihin. Tuotetarjonnan laajentaminen on myös kriittistä, sillä mielestämme yhtiö tarvitsee nykyistä leveämmän tuotetarjonnan kasvattaakseen asiakaskohtaista varallisuuttaan. Myös varainhoitoon laajentumisen tulisi auttaa rahastomyyntiä, sillä yhtiön omat rahastot tulevat olemaan palvelun keskiössä. Tuotetarjonnan laajentumisessa yhtiön tulisi myös harkita rahastojen hoitamista itse, sillä se leikkaisi yhden välikäden pois ja antaisi yhtiön pitää isomman osan palkkioista ja/tai tarjoaisi enemmän liikkumavaraa hinnoittelussa.

### Liikevaihdon kehitys (MEUR)



### Liikevoitto (MEUR) ja kannattavuus-%



# Liiketoimintamalli 3/6

## Markkinakehityksen vaikutus rahastopääomiin

Uusmyynnin lisäksi arvonmuutokset vaikuttavat toimialan yhtiöiden hallinnoitavan varallisuuden määrään. Rahastot voidaan tässä tarkastelussa jakaa kolmeen kategoriaan: 1) avoimet perinteiset rahastot (UCITS), joiden arvo määräytyy listatuilla markkinoilla päivittäin 2) avoimet vaihtoehtorahastot sekä 3) suljetut vaihtoehtorahastot, joita Alexandria ei tarjoa lainkaan.

Avoimien vaihtoehto-/erikoissijoitusrahastojen osalta omaisuuserät eivät ole jatkuvan julkisen kaupankäynnin kohteena (kuten kiinteistöt), joten arviot arvonkehityksestä ovat osittain subjektiivisia ja arvonmuutosten volatilitteetti siten myös tyypillisesti yleistä markkinää maltillisempi.

Yleisen markkinakehityksen heijastumista yhtiön rahastopääomiin arvonmuutosten kautta voidaankin karkeasti estimoida perinteisten rahastopääomien osuudesta koko AUMia tai yhtiön palkkiotuottoja. Alexandrian liikevaihdosta perinteisten UCITS-rahastojen osuus on reilu 30 % (H1'22), joten lyhyellä aikavälillä markkinan vaikutus konsernin liikevaihtoon tulee pääosin strukturoiduista tuotteista, joiden myyntivolyyymiä markkinakehitys näkemyksemme mukaan heiluttaa kvartaali- ja puolivuositasolla selvästi rahastopääomia ja näiden hallinnointipalkkioita voimakkaammin.

## Vakuutukset

Vakuutustuotteet (H1'22 osuus liikevaihdosta 19 %) ovat historiassa olleet yhtiön suurin tuoteryhmä, mutta niiden osuus liikevaihdosta on laskenut voimakkaasti viime vuosina etenkin

niiden verokohteluun tehdyistä muutoksista johtuen. Veromuutoksen jälkeen sijoitus- ja säästövakuutukset muistuttavat osakesäästötiliä sillä erotuksella, että vakuutuskuoriin voidaan sisällyttää myös muita omaisuuslajeja kuin osakkeita, eikä verohyödyllä ole euromääräistä maksimikokoa (osakesäästötilissä sijoitettujen varojen enimmäismäärä 50 kEUR). Myyntivolyyymien laskun myötä myös palkkiotuotot ovat laskeneet selvästi huippuvuosista.

Käsityksemme mukaan merkittävä osuus Alexandrian sijoitus- ja säästövakuutuskannasta on kuitenkin erilaisten kuukausisäästösopimusten alaista, minkä vuoksi nämä voidaan rinnastaa omaisuudenhoitosopimuksiin. Tästä kulmasta tarkasteltuna vakuutukset tuovat yhtiölle tasaisesti lisää hallinnoitavia asiakasvaroja. Yhtiö ei kuitenkaan raportoi vakuutus sopimusten kautta virtaavan pääoman osuutta tuotemyynnistään, joten tämän merkitystä on haastavaa arvioida.

Yhtiö tarjoaa laajan valikoiman eri toimijoiden vakuutustuotteita ja kumppaneita ovat mm. SEB Life ja Lombard. Vakuutustuotteet toimivat ennen kaikkea kuorena Alexandrian omille tuotteille ja käsityksemme mukaan vakuutuskuorien sisällä tarjotaan pääasiassa yhtiön omia rahastoja.

Vakuutustuotteiden palkkiorakenteet vaihtelevat tuotekohtaisesti, mutta tyypillisesti vakuutuksista saadaan vakuutusyhtiöltä etupainotteinen kertapalkkio ja tämän lisäksi vakuutuskuoresta saatetaan veloittaa asiakkaalta jatkuvaa palkkiota. Näkemyksemme mukaan vakuutustuotteiden palkkiot ovat pitkälti transaktiovetoisia, ja olemmekin omissa laskelmissamme huomioineet

ne kertatuottoina.

## Yritysrahoitus

Alexandria laajeni vuonna 2017 yrityslainoihin Rahamyly-brändillä. Kantavana ajatuksena yhtiöllä on yhdistää sijoittajat (Alexandrian omat asiakkaat) sekä rahaa tarvitsevat yritykset (lainanhakijat) sen oman alustan kautta. Sijoittajien näkökulmasta Alexandrian tarkoituksena on tarjota houkuttelevaa vaihtoehtoista tuottoa hyvin hajautetulla lainasalkulla, kun taas yritysten motiivina on päästä käsiksi järjeväkorkoiseen rahoitukseen. Vuonna 2021 Alexandria siirsi palvelun tiiviimmin osaksi muuta palvelutarjontaansa, ja Rahamylyn nimi vaihdettiin Alexandria Yritysrahoitukseksi.

Palvelun keskeisenä haasteena on 1) saada sinne riittävää volyyymiä lainahakijoiden osalta ja 2) rakentaa luottoluokitusmallit, jotka pitävät luottotappioiden määrän hallinnassa.

Palvelun käynnistämässä on ollut selkeitä haasteita ja volyymit ovat jääneet hyvin pieniksi. Käsityksemme mukaan haasteita on ollut ehkä hieman yllättäen sijoittajapäässä ja lainanhakemuksia yhtiö saa kohtuullisen hyvin. Huomautamme, että Alexandria ei ole ensimmäinen joukkorahoitukseen mukaan lähtenyt finanssitalo, eikä enemmistö tiedossamme olevista toimijoista ole saanut vastaavaa mallia toimimaan Suomessa. Onnistuessaan malli tarjoaisi Alexandrialle merkittävää potentiaalia (korkean marginaalin jatkuvaa liikevaihtoa), mutta tällä hetkellä onnistumisen todennäköisyyttä ei voida pitää kovin suurena. Näin ollen suosittelemme sijoittajia tarkastelemaan Yritysrahoitusta lähinnä optiona.

# Liiketoimintamalli 4/6

## Strukturoidut tuotteet

Strukturoidut tuotteet ovat yhtiön suurin tuoteryhmä ja näistä saadut palkkiot olivat H1'22:lla 9,1 MEUR (2021: 25,1 MEUR) tai 44 % H1'22-liikevaihdosta. Yhtiön strukturoitujen tuotteiden kokonaismyyntivolyymi on kasvanut viime vuodet tasaisesti, ja yhtiö on samalla voittanut markkinaosuuksia (lähde: Suomen Strukturoitujen Sijoitustuotteiden yhdistys ry). Vuonna 2021 yhtiö laski liikkeelle strukturoituja tuotteita ennätyselliset 97 kpl, ja näiden kokonaisvolyymi oli 376 MEUR. Alexandrian markkinaosuus on noussut viime vuosina voimakkaasti, ja 2021 yhtiö oli jo markkinajohtaja strukturoiduissa tuotteissa lähes 30 % markkinaosuudella (2013: 6 %).

Strukturoitujen tuotteiden markkina Suomessa on trendinomaisesti supistunut viime vuosina, ja arviomme mukaan laskun taustalla on etenkin matala korkotaso, joka on käytännössä estänyt velkakirjoihin sidottujen pääomaturvattujen tuotteiden tarjoamisen. Lisäksi moni ala toimijoista on strategiassaan keskittynyt jatkuvaa palkkiovirtaa tuoviin tuotteisiin (kuten rahastot ja varainhoitoratkaisut), joten strukturoidut tuotteet ovat vain harvalla toimijalla strategian ytimessä.

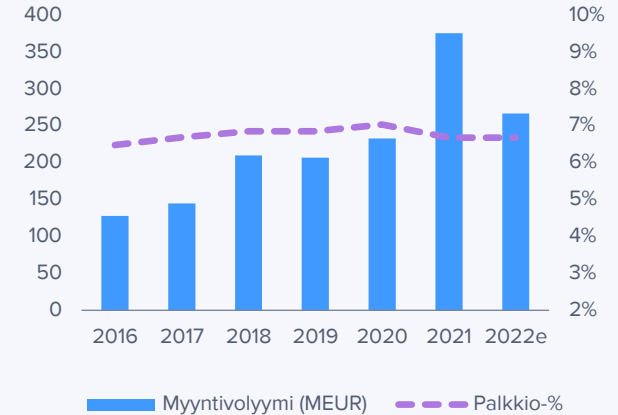
Vuosi 2021 oli kuitenkin markkinan laskevan volyymitrendin osalta poikkeus, sillä strukturoitujen tuotteiden kokonaismyynti nousi noin 15 %. Vahvan markkinakehityksen myötä erityisesti osakepohjaiset tuotteet kasvattivat suosiotaan yksityissijoittajien keskuudessa. Tyypillisesti vain suuremmille asiakkaille (kuten instituutioille) tarjottujen yksilöityjen tuotteiden (private

placement) volyymi on puolestaan lähes puolittunut vuoden 2017 tasolta. Vaikka odotamme kokonaisvolyymien laskevan suunnilleen koronapandemiaa edeltäville tasoille ja pysyvän tästä eteenpäin suhteellisen vakaana, kasvattaa korkojen nousu todennäköisesti korkotuotteiden myyntiä osakepohjaisten tuotteiden kustannuksella. Käsittelemme oletuksia Alexandrian strukturoitujen tuotteiden volyymikehityksestä tarkemmin raportin ennusteita käsittelevässä kappaleessa.

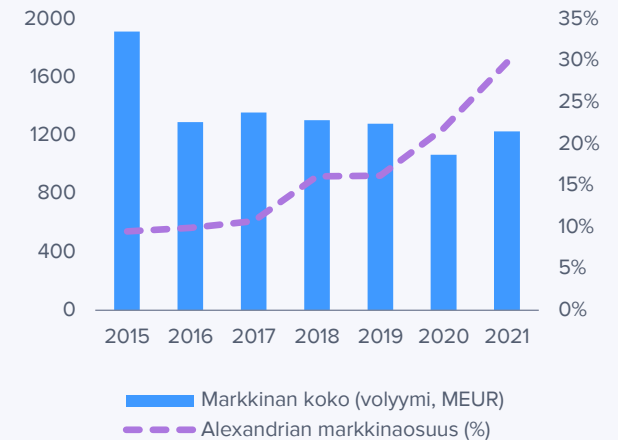
Strukturoitujen tuotteiden palkkio perustuu kertaluontoisiin strukturointipalkkioon (tyypillisesti ~5 %) sekä myyntipalkkioon (tyypillisesti ~2 %). Strukturoiduissa tuotteissa oleva varallisuus ei siten ei tuota yhtiölle jatkuvaa palkkiovirtaa. Historiallisesti Alexandria on saanut strukturoiduista tuotteistaan keskimäärin 6,7 % kokonaispalkkiota, mutta tämä pitää sisällään myös jälkimarkkinakaupat. Jälkimarkkinakaupoilla tarkoitetaan ennen tuotteiden erääntymistä toteutettavaa myyntitoimeksiantoa.

Alexandrian palkkiotasot ovat arviomme mukaan toimialan keskiarvojen (4–5 %) yläpuolella ja heijastelevat yhtiön vahvaa hinnoitteluvoimaa sen keskeisimmässä asiakassegmentissä eli yksityissijoittajissa. Vaikka strukturoidut sijoitukset ovatkin luonteeltaan kertaluontoisia, on niissä tiettyä jatkumoa, sillä tyypillisesti sijoittaja sijoittaa valtaosan erääntyneestä sijoituksesta saamistaan pääomista uusiin vastaaviin tuotteisiin etenkin, jos tuote on erääntynyt voitollisena. Näin ollen tuotteiden erääntymisten ajoittuminen ja keskimääräinen juoksu-aika myös vaikuttavat vuositason myyntivolyymeihin.

## Strukturoitujen tuotteiden kehitys



## Markkinan koko ja markkinaosuuden kehitys



# Sijoituspalveluyhtiön liiketoimintamalli yksinkertaistettuna



\*Huom: Kuvion on tarkoitus toimia liiketoimintamallin yksinkertaistettuna havainnollistuksena eikä se siten huomio esimerkiksi Alexandrian tarkkaa konsernirakennetta.

# Liiketoimintamalli 5/6

## Kulurakenne

### Tehokkuudessa edelleen parantamisen varaa

Palkkiotuotoista poiketen tarkastelemme kuluja vain vuositasolla, sillä ne sisältävät jonkin verran kausiluonteisuutta. Alexandrian kulurakenne on toimialalle tyypillisesti varsin yksinkertainen ja kiinteät kulut muodostavat valtaosan kokonaiskuluista. Keskeinen poikkeus suhteessa muihin listattuihin verrokkeihin on asiamiesten suuri määrä, minkä seurauksena henkilöstökulut näkyvät suurilta osin palkkiokuluissa.

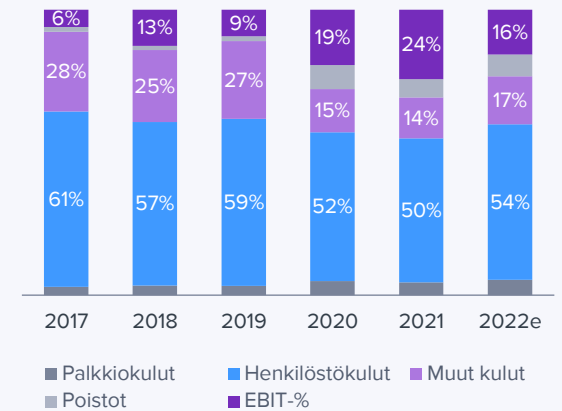
Alexandrian suurimman yksittäisen kuluerän muodostavat palkkiokulut, jotka olivat 18,6 MEUR tai noin 39 % liikevaihdosta vuonna 2021. Palkkiokuluista 16,5 MEUR muodostui asiamiesten palkkioista ja 2,1 MEUR oli muita palkkiokuluja (mm. säilytyskulut). Rahastojen, vakuutusten ja strukturoitujen tuotteiden kolmansille osapuolille kuuluvat palkkiot on jo vähennetty liikevaihdosta.

Suorien henkilöstökulujen osuus oli 7,4 MEUR tai 16 % liikevaihdosta. Mielestämme yhtiön henkilöstökulujen tarkasteluun tulee kuitenkin sisällyttää myös asiamieskulut yhtiön vahvasti myyntiin perustuvasta liiketoimintamallista johtuen. Näin laskettuna henkilöstökulut olivat noin 23,9 MEUR tai 50 % liikevaihdosta. Asiamiesten kulut huomioiden keskimääräinen henkilöstökulu oli noin 100 TEUR, joka on tasona matalin seuraamistamme yhtiöistä (vertailu sivulla 26). Mielestämme tämä kuvastaa lähinnä yhtiön liiketoimintamallin henkilörakennetta (pieni pääomamarkkinatiimi, iso ajanvaraustiimi yms.).

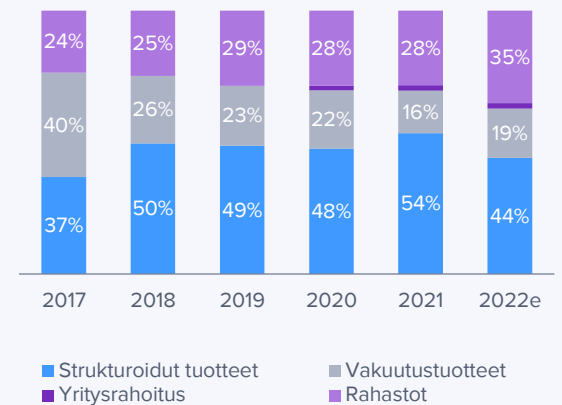
Yhtiön liikevaihto per työntekijä on myös matala suhteessa muihin seuraamiimme toimijoihin, mikä puolestaan heijastelee osin yhtiön yksityissijoittajiin painottuvaa asiakaskuntaa ja liiketoimintamallia sekä sitä, että yhtiön nykyisellä henkilöstömäärällä pitäisi pystyä hallinnoimaan selvästi nykyistä suurempaa määrää asiakasvarallisuutta. Huomionarvoista kuitenkin on, että asiamiesten palkkiot ovat luonteeltaan muuttuvia ja perustuvat myytyjen tuotteiden ja palveluiden määrään. Näin ollen ne joustavat heikkoina vuosina alaspäin ja lisäävät siten yhtiön kulurakenteen joustoa ja laskevat merkittäviin kannattavuusvaihteluihin liittyvää riskiä.

Toiseksi merkittävin erä yhtiön kulurakenteessa ovat muut hallintokulut (mm. IT ja markkinointi), jotka olivat 2021 5,6 MEUR tai 15 % liikevaihdosta. Viimeinen merkittävä kuluerä yhtiölle on poistot. Yhtiö poistaa FAS-kirjanpitosäädösten mukaisesti liikearvoa ja 2021 liikearvopoistojen määrä oli noin 0,7 MEUR. Näiden määrä nousi selvästi Marketsin vähemmistöosuuden oston myötä (2020), ja käsityksemme mukaan taso vastaa myös hyvin tulevien vuosien poistotasoa. Liikearvopoistoilla ei ole kassavirtavaikutusta, joten olemme oikaisseet niiden vaikutuksen liikevoitosta. Yhtiöllä on myös merkittävät IFRS 16 -direktiivin mukaiset käyttöomaisuuspoistot (käytännössä vuokratuluja), ja tämä erä oli vuonna 2021 1,9 MEUR. Muita poistoja yhtiöllä on varsin rajallisesti ja arvioimme niiden olevan vuositasolla noin 0,4 MEUR.

## Kulurakenteen kehitys



## Palkkioiden mixin muutos



# Liiketoimintamalli 6/6

## Kannattavuus skaalautuu verrokkeja heikommin

Yhtiön liikevoitto oli 2021 sen historian selvästi paras sekä euromääräisesti että kannattavuusmarginaalilla mitattuna (oik. EBIT-% 28 %). Taso on jo toimialan mittakaavassa keskitasoa ja ilman tuottopalkkioita tarkasteltuna kohtuullisen hyvä. Alexandriailla ei ole tuotteissaan ollenkaan tuottopalkkiokomponenttia ja ilman tuottopalkkioita yhtiön edellä kannattavuudessa olivat seuraamistamme yhtiöistä vuonna 2021 vain eQ, Evli ja Titanium.

Huomautamme kuitenkin, että 2021 Alexandriaalle poikkeuksellisen hyvä ja odotamme tulevien vuosien marginaalin laskevan ennätystasoltaan hyvin kannattavien strukturoitujen tuotteiden volyymien normalisoituessa. Näin ollen 2021 antaa jonkin verran liian positiivisen kuvan yhtiön kannattavuudesta suhteessa sen keskeisiin verrokkeihin.

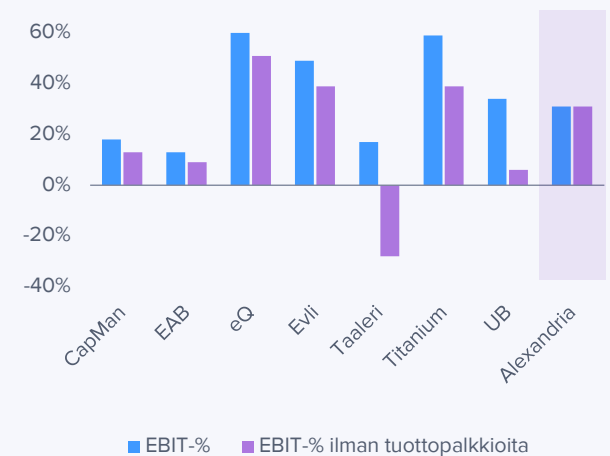
Arviomme mukaan yhtiön normalisoitu kannattavuustaso on noin 20 %, joka on edelleen varsin vaatimaton ja alle verrokkiryhmän. Sijoittajan on syytä huomioida, että vaikka nykyinen kannattavuustaso ei ole absoluuttisesti tarkasteltuna huono, jää nykyisellä rakenteella liikevaihdon kasvusta pienempi osa yhtiön omistajille kuin toimialan keskimääräisellä verrokilla. Heikomman skaalautuvuuden taustalla ovat ennen kaikkea asiamiesten provisiovetoinen palkkiomalli sekä tuottosidonnaisten palkkioiden puuttuminen. Näin ollen yhtiön rakenteellinen kannattavuus on verrokkiryhmän matalimpia, mistä kertoo myös yhtiön melko vaatimaton liikevoiton

minimitavoite +20%.

Sijoittajan on myös syytä huomioida, että vaikka yhtiön operatiivinen kulurakenne onkin verrokkeihin nähden melko raskas, on kuitenkin selvää, että kasvu on kannattavuuden parantamisessa huomattavasti säästöjä merkittävämmässä roolissa. Käytännössä tämä tarkoittaa liikevaihdon kasvua ennen kaikkea asiakkuuksien kokoluokkia nostamalla, mikä esimerkiksi tehostaisi yhtiön henkilöstöresurssien käyttöä, kun samalla henkilöstömäärällä pystytään ylläpitämään entistä suurempaa liikevaihtoa.

Tarkasteltaessa kuluja suhteessa verrokkeihin (tarkastelu sivulla [26](#)) nähdään, että henkilöstökulut suhteessa liikevaihtoon ovat toimialan korkeimmasta päästä, kun taas muiden kulujen osalta yhtiön taso on varsin hyvin linjassa muiden yhtiöiden kanssa. Kun tämä yhdistetään yhtiön verrokkeja matalampaan myynti/työntekijä-suhteeseen on selvää, että yhtiön potentiaalinen kannattavuusparannus tulee juuri henkilöstötehokkuuden nousun kautta. Yhtiön olisikin ensiarvoisen tärkeä saada enemmän irti sen myyntikoneistosta kannattavuutensa nostamiseksi, sillä näkemyksemme mukaan yhtiön nykyisellä koneistolla pitäisi kyetä käsittelemään selvästi nykyistä suurempaa asiakasmassaa.

Verrokkien Varainhoidon kannattavuus 2021



### Inderesin huomiot:

- UB:n Varainhoidon kannattavuus rasiattu konsernikuluilla sekä poistoilla
- Titanium ja Alexandria konsernitasolla ilman liikearvopoistoja
- CapManin Hallinnointiliiketoiminta rasiattuna konsernitoimintojen kuluilla
- EAB konsernitasolla
- eQ:n Varainhoitoa rasiattu konsernikuluilla
- Evlin kannattavuus huomioi konsernin allokaatiot

# Strategia ja taloudelliset tavoitteet 1/3

## Strategia

### Vahva jakelu strategian ytimessä

Alexandrian strategia nojaa hyvin vahvasti yhtiön laajan myyntiverkoston hyödyntämiseen. Tämä on loogista, sillä laaja jakelu yksityissijoittajakenttään on yhtiön suurin vahvuus. Kilpailumielessä yhtiön keskeiset kilpailijat ovatkin näkemyksemme mukaan paikallispankit muiden varainhoitoon keskittyvien yhtiöiden sijaan.

Näkemyksemme mukaan Alexandrian strategia 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 neljänneksen (50 tEUR / 200 tEUR) ja taso on selvästi keskimääräisiä listattuja verrokkeja matalampi. Vaikka yhtiön ansainta per hoidossa olevat varat onkin verrokkiryhmän korkein, 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 etenkin asiakaskokoja kasvattamalla.

Asiakaskokojen kasvattamisessa keskiössä on 1) laajempi tuotetarjonta ja 2) siirtyminen tuotetalosta varainhoitajaksi. Osana varainhoitopalveluun laajentumista yhtiön tärkeimpiä asioita on näkemyksemme mukaan myynnin fokuksen siirtäminen tuotemyynnistä kohti kokonaisvaltaisempaa palvelua. Tämä on asiamiesmallissa lähtökohtaisesti hankalaa johtuen asiamiesten palkkamalleista ja jo totutuista toimintatavoista. Yhtiö on rekrytoinut varainhoitopalveluunsa erillisen varainhoitotiimin, jonka tehtävä on auttaa asiamiehiä kehittämään asiakassuhteita ja palvelumallia varainhoidon suuntaan. Pidämme päätöstä oikeansuuntaisena, mutta suhtaudumme edelleen varauksella varainhoidon laajentumisen onnistumiseen aiemmin mainituista syistä johtuen. Varainhoitopalvelun onnistumista tukisi myös nykyistä laajempi tuotetarjonta. Luonnollisesti tuotteiden laadun jatkuva parantaminen on yhtiön kasvun onnistumiselle elinehto, vaikka yhtiö fokusoi tuukin 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.

### Yrityskaupat osana tulevaisuutta

Mielestämme yrityskaupat tarjoavat Alexandrialle hyvät lähtökohdat omistaja-arvon luomiseksi. Sen lisäksi, että yritysjärjestelyiden logiikka on finanssisektorilla varsin suoraviivainen (käsitelty sivulla [23](#)), pystyisi Alexandria saamaan

yrityskaupoilla enemmän tehoa irti nykyisestä varsin raskaasta hallintorakenteestaan sekä myyntikoneestaan.

Alexandria otti konsolidaation ensiaskeleet ostamalla osuuden EAB:stä lokakuussa 2021. Yhtiö perusteli hankintaa finanssisijoituksena, mutta arviomme mukaan Alexandria olisi suurella todennäköisyydellä ollut kiinnostunut fuusiosta EAB:n kanssa. EAB päättyi kuitenkin fuusioitumaan Evlin kanssa.

Käsityksemme mukaan Alexandria kartoittaa aktiivisesti yrityskauppamahdollisuuksia. Loogisimmat ostokohteet yhtiölle olisivat arviomme mukaan tuotetalot, joiden avulla yhtiö voisi laajentaa nykyistä tuotetarjontaansa. Tuotetarjonnan laajentamisen lisäksi arvoketjussa laajentuminen myös rahastojen hoitamiseen (nyt fokus rahastojen rahastoissa) tarjoaisi pitkässä juoksussa mielenkiintoisia mahdollisuuksia arvonluontiin.

Myös varainhoitoon laajentuminen yrityskaupalla voisi olla strategisesti perusteltua. Suhtaudumme edelleen varauksella yhtiön Alva-varainhoitomallin läpimurtoon, joten varainhoitoon erikoistunut kumppani parantaisi yhtiön edellytyksiä menestyä varainhoitoliiketoiminnassa selvästi.

Kuten EAB-järjestely osoitti, voisi yhtiö olla myös kiinnostunut laajemmista toimialajärjestelyistä. Meidän on kuitenkin vaikea keksiä Suomen markkinasta yhtiölle sopivaa ja suunnilleen tasavertaista kumppania. Näin ollen pidämme isompaa järjestelyä Alexandrian kohdalla epätodennäköisenä.

# Strategia ja taloudelliset tavoitteet 2/3

## Inderesin näkemys Alexandrian strategian keskeisistä kulmakivistä



### Jatkuvien tuottojen ja volyymin kasvu

- Rahastojen osuuden kasvu liikevaihdosta ja rahastotarjonnan laajentaminen
- Varainhoidon kasvattaminen



### Jatkuvasti laajeneva tuotevalikoima

- Tuotetarjonnan laajentaminen
- Onnistuminen varainhoitoon laajentumisessa



### Tuotteiden ja palvelun laadun jatkuva parantaminen

- Tavoitteena jatkuvasti parantaa sijoitusneuvontaprosessia
- Palvelumallien kehitys tukemaan varainhoitoa



### Kulutehokkuuden parantaminen

- Asiakaskohtaisen kannattavuuden parantaminen asiakaskohtaisen varallisuuden kasvun myötä
- Jatkuva prosessikehitys

## Tarkemmat kommentit

- Rahastoihin keskittyminen ja rahastotarjonnan laajentaminen ovat täysin oikeita strategisia valintoja.
- Varainhoitoon laajentuminen kasvattaa asiakaspitoa ja mahdollistaa share of walletin kasvun.
- Laajempi rahastotarjonta luo myös pohjaa varainhoitopalvelulle.
- Varainhoidossa suurin kysymysmerkki liittyy siihen, miten yhtiö onnistuu muuttamaan tuotevetöisen asiamiesmallin varainhoitomalliin.

- Laajempi tuotetarjonta etenkin rahastoissa auttaa asiakkuiden kasvattamisessa, mutta varainhoitopalvelu on huomattavasti tätä merkittävämmässä roolissa.
- Asiakkuiden kasvattaminen on puolestaan kannattavuuden parannuksen ja liiketoiminnan skaalautuvuuden kannalta täysin keskeistä.
- Laajempi tuotetarjonta hajauttaa yhtiön liikevaihtovirtoja sekä luo pohjaa uudelle kasvulle.

- 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 maineen kannalta parasta lääkettä ovat hyvin menestyvät tuotteet ja toimivat sijoitusneuvonnan prosessit.

- Kulutehokkuus parantunut vuosien 2020–2021 aikana selvästi.
- Kulutehokkuuden parantumisen jatkuminen vaatii taakseen muissa keskeisissä osa-alueissa onnistumista.
- Kulutehokkuuden parantuminen on tuloskasvun kulmakertoimen kannalta täysin keskeistä.
- Oikein valikoitujen yrityskauppojen avulla mahdollista saada enemmän tehoa irti nykyisestä varsin raskaasta hallintorakenteesta.



# Strategia ja taloudelliset tavoitteet 3/3

## Taloudelliset tavoitteet ovat realistiset

Alexandria saavutti jo 2021 aikana listautumisen yhteydessä asettamansa taloudelliset tavoitteet, jotka päivitettiin H1'22-tuloksen yhteydessä.

**Liikevaihdon kasvutavoite** (yli 60 MEUR 2025 loppuun mennessä) on yhtiön sijoitustarinan kannalta täysin keskeisessä roolissa, sillä liikevaihdon kasvu on edellytyksenä kannattavuuden parantumiselle. Vaikka tavoite ei numeroiden valossa ole erityisen haastava (+13 MEUR tai +6 % p.a.), tulee yhtiön onnistua hyvin saavuttaakseen tavoitteen orgaanisesti. Sijoittajan on syytä huomioida, että vuosi 2021 oli yhtiön osalta poikkeuksellisen vahva, ja erityisesti normalisoituvien strukturoitujen tuotteiden volyymin myötä kuluvana vuonna liikevaihto laskee ennusteissamme selvästi. Tätä vasten liikevaihtotavoitteeseen päätyminen vaatii seuraavilta vuosilta reilusti yli 10 % kasvua. Pidämme todennäköisenä, että kasvutavoite vaatii vähintään kelvollista markkinakehitystä vuosina 2023–2025.

Näkemyksemme mukaan rahastot ovat tuoteryhmistä ainoa, jolla on edellytykset kasvaa lähivuosina olennaisesti isompaan kokoluokkaan. Lisäksi on mielestämme realistista odottaa, että yhtiö kohtaa hintaeroosiota muun toimialan tapaan. Näkemyksemme mukaan tavoitteen saavuttaminen vaatii kohtuullisen markkinatilanteen lisäksi 1) rahastomyynnin selkeää kasvua, 2) uusia onnistuneita rahastolanseerauksia sekä 3) onnistumista sijoitustoiminnassa.

**Hallinnoitava varallisuuden** nosto yli 2,5 miljardiin on tavoitteena mielestämme sijoittajien kannalta varsin epärelevantti, sillä huomattavasti tätä tärkeämpää on hallinnoitavan varallisuuden

jakauman kehitys. Yhtiön nykyisestä AUM:sta vain noin puolet tuottaa jatkuvia palkkioita ja tämän osuuden kasvattaminen on yhtiön tulevan kehityksen kannalta avainasemassa. Suosittelemmekin sijoittajia keskittymään absoluuttisen AUM:n sijaan 1) jatkuvien palkkioiden, 2) palkkioiden kokonaismäärän ja 3) AUM:n mixin kehitykseen.

**Kannattavuustavoite** (liikevoittomarginaali yli 20 %) on matala suhteessa verrokkiryhmään sekä alan muihin toimijoihin (vertailu sivulla 14) ja heijastelee yhtiön liiketoiminnan rakenteellisesti matalampaa kannattavuuspotentiaalia. Tavoite on jopa yllättävän matala ja sen saavuttamisen ei pitäisi olla erityisen vaikeaa, kunhan liikevaihto pysyy jonkinmoisella kasvu-uralla 2022 tasokorjauksen jälkeen. Pitkässä juoksussa yhtiön kannattavuuspotentiaalin pitäisi olla tavoitetasoa korkeampi ja rakenteellisen kannattavuustason noston tulisi olla yhtiön keskeisiä prioriteetteja.

**Osingonjakotavoite** (vähintään 75 % tilikauden tuloksesta) on alan muiden toimijoiden tapaan varsin aggressiivinen. Listautumisannin jälkeen yhtiön tase on hyvässä kunnossa eikä se tarvitse lisää pääomia nykyliiketoimintansa kasvattamiseen. Mahdolliset uudet sisäiset kasvuaihiot voidaan hoitaa tulorahoituksella ja näin ollen lähtökohtaisesti yhtiöllä on hyvät edellytykset jakaa osinkoa selvästi yli tavoitellun 75 %:n tason. Yhtiö kuitenkin poisti osingon vuosittaiseen kasvuun liittyvän tavoitteen ja tämä indikoi mielestämme sitä, että yhtiö ei ole valmis tukemaan osinkovirtaa taseellaan, jolloin osinko heiluu tuloksen mukana. Tämä on toki ymmärrettävää, mutta samalla sääli, sillä se vähintäänkin heikentää yhtä osakkeen keskeisistä tukitasoista (osinkotuotto), kun osingon ennustettavuus heikkenee.



## Taloudelliset tavoitteet

### Alexandrian tavoitteet vuoteen 2025 mennessä:

- Liikevaihto **+60 MEUR**
- Liiketulos **+20 % liikevaihdosta**
- Hallinnoitava varallisuus **yli 2,5 miljardia**
- Vähintään **75 % tilikauden tuloksesta** jaetaan osinkoina

### Inderesin ennusteet:

- Liikevaihto 2025: **54,6 MEUR**
- Liikevoitto 2022–2025 keskimäärin: **21 %**
- AUM 2025: **~2,3 miljardia**
- Voitonjakosuhte 2022–2025 keskimäärin: **86 %**

### Kannattavuus vs. 2025 tavoite



# 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 käyttötilillä.

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.

## 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 kerryttämislle. 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.

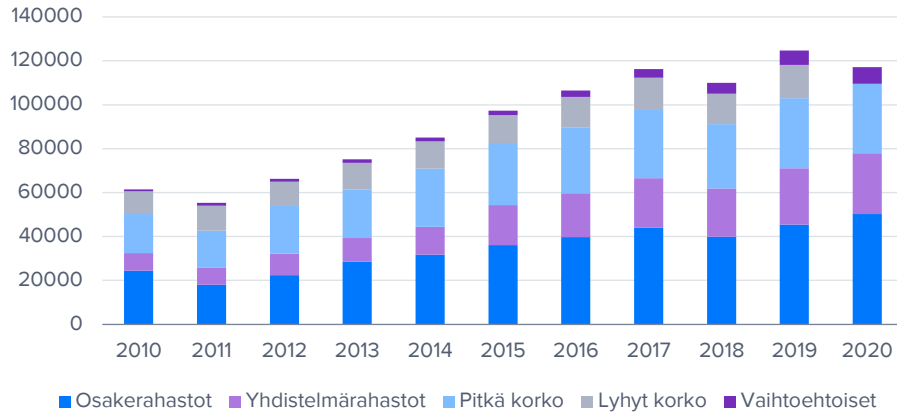
## Listaamaton markkina

Globaali listaamattomien omaisuuslajien markkina on viimeisen 20 vuoden aikana kasvanut räjähdysmäisesti, sillä markkinan koko on yli kymmenkertaistunut vuodesta 1999. Hamilton Lane arvioi listaamattomien omaisuuslajien globaalin markkinakoon olleen kesäkuussa 2019 noin 5700 miljardia dollaria. Vaikka listaamattomien omaisuuslajien kasvu on ollut viimeisen kahden vuosikymmenen ajan räjähdysmäistä, edustaa listaamattomien omaisuuslajien markkinakoko vasta noin 12 % koko globaalista osakemarkkinasta.

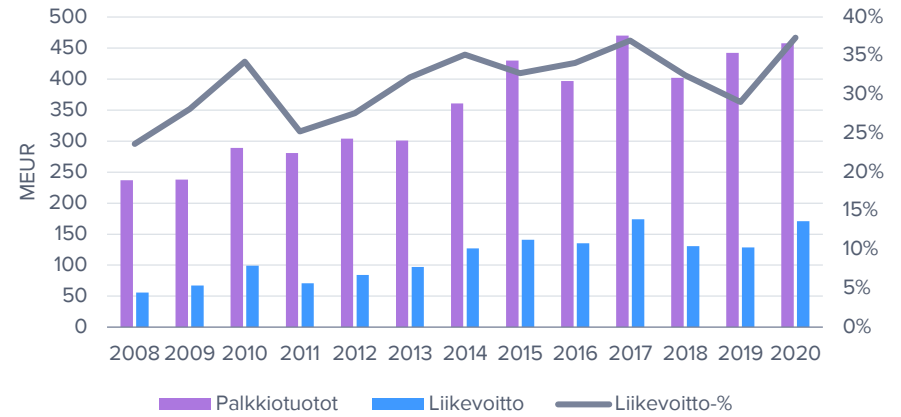
Listaamattomiin omaisuuslajeihin pääomia on ohjannut viime vuosina erityisesti jo pitkään jatkunut nollakorkoympäristö sekä sijoittajien halu hakea osakemarkkinoiden kanssa korreloimattomia tuotonlähteitä. Koronaviruspandemia ei ole pysäyttänyt listaamattomien omaisuuslajien voittokulkua ja listaamattomista omaisuusluokista markkinatutkimusta tekevän Preqinin kesäkuun 2020 sijoittajakyselyn perusteella enemmistö sijoittajista aikoi joko pitää ennallaan tai kasvattaa allokaatiotaan kaikissa keskeisissä listaamattomissa omaisuusluokissa (Private Equity, Private Debt, kiinteistöt, ja infra).

# Varainhoitomarkkina

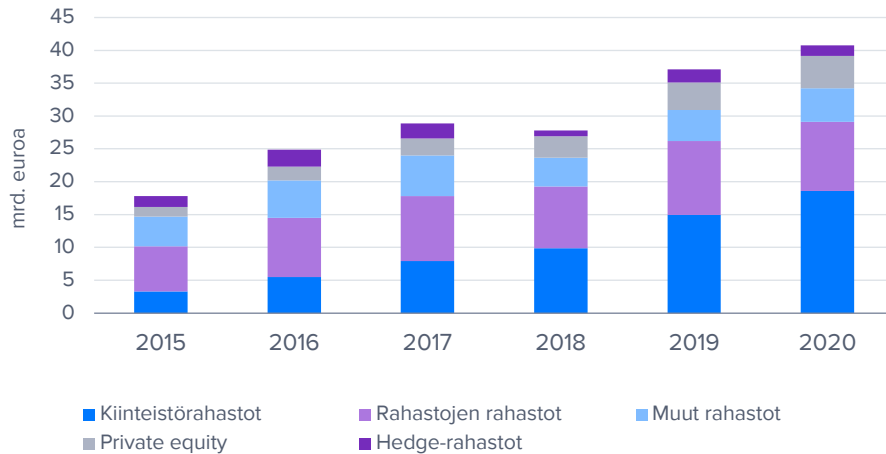
Suomen sijoitusrahastopääomien kehitys (MEUR)



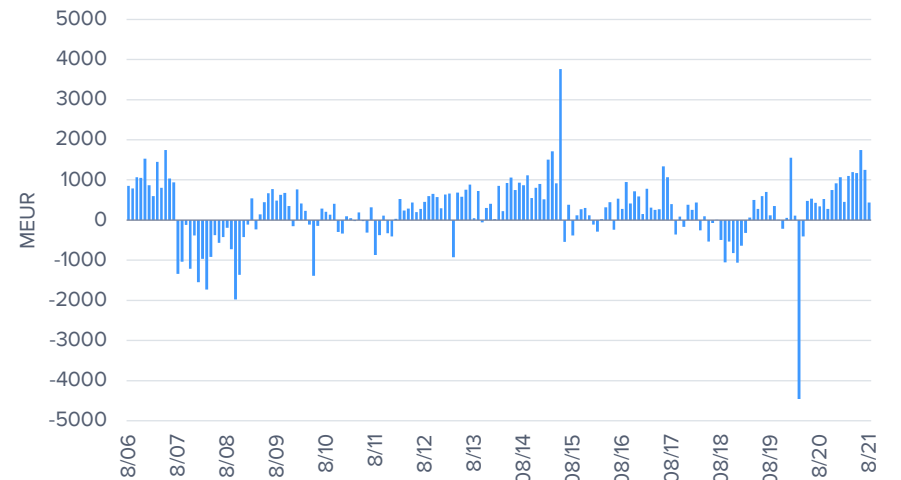
Sijoituspalveluyritysten liikevaihto ja kannattavuus Suomessa



Kotimaisten vaihtoehtorahastojen hoitajien hoidossa olevien vaihtoehtorahastojen (AIF) pääomat



Kotimaisten sijoitusrahastojen nettomerkinnot



# 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 korkotas

Korkotas 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 ja kantamaan pääomien mukana tuomaa vastuuta.

## Sijoittajien muuttuvat tarpeet

Uudet omaisuusluokat täyttävät korkomarkkinan jättämää aukkoa

Realiomaisuustuotteiden 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 ylivoimaisen kulu/tuottosuhteen ansiosta

Perinteinen varainhoito tulee kohtaamaan yhä voimakkaampaa hintapainetta

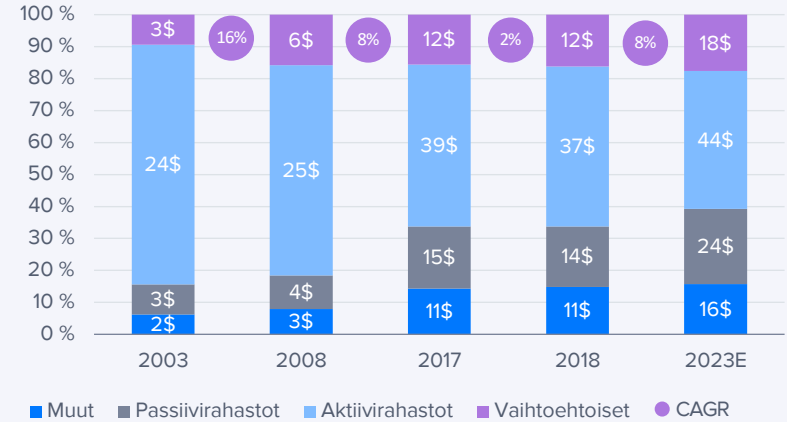
Varainhoitajien pitää pystyä luomaan aitoa lisäarvoa asiakkailleen

# Toimialan ajurit ja trendit

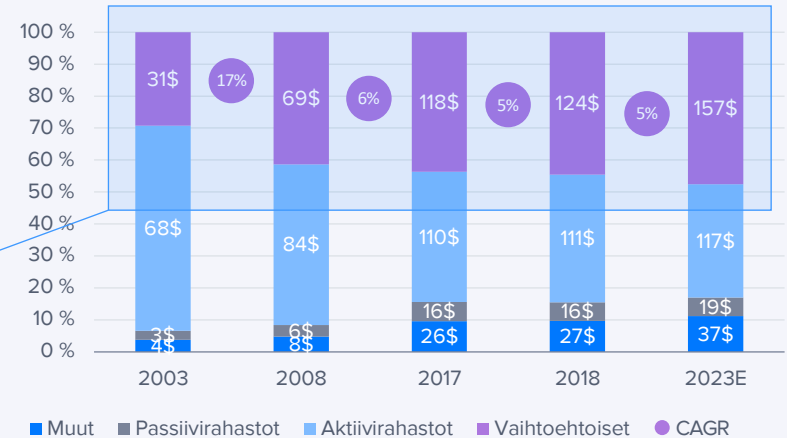
## Vaihtoehtoisten voittokulku



Globaali AUMin jakauma (biljoonaa USD)



Globaali liikevaihdon jakauma (mrd. USD)



Lähde: BCG Global Asset Management 2019

# Toimialan ajurit ja trendit

## Sijoitustuotot kriittisessä roolissa

Suomen eläkejärjestelmässä sijoitusvarallisuudella on merkittävä rooli ja järjestelmän kestävyys on suurelta osin eläkevarojen pitkän aikavälin tuottojen varassa. Eläketurvakeskuksen laskelmien mukaan yksityisen sektorin työeläkemaksut saadaan pidettyä kurissa 2050-luvulle asti, mikäli laskelmien taustalla olevat oletukset (reaalituotto 2,5 prosenttia vuodessa vuoteen 2028 asti ja sen jälkeen 3,5 prosenttia vuodessa) pitävät paikkansa.

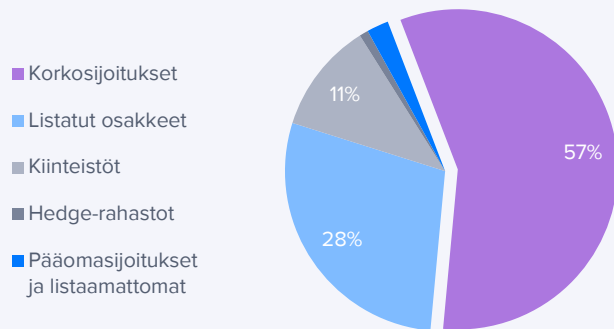
## Kasvava riskinotto

Korkojen laskun myötä eläkeyhtiöiden on täytynyt enenevässä määrin pyrkiä hakeutumaan perinteisten sijoituskohteiden ulkopuolelle ja kohdata toisenlaisia ja aiempaa suurempia riskejä. Tämä on laskenut korkosijoitusten osuutta sijoitussalkussa merkittävästi.

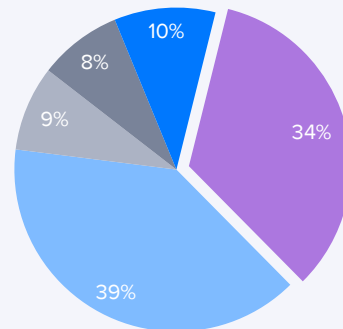
## Kestävyysvaje uhkaa

Korkotason lasku vaikuttaa olevan pysyväluonteisempi kuin vielä muutama vuosi sitten uskottiin. Samalla väestö ikääntyy, mikä edelleen kasvattaa painetta eläkemaksujen nostoon. Viimeaikaisen kehityksen ja keskustelun perusteella osakkeiden ja vaihtoehtoisten sijoitusten osuus eläkeyhtiöiden salkuissa tulee yhä kasvamaan yhtenä keinona vastata näihin haasteisiin.

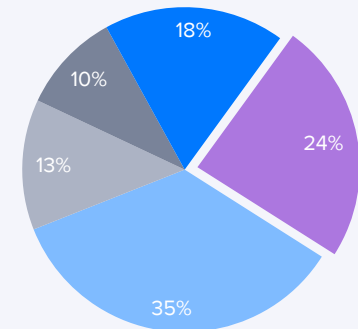
Työeläkelaitosten allokaatio 2004



Työeläkelaitosten allokaatio 2019



Havainnollistus työeläkelaitosten mahdollisesta allokaatiosta 2029\*

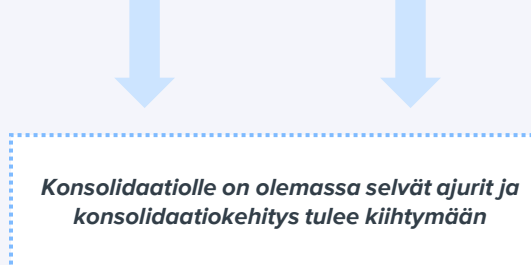
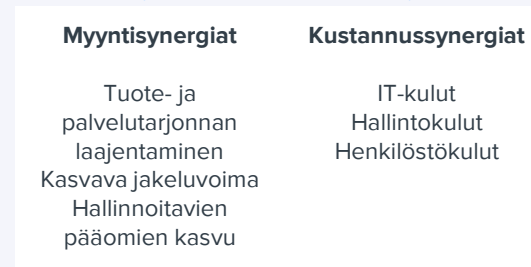


# Toimialalla odotettavissa konsolidaatiota

## Varainhoitomarkkinan kilpailukenttä



## Konsolidaatioajurit



## Toteutuneita järjestelyjä



# Yhtiön positioituminen toimialan trendeihin

Skaala: —

Trendi	Yhtiön asema	Kommentti
Regulaatio		Yhtiö on tehnyt huomattavia muutoksia sijoitusneuvontaprosesseihinsa ja yhtiön tilanne on arviomme mukaan parantunut tämän osalta. Asiamiesmalli sekä yhtiön historia nostavat kuitenkin regulaatioon liittyviä riskejä.
Vaativustason nousu		Yhtiön tuotetarjonta on parantunut viime vuosina 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 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 viime vuosien kasvun keskiössä ovat vaihtoehtoiset rahastot. Yhtiön palkkioista vaihtoehtoiset tuotteet (joihin emme laske strukturoituja tuotteita) 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		Asiamiesmalli sekä rahastoissa kumppaneihin nojautuminen vaikeuttavat vastuullisuuden integraatiota osaksi liiketoimintaa. Vaikka yhtiö onkin nostonut vastuullisuuden osaksi strategiaansa on se kyseisissä asioissa varsin alkuvaiheessa suhteessa keskeisiin verrokkeihin.



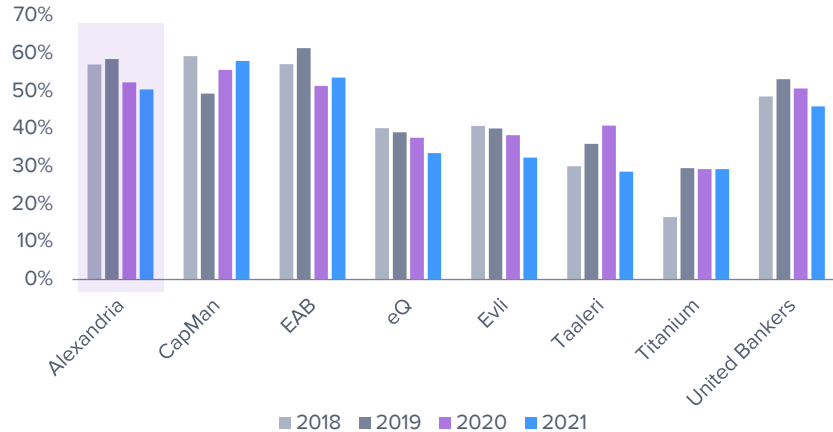
# Yhteenveto listatuista verrokkiyhtiöistä

		TAALERI				CapMan		Aktia	ALEXANDRIA
MCAP (MEUR)	930	280	120	450	45	440	140	700	70
<b>Toteutunut kannattavuus</b>	EBIT viime vuosina +50%. Kannattavuus erinomaisella tasolla jo ilman tuottopalkkioita.	Garantian kannattavuus ollut erittäin hyvä, mutta pääomarahastojen kannattavuus ollut heikkoa etenkin jatkuvien tuottojen osalta.	EBIT-% (oik.) +50%. Kannattavuus erinomainen, tuotto- & transaktiopalkkioilla merkittävä rooli	EBIT 30–40%. Kannattavuus erittäin hyvä ja perustuu pääosin jatkuviin tuottoihin.	2021 kannattavuus teki selvän tasoloikan. EBIT-% edelleen kuitenkin selvästi verrokkiryhmää matalampi.	Hallinnointiliiketoiminnan jatkuviin tuottoihin perustuva kannattavuus parantunut viime vuosina selvästi. Kulutehokkuudessa kuitenkin edelleen reilusti parannuspotentiaalia.	EBIT (oik.) +30%. Verrokkien tapaan kannattavuus nousi reilusti 2021, ja tuloksen mix (jatkovien tuottojen osuus) parantunut viime vuosina selvästi.	Oman pääoman tuotto ollut viime vuosina tyydyttävä.	Kannattavuus kohentunut liikevaihdon kasvun myötä selvästi, ja 2021 tulos oli ylivoimaisesti yhtiön historian paras. Strukturoitujen tuotteiden osuus liikevaihdosta edelleen dominoiva (> 50 %).
<b>Track-record</b>	Yhtiön organisen tuloskasvun track-record poikkeuksellisen vahva viime vuosilta. Omistaja-arvo kasvanut ripeästi.	Yhtiö luonut merkittävästi omistaja-arvoa yritysjärjestelyillä. Operatiivinen tuloskehitys ollut vaisumpaa johtuen kuluhaasteista.	Track-record erittäin vahva johtuen Hoivarahaston poikkeuksellisen houkuttelevasta palkkiorakenteesta.	Tulos kasvanut selvästi kulutehokkuuden parantumisen ja erinomaisen uusmyynnin myötä.	Yhtiö on kasvanut, mutta kannattavuus on historiassa ollut heikko. Yhtiö ei ole viimeisten vuosien aikana kyennyt luomaan omistaja-arvoa.	Track-record nykyjohton (alkaen 2017) alaisuudessa on erittäin vahva.	Uusmyynti kehittynyt vahvasti ja kannattavuus parantunut selvästi. Strategian toimeenpano tehostunut merkittävästi.	Varainhoidon track-record hyvä. Perinteisessä pankkitoiminnassa kasvu ollut heikkoa ja kannattavuudessa haasteita. Taaleri-integraatiossa odotuksia enemmän haasteita.	Yhtiön historiallisesti vauhi kehitys ottanut selvän tasokorjauksen ylöspäin viimeisen kahden vuoden aikana.
<b>Vahvuudet / heikkoudet</b>	Vahva instituutiomyynti & erinomaiset tuotteet. Heikkoutena riippuvuus yksittäisistä tuotteista.	Pääomarahastojen vahva track-record. Kulukontrollissa haasteita.	Hoivarahasto on poikkeuksellisen hyvä tuote rahastonhoitajalle. Heikkoutena huomattava riippuvuus yksittäisestä rahastosta.	Erinomainen instituutiomyynti. KV-myynti sekä matala hintataso selkeitä vahvuuksia. Riippuvuus perinteisestä varainhoidosta keskeinen heikkous.	Vahva myynti retail-asiakkaille, mutta heikompi positio instituutioissa. Kulutehokkuus jäänyt viime vuosina selvästi verrokeista.	Vahvuutena positio vaihtoehtoisissa sijoituksissa. Heikkoutena hallinnointiliiketoiminnan jatkuviin palkkioihin perustuva vauhi kannattavuus sekä tuloksen riippuvuus oman taseen tuotoista.	Vahvuuksina reaaliomaisuus-strategia ja laaja myyntivoima. Haasteina ollut tuotteiden vaihteleva laatu sekä SPL-fuusion jälkeinen kulutuso.	Taaleri-kaupan myötä yhtiöllä on erinomainen perinteinen varainhoito. Vaihtoehtoisten sijoitustuotteiden puuttuminen sekä kulutehokkuus keskeiset haasteet.	Vahvuutena laaja jakeluverkosto vähemmän kilpailussa yksityissijoittajien segmentissä. Heikkoudet liiketoiminnan verrokkeja heikompi skaalautuvuus sekä hintaeroosion riski.
<b>Strateginen suunta</b>	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. Yritysosotot hyvin mahdollisia.	Kasvu vaihtoehtoisissa sijoitustuotteissa sekä kansainvälisessä myynnissä. Yrityskaupat epätodennäköisiä.	Yhtiö fuusioituu Evlin kanssa syksyllä.	Hallinnointiliiketoiminnan kannattavan kasvun jatkaminen. Yritysosotot mahdollisia.	Fokus kasvussa ja jatkuvissa tuotoissa. Kasvua reaaliomaisuustuotteissa ja pääomarahastoissa. Yritysosotot todennäköisiä.	Yhtiö hakee voimakasta kasvua etenkin varainhoidossa, minkä avulla myös kannattavuuden pitäisi skaalautua.	Fokus jatkuvien tuottojen sekä asiakaskohtaisen kokoluokan kasvussa. Tässä rahastot sekä uusi varainhoitopalvelu keskiössä.

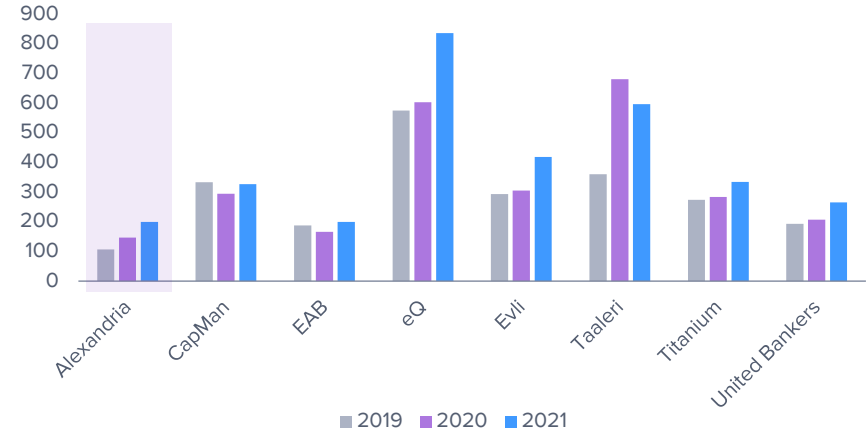
Lähde: Inderes. Data kerätty 7.9.2022

# Alexandria suhteessa kotimaisiin verrokkeihin

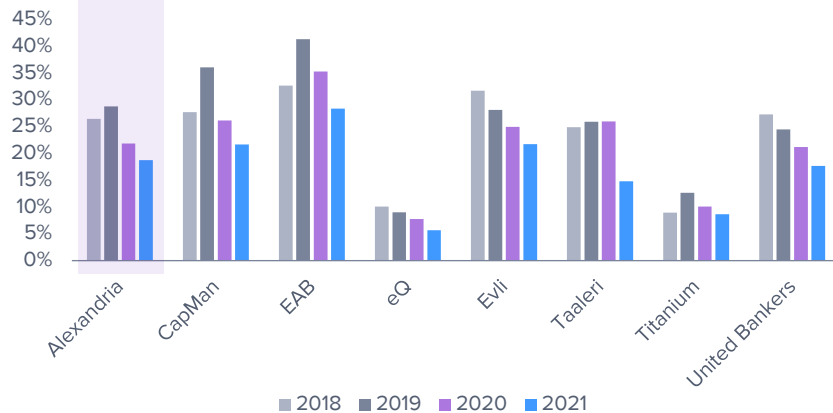
Henkilöstökulut suhteessa liikevaihtoon (konserni)



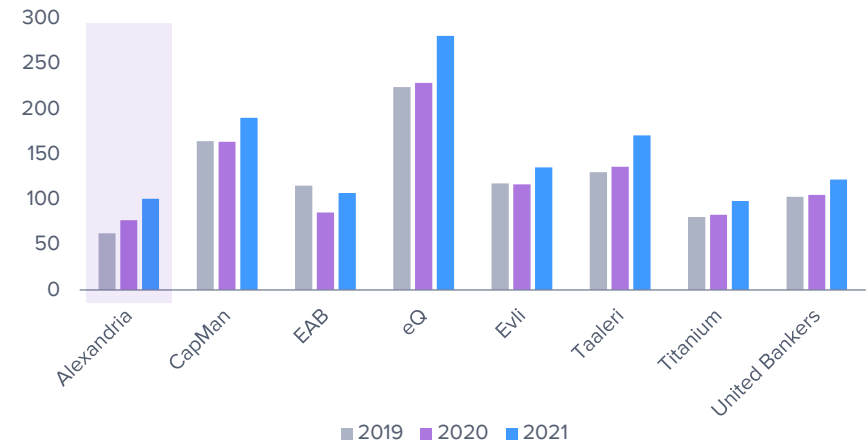
Liikevaihto per työntekijä (TEUR)



Hallintokulut, muut kulut ja poistot suhteessa liikevaihtoon (konserni)



Henkilöstökulut per työntekijä



**Inderesin huomiot:**

- Liikevaihto per työntekijä laskettu keskimääräisellä henkilöstömäärällä.
- Asiamiehet laskettu henkilöstöön ja henkilöstökuluihin mukaan
- Taalerin 2020–2021 luvuista oikaistu pois myyty Varainhoitoliiketoiminta

# Sijoitusprofiili

1.

Laaja jakeluverkosto

2.

Vahva hinnoitteluvoima valitussa segmentissä

3.

Liiketoiminta skaalautuu verrokkeja heikommin

4.

Jatkuvien palkkioiden matala osuus nostaa riskitasoa

5.

Yrityskaupat todennäköisiä

## Potentiaali



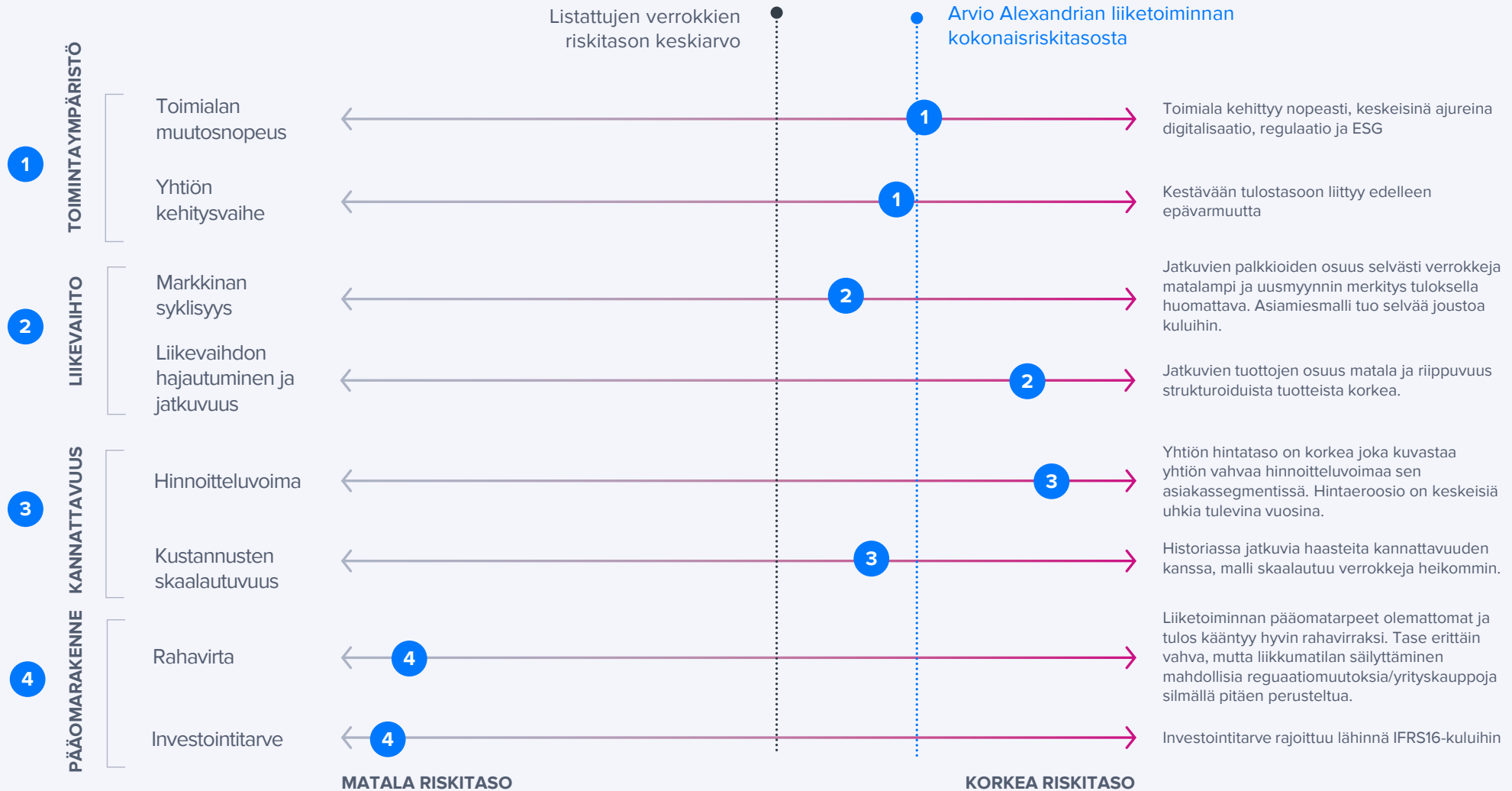
- Asiakaskokojen kasvu
- Uudet tuotteet
- Varainhoidon onnistuminen
- Liiketoiminnan skaalautuminen
- Kasvu yrityskaupoilla

## Riskit



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

# Liiketoimintamallin riskiprofiili



# Taloudellinen tilanne

## Tase on hyvin yksinkertainen

Alexandrian tase on sijoittajien näkökulmasta hyvin yksinkertainen. Taseen loppusumma oli H1'22 lopussa 40,8 MEUR ja tästä omaa pääomaa 29,2 MEUR. Vuoden 2022 ensimmäisellä puoliskolla Alexandria toteutti henkilöstöannin, jonka myötä sen omavaraisuusaste nousi vuodentakaisesta 71,6 %:iin (H1'21: 64,8 %). Anti oli kooltaan 3,0 MEUR. Yhtiö on myös toimialalle tyypilliseen tapaan nettovelaton.

Pitkäaikaisten varojen osalta yhtiöllä on taseessaan noin 7,5 MEUR:n edestä liikearvoa 2019 ja 2020 toteutettuihin Premium Advisorsin sekä Alexandria Markets vähemmistön hankintoihin liittyen. Yhtiö poistaa tätä liikearvoa FAS-kirjanpidon mukaisesti tasapoistoilla (arviolta 0,7–0,8 MEUR vuodessa). Liikearvon poistamisella ei ole kassavirtavaikutusta ja näin ollen suosittellemekin sijoittajia seuraamaan liikearvopoistoista oikaistua tulosta.

Toinen merkittävä pitkäaikainen taseen omaisuus on IFRS 16 -vuokravastuut (5,4 MEUR). Tämän lisäksi yhtiöllä on kiinteistöomistuksia 1,1 MEUR:n edestä. Muilta osin taseessa ei ole merkittäviä pitkäaikaisia eriä. Alexandrian lyhytaikaiset varat koostuvat käteisestä (18,1 MEUR) sekä liiketoiminnan pyörittämiseen liittyvistä noin 4 MEUR:n myyntisaamisista.

Yhtiön liiketoiminta ei vaadi pyöriäkseen juurikaan pääomia, joten vakavaraisuusvaatimukset asettavatkin rajat yhtiön taseelle. Viranomaisvaatimusten asettama minimitaso yhtiön vakavaraisuussuhteelle on 8 %, kun se

H1'22 lopussa oli noin 32 %. Yhtiö on historiassaan operoinut varsin ohuella pääomapuskurilla (keskimäärin noin 2 MEUR), mutta 2021 toteutetun listautumisannin jälkeen ylimääräistä pääomaa suhteessa minimivaatimuksiin on reilusti.

## Tase tarjoaa jonkin verran liikkumavaraa

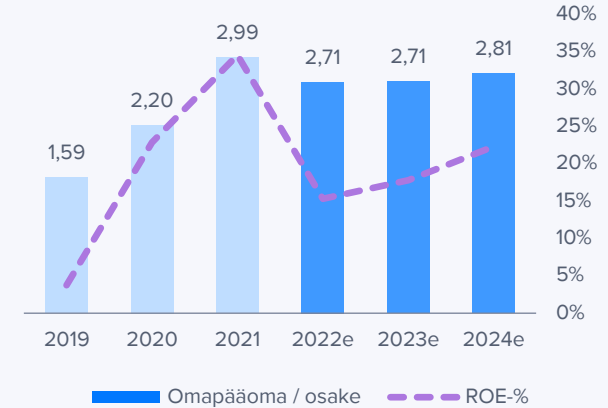
Alexandrian kannattaa säilyttää merkittävää pääomapuskuria yli regulaattorin asettaman minimitason johtuen yhtiön jatkuvien tuottojen matalasta osuudesta sekä suhteellisen matalasta kannattavuustasosta asiamiesmallin tuomasta joustosta huolimatta. Alexandria on myös avoimesti kommunikoinut aikeistaan säilyttää vahvaa kassaa yritysjärjestelyjen varalta, mikä osaltaan pitää vakavaraisuutta koholla.

Alexandrian tase on tällä hetkellä hyvin vahva ja näkemyksemme mukaan se mahdollistaisi kohtalaisen kokoisen yritysoston. Lisäksi yhtiöllä on luonnollisesti kauppatavarana käytössään myös sen oma osake, joten emme pidä taseen vahvistamista nykytasolta enää perusteltuna. Näin ollen odotammekin yhtiön jakavan jatkossa käytännössä lähes koko tuloksensa ulos osinkoina.

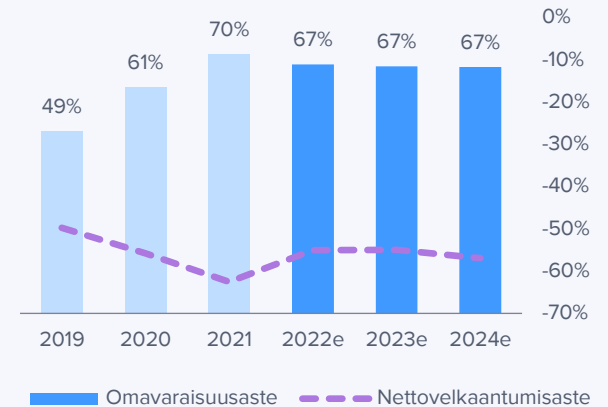
## Vähemmistöt

Yhtiöllä on 10 %:n vähemmistö Alexandria Markets Oy:stä yhtiössä ja 28 %:n vähemmistö Alexandria Yritysrahoitus Oy:ssä. Markets on historiassa vastannut valtaosasta yhtiön tuloksesta (2021 Markets EBIT 9,6 MEUR) ja näin ollen myös vähemmistön tulososuus on ollut merkittävä. 2020 lopussa yhtiö nosti osuuttaan Alexandria Marketsissa 65 %:sta 90 %:iin.

## Oma pääoma / osake ja ROE-%



## Taseen avainlukujen kehitys



# Ennusteet 1/3

## Yhteenveto ennusteista

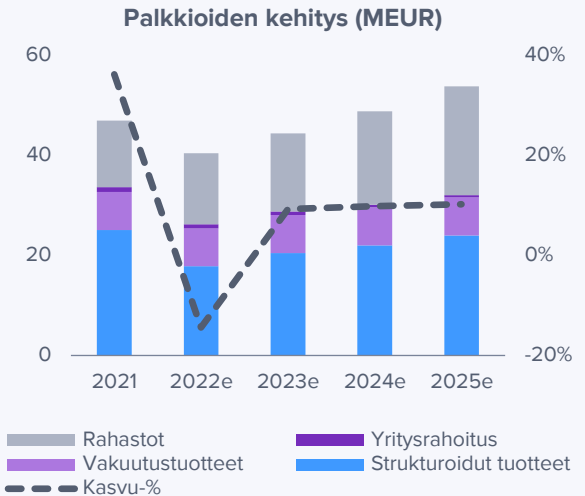
Vaikka pääomamarkkinoiden tilanne onkin heikentynyt selvästi vuoden 2022 aikana talouden hidastumisen, geopoliittisten jännitteiden kiristymisen sekä nousevien korkojen seurauksena, ei toimialan isoihin trendeihin ole näkyvissä muutoksia. Korkojen viimeaikaisesta noususta huolimatta uskomme reaalkorkojen pysyvän keskipitkällä aikavälillä matalina euroalueen rakenteellisista haasteista johtuen, mikä ylläpitää kysyntää kiinteistöjä sekä muita vaihtoehtoisia omaisuusluokkia kohtaan. Lisäksi yhä suurempi osa varallisuudesta tulee siirtymään ammattimaisen varainhoidon piiriin – joko omaisuudenhoitosopimusten tai suorien rahastosijoitusten muodossa. Pitkällä aikavälillä myös kasvavat omaisuusarvot paisuttavat toimialan hallinnoitavien asiakasvarojen määrää.

Odotamme Alexandrian liiketoiminnan kasvavan lähivuosina muun markkinan tapaan, ja yhtiön osalta sen rahastoliiketoiminta näyttelee kasvuennusteissamme keskeistä roolia. Rahastojen uusmyyntilukujen odotamme nousseen pysyvästi historiallisesta noin 50 MEUR:n tasosta viime vuoden 100 MEUR:oon. Markkinatrendien mukaisesti yhtiön rahastot tulevat kuitenkin kohtaamaan jatkuvaa hintaeroosiota etenkin perinteisten rahastojen puolella, mikä hautaa alleen osan hallinnoitavien varojen kasvun positiivisesta vaikutuksesta. Varainhoidon osalta emme ennusta erillisiä palkkioita, vaan näemme sen ennen kaikkea rahastoliiketoiminnan myyntiä tukevana palveluna.

Strukturoitujen tuotteiden ja vakuutusten osalta kasvunäkymä on selvästi haastavampi ja odotamme volyymien palaavan pidemmän

aikavälin trendille, jossa kasvu vaatii lähtökohtaisesti markkinaosuuksien voittamista. Yhtiön olemassa oleva kanta kuitenkin tukee uusmyyntiä jatkossa, ja uskomme strukturoitujen tuotteiden myynnin palaavan maltilliseen kasvuun vuoden 2022 jälkeen. Vaikka yhtiön liiketoiminta sisältääkin olennaisesti markkinariskiä, tulee kuluvan vuoden laskevia volyymeja strukturoiduissa tuotteissa mielestämme katsoa pikemminkin paluuna kohti pidemmän aikavälin kestäviä tasoja kuin lyhyen aikavälin riskien merkittävänä realisoitumisena. Sijoittajien on myös hyvä muistaa, että vuosi 2021 oli strukturoitujen tuotteiden osalta selvästi yhtiön historian paras ja vakuutusten osalta paine palkkioiden sekä volyymien osalta jatkunee myös tulevaisuudessa. Yritysrahoituksen osalta ennusteemme ovat hyvin varovaiset ja suhtaudumme siihen lähinnä maltillisen odotusarvon optiona.

Huomautamme, että tarkastelujaksolla (2022–2025) tulos ei ennusteissamme ylitä vuoden 2021 poikkeuksellisen vahvaa tulostasoa (2021 EPS 1,02e vs. 2025e EPS 0,81e), vaikka odotammekin pitkän aikavälin kannalta merkityksellisten rahastojen palkkiotuottojen kasvavan samalla ajanjaksolla noin 14 % vuodessa. Kokonaisuutena yhtiön kasvunäkymä on siten lähivuosille keskimääräisiä verrokkeja vaisumpi johtuen nykyisestä strukturoituihin tuotteisiin painottuvasta palkkioiden jakaumasta sekä heikommin skaalautuvasta kulutasosta. Alexandrian palkkioiden jakauma tulee kuitenkin parantumaan ennustejaksolla selvästi rahastojen osuuden kasvun myötä. Muistutamme, että yhtiö raportoi Suomen tilinpäätösnormiston mukaan, joten tuloksen osalta suosittelemme seuraamaan liikearvopoistoista oikaistuja numeroita.



# Ennusteet 2/3

## 2022: Tulos laskee vahvasta vertailukaudesta

Vuoden 2022 ensimmäinen puolisko sujui yhtiöltä kaksijakoisesti. Toisaalta jatkuvia palkkioita tuova rahastoliiketoiminta kasvoi edellisvuodesta vahvan myynnin siivittämänä, mutta liikevaihdon suurin yksittäinen komponentti, strukturoidut tuotteet, laski puolestaan selvästi vertailukaudesta. Tämän taustalla oli myyntivolyymien lasku, sillä markkinan korkea volatiliteetti sekä laskenut sentimentti painoivat tuotteiden keskikokoja selvästi (samalla tuotteiden määrät kasvoivat).

Kokonaisuutena ennustamme 2022 liikevaihdon laskevan 15 %:lla 40,6 MEUR:oon (2021: 47,7) haastavan markkinan jarruttaessa rahastojen hallinnoitavien varojen kasvua myös loppuvuonna. Samalla strukturoitujen tuotteiden volyymit pysyvät ennusteissamme suunnilleen alkuvuoden tasolla, mikä voidaan poikkeuksellisen vahvan vuoden 2021 jälkeen nähdä paluuna pidemmän aikavälin trendiin. Laskevan liikevaihdon myötä myös kannattavuus laskee ennusteissamme edellisvuodesta, ja odotamme Alexandrian oikaistun liikevoiton olevan 7,1 MEUR (2021: 13,1). Olemme oikaisseet luvusta 0,8 MEUR:n kassavirtaan vaikuttamattomat liikearvopoistot.

Vähemmistöille kuuluvan tulososuuden (käytännössä Markets) olemme arvioineet olevan 0,7 MEUR. Oikaistu EPS on ennusteissamme 0,49e (raportoitu 0,43e). Yhtiön tase on vahva, joten odotamme yhtiön jakavan jatkossa käytännössä koko tuloksensa ulos osinkoina. Osinkoennusteemme on 0,45 euroa osakkeelta (2021: 0,62e), mikä vastaa noin 91 % voitonjakosuhdetta.

## 2023–2024: Takaisin kasvuun

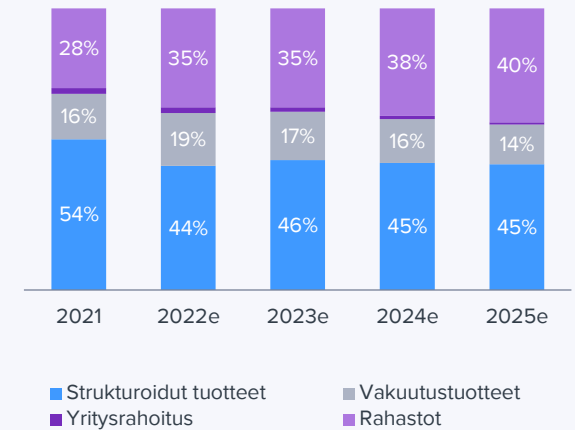
Odotamme Alexandrian orgaanisen liikevaihdon kasvun olevan noin 10 % 2023–2024. Kasvua ajavat yhtiön päätuotteista sekä rahastot, joiden jatkuvien palkkioiden odotamme kasvavan noin 16 %:lla että strukturoidut tuotteet, joiden liikevaihdon odotamme palaavan 2022 väli vuoden jälkeen maltilliseen kasvuun. Huomautamme, että liikevaihtoennusteemme ovat alisteisia vähintään kelvollisille markkinaolosuhteille, millä on näkemyksemme mukaan vaikutusta sekä strukturoituihin tuotteisiin että rahastopääomiin.

Yhtiön kulutason odotamme kasvavan tasaisesti suunnilleen linjassa liikevaihdon kanssa ja kannattavuuden siten skaalautuvan vain maltillisesti. Odotamme liikevoittomarginaalin olevan keskimäärin noin 20 % vuosina 2023–2024, mikä vastaa yhtiön uusien taloudellisten tavoitteiden mukaista vähimmäistasoa. Osakekohtaisen tuloksen odotamme puolestaan kasvavan vuosittain noin 20 %:lla.

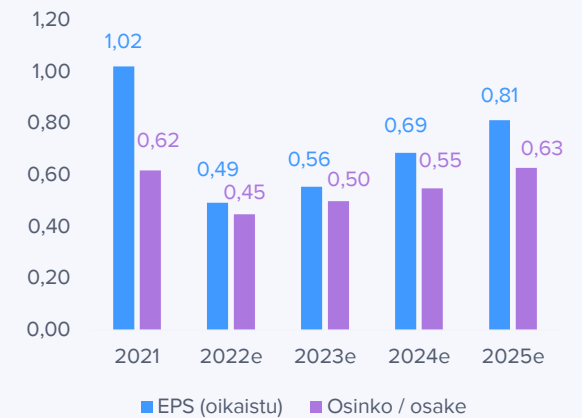
### Osinkoennusteet

Päivitettyjen taloudellisten tavoitteiden julkaisun yhteydessä yhtiö poisti uudesta voitonjakotavoitteestaan maininnan jatkuvasta osingonkasvusta. Tämä indikoi mielestämme sitä, että yhtiö ei ole valmis tukemaan osinkovirtaa taseellaan jolloin osinko heiluu vuosittain tuloksen mukana. Yhtiön vahvasta taseesta johtuen odotamme yhtiön voitonjakosuhteen pysyvän noin 90 % tasolla. Kasvavien pitkän aikavälin tulosennusteidemme myötä odotamme siten myös osakekohtaisen osingon keskimäärin kasvavan vuodesta 2022 eteenpäin.

### Palkkioiden mixin muutos



### EPS ja osinkoennusteet



# Ennusteet 3/3

## Pitkän aikavälin ennusteet

Isoissa kuvassa Alexandrian pitkän aikavälin kasvua ajaa yhtiön rahastoliiketoiminta. Vaikka odotammekin yhtiön jatkavan selvänä markkinajohtajana strukturoiduissa tuotteissa, ennustamme niiden kokonaismarkkinan laskevan suunnilleen koronapandemiaa edeltäville tasoille. Näin ollen yhtiön tuloskasvun kulmakierroin riippuu näkemyksemme mukaan täysin rahastomyynnin kehityksestä, jota uuden varainhoitomallin tulisi tukea. Kaiken kaikkiaan nykyiset kasvuennusteemme Alexandrialle eivät merkittävästi poikkea arvioimastamme toimialan keskimääräisestä kasvuvauhdista.

Liikevaihdon osalta nykyiset ennusteemme odottavat yhtiön jäävän hieman vuodelle 2025 asettamistaan taloudellisista tavoitteista, vaikka uskommekin yhtiön saavuttavan tavoittelemansa yli 20 % liikevoittotason tätä matalammallakin liikevaihdonlailla. Odotamme Alexandrian liikevaihdon olevan vuonna 2025 noin 54 MEUR (tavoite 60 MEUR) ja liikevoittomarginaalin olevan noin 23 %. Mielestämme taso on kuitenkin toimialalla hyvin vaatimaton, ja yhtiön tulisi tavoittelemallaan liikevaihdonlailla pystyä selvästi parempaan.

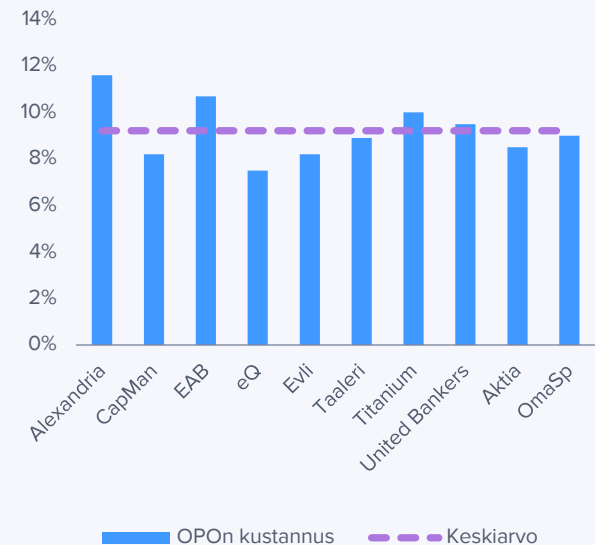
Kannattavuus ei kuitenkaan ennusteissamme oleellisesti skaalaudu, sillä 1) asiamiesten palkkiot korreloivat vahvasti myynnin kanssa ja tarjoavat selvästi verrokkeja rajallisempaa skaalautuvuutta 2) yhtiön kulutaso tulee arviomme mukaan jatkamaan vakaata kasvuaan (palkkainflaatio, rekrytoinnit, varainhoitoon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

Sijoittajan on kuitenkin syytä huomioida, että arviomme mukaan myös jatkossa yhtiön kuluista valtaosa (~60 % liikevaihdosta) on luonteeltaan muuttuvia, joten nykyisellä liiketoimintamallilla yli 30 % kannattavuustaso on haastava saavuttaa, mikä myös asettaa rajat näkemyksellemme yhtiön pitkän aikavälin kannattavuuspotentialista. Näin ollen merkittävä kannattavuusloikka vaatisi selvää tehostamista myös kulutehokkuuden osalta (erityisesti asiamiehistä oikaistut henkilöstökulut ja liiketoiminnan muut kulut).

Vaikka yhtiön kannattavuustaso ei ennusteissamme oleellisesti skaalaudukaan lähivuosina, paranee Alexandrian sijoitusprofiili ennustejakson loppua kohden, kun rahastojen kasvava liikevaihto-osuus kohentaa liikevaihdon laatua. Vuoteen 2025 mennessä odotamme rahastoliiketoiminnan jatkuvien tuottojen nousevan noin 40 %:iin koko konsernin liikevaihdosta. Huomautamme, että vaikka taso onkin nykyistä korkeampi, on se edelleen varsin matala yhtiön keskeisiin verrokkeihin nähden.

Myös yhtiön pidemmän aikavälin ennusteisiin liittyvä riski on mielestämme aavistuksen laskenut viimeisen vuoden aikana, sillä olemme nyt aiempaa luottavaisempia strukturoitujen tuotteiden myynnin tason kestävydestä, kun merkittävä osa myydyistä kannasta palautuu uusiin tuotteisiin sijoituksina. Painotamme kuitenkin, että kertatuottojen (joihin strukturoitujen tuotteiden palkkiot luemme) suuresta osuudesta johtuen ovat suuretkin poikkeamat ennusteistamme edelleen mahdollisia, mikä suurilta osin perustelee Alexandrian verrokkejaan selvästi korkeamman tuottovaateen.

Verrokkien oman pääoman kustannus

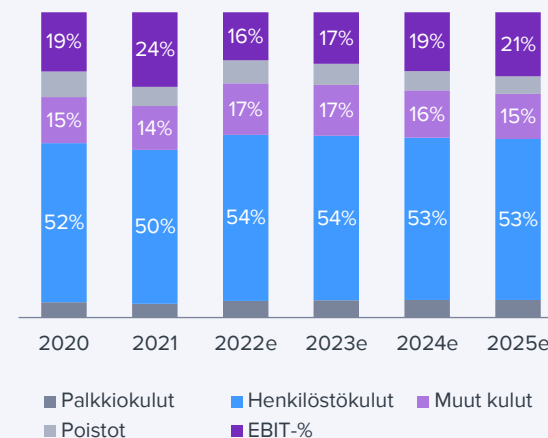




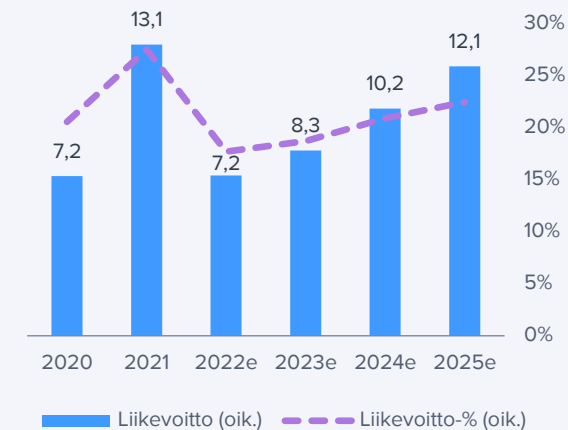
# Ennusteiden yhteenveto

MEUR	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
<b>Sijoituspalvelutoiminnan tuotot</b>	<b>34,8</b>	<b>47,4</b>	<b>40,6</b>	<b>44,4</b>	<b>48,8</b>	<b>53,8</b>
<i>Kasvu-%</i>	16 %	36 %	-14 %	9 %	10 %	10 %
<i>Strukturoidut tuotteet</i>	16,4	25,1	17,8	20,5	22,0	24,0
<i>Vakuutus tuotteet</i>	7,6	7,6	7,6	7,6	7,6	7,6
<i>Yritysrahoitus</i>	0,6	0,9	0,8	0,7	0,6	0,4
<i>Rahastot</i>	9,8	13,3	14,2	15,6	18,6	21,8
Palkkiokulut	-12,7	-18,6	-16,5	-18,0	-19,9	-21,9
<i>Asiamiehet</i>	-11,0	-16,5	-14,4	-15,5	-17,1	-18,8
<i>Muut</i>	-1,7	-2,1	-2,2	-2,5	-2,8	-3,1
Korkokulut	-0,2	-0,3	-0,3	-0,3	-0,1	-0,1
Henkilöstökulut	-7,2	-7,4	-7,8	-8,4	-8,8	-9,5
Muut hallintokulut	-4,4	-5,6	-5,7	-6,0	-6,3	-6,6
Poistot	-2,9	-3,0	-3,1	-3,1	-3,1	-3,1
Liiketoiminnan muut kulut	-0,7	-1,0	-0,9	-1,1	-1,2	-1,3
Liikevoitto	6,8	11,6	6,4	7,5	9,4	11,3
<i>Liikevoitto-%</i>	19 %	24 %	16 %	17 %	19 %	21 %
<b>Liikevoitto oik.</b>	<b>7,2</b>	<b>13,1</b>	<b>7,2</b>	<b>8,3</b>	<b>10,2</b>	<b>12,1</b>
<i>Liikevoitto oik. -%</i>	<b>21 %</b>	<b>28 %</b>	<b>18 %</b>	<b>19 %</b>	<b>21 %</b>	<b>22 %</b>
Vähemmistöt	-1,6	-0,8	-0,7	-0,8	-0,8	-0,9
Nettotulos	3,9	8,7	4,5	5,1	6,5	7,9
EPS oik.	0,46	1,02	0,49	0,56	0,69	0,81
<i>EPS kasvu-%</i>	848 %	122 %	-52 %	13 %	24 %	18 %
Osinko	0,32	0,62	0,45	0,50	0,55	0,63
<i>Osingonjakosuhte-%</i>	70 %	61 %	91 %	90 %	80 %	77 %
Jatkuvat palkkiot-%	28 %	28 %	35 %	35 %	38 %	40 %
Kertatuotot-%	72 %	72 %	65 %	65 %	62 %	60 %
Vähemmistöjen osuus tuloksesta-%	29 %	8 %	13 %	14 %	12 %	10 %
Strukturoitujen tuotteiden volyymi	233	376	267	306	329	358
Rahastojen kasvu (nettomerkinnot + arvonnous)	108	198	-36	164	170	180
Rahasto AUM	624	821	785	949	1119	1299
Henkilöstömäärä (sis. asiamiehet) kpl	236	237	240	246	252	257
Liikevaihto/työntekijä tEUR	147	200	172	181	194	209
Kulut/työntekijä (sis. asiamiehet) tEUR	-77	-101	-92	-97	-103	-110

## Kulurakenteen kehitys



## Liikevoitto (MEUR) ja kannattavuus-%



# Ennustemuutokset

## Keskeiset ennustemuutokset:

- Olemme tarkistaneet alas liikevaihtoennusteitamme rahastopääomien laskettua yleisen markkinan mukana
- Laskenut liikevaihto valuu toimialle tyypillisesti varsin suoraviivaisesti myös tulokseen
- Osinkoennusteisiin olemme ottaneet hieman enemmän turvamarginaalia, sillä yhtiö ei uuden osinkopolitiikan perusteella ole valmis tukemaan osinkoa sen vahvalla taseella

Ennustemuutokset MEUR / EUR	2022e			2023e			2024e		
	Vanha	Uusi	Muutos %	Vanha	Uusi	Muutos %	Vanha	Uusi	Muutos %
Liikevaihto	40,9	40,6	-1%	45,3	44,4	-2 %	49,6	48,8	-2 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	7,1	7,1	0 %	8,9	8,3	-6 %	10,7	10,2	-5 %
Liikevoitto	6,4	6,4	0 %	8,1	7,5	-7 %	9,9	9,4	-5 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,50	0,49	0 %	0,60	0,56	-7 %	0,73	0,69	-6 %
Osakekohtainen osinko	0,45	0,45	0 %	0,55	0,50	-9 %	0,65	0,55	-15 %

Lähde: Inderes

# Arvonmääritys 1/3

## Yhteenveto arvostuksesta

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 (7,0e) on linjassa käyvän arvon näkemyksemme kanssa. Tarkastelemme eri arvonnääritysmenetelmiä tarkemmin seuraavilla sivuilla.

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

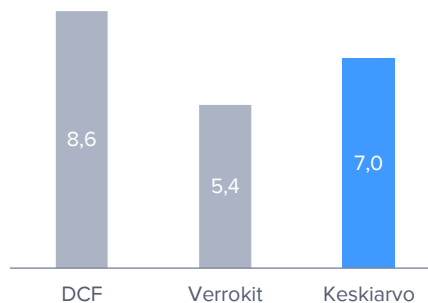
- 1) Jatkuvien tuottojen matala osuus (selvästi verrokkiryhmän matalin) altistaa tuloksen heilunnalle
- 2) Yhtiö on verrokkeja alttiimpi hintaeroosiolle (yhtiön palkkiotaso suhteessa AUM:iin selvästi verrokkiryhmän korkein)
- 3) Kannattavuuden skaalautumiseen kasvun mukana liittyy epävarmuutta.
- 4) Yhtiön normaalin tulostason hahmottaminen on edelleen haastavaa lyhyestä track-recordista johtuen (2020-2021 ensimmäiset vuodet kun yhtiö tehnyt kunnon kannattavuutta)

Suhteessa verrokkeihin yhtiön arvostus on mielestämme hieman koholla, kun taas DCF-malli

indikoi selvää nousuvaraa.

Absoluuttiset kertoimet ovat 2022-2023 osalta varsin neutraalit, mutta pidemmän aikavälin tuloskasvun realisoituessa ne kääntyvät hyvinkin edullisiksi. Tuloskasvun realisoituessa osakkeen useamman vuoden tuotto-odotus nousee jo varsin houkuttelevalle tasolle, mitä myös DCF-mallimme heijastelee. Lyhyellä aikavälillä suhteellisen neutraali arvostus ja korkeat ennusteriskit pitävät meidät varovaisena, sillä ilman tuloksen kääntymistä kasvuun ei osakkeella ole ajureita ylöspäin. Korostammekin, että nykyiset ennusteemme ovat alisteisia vähintään kelvollisille markkinaolosuhteille lähivuosina. Vaikka uskommekin rahastoliiketoiminnan kasvavan hieman haastavammassakin olosuhteissa on strukturoitujen tuotteiden normaalin myyntivolyymiin hahmottaminen eri skenaarioissa hyvin haastavaa.

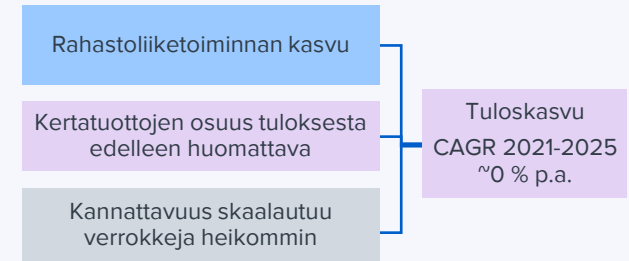
Arvonmäärityksen yhteenveto (EUR/osake)



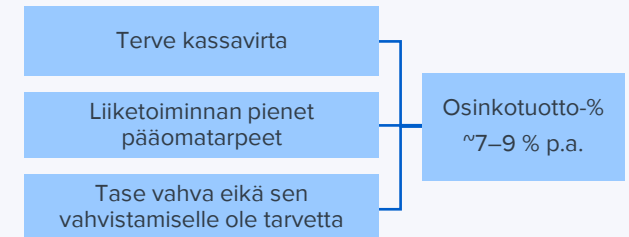
## Osaketuoton ajurit

■ Positiivinen ■ Neutraali ■ Negatiivinen

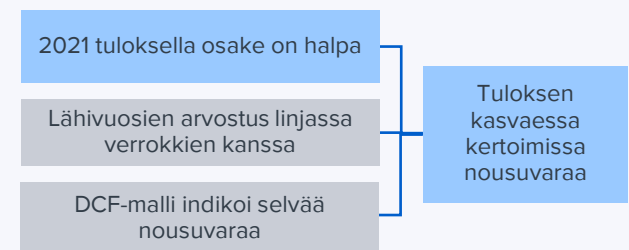
### Tulostuoton ajurit



### Osinkotuoton ajurit



### Arvostuskertoimien ajurit



Osakkeen kokonaistuotto-odotus  
5-15 % p.a.

# Arvonmääritys 2/3

## Verrokkiryhmä

Alexandrialle on tarjolla Helsingin pörssissä poikkeuksellisen laaja ja laadukas verrokkiryhmä. Kotimaisina verrokkeina olemme käyttäneet kaikkia pörssiin listattuja varainhoitajia sekä Oma Säästöpankkia. Suhteellista arvostusta haarukoidessa annamme pääpainon tulos pohjaisille P/E- ja EV/EBIT -kertoimille sekä osinkotuotolle. FAS-yhtiöiden osalta liikearvopoistot on oikaistu kaikilta yhtiöiltä vertailtavuuden parantamiseksi. Näkemyksemme mukaan Alexandriaa tulisi kokonaisuudessaan hinnoitella alennuksella suhteessa kotimaiseen verrokkiryhmään, sillä yhtiön riskitaso on edellisellä sivulla kuvatuista syistä verrokkeja korkeampi.

Alexandrian tapauksessa EV/EBIT-tunnusluvun käyttökelpoisuutta hieman laskee vähemmistöjen tulososuus, joka vähemmistöomistusten lunastuksien jälkeenkin on arviomme mukaan yli 10 % tilikauden tuloksesta. Pidämme myös yhtiön merkittävää kassaa (18 MEUR) yhtiön liiketoimintaan kuuluvaksi (mm. vakavaraisuusvaatimukset ja tähän liittyvä puskuri), jolloin EV-kertoimet näyttävät yhtiön tapauksessa liian hyviltä. Tätä taustaa vasten onkin perusteltua, että Alexandrian EV/EBIT-kertoimet vuosille 2022–2023e ovat keskimäärin selvästi verrokkiryhmän alapuolella.

P/E-kertoimilla Alexandriaa hinnoitellaan kuluvan vuoden ennusteilla preemiolla verrokkiryhmään nähden, mitä emme pidä perusteltuna. Vuonna 2023 premio kuitenkin muuttuu lieväksi

aliarvostukseksi, mikä paremmin vastaa yhtiön nykyprofiilia. Osinkotuotto on puolestaan selvästi verrokkiryhmän mediaanin yläpuolella.

Soveltamalla 2022–2023e EV/EBIT-kertoimia, P/E-kertoimia sekä osinkotuottoa identtisillä painoarvoilla saamme Alexandrian osakekohtaiseksi arvoksi 6,7e. Alexandrian verrokkeja korkeammasta riskitasosta johtuen yhtiötä tulee kuitenkin hinnoitella alennuksella suhteessa verrokkiryhmään. Olemme soveltaneet analysissämme 20 % alennusta, jota pidämme sopivana tasona Alexandrian korkea riskiprofiili huomioiden. Tämä alennus huomioiden saamme verrokkipohjaiseksi arvoksi 5,4e osakkeelta, joka on jonkin verran alle nykykurssin.

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B 2022e
			2022e	2023e	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e	2023e	
Aktia	716	716	8,7	6,4	8,6	6,4	2,7	2,2	10,7	8,7	5,6	7,1	1,0
CapMan	402	448	7,4	9,5	7,3	9,3	5,8	5,8	9,0	12,0	6,3	6,7	2,6
eQ	903	843	15,8	14,1	15,5	13,9	9,7	8,8	21,2	19,0	4,9	5,4	10,5
Evli	412	382	10,8	9,2	9,5	8,3	4,1	3,7	17,0	14,6	8,5	8,9	4,7
Oma Säästöpankki	554	5839	80,1	81,9	76,1	72,5	40,1	35,2	9,5	9,5	2,2	2,7	1,3
Taaleri	278	210	6,5	6,0	6,3	5,9	3,1	2,9	12,5	11,4	10,6	10,8	1,3
Titanium	141	122	7,0	6,4	6,8	6,2	4,3	3,8	10,2	9,5	8,3	8,9	4,9
United Bankers	145	131	9,8	8,5	8,5	7,5	2,9	2,5	14,4	13,1	5,9	6,6	3,0
EAB Group	45	44	6,3	11,4	4,8	7,4	1,6	1,8	8,5	15,3	5,2	4,9	1,8
<b>Alexandria Pankkiiriliike (Inderes)</b>	<b>68</b>	<b>54</b>	<b>7,7</b>	<b>6,3</b>	<b>5,7</b>	<b>4,9</b>	<b>1,3</b>	<b>1,2</b>	<b>13,4</b>	<b>11,7</b>	<b>6,9</b>	<b>7,8</b>	<b>2,4</b>
<b>Keskisarvo</b>			<b>16,9</b>	<b>17,0</b>	<b>15,9</b>	<b>15,2</b>	<b>8,2</b>	<b>7,4</b>	<b>12,5</b>	<b>12,6</b>	<b>6,4</b>	<b>6,9</b>	<b>3,5</b>
<b>Mediaani</b>			<b>8,7</b>	<b>9,2</b>	<b>8,5</b>	<b>7,5</b>	<b>4,1</b>	<b>3,7</b>	<b>10,7</b>	<b>12,0</b>	<b>5,9</b>	<b>6,7</b>	<b>2,6</b>
<b>Erutus-% vrt. mediaani</b>			<b>-11 %</b>	<b>-31 %</b>	<b>-33 %</b>	<b>-34 %</b>	<b>-68 %</b>	<b>-68 %</b>	<b>25 %</b>	<b>-3 %</b>	<b>18 %</b>	<b>16 %</b>	<b>-8 %</b>

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

# Arvonmääritys 3/3

## DCF-malli

DCF-laskelmassamme lähdemme oletuksesta, että Alexandrian kasvu jatkuu 2022 laskun jälkeen vakaana ja oikaistu liikevoittomarginaali säilyy hyvällä hieman yli 20 %:n tasolla vuoteen 2025 asti. Tämän jälkeen kannattavuus lähtee asteittaiseen laskuun, mutta on ennustejakson loppupäässä 16 %, joka on selvästi yli yhtiön historiallisen suoritustason (2013-2021 keskiarvo EBIT-%: 13 %). Sovellamme 16 % tasoa myös terminaalijakson kannattavuusoletuksena.

Huomautamme, että vaikka historiallinen taso onkin tätä selvästi matalampi on kannattavuusoletus kuitenkin liiketoiminnan nykyinen kokoluokka huomioiden varsin maltillinen. Perustelemme tätä turvamarginaalilla, sillä yhtiön näytöt kannattavuustason pysyvästä noususta ovat vielä hyvin lyhyet.

Alexandrialle soveltamamme tuottovaatimus on verrokkeja korkeammasta riskiprofiilista johtuen verrokkiryhmämme korkein 11,6 %. Näillä ennusteparametreilla DCF-mallin indikoima osakekohtainen arvo on 8,6e. Tarkempi DCF-malli oletuksineen löytyy raportin sivulta 41. Sijoittajien on hyvä huomioida, että mikäli yhtiö onnistuu lähivuosina strategiansa toteutuksessa, tulee sen riskitaso ja tämän myötä myös tuottovaatimus laskemaan nykytasoltaan. Tällä olisi luonnollisesti positiivinen vaikutus osakkeen arvoon, kuten sivupalkin DCF-herkkyysgraafi kertoo. Vaikutus on kuitenkin tuottovaatimuksen korkeasta lähtötasosta johtuen verrattain maltillinen. Herkkyysanalyysi osoittaa, miten DCF-mallin arvoon vaikuttavista parametreista tuloksen ja sen

kasvun merkitys on selvästi tuottovaateen kehitystä olennaisempaa.

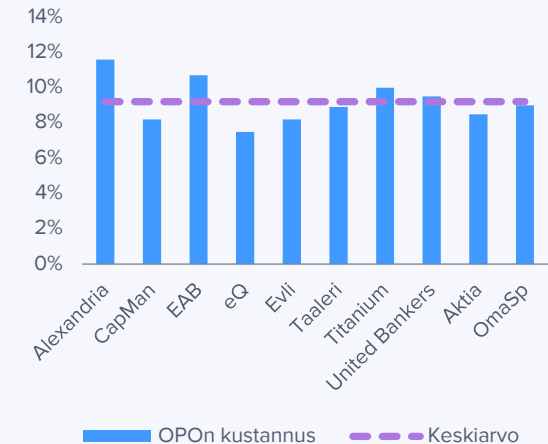
## Absoluuttiset arvostuskertoimet

Alexandrian arvonmäärityksen keskeinen haaste liittyy edelleen yhtiön normaalin tulostason hahmottamiseen. Vuosi 2021 oli yhtiölle poikkeuksellisen hyvä ja näkemyksemme mukaan sen normaali tulokunto on selvästi tämän alapuolella. Myöskään yhtiön historiallinen kannattavuus (2013–2020) ei mielestämme anna oikeaa kuvaa yhtiön tulostasosta johtuen kokoluokan merkittävästä kasvusta ja strategian edistymisestä.

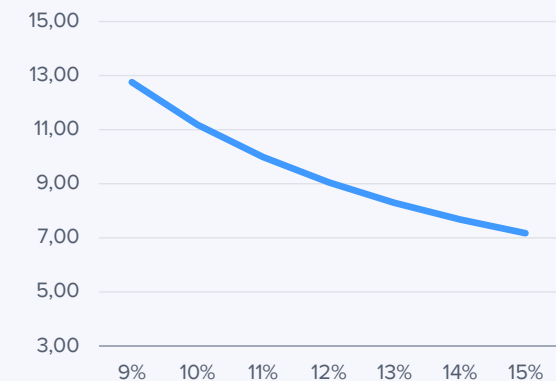
Näkemyksemme mukaan yhtiölle hyväksyttävä P/E-kerroin on tasolla 11–13x, joka on linjassa esimerkiksi EAB:lle tai Titaniumille hyväksymiemme tasojen kanssa. 2022-2023 ennusteilla arvostus on neutraali, mutta pidemmän aikavälin ennusteilla aliarvostettu. Pidemmän aikavälin ennusteisiin nojaaminen on kuitenkin nykytilanteessa vaikeaa, sillä ennusteet ovat täysin ehdollisia markkinatilanteen parantumiselle.

Alexandrialle ennustamamme osinkotuotto on lähivuodet vahvalla tasolla (7–9 %), mikä antaa selvää tukea yhtiön osakkeen arvostukselle. Huomautamme kuitenkin, että osinkotuotto on täysin riippuvainen tuloksesta, mihin myös uusi osinkopolitiikka viittaa.

## Verrokkien oman pääoman kustannus



## DCF:n herkkyys WACC:n muutokselle

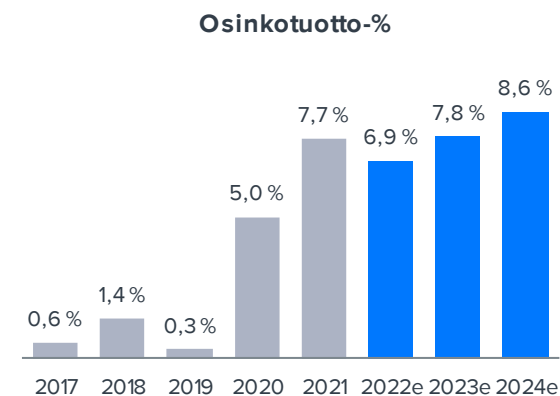
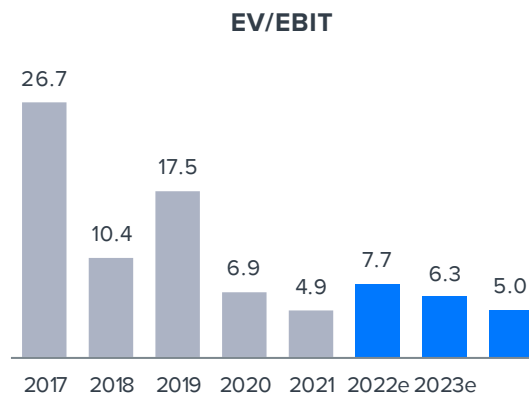
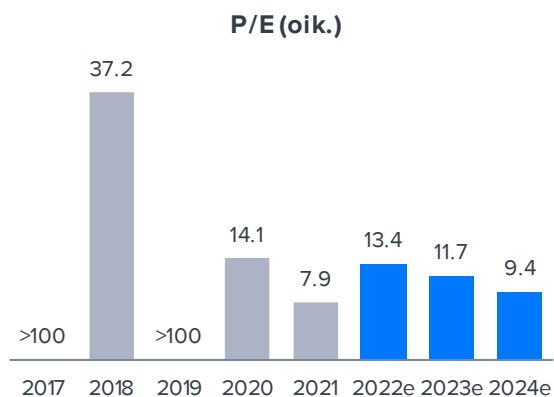


# Arvostustaulukko

Arvostustaso	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
Osakekurssi	6,47	6,47	6,47	6,47	8,05	<b>6,50</b>	<b>6,50</b>	<b>6,50</b>	<b>6,50</b>
Osakemäärä, milj. kpl	7,00	7,00	8,41	9,35	10,00	<b>10,4</b>	<b>10,5</b>	<b>10,6</b>	<b>10,7</b>
Markkina-arvo	45	45	54	60	80	<b>68</b>	<b>68</b>	<b>68</b>	<b>68</b>
Yritysarvo (EV)	44	39	48	49	63	<b>54</b>	<b>52</b>	<b>51</b>	<b>49</b>
P/E (oik.)	>100	37,2	>100	14,1	7,9	<b>13,4</b>	<b>11,7</b>	<b>9,4</b>	<b>8,0</b>
P/E	>100	37,2	>100	15,6	9,2	<b>15,2</b>	<b>13,5</b>	<b>10,6</b>	<b>8,8</b>
P/Kassavirta	neg.	9,2	neg.	19,5	7,1	<b>19,3</b>	<b>11,9</b>	<b>9,2</b>	<b>7,7</b>
P/B	6,1	5,4	4,1	2,9	2,7	<b>2,4</b>	<b>2,4</b>	<b>2,3</b>	<b>2,1</b>
P/S	1,7	1,6	1,8	1,7	1,7	<b>1,7</b>	<b>1,5</b>	<b>1,4</b>	<b>1,3</b>
EV/Liikevaihto	1,6	1,3	1,6	1,4	1,3	<b>1,3</b>	<b>1,2</b>	<b>1,0</b>	<b>0,9</b>
EV/EBITDA (oik.)	20,8	9,4	14,7	5,1	4,3	<b>5,7</b>	<b>4,9</b>	<b>4,0</b>	<b>3,4</b>
EV/EBIT (oik.)	26,7	10,4	17,5	6,9	4,9	<b>7,7</b>	<b>6,3</b>	<b>5,0</b>	<b>4,0</b>
Osinko/tulos (%)	221,2 %	51,7 %	44,2 %	77,4 %	71,0 %	<b>105,3 %</b>	<b>104,1 %</b>	<b>89,7 %</b>	<b>85,0 %</b>
Osinkotuotto-%	0,6 %	1,4 %	0,3 %	5,0 %	7,7 %	<b>6,9 %</b>	<b>7,8 %</b>	<b>8,6 %</b>	<b>10,0 %</b>

Lähde: Inderes

2017-2020 numerot laskettu istautumiskurssilla ja sen hetkisillä osakemäärillä



# Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
	MEUR	MEUR	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e
Aktia	716	716	8,7	6,4	8,6	6,4	2,7	2,2	10,7	8,7	5,6	7,1	1,0
CapMan	402	448	7,4	9,5	7,3	9,3	5,8	5,8	9,0	12,0	6,3	6,7	2,6
eQ	903	843	15,8	14,1	15,5	13,9	9,7	8,8	21,2	19,0	4,9	5,4	10,5
Eveli	412	382	10,8	9,2	9,5	8,3	4,1	3,7	17,0	14,6	8,5	8,9	4,7
Oma Säästöpankki	554	5839	80,1	81,9	76,1	72,5	40,1	35,2	9,5	9,5	2,2	2,7	1,3
Taaleri	278	210	6,5	6,0	6,3	5,9	3,1	2,9	12,5	11,4	10,6	10,8	1,3
Titanium	141	122	7,0	6,4	6,8	6,2	4,3	3,8	10,2	9,5	8,3	8,9	4,9
United Bankers	145	131	9,8	8,5	8,5	7,5	2,9	2,5	14,4	13,1	5,9	6,6	3,0
EAB Group	45	44	6,3	11,4	4,8	7,4	1,6	1,8	8,5	15,3	5,2	4,9	1,8
<b>Alexandria Pankkiiriliike (Inderes)</b>	<b>68</b>	<b>54</b>	<b>7,7</b>	<b>6,3</b>	<b>5,7</b>	<b>4,9</b>	<b>1,3</b>	<b>1,2</b>	<b>13,4</b>	<b>11,7</b>	<b>6,9</b>	<b>7,8</b>	<b>2,4</b>
<b>Keskiarvo</b>			<b>16,9</b>	<b>17,0</b>	<b>15,9</b>	<b>15,2</b>	<b>8,2</b>	<b>7,4</b>	<b>12,5</b>	<b>12,6</b>	<b>6,4</b>	<b>6,9</b>	<b>3,5</b>
<b>Mediaani</b>			<b>8,7</b>	<b>9,2</b>	<b>8,5</b>	<b>7,5</b>	<b>4,1</b>	<b>3,7</b>	<b>10,7</b>	<b>12,0</b>	<b>5,9</b>	<b>6,7</b>	<b>2,6</b>
<b>Erotus-% vrt. mediaani</b>			<b>-11 %</b>	<b>-31 %</b>	<b>-33 %</b>	<b>-34 %</b>	<b>-68 %</b>	<b>-68 %</b>	<b>25 %</b>	<b>-3 %</b>	<b>18 %</b>	<b>16 %</b>	<b>-8 %</b>

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

# Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2020	H1'21	H2'21	2021	H1'22	H2'22e	2022e	2023e	2024e	2025e
<b>Liikevaihto</b>	<b>34,8</b>	<b>23,9</b>	<b>23,8</b>	<b>47,7</b>	<b>20,8</b>	<b>19,8</b>	<b>40,6</b>	<b>44,4</b>	<b>48,8</b>	<b>53,8</b>
<b>Käyttökate</b>	<b>9,7</b>	<b>6,9</b>	<b>7,7</b>	<b>14,6</b>	<b>4,9</b>	<b>4,6</b>	<b>9,5</b>	<b>10,6</b>	<b>12,6</b>	<b>14,6</b>
Poistot ja arvonalennukset	-2,9	-1,5	-1,5	-3,0	-1,6	-1,5	-3,1	-3,1	-3,2	-3,3
<b>Liikevoitto ilman kertaeriä</b>	<b>7,2</b>	<b>6,6</b>	<b>6,5</b>	<b>13,1</b>	<b>3,6</b>	<b>3,4</b>	<b>7,0</b>	<b>8,3</b>	<b>10,2</b>	<b>12,1</b>
<b>Liikevoitto</b>	<b>6,8</b>	<b>5,4</b>	<b>6,2</b>	<b>11,6</b>	<b>3,3</b>	<b>3,1</b>	<b>6,4</b>	<b>7,5</b>	<b>9,4</b>	<b>11,3</b>
Osuus osakkuusyhtiöiden tuloksesta	0,0	0,0	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	0,0	0,0
<b>Tulos ennen veroja</b>	<b>6,8</b>	<b>5,4</b>	<b>6,2</b>	<b>11,6</b>	<b>3,3</b>	<b>3,1</b>	<b>6,4</b>	<b>7,5</b>	<b>9,4</b>	<b>11,3</b>
Verot	-1,3	-1,0	-1,1	-2,1	-0,7	-0,6	-1,3	-1,7	-2,0	-2,4
Vähemmistöosuudet	-1,6	-0,4	-0,4	-0,8	-0,3	-0,3	-0,7	-0,8	-0,8	-0,9
<b>Nettotulos</b>	<b>3,9</b>	<b>4,0</b>	<b>4,7</b>	<b>8,7</b>	<b>2,3</b>	<b>2,2</b>	<b>4,5</b>	<b>5,1</b>	<b>6,5</b>	<b>7,9</b>
<b>EPS (oikaistu)</b>	<b>0,46</b>	<b>0,52</b>	<b>0,50</b>	<b>1,02</b>	<b>0,25</b>	<b>0,24</b>	<b>0,48</b>	<b>0,56</b>	<b>0,69</b>	<b>0,81</b>
<b>EPS (raportoitu)</b>	<b>0,42</b>	<b>0,40</b>	<b>0,47</b>	<b>0,87</b>	<b>0,22</b>	<b>0,21</b>	<b>0,43</b>	<b>0,48</b>	<b>0,61</b>	<b>0,74</b>

Tunnusluvut	2020	H1'21	H2'21	2021	H1'22	H2'22e	2022e	2023e	2024e	2025e
<b>Liikevaihdon kasvu-%</b>	16,4 %			37,1 %	-13,0 %	-16,7 %	-14,8 %	9,3 %	9,9 %	10,3 %
<b>Oikaistun liikevoiton kasvu-%</b>	159,4 %	100,0 %		82,3 %	-45,5 %	-47,4 %	-46,4 %	18,7 %	22,7 %	18,5 %
<b>Käyttökate-%</b>	27,8 %	28,9 %	32,3 %	30,6 %	23,6 %	23,2 %	23,4 %	23,8 %	25,9 %	27,1 %
<b>Oikaistu liikevoitto-%</b>	20,6 %	27,6 %	27,2 %	27,4 %	17,3 %	17,1 %	17,2 %	18,7 %	20,9 %	22,5 %
<b>Nettotulos-%</b>	11,2 %	16,7 %	19,9 %	18,3 %	11,0 %	10,9 %	11,0 %	11,4 %	13,3 %	14,7 %

Lähde: Inderes



# Tase

Vastaavaa	2020	2021	2022e	2023e	2024e
<b>Pysyvät vastaavat</b>	<b>17,0</b>	<b>15,9</b>	<b>18,7</b>	<b>18,3</b>	<b>17,8</b>
Liikearvo	8,5	7,8	7,2	6,4	5,6
Aineettomat hyödykkeet	0,4	0,5	0,5	0,6	0,7
Käyttöomaisuus	7,9	7,5	7,7	8,0	8,2
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	0,1	0,1	3,3	3,3	3,3
Muut pitkäaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verosaamiset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Vaihtuvat vastaavat</b>	<b>16,8</b>	<b>27,0</b>	<b>23,3</b>	<b>24,5</b>	<b>27,0</b>
Vaihto-omaisuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut lyhytaikaiset varat	3,1	4,0	4,0	4,5	5,0
Myyntisaamiset	0,7	3,5	2,0	2,2	2,4
Likvidit varat	12,9	19,4	17,3	17,8	19,5
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>33,7</b>	<b>42,8</b>	<b>42,0</b>	<b>42,8</b>	<b>44,7</b>

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2020	2021	2022e	2023e	2024e
<b>Oma pääoma</b>	<b>20,7</b>	<b>30,1</b>	<b>28,3</b>	<b>28,6</b>	<b>29,8</b>
Osakepääoma	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Kertyneet voittovarot	10,9	16,2	14,5	14,8	16,1
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	8,7	12,7	12,7	12,7	12,7
Vähemmistöosuus	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0
<b>Pitkäaikaiset velat</b>	<b>11,2</b>	<b>10,5</b>	<b>11,7</b>	<b>11,8</b>	<b>12,2</b>
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	1,4	0,6	1,8	2,0	2,4
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	9,8	9,9	9,9	9,9	9,9
<b>Lyhytaikaiset velat</b>	<b>1,9</b>	<b>2,3</b>	<b>2,0</b>	<b>2,4</b>	<b>2,7</b>
Lainat rahoituslaitoksilta	0,0	0,0	0,0	0,2	0,3
Lyhytaikaiset korottomat velat	1,9	2,3	2,0	2,2	2,4
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>33,7</b>	<b>42,8</b>	<b>42,0</b>	<b>42,8</b>	<b>44,7</b>

# DCF-laskelma

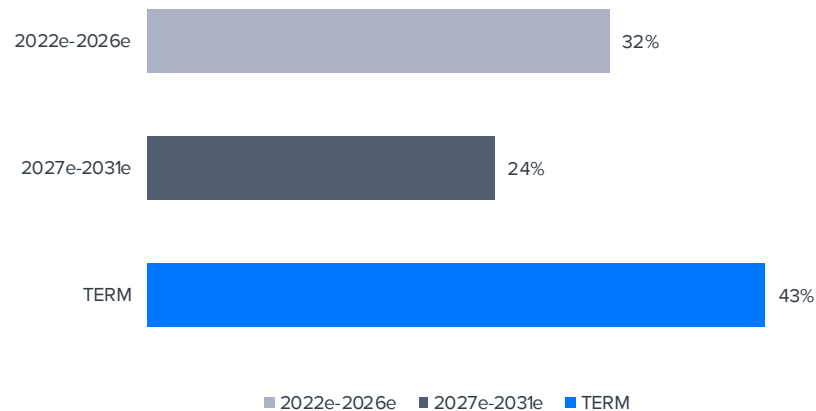
DCF-laskelma	2021	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	37,1 %	-14,8 %	9,3 %	9,9 %	10,3 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	2,5 %	2,5 %
Liikevoitto-%	24,2 %	15,7 %	16,9 %	19,3 %	21,0 %	19,0 %	18,0 %	17,0 %	16,0 %	16,0 %	16,0 %	16,0 %
<b>Liikevoitto</b>	<b>11,6</b>	<b>6,4</b>	<b>7,5</b>	<b>9,4</b>	<b>11,3</b>	<b>10,5</b>	<b>10,3</b>	<b>10,0</b>	<b>9,7</b>	<b>10,0</b>	<b>10,2</b>	
+ Kokonaispoistot	3,0	3,1	3,1	3,2	3,3	3,4	3,5	3,6	3,7	3,8	3,7	
- Maksetut verot	-2,1	-1,3	-1,7	-2,0	-2,4	-2,3	-2,2	-2,2	-2,1	-2,2	-2,2	
- 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	-3,3	1,3	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
<b>Operatiivinen kassavirta</b>	<b>9,2</b>	<b>9,5</b>	<b>8,4</b>	<b>10,1</b>	<b>11,7</b>	<b>11,2</b>	<b>11,6</b>	<b>11,4</b>	<b>11,3</b>	<b>11,6</b>	<b>11,8</b>	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-1,9	-5,9	-2,7	-2,7	-2,9	-2,9	-2,9	-3,1	-3,1	-3,2	-3,4	
<b>Vapaa operatiivinen kassavirta</b>	<b>7,4</b>	<b>3,5</b>	<b>5,7</b>	<b>7,4</b>	<b>8,8</b>	<b>8,3</b>	<b>8,7</b>	<b>8,3</b>	<b>8,2</b>	<b>8,4</b>	<b>8,4</b>	
+/- Muut	4,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	11,4	3,5	5,7	7,4	8,8	8,3	8,7	8,3	8,2	8,4	8,4	94,1
<b>Diskontattu vapaa kassavirta</b>	<b>3,4</b>	<b>5,0</b>	<b>5,7</b>	<b>6,1</b>	<b>5,2</b>	<b>4,9</b>	<b>4,2</b>	<b>3,7</b>	<b>3,4</b>	<b>3,0</b>	<b>33,9</b>	
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta	78,4	75,0	70,0	64,3	58,2	53,0	48,2	44,0	40,3	36,9	33,9	
<b>Velaton arvo DCF</b>	<b>78,4</b>											
- Korolliset velat		-0,6										
+ Rahavarat		19,4										
-Vähemmistöosuus		-1,7										
-Osinko/pääomapalautus		-6,2										
<b>Oman pääoman arvo DCF</b>	<b>89,3</b>											
<b>Oman pääoman arvo DCF per osake</b>	<b>8,6</b>											

## 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-premio	4,75 %
Likviditeettipremio	2,50 %
Riskitön korko	2,0 %
<b>Oman pääoman kustannus</b>	<b>11,6 %</b>
<b>Pääoman keskim. kustannus (WACC)</b>	<b>11,6 %</b>

Lähde: Inderes

## Rahavirranjakauma jaksoittain



# Yhteenveto

Tuloslaskelma	2019	2020	2021	2022e	2023e	Osakekohtaiset luvut	2019	2020	2021	2022e	2023e
Liikevaihto	29,9	34,8	47,7	40,6	44,4	EPS (raportoitu)	0,05	0,42	0,87	0,43	0,48
Käyttökate	3,3	9,7	14,6	9,5	10,6	EPS (oikaistu)	0,05	0,46	1,02	0,48	0,56
Liikevoitto	2,8	6,8	11,6	6,4	7,5	Operat. kassavirta / osake	0,13	0,88	0,92	0,91	0,80
Voitto ennen veroja	2,8	6,8	11,6	6,4	7,5	Vapaa kassavirta / osake	-0,49	0,33	1,14	0,34	0,54
Nettovoitto	0,4	3,9	8,7	4,5	5,1	Omapääoma / osake	1,59	2,20	2,99	2,71	2,71
Kertaluontoiset erät	0,0	-0,4	-1,5	-0,6	-0,8	Osinko / osake	0,02	0,32	0,62	0,45	0,50
<b>Tase</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022e</b>	<b>2023e</b>	<b>Kasvu ja kannattavuus</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022e</b>	<b>2023e</b>
Taseen loppusumma	27,4	33,7	42,8	42,0	42,8	Liikevaihdon kasvu-%	3 %	16 %	37 %	-15 %	9 %
Oma pääoma	13,5	20,7	30,1	28,3	28,6	Käyttökateen kasvu-%	-21 %	195 %	51 %	-35 %	11 %
Liikearvo	5,8	8,5	7,8	7,2	6,4	Liikevoiton oik. kasvu-%	-26 %	159 %	82 %	-46 %	19 %
Nettovelat	-6,7	-11,5	-18,8	-15,5	-15,6	EPS oik. kasvu-%	-72 %	848 %	122 %	-53 %	15 %
<b>Kassavirta</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022e</b>	<b>2023e</b>	Käyttökate-%	10,9 %	27,8 %	30,6 %	23,4 %	23,8 %
Käyttökate	3,3	9,7	14,6	9,5	10,6	Oik. Liikevoitto-%	9,2 %	20,6 %	27,4 %	17,2 %	18,7 %
Nettokäyttöpääoman muutos	-1,2	-0,2	-3,3	1,3	-0,5	Liikevoitto-%	9,2 %	19,4 %	24,2 %	15,7 %	16,9 %
Operatiivinen kassavirta	1,1	8,2	9,2	9,5	8,4	ROE-%	3,8 %	22,9 %	34,6 %	15,3 %	17,8 %
Investoinnit	-12,3	-5,1	-1,9	-5,9	-2,7	ROI-%	22,8 %	35,8 %	43,8 %	21,0 %	24,7 %
Vapaa kassavirta	-4,1	3,1	11,4	3,5	5,7	Omavaraisuusaste	49,3 %	61,2 %	70,2 %	67,4 %	66,7 %
						Nettovelkaantumisaste	-49,7 %	-55,8 %	-62,5 %	-54,7 %	-54,6 %
<b>Arvostuskertoimet</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022e</b>	<b>2023e</b>						
EV/Liikevaihto	1,6	1,4	1,3	1,3	1,2						
EV/EBITDA (oik.)	14,7	5,1	4,3	5,7	4,9						
EV/EBIT (oik.)	17,5	6,9	4,9	7,7	6,3						
P/E (oik.)	>100	14,1	7,9	13,4	11,7						
P/B	4,1	2,9	2,7	2,4	2,4						
Osinkotuotto-%	0,3 %	5,0 %	7,7 %	6,9 %	7,8 %						

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 (välttämät 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 osavuositarkastusten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvion 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 yhtiössä. Inderes Oyj voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoitavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oyj:n omistukset esitetään yksilöityinä mallisalkussa. Inderes Oyj:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin laatineen analyytikon palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oyj:llä ei ole investointipankkiliikeytoimintaa.

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.

Kaikki Inderes Oyj:n osakeomistukset sen seurannassa olevissa kohdeyhtiöissä esitetään yksilöityinä oikeaa rahaa sijoitavassa Inderes Oyj:n [mallisalkussa](#).

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.

## Suositushistoria (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
20/05/2021	Myy	6,80 €	8,65 €
30/06/2021	Vähennä	6,80 €	6,99 €
24/08/2021	Vähennä	8,00 €	8,48 €
04/03/2022	Vähennä	8,50 €	8,65 €
24/08/2022	Vähennä	7,50 €	7,56 €
22/09/2022	Vähennä	7,00 €	6,50 €

Inderesin tehtävä on yhdistää pörssiyhtiöt ja sijoittajat. Tuotamme laadukasta analyysiä ja sisältöjä laajan sijoittajayhteisömmen tarpeisiin.

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

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

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

### Inderes Oyj

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



Olli Koponen  
2020



Joni Grönqvist  
2019, 2020



Erkki Vesola  
2018, 2020



Petri Gostowski  
2020



Atte Riikola  
2020

**Analyysi kuuluu  
kaikille.**