

# Alexandria

## Yhtiöraportti

24.11.2023 19:30



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



**Kasper Mella**  
+358 45 6717 150  
kasper.mella@inderes.fi

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde  
res.

# Varainhoidossa onnistuminen on avain onneen

Odotamme Alexandriaalta reipasta tuloskasvua lähivuosilta kasvavan uusmyynnin ja asteittain parantuvan kulutehokkuuden vetämänä. Osakkeen arvostus ei ole erityisen haastava ja mikäli yhtiö onnistuisi kiihdyttämään kasvuaan odotuksiamme enemmän, olisi osakkeen tuotto-odotus erinomainen. Lyhyellä aikavälillä arvostus on kuitenkin neutraali ja korkeat ennusteriskit pitävät meidät varovaisena. Näemmekin, että lyhyellä aikavälillä osakkeenomistajien tuotto-odotus rajoittuu pitkälti osinkoon. Jäämmekin edelleen seuraamaan kehitystä sivusta ja etsimään merkkejä ripeämmästä tuloskasvusta. Tarkistamme tavoitehinnan 6,5 euroon (aik. 6,8e) pieniä ennusteileikkauksia mukaillen ja toistamme vähennä-suosituksen.

## Kotimainen sijoituspalveluyhtiö

Alexandrialla on kokoluokkaansa nähden poikkeuksellisen laaja myyntikoneisto. Yhtiön pääkohderyhmä on yksityissijoittajat ja yhtiöllä oli H1'23 lopussa yli 37000 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 (2022: 42 % kaikista palkkioista) ja tämän seurauksena jatkuvan liikevaihdon osuus on verrokkeja matalampi. Yhtiön strategian keskiössä ovat jo pidempään olleet rahastot ja niiden osuus on kasvanut voimakkaasti (2022: 37 %). Kolmas tuoteryhmä on vakuutukset (osuus palkkioista 19 %). Yhtiö laajensi myös varainhoitoon 2021, mutta sen kehitys on ollut verikkaista. Yhtiön ehdottomana vahvuutena on sen vahva myyntikoneisto, jonka ansiosta yhtiön ansaitsemat palkkiomarginaalit ovat verrokkiyhtiön korkeimpia. Keskeisenä haasteena on matala asiakaskohtainen ansainta, joka heikentää skaalautuvuutta selvästi.

## Odotamme reipasta tuloskasvua ja vuolasta voitonjakoa

Olemme tehneet ennusteisiimme pieniä tarkennuksia alaspäin. Iso kuva tuloksen osalta on ennallaan ja odotamme tuloksen lähtevän H2'23 alkaen reippaaseen kasvuun (2022–2026e EBIT CAGR ~15 %). Liikevaihdon kasvua ajavat rahastojen nettomerkinnot sekä strukturoitujen tuotteiden kokoluokkien normalisoituminen. Vaikka odotammekin yhtiöltä merkittävää tulosparannusta lähivuosilta, on liikevaihdon kasvu suhteellisen verikkaista ja yhtiön pitäisi kyetä kasvamaan tätä nopeammin. Avain kasvun kiihdyttämiseen löytyy varainhoidosta ja asiakaskohtaisen ansainnan merkittävästä kasvusta. Olemme yhä vakuuttuneempia, että varainhoidon kasvun merkittävä kiihdyttäminen olisi järkevin toteuttaa yrityskaupalla. Alexandria on jo pitkään puhunut kiinnostuksestaan yrityskauppoihin ja pidämme yrityskauppoja todennäköisenä. Osingon osalta odotamme avokätisen linjan jatkuvan, mutta muistutamme osingon olevan riippuvainen tuloskehityksestä yhtiön ylläpitäessä vahvaa kassaa yrityskauppoja silmällä pitäen.

## Arvostus ei ole korkea, mutta nousuajurit ovat vähissä

Alexandriaa hinnoitellaan alennuksella suhteessa selvästi halventuneeseen verrokkiyhtiöön ja yhtiön korkeampi riskitaso huomioiden pidämme tätä perusteltuna. Viimeisen 12kk tuloksella osake vaikuttaa kalliilta, mutta tuloksen parantuessa selvästi seuraavan 18kk aikana laskevat kertoimet nopeasti neutraaleille tasoille. Kokonaisuutena pidämme osakkeen suhteellista ja absoluuttista arvostusta neutraalina ja meidän on vaikea nähdä siinä oleellista nousuvaraa lyhyellä aikavälillä. DCF-arvomme on yli nykyisen kurssin, mikä heijastelee yhtiön pidemmän aikavälin potentiaalia. Optimisessa skenaariossa yhtiön tuloksella olisi potentiaalia parantua merkittävästi nykytasolta varainhoidon läpimurron vetämänä ja tässä skenaariossa osakkeen tuotto-odotus olisi erinomainen.

## Suositus

### Vähennä

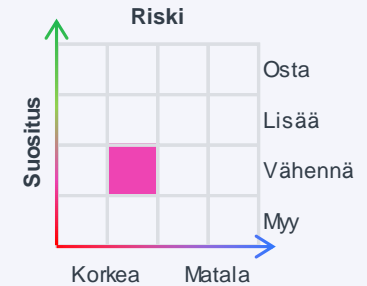
(aik. Vähennä)

**6,50 EUR**

(aik. 6,80 EUR)

### Osakekurssi:

6,28



## Avainluvut

	2022	2023e	2024e	2025e
<b>Liikevaihto</b>	38,2	39,4	42,2	46,3
<b>kasvu-%</b>	-20%	3%	7%	10%
<b>EBIT oik.</b>	6,2	7,4	8,6	9,9
<b>EBIT-% oik.</b>	16,3 %	18,8 %	20,4 %	21,5 %
<b>Nettotulos</b>	3,9	5,6	5,3	6,4
<b>EPS (oik.)</b>	0,44	0,60	0,57	0,68

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

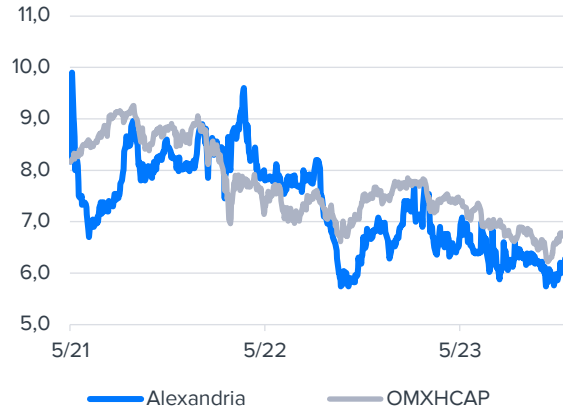
Lähde: Inderes

## Ohjeistus

(Ennallaan)

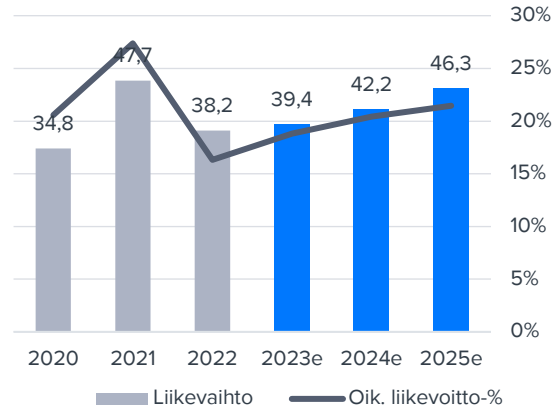
Yhtiön johto arvioi konsernin tulosedellytysten säilyvän edelleen hyvinä. Merkittävät muutokset pääomamarkkinoilla voivat heijastua yhtiön taloudelliseen tulokseen.

## Osakekurssi



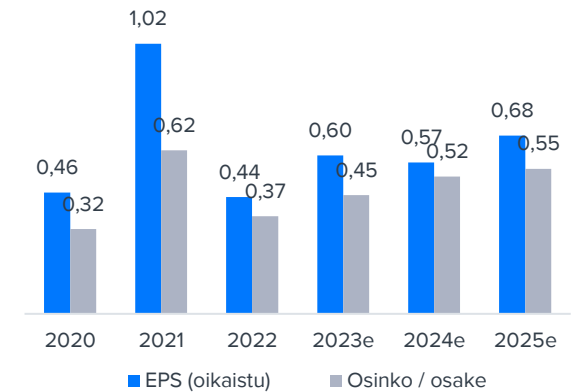
Lähde: Millistream Market Data AB

## 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, mikä heikentää tuloksen ennustettavuutta
- Markkinatilanteen heikentyminen
- Hintaeroosion riski

Arvostustaso	2023e	2024e	2025e
<b>Osakekurssi</b>	6,28	6,28	6,28
<b>Osakemäärä, milj. kpl</b>	10,5	10,6	10,7
<b>Markkina-arvo</b>	66	66	66
<b>Yritysarvo (EV)</b>	55	52	51
<b>P/E (oik.)</b>	10,5	11,0	9,3
<b>P/E</b>	11,8	12,6	10,5
<b>P/B</b>	2,3	2,2	2,1
<b>P/S</b>	1,7	1,6	1,4
<b>EV/Liikevaihto</b>	1,4	1,2	1,1
<b>EV/EBITDA (oik.)</b>	5,7	4,8	4,2
<b>EV/EBIT (oik.)</b>	7,4	6,0	5,2
<b>Osinko/tulos (%)</b>	84,5 %	104,4 %	91,6 %
<b>Osinkotuotto-%</b>	7,2 %	8,4 %	8,9 %

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

**38,2 MEUR** (-19 % vs. 2021)

Liikevaihto 2022

**5,5 MEUR** (11,6)

Liikevoitto 2022 (2021)

**14,3 %** (24,4 %)

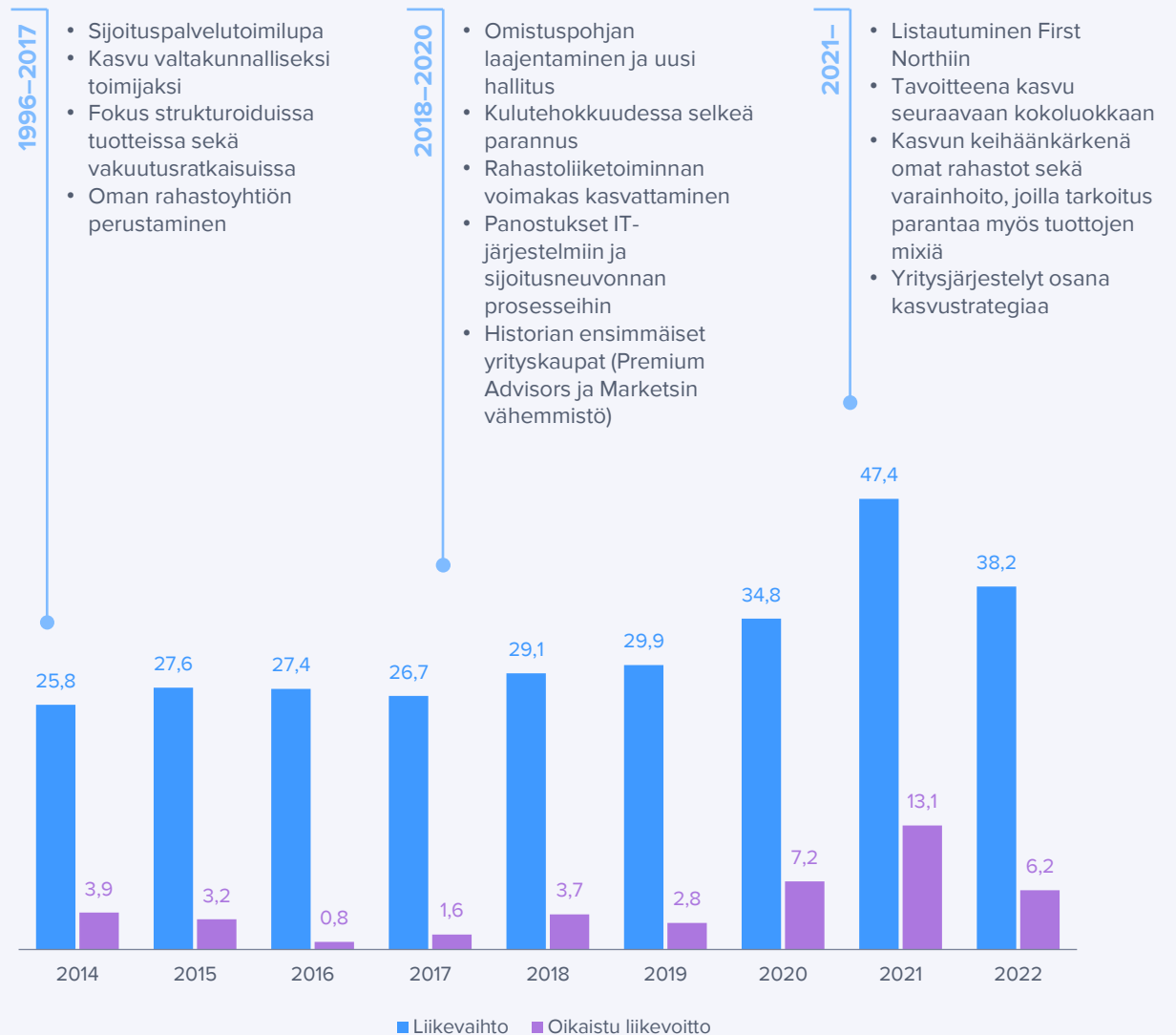
Operatiivinen liikevoitto-% 2022 (2021)

**235**

Henkilöstö 2022 lopussa (sis. asiamiehet)

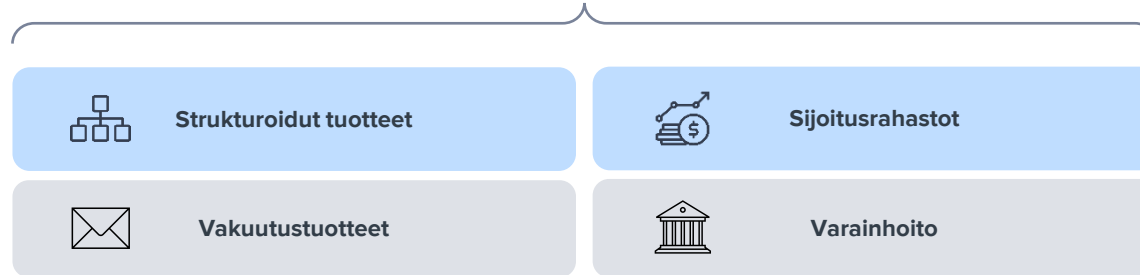
**~37 %**

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 122 asiamiestä. Myynti toteutetaan puhtaasti asiamiesmallilla (myynti toteutetaan pääosin asiamiesmallilla) ja oma henkilökunta vastaa mm. hallinnosta sekä tuotteista ja palveluista.
- Alexandrian pääkohderyhmä ovat yksityishenkilöt** ja yhtiö palvelee hyvin laajaa asiakaskuntaa. H1'23 lopussa yhtiöllä oli noin 36 900 aktiivista asiakasta ja keskimääräisellä asiakkaalla on sijoitusvarallisuutta hoidossa noin 50 tEUR, joten vuosiliikvaihto asiakasta kohden on keskeisiin verrokkeihin nähden hyvin matala (~1000–1100e/asiakas).
- Yhtiö on aktiivisella asiakasmäärillä mitattuna verrokkiryhmänsä suurin toimija**, mutta samalla asiakaskohtainen varallisuus sekä tuotot ovat selvästi verrokkiryhmän matalimpia. Yhtiön keskeiset kilpailijat ovatkin näkemyksemme mukaan etenkin paikallisesti toimivat pankit, sillä tuotoista merkittävä osa tulee pk-seudun ulkopuolelta.

## ALEXANDRIA



Lähes puolet liikevaihdosta (H1'23: ~49 %) tulee strukturoitujen tuotteiden myynnistä.



Laajat jakeluresurssit: maanlaajuinen 30 konttorin myyntiverkosto.



Lähes 37 000 aktiivista asiakasta, asiakaskohtainen liikevaihto kuitenkin alhainen.

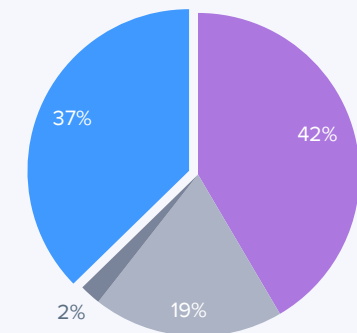


Pääkohderyhmä koostuu yksityissijoittajista.



Valtaosa yhtiön omistuksesta on johdolla ja työntekijöillä.

### Palkkiotuottojen jakauma (2022)



■ Strukturoidut tuotteet ■ Vakuutus tuotteet  
■ Yritysrahoitus ■ Rahastot

# Historiallinen kehitys

## Historiallinen kehitys on ollut välttävää, mutta taso noussut selvästi

Vuosina 2013–2022 Alexandrian liikevaihto on kasvanut keskimäärin noin 6 % vuodessa. Taso on välttävä, kun huomioidaan toimialan voimakas kasvu Suomessa historiallisen pitkän härkämärkinan vetämänä. Yhtiön liiketoiminta on kärsinyt vakuutus tuotteiden myynnin vaikeutumisesta, mikä taas johtuu etenkin vero kohtelun muutoksista.

Samalla aikajaksolla yhtiön liikevoittomarginaali on ollut keskimäärin 14 %, jota voidaan pitää toimialalla niin ikään välttävänä (toimialan keskiarvo historiallisesti 25 %). Lisäksi yhtiön tulos on syntynyt lähes yksinomaan Alexandria Markets -yhtiössä, minkä seurauksena vähemmistöjen tulososuudet ovat syöneet merkittävän osan liikevoitosta. Keskimääräinen nettotulosmarginaali onkin ollut matala – vain noin 7 %. 2020 merkittävän saneerauksen seurauksena tulostaso teki tasokorjauksen ylöspäin ja 2020–2022 marginaali on ollut keskimäärin yli 20 %. Taso on selvästi historiallista parempi, mutta edelleen alle keskeisten kilpailijoiden johtuen etenkin myyntikoneiston suuresta koosta suhteessa liikevaihtoon.

## Takana merkittävä muutosprosessi

Alexandria on viime vuosina käynyt läpi merkittävän muutosprosessin. Lähtölaukaus tälle on ollut pääomasijoittaja Ajanta Oy:n mukaantulo vuonna 2016. Rahastoliiketoiminnan ylösajo on ollut näkyvin muutos, minkä lisäksi sijoitusneuvonnan prosesseihin on käsityksemme mukaan tehty merkittäviä muutoksia. Muita keskeisiä muutosprosessin kohtia ovat näkemyksemme mukaan olleet ammattihallituksen

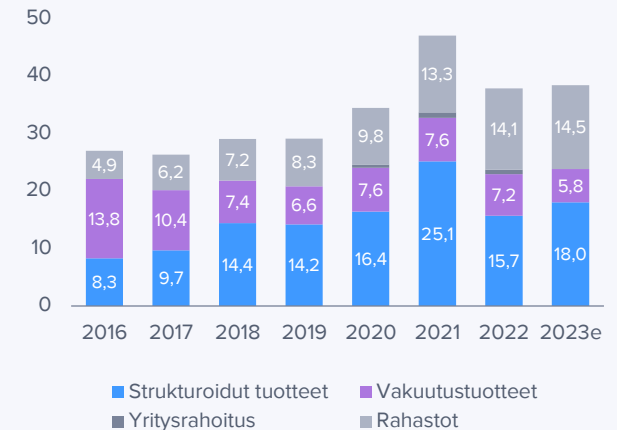
nimitys sekä strategian selkeyttäminen, kulurakenteen tehostaminen ja panostukset IT-järjestelmiin sekä Marketsin vähemmistöomistusten pienentäminen.

Vuonna 2020 yhtiö kävi läpi merkittävän saneerauksen, jonka myötä henkilöstömäärä laski noin 20 %:lla. Säästötoimet yhdessä vahvan kysynnän kanssa johtivat merkittävään tulosloikkaan vuosina 2020–2021. Lisäksi yhtiön palkkiorakenne on muuttunut aiempaa terveemmäksi, kun jatkuvaa palkkiota tuottavien rahastojen osuus on noussut noin 37 %:iin kokonaisliikevaihdosta. Vähemmistöosuuksien karsiminen on myös toteutunut suunnitelmien mukaan ja vähemmistöjen osuus nettotuloksesta oli vuonna 2022 enää 10 % (2020: 29 %). Tämä on pääosin seurausta vuoden 2020 lopussa toteutetussa Alexandria Marketsin 25 %:n omistusosuuden hankinnasta.

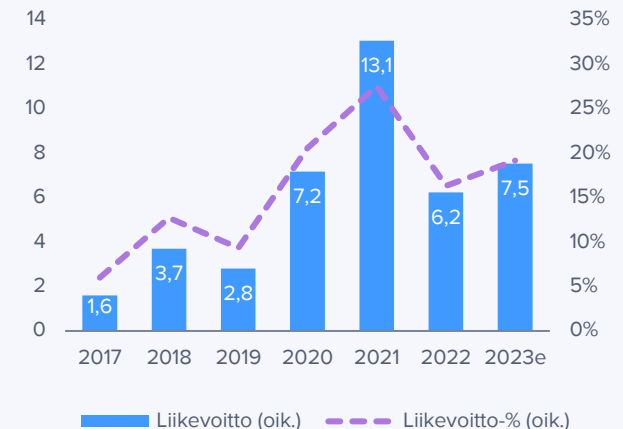
## Tulos on kulkenut melkoista vuoristorataa

Viimeisen kahden vuoden aikana Alexandrian tulos on kulkenut melkoista vuoristorataa. Vuonna 2021 yhtiö teki järjestyvän hyvän tuloksen markkinan vedon siivittämällä. Vuosi 2022 oli kuitenkin yhtiölle muun sektorin tapaan krapulan aika, minkä jälkeen yhtiö on palannut normaalimmalle tulostasolle. Tämä onkin ollut hyvä osoitus yhtiön liiketoiminnan syklistyydestä, sillä yhtiön palkkioista selvästi yli puolet on luonteeltaan ei-jatkuvia. Yhtiön kulurakenne poikkeaa sektorin muista listautuista yhtiöistä merkittävästi suuren asiamiesverkoston kautta. Tämän seurauksena kulutaso skaalautuu verrokkeja vähemmän niin ylös kuin alaspäin, mikä on näkynyt kannattavuuden maltillisena vaihteluna liikevaihtoheilunnasta huolimatta.

## Liikevaihdon kehitys (MEUR)



## Liikevoitto (MEUR) ja kannattavuus-%



# Liiketoimintamalli 1/6

## Liiketoimintamalli

### Myyntivetoinen sijoituspalvelutalo

Alexandrian liiketoimintamallin ytimessä on tuotemyynti, jossa yritys myy asiakkaille sijoitustuotteita ja saa näistä erilaisia palkkioita. Aiemmin yritys ei ole edes tarjonnut varsinaista varainhoitopalvelua, mutta 2021 loppupuolella lanseerattiin Alexandria Varainhoito (Alva), joka tarjoaa varainhoitopalveluja, vakuutusratkaisuja sekä juridisia palveluita yhdistävän kokonaisuuden. Myös yrityksen 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. Yrityksen myyntikoneisto on toimialalle poikkeuksellisen laaja (122 asiamiestä H1'23 lopussa) ja asiakaskohtainen ansainta on hyvin matala absoluuttisesti ja suhteellisesti. Tätä selittää yrityksen fokus yksityisasiakkaisiin sekä varsin matala asiakaskohtainen hallinnoitava varallisuus.

Yrityksen laaja myyntikoneisto on sen selkeä vahvuus, ja myös keskittyminen vähemmän kilpailtuihin maantieteellisiin alueisiin (yli 80 % myynnistä pk-seudun ulkopuolella) sekä segmentteihin (matalamman sijoitusvarallisuuden yksityishenkilöt) tarjoaa yritykselle merkittävää hinnoitteluvoimaa. Yrityksen hinnoitteluvoima onkin sen valitsemissa asiakasryhmissä vahva, mikä näkyy tuotteiden suhteellisen korkeana hintatasona. Yrityksen hallinnoitavasta varallisuudesta ansaitsema suhteellinen palkkiotaso onkin omassa luokassaan suhteessa keskeisiin listattuihin verrokkeihin.

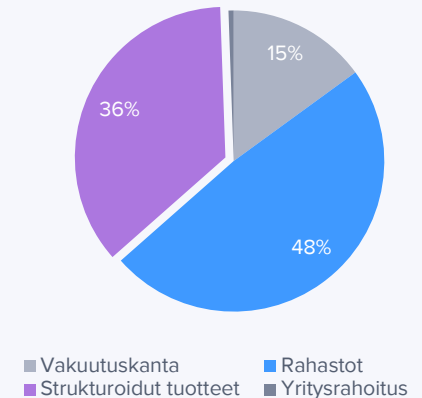
Yrityksen tuotetarjonnasta strukturoidut sijoitukset sekä vakuutukset kattavat noin 60 % liikevaihdosta ja perinteisemmät varainhoitotuotteet (rahastot) noin 40 %, kun toimialalla tyypillisesti painopiste on rahastoissa sekä varainhoitopalveluissa (täyden valtakirjan/konsultatiivinen omaisuudenhoito). Käsitteemme mukaan varainhoitopalvelusta saatavat palkkiot ovat vielä varsin marginaalisia.

Yrityksen liiketoimintamallin keskeinen haaste liittyy asiakkaiden matalaan ”share of walletiin”. Yritys on näkemyksemme mukaan asiakkaille etenkin tuotetalo kokonaisvaltaisen varainhoidon sijaan. Matala osuus asiakkaiden kokonaisvarallisuudesta johtaa luonnollisesti myös matalampaan asiakaskohtaiseen ansaintaan. Lisäksi tämä myös kasvattaa asiakkaiden pysyvyyteen liittyvää riskiä, vaikka historiallisesti Alexandrian asiakaspysyvyys onkin ollut korkea.

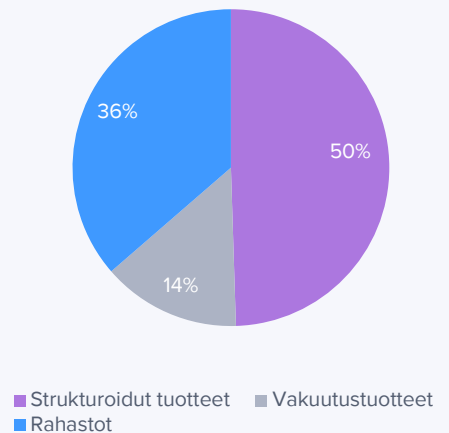
Toisena haasteena on yrityksen myyntikoneiston teho. Yrityksen myynti per työntekijä on seuraamistamme yrityksiä ylivoimaisesti alhaisin ja mielestämme yrityksen pitäisikin saada enemmän irti sen laajasta myyntiverkostosta. Näkemyksemme mukaan yrityksen olisi ensiarvoisen tärkeää onnistua kasvattamaan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

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

Hallinnoitavan varallisuuden jakauma\* (H1'23)



Liikevaihdon jakauma (H1'23)



\* Ei sisällä päällekkäisyyksiä, joten vakuutuslaskennassa 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 hieman alle 40 %. Jatkuvat tuotot johtavat liiketoiminnan parempaan ennustettavuuteen sekä pienempään riskiprofiiliin, joten niiden arvo on sijoittajan näkökulmasta selvästi kertatuottoja korkeampi.

### Strukturoidut tuotteet

Strukturoidut tuotteet ovat yhtiön suurin tuoteryhmä ja näistä saadut palkkiot olivat H1'23:lla 9,8 MEUR (2022: 15,7 MEUR) tai 46 % H1'23-liikevaihdosta. Yhtiön strukturoitujen tuotteiden kokonaismyyntivolyymi on kasvanut viime vuodet tasaisesti, ja yhtiö on samalla voittanut markkinaosuutta. Alexandrian markkinaosuus strukturoiduissa tuotteissa nousi voimakkaasti 2021 asti, jolloin se oli hetkellisesti markkinan suurin toimija Suomessa.

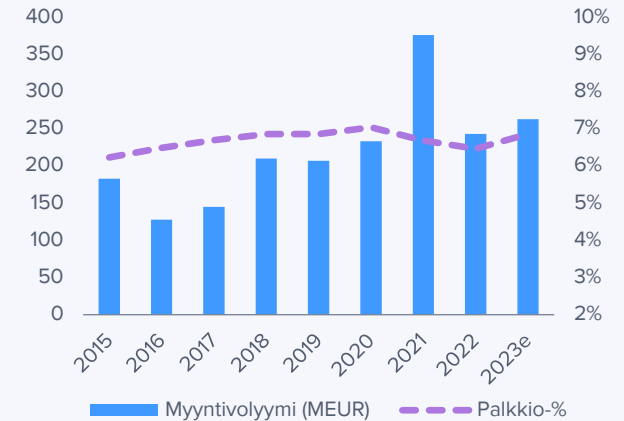
Suomen strukturoitujen tuotteiden markkina laski samaan aikaan johtuen arviomme mukaan matalasta korkotasosta, mikä heikensi mahdollisuuksia tehdä kiinnostavia tuotteita sijoittajille. Lisäksi monien keskeisten varainhoitopelurien strateginen fokus on ollut jatkuvan kassavirran tuotteissa (mm. rahastot ja varainhoito). Markkinan supistuminen näkyi erityisesti vain suuremmille asiakkaille (kuten instituutioille) tarjottujen yksilöityjen tuotteiden (private placement) volyymissä, mikä lähes puolittui 2017–2021 välillä.

2022 nähdyn räväkän korkojen nousun seurauksena yhä useampi toimija on ottanut aktiivisemman osan strukturoituihin tuotteisiin ja yhtiön markkinaosuus laski merkittävästi. Emme ole markkinaosuuden laskusta huolissamme, sillä kyseessä on ennemmin normalisoituminen 2022 poikkeukselliselta tasolta. Arviomme mukaan muiden toimijoiden kasvanut kiinnostus tuoteryhmää kohtaan on positiivista Alexandrialle, sillä se parantaa koko tuoteryhmän tunnettuutta. Uskomme, että nykyisen korkotason säilyessä strukturoitujen tuotteiden markkinalla on hyvät edellytykset kasvaa myös tulevana vuosina.

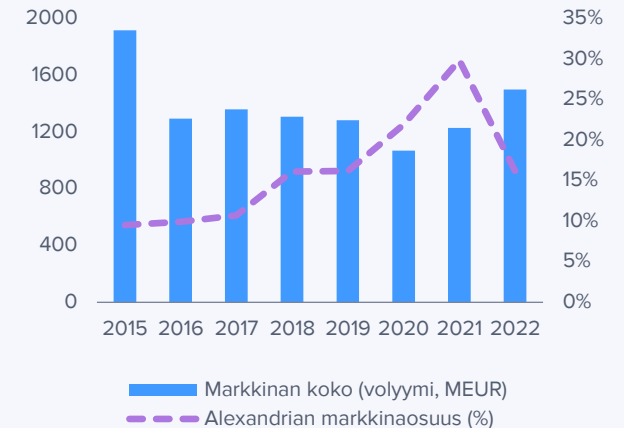
Strukturoitujen tuotteiden palkkio perustuu kertaluontoisiin strukturointipalkkioon (tyypillisesti ~5 %) sekä myyntipalkkioon (tyypillisesti ~2 %). Strukturoiduissa tuotteissa oleva varallisuus ei siten tuota yhtiölle jatkuvaa palkkiovirtaa. Historiallisesti Alexandria on saanut strukturoiduista tuotteistaan keskimäärin 6,7 % kokonaispalkkiota (pitää sisällään myös jälkimarkkinakaupat). Huomautamme, että palkkio sisältää kaikki tuotteen juoksuajan (tyypillisesti 5 vuotta) kustannukset.

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



# Liiketoimintamalli 3/6

## Rahastot

Alexandrialla oli H1'23 lopussa 11 sijoitusrahastoa ja niissä pääomia yhteensä 875 MEUR. Rahastoista saatavat palkkiot olivat vuoden 2023 ensimmäisellä puoliskolla 7,2 MEUR (2022: 14,1 MEUR), ja näistä palkkioista valtaosa on luonteeltaan jatkuvia hallinnointipalkkioita. Rahastojen palkkiovirta onkin laadultaan varsin korkea ja hyvin ennustettava. Käsityksemme mukaan huomattava osa yhtiön nettomerkinnoista tulee säästösopimusten kautta, minkä seurauksena yhtiön myynti on verrokkeihin nähden poikkeuksellisen vakaata. Tästä osoituksena jo vuosia jatkunut positiivisten kuukausittaisten nettomerkinnojen putki.

Koko konsernin palkkioista rahastojen osuus on noin kolmanneksen. Rahastojen hallinnoitavasta varallisuudesta 548 MEUR oli perinteisissä rahastoissa (osake-, korko- ja yhdistelmärahastot) ja loput 327 MEUR vaihtoehtoisissa rahastoissa. Yhtiöllä ei ole yhdessäkään rahastossaan tuottosidonnaista komponenttia, mikä on yhtiön hinnoitteluvoima huomioiden yllättävää. Näkemyksemme mukaan lisäämällä tuottosidonnaiset komponentit rahastoihinsa olisi yhtiöllä mahdollisuus kasvattaa palkkiovirtaansa.

Rahastojen keskimääräinen painotettu palkkiotaso 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 palkkiotasot ovat absoluuttisesti sekä suhteessa toimialan keskiarvoihin varsin korkeat ja mielestämme on selvää, että yhtiö tulee kohtaamaan muun toimialan tapaan jatkuvaa hintaeroosiota tulevina vuosina. Perinteisellä puolella yhtiön rahastojen palkkiotasot ovatkin tulleet viime vuosina selvästi alas.

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 ovat 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.

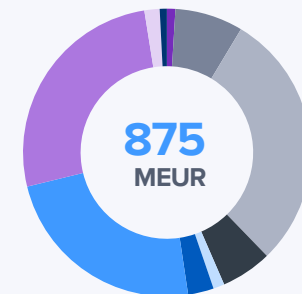
## Markkinakehityksen vaikutus rahastopääomiin

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 ja 3) suljetut vaihtoehtorahastot, joita Alexandria ei tarjoa.

### Rahastojen kehitys



### Rahastojen AUM:n jakauma (H1'2023)



- Kehittyvät markkinat osinko
- Kiinteistö
- Vaihtoehtokorko
- Tasapainoinen
- Pieniyhtiöt
- Maailma osake
- Reaaliomaisuus
- Maltillinen
- Tuottohakuinen
- Ympäristö ESR

# Liiketoimintamalli 4/6

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

Yleisen markkinakehityksen heijastumista yhtiön rahastopääomiin arvonmuutosten kautta voidaan karkeasti haarukoida perinteisten rahastopääomien osuudesta koko AUMia tai yhtiön palkkiotuottoja. Alexandrian liikevaihdosta näiden perinteisten UCITS-rahastojen osuus on noin 30 % (H1'23), joten lyhyellä aikavälillä markkinan vaikutus konsernin liikevaihtoon tulee pääosin strukturoiduista tuotteista, joiden myyntivolyymiä markkinakehitys näkemyksemme mukaan heiluttaa kvartaali- ja puolivuosisitasolla selvästi rahastopääomia ja näiden hallinnointipalkkioita voimakkaammin.

## Vakuutukset

Vakuutustuotteet (H1'23 osuus liikevaihdosta 13 %) 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 on tällä hetkellä 50 kEUR, mutta vuodesta 2024 alkaen 100 kEUR).

Myyntivolyymien 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, Lombard ja Henki-Fennia. Vakuutustuotteet toimivat ennen kaikkea kuorena Alexandrian omille tuotteille ja käsityksemme mukaan vakuutuskuorien sisällä tarjotaan pääasiassa yhtiön omia rahastoja ja strukturoituja tuotteita.

Vakuutustuotteiden palkkiorakenteet vaihtelevat tuotekohtaisesti, mutta tyyppillisesti 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 oli

yhdistää sijoittajat (Alexandrian omat asiakkaat) sekä rahaa tarvitsevat yritykset (lainanhakijat) sen oman alustan kautta. Vuonna 2021 yhtiö siirsi palvelun tiiviimmin osaksi muuta tarjontaansa, ja nimi vaihdettiin Alexandria Yritysrahoitukseksi. Palvelun käynnistämiseksi oli selkeitä haasteita ja lainavolyymit ovat jääneet toiminta-aikana hyvin pieniksi. Myös muilla vastaavaa palvelua pyörittäneillä yhtiöillä on ollut vastaavia haasteita, eikä enemmistö tiedossamme olevista toimijoista ole saanut mallia toimimaan Suomessa.

Alkuvuonna 2023 yhtiö tiedotti, että Yritysrahoitus lopettaa uusien lainojen välittämisen yritysasiakkaille. Käytännössä tämä tarkoittaa palvelun hidasta alasajoa, kun olemassa oleva lainakanta erääntyy ja näissä olevat pääomat palautetaan sijoittajille. Samalla yhtiö toteutti järjestelyn, jossa emoyhtiö osti 27 % vähemmistöosuuden nykyisiltä omistajilta, minkä jälkeen Yritysrahoitus on ollut konsernin omistuksessa.

Emme ole pitäneet Yritysrahoituksen menestymisedellytyksiä kovinkaan korkeana, ja Alexandrian osakkeenomistajien kannalta liiketoiminta on tarjonnut lähinnä hyvin maltillisen odotusarvon option. Päätös oli mielestämme looginen, sillä yritysrahoitus ei kuulu yhtiön ydinliiketoimintaan ja sen osuus liikevaihdosta on vain noin 2 %:n luokkaa. Liiketoiminta tekee arviomme mukaan nykyisillä lainavolyymeilla suunnilleen nollatulosta, joten alasajolla ei ole ollut vaikutusta tulosenusteisiimme tai näkemykseemme.

# 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 15,3 MEUR tai noin 40 % liikevaihdosta vuonna 2022. Palkkiokuluista 13,3 MEUR muodostui asiamiesten palkkioista ja 2,0 MEUR oli muita palkkiokuluja (mm. säilytyskulut). Rahastojen, vakuutusten ja strukturoitujen tuotteiden kolmansille osapuolille kuuluvat palkkiot on jo vähennetty liikevaihdosta.

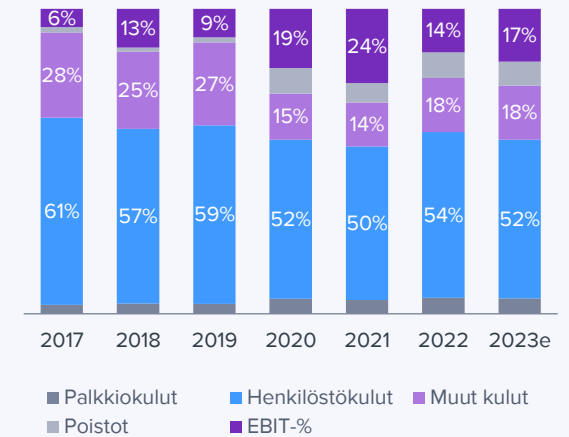
Suorien henkilöstökulujen osuus oli 7,5 MEUR tai 20 % liikevaihdosta. Mielestämme yhtiön henkilöstökulujen tarkasteluun tulee kuitenkin sisällyttää myös asiamieskulut yhtiön vahvasti myyntiin perustuvasta liiketoimintamallista johtuen. Näin laskettuna henkilöstökulut olivat noin 20,7 MEUR tai 54 % liikevaihdosta. 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 (paljon henkilökuntaa hallinnassa ja suhteellisen pieni

pääomamarkkinatiimi).

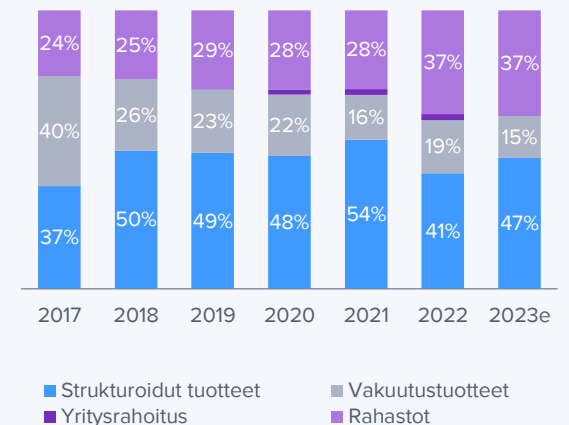
Yhtiön liikevaihto per työntekijä on myös matala suhteessa muihin seuraamiimme toimijoihin, mikä puolestaan heijastelee osin yhtiön yksityisjoihtajiin painottuvaa asiakaskuntaa ja liiketoimintamallia sekä sitä, että yhtiön nykyisellä henkilöstömäärällä pitäisi pystyä hallinnoimaan selvästi nykyistä suurempaa 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 vuonna 2022 5,8 MEUR tai 15 % liikevaihdosta. Taso on varsin hyvin linjassa keskeisten verrokkien kanssa. Viimeinen merkittävä kuluerä yhtiölle on poistot. Yhtiö poistaa FAS-kirjanpitosäädösten mukaisesti liikearvoa ja 2022 liikearvopoistojen määrä oli noin 0,8 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 vuokratulua), ja tämä erä oli vuonna 2022 2,0 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

Alexandrian kannattavuus on tehnyt merkittävän tasokorjauksen vuoden 2019 saneerauksen jälkeen. 2020–2023e keskimääräinen liikevoittomarginaali on ollut 21 %, eli kaksinkertainen vuosien 2013–2019 keskiarvoon.

2021 yhtiön liikevoitto kohosi muun sektorin tavoin erinomaiselle tasolle markkinan vetoavun seurauksena. Yhtiön saavuttama 28 %:n liikevoittomarginaali oli sen historian selvästi paras niin absoluuttisesti kuin suhteellisesti. Taso on toimialan mittakaavassa edelleen keskitasoa, mutta tuottopalkkioista oikaistuna kohtuullisen hyvä. Alexandrialla ei ole tuotteissaan ollenkaan tuottopalkkiokomponenttia ja ilman tuottopalkkioita yhtiön edellä kannattavuudessa olivat seuraamistamme yhtiöistä vuonna 2021 vain eQ, Evli ja Titanium.

Arviomme mukaan yhtiön normalisoitu kannattavuustaso on tällä hetkellä noin 20 %. 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 verrokillä. 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 minimimitavoite +20 %.

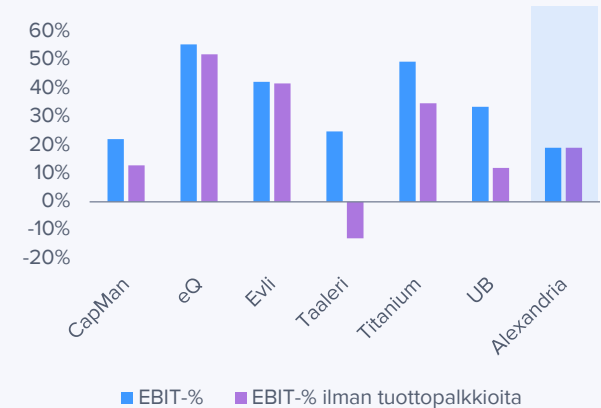
Sijoittajan on myös syytä huomioida, että vaikka yhtiön operatiivinen kulurakenne onkin verrokkeihin nähden melko raskas, on kuitenkin selvää, että kasvu on kannattavuuden parantamisessa huomattavasti säästöjä merkittävämmässä roolissa. Käytännössä tämä tarkoittaa liikevaihdon kasvua ennen kaikkea asiakkuuksien 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.

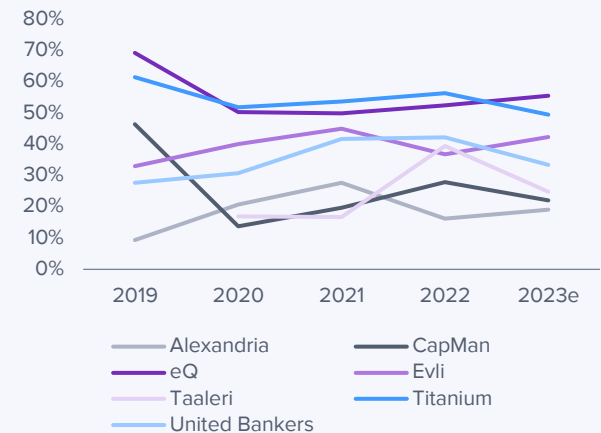
### \*Inderesin huomiot:

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

Varainhoitoliiketoimintojen kannattavuudet-% 2023e\*



Varainhoitoliiketoimintojen EBIT-%



# 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 strategian voi tiivistää kolmeen asiaan (tarkempi strategikuvaus 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 kolmannes (50 tEUR / 150 tEUR) ja taso on selvästi keskimääräisiä listattuja verrokkeja matalampi. Vaikka yhtiön ansainta per hoidossa olevat varat onkin verokkiryhmän 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 asteittain 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. Tuotetarjonnan laajentamisen osalta yksi potentiaalinen tie olisi ottaa omaan tarjontaan jonkin nimekkään kansainvälisen tahon tuotevalikoima.

Kulutehokkuus on mielestämme pitkälti alistettu liikevaihdon kehitykselle ja sieltä syntyvällä tehokkuusparannukselle. Vaikka yhtiön kulutasossa onkin varmasti edelleen tehostamisvaraa, on tämän merkitys kasvua selvästi pienempi 2022 saneerauksen jälkeen.

### Yrityskaupat osana tulevaisuutta

Mielestämme yrityskaupat tarjoavat Alexandrialle hyvät lähtökohdat omistaja-arvon luomiseksi. Sen lisäksi, että yritysjärjestelyiden logiikka on finanssisektorilla varsin suoraviivainen (käsitelty

sivulla [24](#)), pystyisi Alexandria saamaan yrityskaupoilla enemmän tehoa irti nykyisestä varsin raskaasta hallintorakenteestaan sekä myyntikoneestaan.

Alexandria otti konsolidaation ensiaskeleet ostamalla osuuden EAB:stä lokakuussa 2021 ja mielestämme oli alusta asti selvää, että Alexandrian tavoitteena oli fuusio EAB:n kanssa. EAB päätyi kuitenkin fuusioitumaan Evlin kanssa tapahtumarikkaiden vaiheiden jälkeen.

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 tasavertaista kumppania. Näin ollen pidämme isompaa järjestelyä Alexandrian kohdalla epätodennäköisenä ja todennäköisemmin ostokohteeksi päätyy joku pienempi taho.

# Strategia ja taloudelliset tavoitteet 2/3

## Inderesin näkemys Alexandrian strategian keskeisistä kulmakivistä



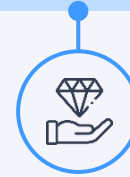
### Jatkuvien tuottojen ja volyymin kasvu

- 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 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 tuotevetoisen asiamiesmallin varainhoitomalliin.

- Laajempi tuotetarjonta etenkin rahastoissa auttaa asiakkuuksien kasvattamisessa, mutta varainhoitopalvelu on huomattavasti tätä merkittävämmässä roolissa.
- Asiakkuuksien 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.

- Kulutehokkuus parantunut vuosien 2020–2023 aikana selvästi saneerauksen ja kasvun ansiosta.
- Kulutehokkuuden parantumisen jatkuminen vaatii taakseen yhä enemmän liikevaihdon kasvua.
- Kulutehokkuuden parantuminen onkin 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. Yhtiön liikevaihto on tavoitteen antamisen jälkeen polkenut paikallaan hankalan markkinatilanteen myötä ja tavoite alkaa vaikuttaa hyvin haastavalta. Yhtiön pitäisi kasvaa yli 15 %:n vuotuista vauhtia 2024–2025 ja pidämme tätä hyvin epätodennäköisenä nykyisellä tuotetarjonnalla.

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 yhtiö tulee jäämään tavoitteestaan selvästi ilman yrityskauppoja. Tavoitteen saavuttamista tärkeämpää olisi saada yhtiö kestävämmälle sekä ripeämmälle kasvu-uralle. Käytännössä tämä tarkoittaisi jatkuviin palkkioihin pohjautuvaa kasvua, eli rahastoja sekä selkeitä onnistumisia varainhoitopalvelun (Alva) ylösajossa.

**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 jakauman 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 eikä sen saavuttamisen pitäisi olla erityisen vaikeaa, kunhan liikevaihto pysyy jonkinlaisella kasvu-uralla lähivuosina. 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 avokätinen. 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 päivitettyjen tavoitteiden yhteydessä 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 tukitaseista (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: **46,3 MEUR**
- Liikevoitto 2023–2025 keskimäärin: **+20 %**
- AUM 2025: **~2,1 miljardia**
- Voitonjakosuhte 2023–2025 keskimäärin: **+90 %**

### Kannattavuus vs. 2025 tavoite



# Varainhoitomarkkina 1/7

## Varainhoitomarkkina kasvaa heikosta talouskehityksestä huolimatta

Varainhoitomarkkina on Suomessa verrattain nuori 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 kotitalouksien ylivoimaisesti suurin varallisuuserä, vaikka muut sijoitusmuodot ovatkin yleistyneet. Pääomamarkkinoiden nuori ikä näkyy Suomessa myös siten, että kotitalouksien asuntojen ulkopuolisesta sijoitusvarallisuudesta huomattava osa on edelleen pankkien käyttötileillä.

Suomen omaisuudenhoitomarkkinan koko oli 2022 lopussa arviomme mukaan noin 230 miljardia euroa hallinnoitavan varallisuuden määrällä mitattuna (lähde: Finanssivalvonnan tilastot). Kokonaismarkkinan liikevaihdoksi arvioimme puolestaan noin 1,7 mrd. euroa vuonna 2022. Vuodesta 2014 markkina on kasvanut laskelmiemme mukaan noin 9 %:n keskimääräistä vuosivauhtia (CAGR).

Valtaosa kokonaismarkkinan liikevaihdosta tulee rahastoista veloitetavista palkkioista. Lisäksi merkittävä määrä varallisuutta on erilaisten omaisuudenhoitosopimusten alaisuudessa (mm. täyden valtakirjan varainhoito), mutta näiden keskimääräinen palkkiotaso on selvästi rahastoja

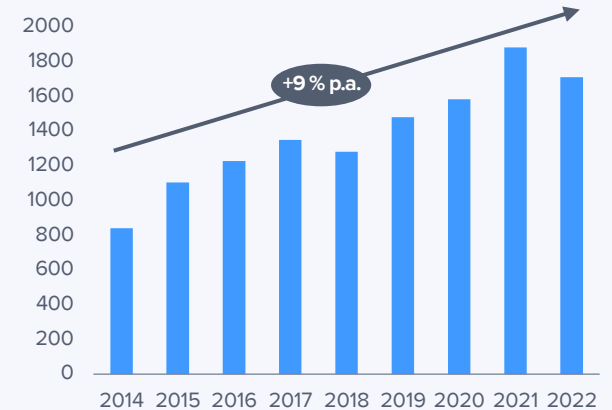
matalampi. Emme ole esimerkiksi sisällyttäneet laskelmiimme arvioita erilaisista kertapalkkioista (mm. tuottosidonnaiset palkkiot ja merkintä-/lunastuspalkkiot), jotka nostavat todellista lukua.

Huomautamme, että markkinan tarkan kokoluokan laskeminen on näistä lähtökohdista haastavaa, sillä se riippuu lisäksi siitä, minkälaisia oletuksia tehdään tuotteiden keskimääräisistä palkkiotasosta. Näin ollen laskelmaamme tulee suhtautua ennen kaikkea suuntaa antavana.

## Pitkän aikavälin näkymä on hyvä

Pitkällä aikavälillä Suomen omaisuudenhoitomarkkina tulee saamaan merkittävää tukea rakenteellisesta muutoksesta, kun suurten ikäluokkien keräämää varallisuutta 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 omatoimiselle kerryttämiselle. 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, joten kyseessä on edelleen selkeä kasvuala.

Kotimaisen varainhoitomarkkinan kehitys (MEUR)

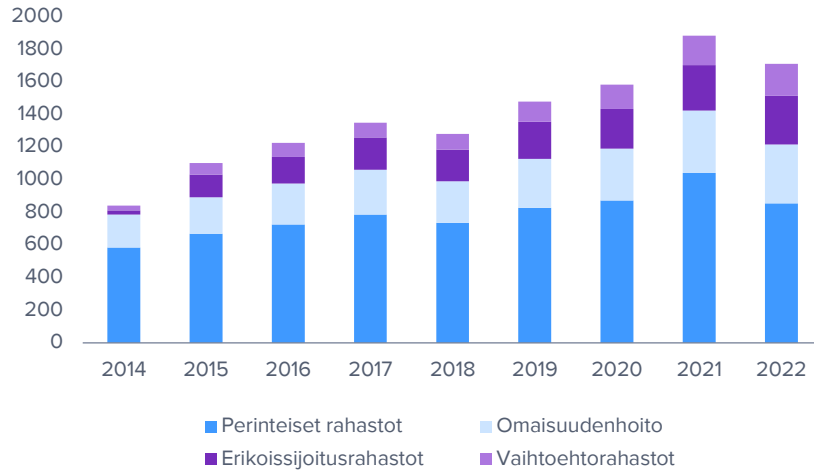


Esimerkkejä suomalaisista varainhoitajista

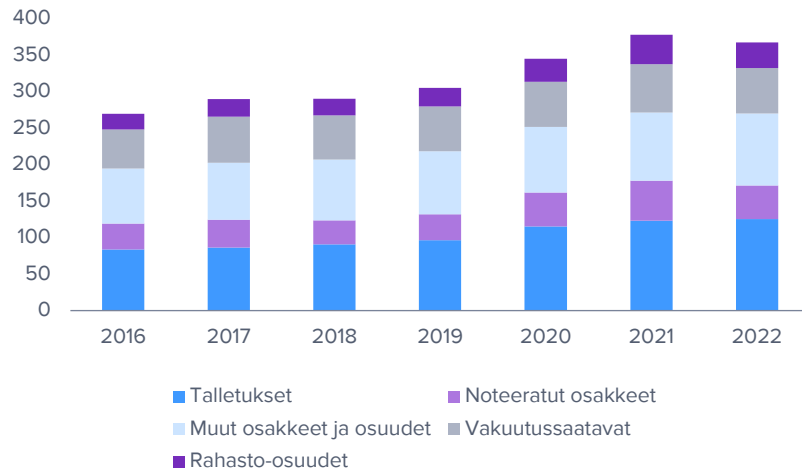


# Varainhoitomarkkina 2/7

Kotimaisen varainhoitomarkkinan kehitys (MEUR)



Kotitalouksien rahoitusvarat (mrd. euroa)

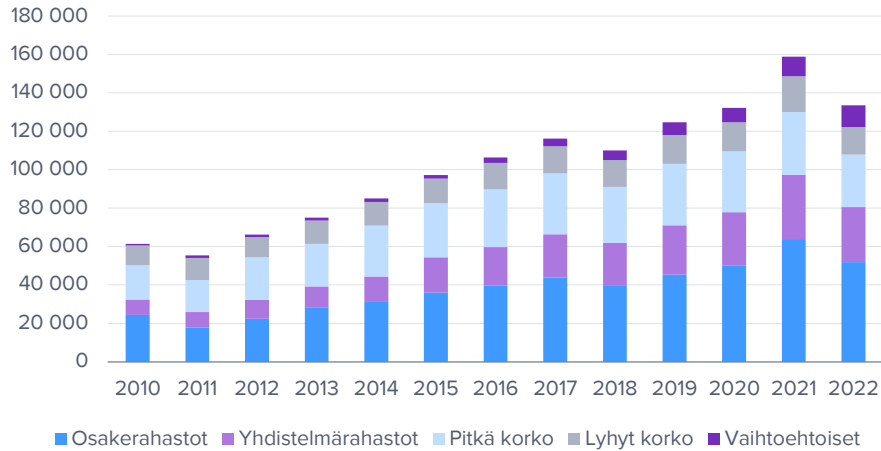


## Varainhoitomarkkinan ajurit

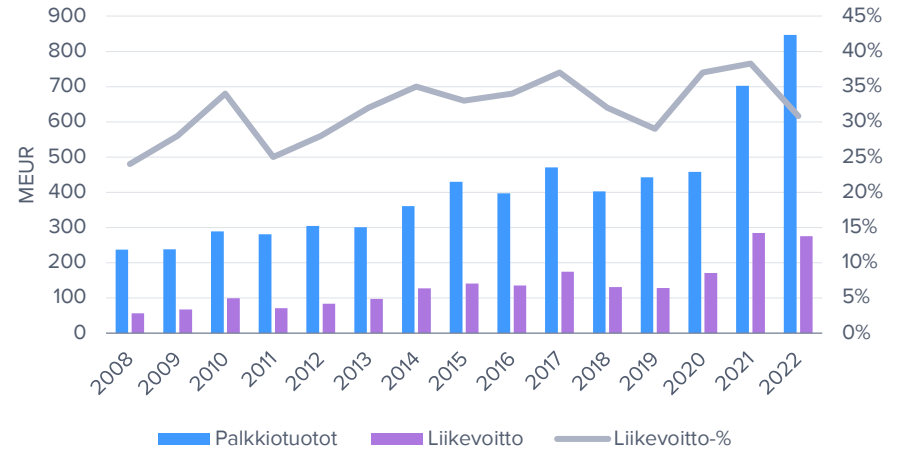


# Varainhoitomarkkina 3/7

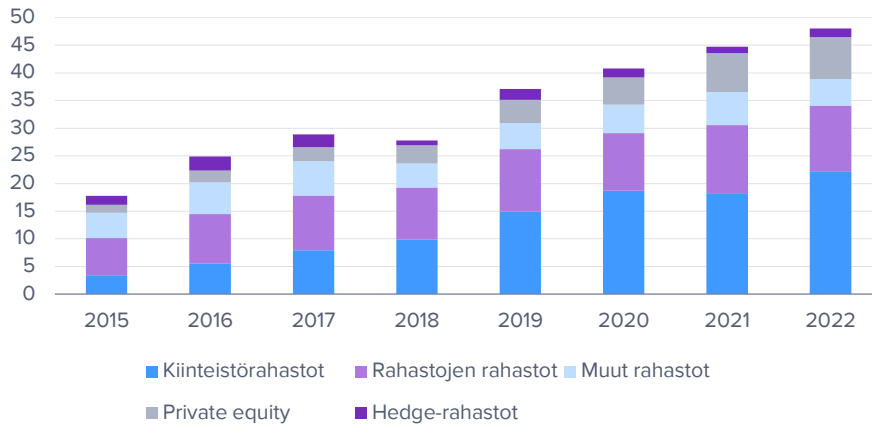
Suomen sijoitusrahastopääomien kehitys (MEUR)



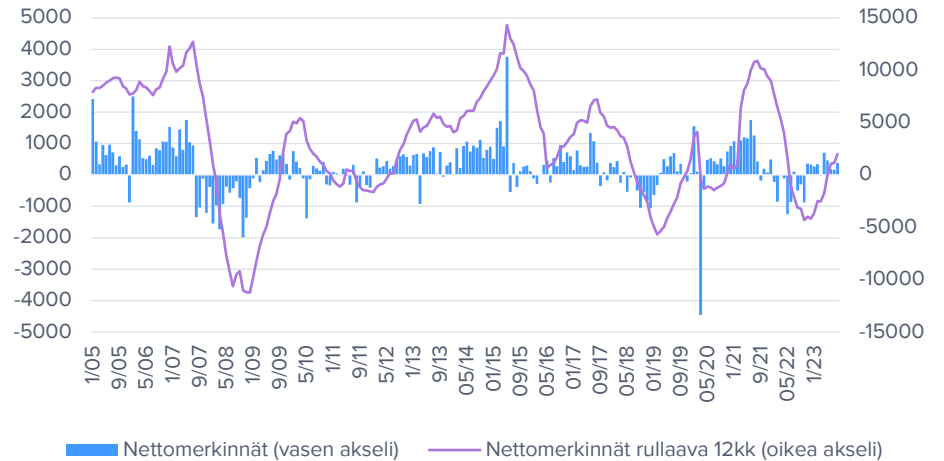
Sijoituspalveluyritysten liikevaihto ja kannattavuus Suomessa



Kotimaisten vaihtoehtorahastojen ja erikoissijoitusrahastojen pääomat (mrd. euroa)



Kotimaisten sijoitusrahastojen nettomerkinnot (MEUR)



# Varainhoitomarkkina 4/7 – toimialan trendit

## Vastuullisuus (ESG)



Vastuullisuudesta on tullut keskeinen osa sijoitusprosessia, kun sijoittajat haluavat yhä voimakkaammin vaikuttaa pääomillaan. Vastuullisuudesta on jo muodostunut keskeinen sijoituspäätöksiä ohjaava teema sekä merkittävä standardi koko toimialalle.

## Korkojen renessanssi



Lähes vuosikymmenen kestäneen matalien korkojen ajan jälkeen korot ovat nousseet voimakkaasti ja tämän myötä tehneet paluun relevantiksi omaisuusluokaksi.

## Digitalisaatio



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

## Regulaation lisääntyminen

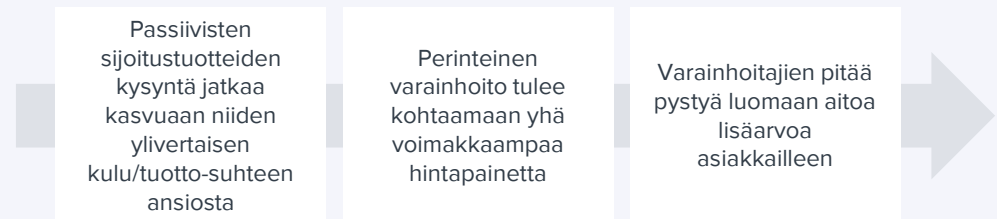


Regulaation lisääntyminen kasvattaa toimijoiden hallinnollista taakkaa ja hankaloittaa etenkin pienten toimijoiden asemaa. Pahimmin regulaatio iskee pienten toimijoiden lisäksi pankkeihin.

## Sijoittajien muuttuvat tarpeet



## Sijoittajien vaatimustaso nousee

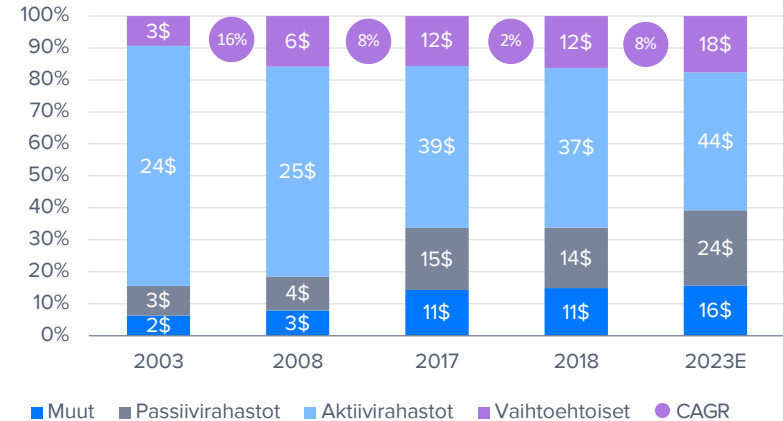


# Varainhoitomarkkina 5/7 – toimialan trendit

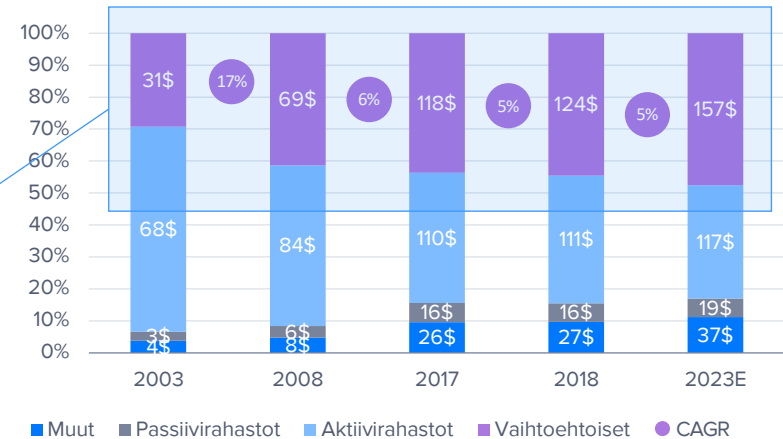
## Vaihtoehtoisten voittokulku



Globaali AUMin jakauma (biljoonaa USD)



Globaali liikevaihdon jakauma (mrd. USD)



Lähde: BCG Global Asset Management 2019

# Varainhoitomarkkina 6/7 – toimialan 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.

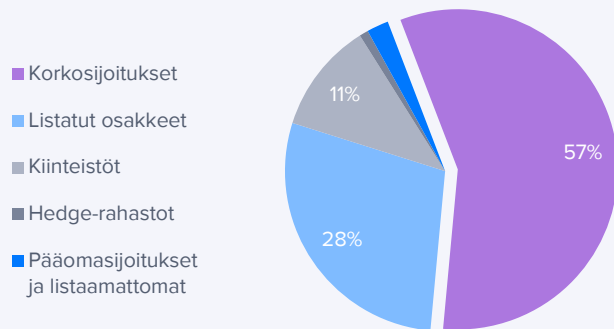
## Kasvava riskinotto

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.

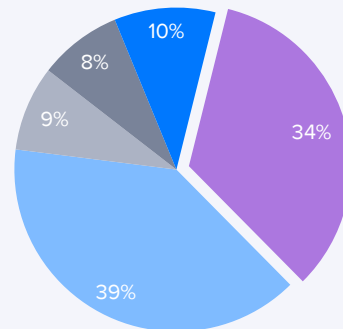
## Kestävyysvaje uhkaa

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 tuleekin yhä kasvamaan yhtenä keinona vastata näihin haasteisiin.

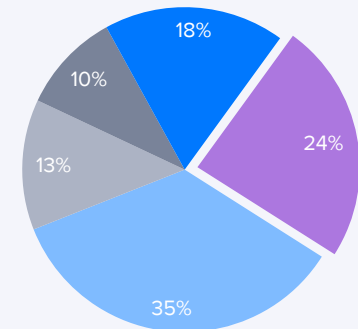
Työeläkelaitosten allokaatio 2004



Työeläkelaitosten allokaatio 2019



Havainnollistus työeläkelaitosten mahdollisesta allokaatiosta 2029\*



# Varainhoitomarkkina 7/7 – toimialalla odotettavissa konsolidaatiota

## Varainhoitomarkkinan kilpailukenttä

**Pankit**

Nordea  PANKKI

ÅLANDSBANKEN  Aktia

Danske Bank 

**Keskisuuret sijoituspalveluyhtiöt**

MANDATUM  CapMan

LÄHITAPIOLA  TAALERI

TITANIUM  ALEXANDRIA

**Pienet sijoituspalveluyhtiöt**

ICECAPITAL 

FOURTON 

PYN ELITE 

## Konsolidaatioajurit

**Trendit**

Digitalisaatio Regulaatio

Korkotuottojen paluu Vaihtoehtoiset omaisuusluokat

Vastuullisuus (ESG)

**Myyntisynergiat** **Kustannussynergiat**

Tuote- ja palvelutarjonnan laajentaminen IT-kulut

Kasvava jakeluvoima Hallintokulut

Hallinnoitavien pääomien kasvu Henkilöstökulut

Konsolidaatiolle on olemassa selvät ajurit ja konsolidaatiokehitys tulee näkemyksemme mukaan jatkumaan aktiivisena

## Toteutuneita järjestelyjä

CapMan  

ELITE 

TITANIUM 

TAALERI 

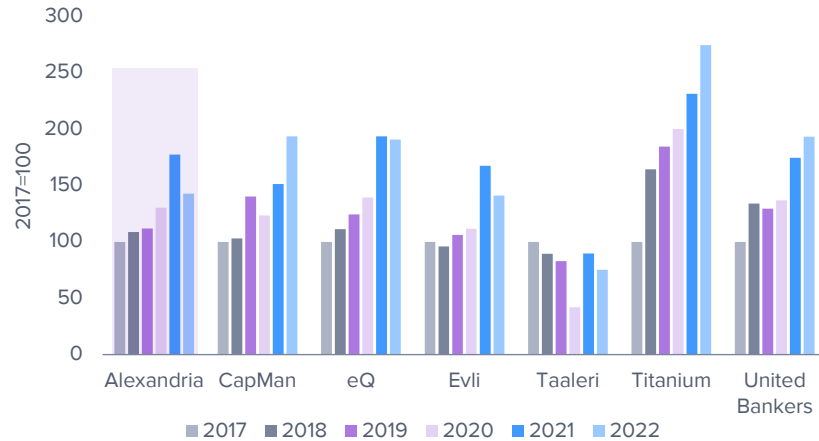
Aktia 

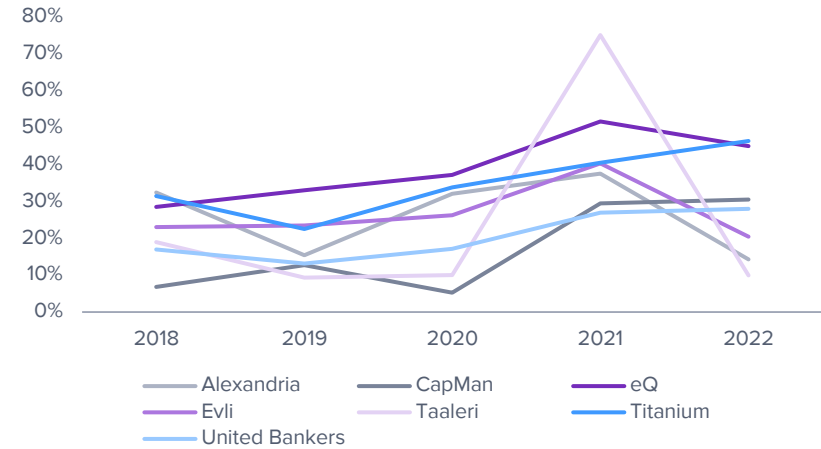


# Alexandria suhteessa kotimaisiin verrokkeihin 1/2

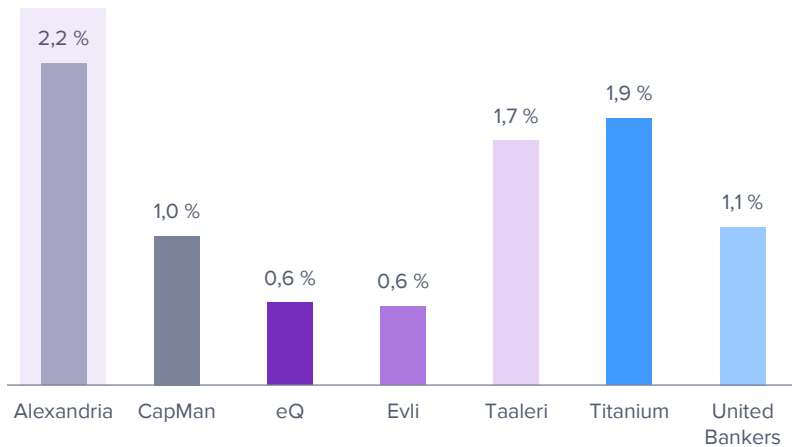
Liiketoiminnan tuottojen kehitys indeksoituna



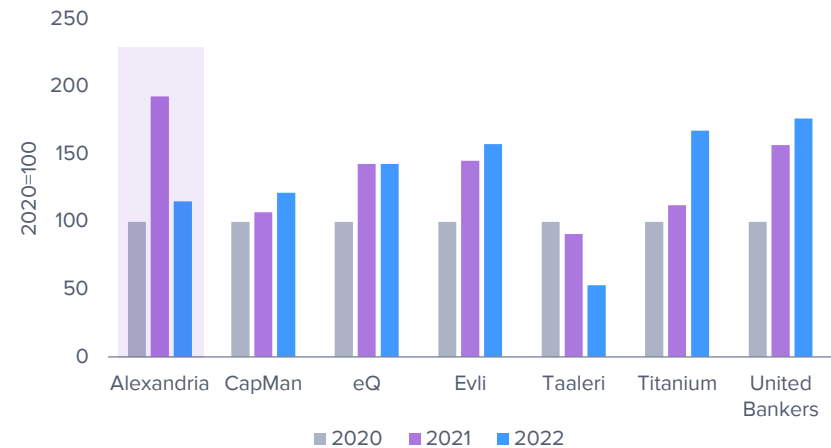
Oman pääoman tuotto (ROE)



Liikevaihto/AUM-%

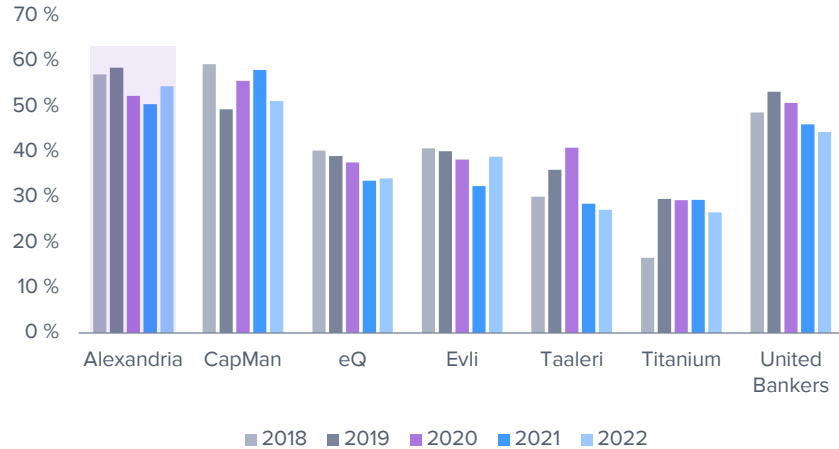


Osinko per osake kehitys indeksoituna

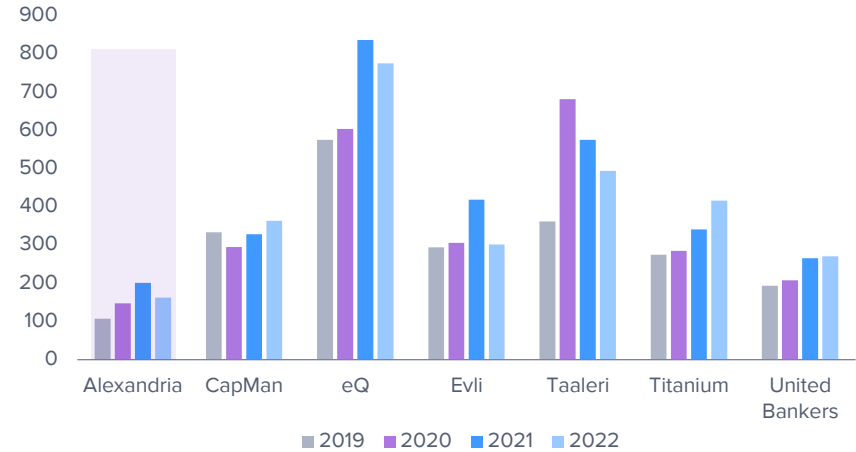


# Alexandria suhteessa kotimaisiin verrokkeihin 2/2

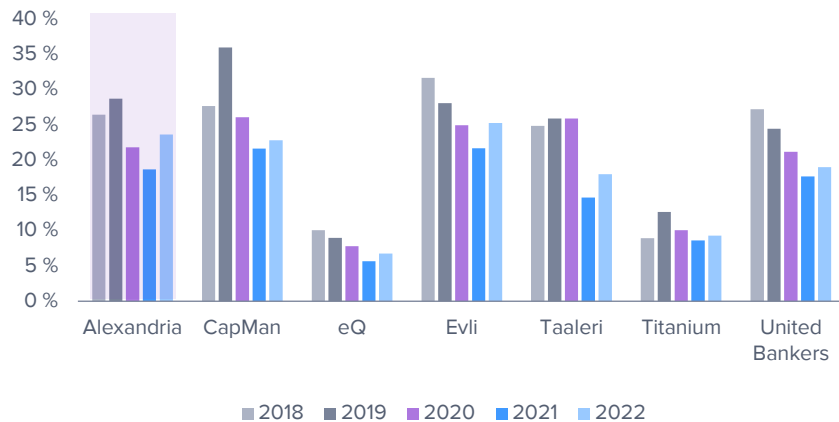
Henkilöstökulut suhteessa liikevaihtoon (konserni)



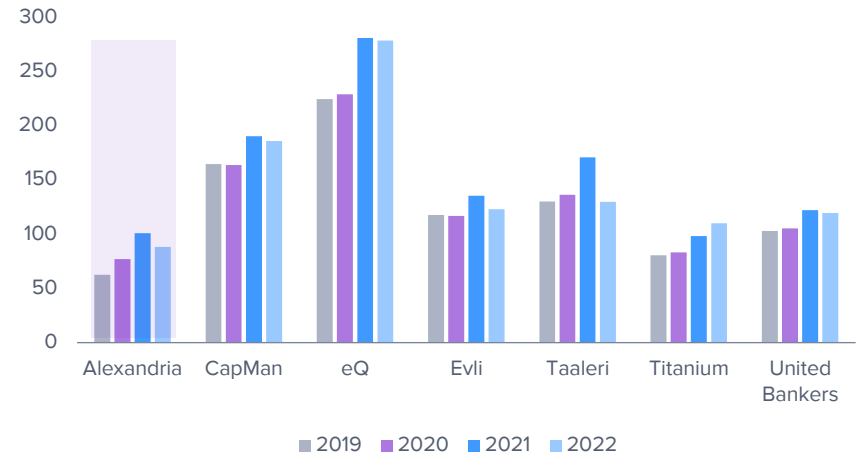
Liikevaihto per työntekijä (TEUR)



Hallintokulut, muut kulut ja poistot suhteessa liikevaihtoon (konserni)



Henkilöstökulut per työntekijä (TEUR)



**Inderesin huomiot:**

- Liikevaihto per työntekijä laskettu keskimääräisellä henkilöstömäärällä.
- Asiamiehet laskettu henkilöstöön ja henkilöstökuluihin mukaan
- Taalerin 2019–2021 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.

Erittäin vahva tase mahdollistaa yritysjärjestelyt

## Potentiaali



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

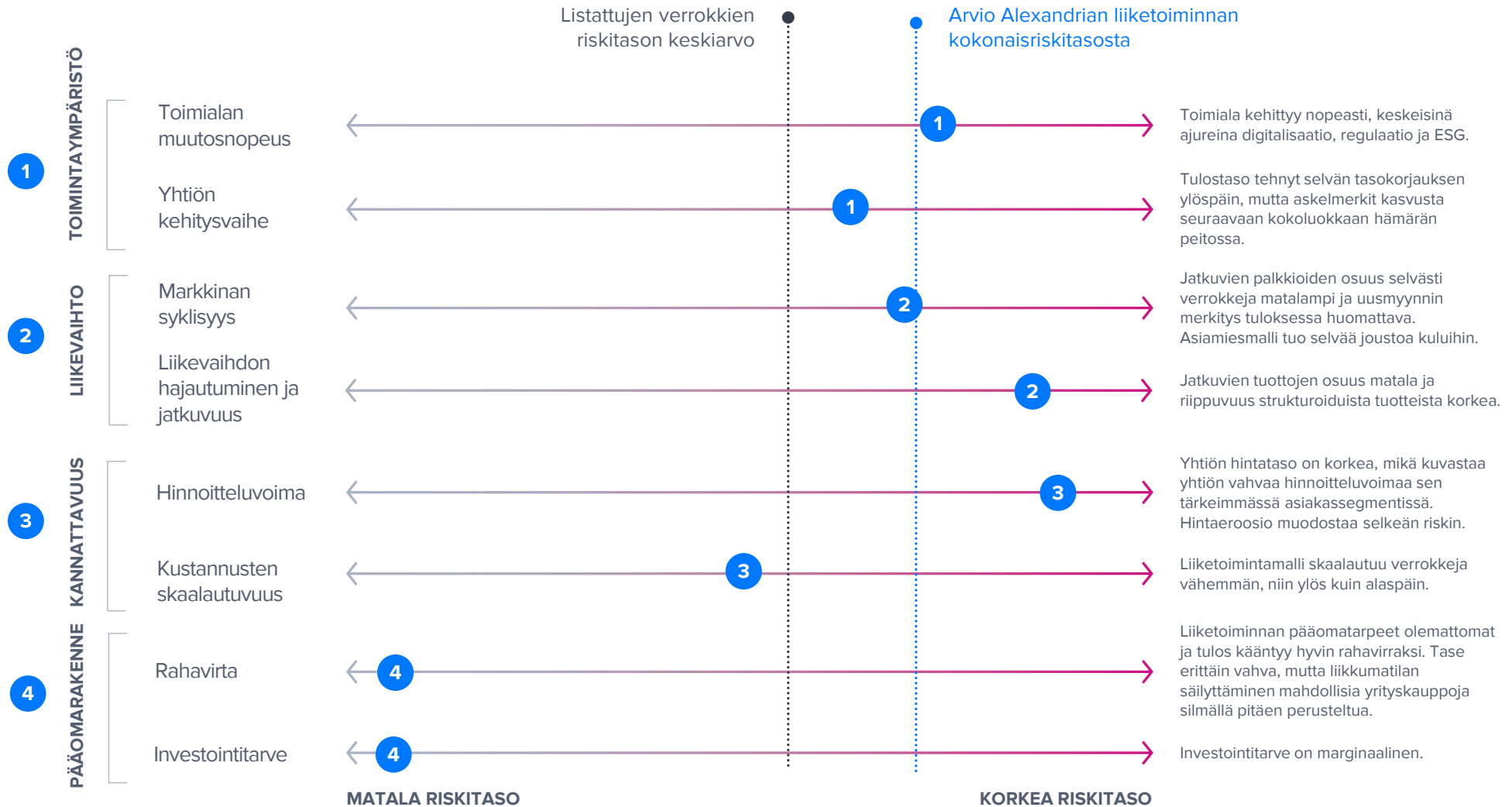
---

## Riskit



- Jatkuvien palkkioiden osuus edelleen suhteellisen matala, mikä heikentää tuloksen ennustettavuutta
- Markkinatilanteen heikentyminen
- Hintaaeroosio

# Liiketoimintamallin riskiprofiili



# Taloudellinen tilanne

## Tase on hyvin yksinkertainen

Alexandrian tase on sijoittajien näkökulmasta hyvin yksinkertainen. Taseen loppusumma oli H1'23:n lopussa 38,9 MEUR ja tästä omaa pääomaa 29,0 MEUR. Yhtiön omavaraisuusaste nousi vuodentakaisesta 74,5 %:iin (H1'22: 71,6 %) ja toimialalle tyypilliseen tapaan Alexandria on myös nettovelaton.

Pitkäaikaisten varojen osalta yhtiöllä on taseessaan noin 6,8 MEUR:n edestä liikearvoa 2019 ja 2020 toteutettuihin Premium Advisorsin sekä Alexandria Marketsin vähemmistöosuuden 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 omaisuususerä on IFRS 16 -vuokravastuut (5,5 MEUR). Tämän lisäksi yhtiöllä on kiinteistöomistuksia 1,1 MEUR:n edestä. Muilta osin taseessa ei ole merkittäviä pitkäaikaisia eriä. Alexandrian lyhytaikaiset varat koostuvat käteisestä (10,7 MEUR) sekä liiketoiminnan pyörittämiseen liittyvistä noin 4 MEUR:n myyntisaamisista.

Yhtiöllä oli H1'23 lopussa vielä Evlin osakkeita (EAB kaupan peruja) taseessaan, mutta katsauskauden jälkeen yhtiö irtaantui niistä. Tämä myynti on supistanut oleellisesti osakkeet ja osuudet -erää, joka oli vielä H1'23 lopussa 6,1 MEUR. Käteistä yhtiöllä oli H1'23 lopussa noin 11 MEUR ja EAB osakkeiden myynti huomioiden noin 15 MEUR.

Yhtiön liiketoiminta ei vaadi pyöriäkseen juurikaan pääomia, joten käytännössä vakavaraisuusvaatimukset asettavat raamit yhtiön taserakenteelle. Viranomaisvaatimusten asettama minimitaso yhtiön vakavaraisuussuhteelle on 8 %, kun se H1'23:n lopussa oli noin 31 %.

## Tase tarjoaa jonkin verran liikkumavaraa

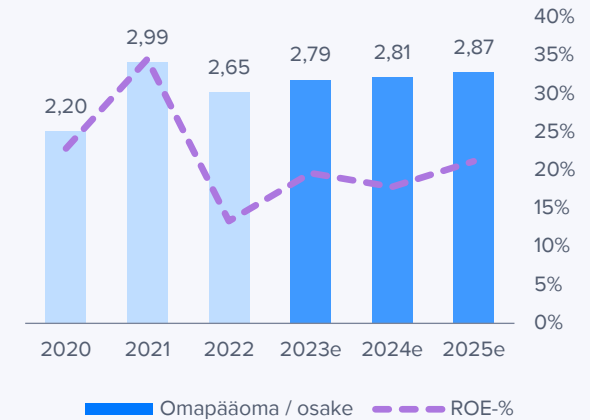
Alexandrian kannattaa säilyttää merkittävää pääomapuskuria yli viranomaisten asettaman minimitason johtuen yhtiön jatkuvien tuottojen matalasta osuudesta sekä suhteellisen matalasta kannattavuustasosta, asiamiesmallin tuomasta joustosta huolimatta. Alexandria on myös avoimesti kommunikoinut aikeistaan 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.

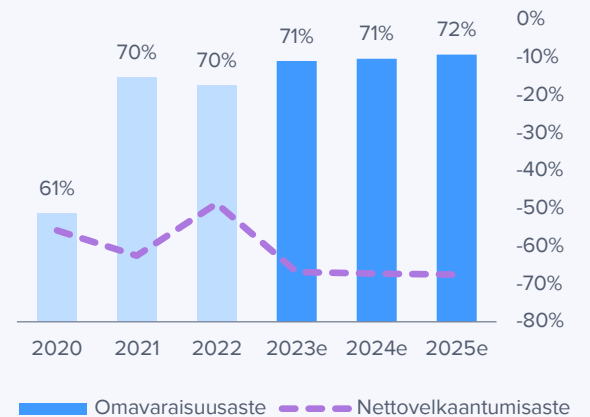
## Vähemmistöt

Yhtiöllä on 10 %:n vähemmistö Alexandria Markets Oy:stä. Markets on historiassa vastannut valtaosasta yhtiön tulosta (2022 Markets EBIT 5,5 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

## Ennusteiden taustat

Pääomamarkkinoiden tila on heikentynyt selvästi parin vuoden takaisesta johtuen etenkin korkojen noususta. Mielestämme korkojen nousulla on ollut fundamentaalisia vaikutuksia myös toimialan pidemmän aikavälin trendeihin. Korkotuotteiden kohentuneet tuottonäkymät ja niiden nousu relevantiksi omaisuusluokaksi tulevat todennäköisesti pysäyttämään korkoalokaatioissa pitkään jatkuneen laskun ja mahdollisesti jopa nostamaan korkoalokaatioita, kun alun perin korkoihin tarkoitettu pääoma palaa sinne. Huomautamme kuitenkin, että korkeammat inflaatio-odotukset laskevat korkojen tarjoamaa reaalityottoa selvästi.

Vaihtoehtoisista tuotteista on tullut pysyvästi oleellinen osa modernia sijoitussalkkua niiden parantaessa salkun riski/tuotto-suhdetta ja niiden rooli tulee säilymään merkittävänä niin sijoittajille kuin varainhoitajille. Mielestämme on kuitenkin selvää, että korkojen nousua jälleen relevantiksi omaisuusluokaksi tulee kilpailu vaihtoehtoisten tuotteiden välillä kiristymään ja tuotteiden laadun merkitys korostuu tässä ympäristössä.

Alexandrian kannalta korkojen nousun ehdottomana plussana on pääomaturvattujen tuotteiden paluu tuotevalikoimaan. Arviomme mukaan tämä parantaa strukturoitujen tuotteiden kasvunäkymää selvästi.

Muilta osin odotamme Suomen varainhoitomarkkinan jatkavan selvässä rakenteellisessa kasvussa lyhyen aikavälin vastatuulesta huolimatta. Näemmekin markkinatilanteen olevan lähivuosina Alexandrian kannalta vähintään kohtuullinen ja korkojen

nousun vaikutus yhtiölle on positiivinen etenkin pidemmällä aikavälillä.

## Ennustemuutokset

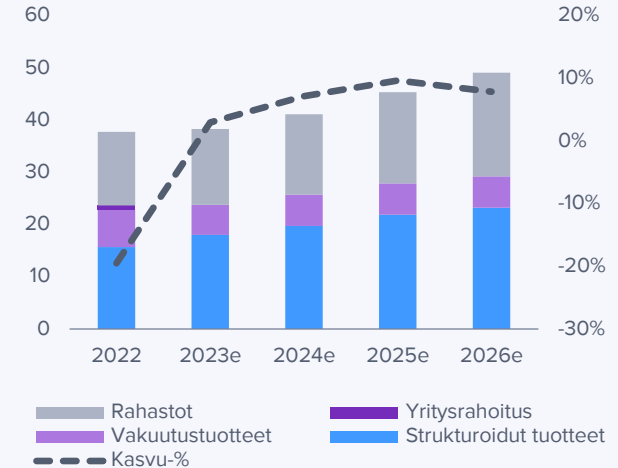
Olemme tarkistaneet lähivuosien ennusteitamme alaspäin 6-7 %:lla. Taustalla on etenkin rahastojen liikevaihto, joka on H2:lla kehittynyt odotuksiamme vaisummin negatiivisten markkinamuutosten sekä lunastusten osalta. Lisäksi odotamme lievää marginaalieroosiota, kun myynnin painopiste siirtyy aiempaa enemmän korkopainotteisiin tuotteisiin. Muilta osin ennustemuutokset ovat säilyneet pieninä. Ennustemuutosten yhteenvetotaulukko löytyy sivulta [34](#).

## Ennusteet yhteenveto

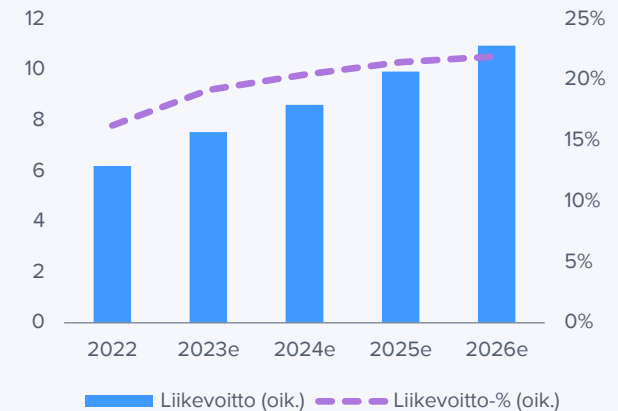
Odotamme Alexandrian palkkioiden palaavan terveeseen kasvuun H2'23 alkaen. Kasvua ajavat rahastojen jatkuva uusmyynti sekä strukturoitujen tuotteiden keskikoon elpyminen.

Rahastojen uusmyyntilukujen odotamme nousseen pysyvästi historiallisesta noin 50 MEUR:n tasosta yli 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. Myös koko toimialalla nähtävä jakauman muutos (korkotuotteiden paluu) heikentää keskimääräistä palkkioitasoa. Varainhoidon osalta emme ennusta erillisiä palkkioita, vaan näemme sen ennen kaikkea rahastoliiketoiminnan myyntiä tukevana palveluna. Emme kuitenkaan odota ennusteissamme suurempaa läpimurtoa varainhoidossa ja tämän onnistuessa voisi ennusteissamme luonnollisesti olla selkeää nousuvaraa.

### Palkkioiden kehitys (MEUR)



### Liikevoitto (MEUR) ja kannattavuus-%



## Ennusteet 2/3

Strukturoitujen tuotteiden osalta kasvunäkymä on parantunut selvästi ja odotamme niiltä varovaista kasvua lähivuosilta. Keskeisenä haasteena strukturoitujen tuotteiden osalta näemme yhtiön jo valmiiksi erittäin korkean kappalemääräisen volyymin, minkä merkittävää kasvattamista pidämme hankala. Näin ollen kasvu tulee etenkin tuotteiden kokoluokkien asteittaisesta elpymisestä kohti historiallisia tasoja.

Vakuutusten osalta kasvunäkymä on selvästi haastavampi emmekä odota niissä kasvua. Vaikka yhtiö onkin lanseerannut uusia vakuutus tuotteita ja parantanut omaa tarjontaansa, on kilpailu kiistatta kiristynyt (mm. osakesäästötili, Nordnetin mukaantulo sijoitusvakuutuksiin) ja pidämme perusteltuna suhtautua varovaisesti vakuutusten näkyymiin. Odotamme kuitenkin jo vuosia jatkuneen laskun vihdoin tyrehtyvän 2024.

Kulujen osalta odotamme maltillista kasvua ja liikevoitto valuu noin 30 % suhteella läpi tulokseen. Vaikka Alexandrian tulos skaalautuu monia verrokkeja heikommin johtuen asiamiesmallin rakenteesta, olisi yhtiöllä potentiaalia ennusteitamme suurempaan skaalautumiseen etenkin kiinteiden kulujen osalta. Tämä vaatisi kuitenkin voimakkaampaa liikevaihdon kasvua, minkä osalta paine on etenkin rahastoilla sekä varainhoidolla.

Kokonaisuutena odotamme oikaistun liikevoiton kasvavan 2022–2026 välillä keskimäärin 15 %:lla vuodessa. Alexandrian palkkioiden jakauma tulee parantumaan ennustejaksolla selvästi rahastojen osuuden kasvun myötä. Muistutamme, että yhtiö raportoi Suomen tilinpäätösnormiston mukaan, joten tuloksen osalta suosittelemme seuraamaan liikearvopoistoista oikaistuja numeroita.

### 2023: Tulos kääntyy selvään kasvuun

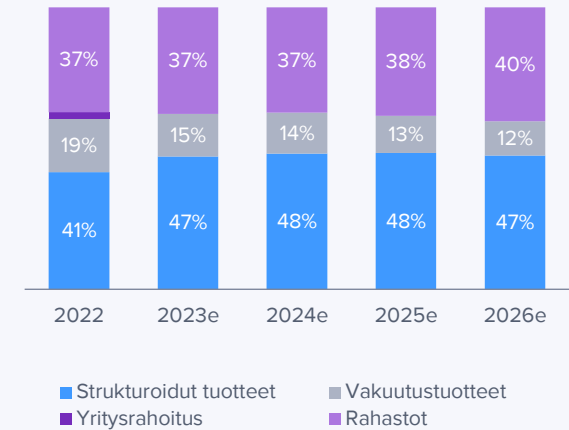
Vuoden 2023 ensimmäinen puolisko sujui yhtiöltä odotuksiemme mukaisesti. Vaikka liikevaihdon kehitys olikin odotuksiamme pehmeämpää, onnistui yhtiö kulukontrollissaan erinomaisesti, minkä seurauksena tulos oli odotuksiemme mukaisesti vertailukauden tasolla.

Loppuvuoden osalta näkymä on mielestämme markkinaolosuhteet huomioiden kohtuullinen. Rahastomyynti on jatkanut positiivista kehitystään, vaikka markkinamuutokset ovatkin painaneet hallinnoitavaa varallisuutta. Lisäksi kiinteistörahaston lunastukset aiheuttavat pientä vastatuulta rahastoliiketoiminnalle.

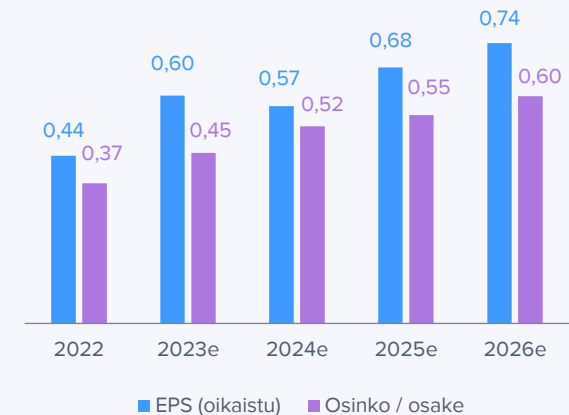
Strukturoiduissa tuotteissa volyymit ovat säilyneet hyvällä tasolla ja tätä kirjoittaessa yhtiö on laskenut liikkeeseen yli 30 kappaletta uusia tuotteita. Yhtiöllä pitäisikin olla hyvät edellytykset ylittää lievästi edellisvuoden 45kpl taso. Huomautamme, että kappalemäärää tärkeämpää on tuotteiden keskikoko, mikä on ollut paineessa viimeiset kaksi vuotta laskumarkkinan johdosta.

Kokonaisuutena ennustamme 2023 liikevaihdon kasvavan marginaalisesti vertailukaudesta 39,3 MEUR:oon. Tulos paranee kuitenkin liikevaihdon kasvua voimakkaammin johtuen onnistuneesta kulukontrollista ja toteutetusta saneerauksesta ajanvarausyksikössä. Ennustamme liikevoiton ilman liikearvopoistoja olevan 7,5 MEUR (2022: 6,2 MEUR). Yhtiö tulee kirjaamaan H2:lle EAB:n osakkeiden myyntivoitosta noin 1,1 MEUR:n kertaerän ja tämä nostaa osakekohtaista tulosta selvästi. Oikaistu EPS on ennusteissamme 0,60e (raportoitu 0,53e). Ilman EAB:n osakkeiden myyntivoittoa olisi oikaistu EPS 0,52 euroa.

### Palkkioiden mixin muutos



### EPS ja osinkoennusteet



# Ennusteet 3/3

## 2024–2026: Tulos jatkaa hyvässä kasvussa

Odotamme Alexandrian orgaanisen liikevaihdon kasvun olevan noin 8 % 2024–2026. Kasvu jakautuu lähes tasan strukturoitujen tuotteiden sekä rahastojen kanssa. Yhtiön kannattavuuden odotamme parantuvan maltillisesti ja pysyvän yli 20 %:n tavoitetasossa myös jatkossa. Kannattavuus ei kuitenkaan ennusteissamme oleellisesti skaalaudu, sillä 1) asiamiesten palkkiot korreloivat vahvasti myynnin kanssa ja tarjoavat selvästi verrokkeja rajallisempaa skaalautuvuutta 2) yhtiön kulutuso tulee arviomme mukaan jatkamaan vakaata kasvuaan (palkkainflaatio, rekrytoinnit, varainhoitoon panostukset yms.), joten liikevaihdon pitäisi kasvaa ennusteitamme nopeammin, jotta kulutaso lähtisi skaalautumaan. Osakekohtaisen tuloksen odotamme puolestaan kasvavan reipasta 13 %:n vuositahtia.

## Ennusteet selvästi alle yhtiön omien tavoitteiden

Ennusteemme ovat reippaasti alle yhtiön 2026 vuoteen ulottuvan liikevaihtotavoitteen kanssa (+60 MEUR), mutta pidämme tätä perusteltuna tavoitteen ollessa hyvin haastava ilman uusmyynnin selkeää tasonnostoa (vaatinee varainhoidon läpimurtoa). Liikevoittomarginaalin 22 %:n ennusteemme on toki linjassa yhtiön +20 %:n tavoitteen kanssa, mutta mielestämme on sanomattakin selvää, että yhtiön pitäisi pyrkiä selvästi tätä korkeampaan kannattavuustasoon, etenkin jos liikevaihto saadaan kunnolla kasvuun.

Sijoittajan on kuitenkin syytä huomioida, että arviomme mukaan myös jatkossa kuluista valtaosa (~60 % suhteessa liikevaihtoon) on luonteeltaan muuttuvia, joten nykyisellä liiketoimintamallilla yli 30 % kannattavuustaso on haastava saavuttaa. Tämä myös asettaa rajat näkemyksellemme yhtiön

pitkän aikavälin kannattavuuspotentiaalista.

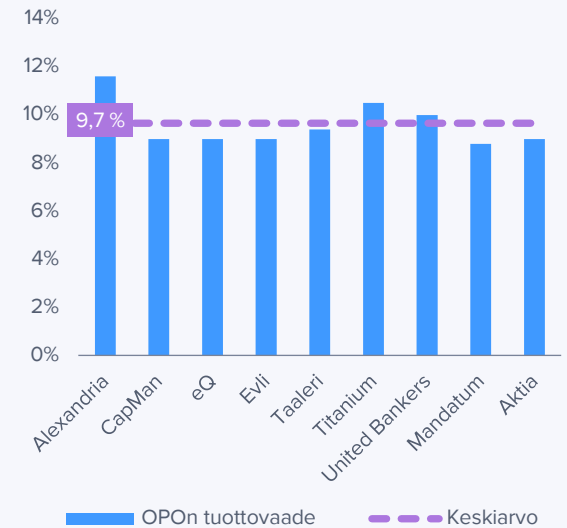
Koska odotamme aiemmasta poiketen strukturoitujen tuotteiden kasvavan myös lähivuosina, ei tuloksen jakauma oleellisesti muutu ja jatkuvien palkkioiden (rahastojen) osuus on 2026 noin 40 %. Huomautamme kuitenkin, että yhtiön strukturoiduissa tuotteissa on havaittavissa tiettyjä jatkuvia piirteitä, sillä yhtiö on kyennyt markkinatilanteesta riippumatta myymään strukturoituja tuotteita varsin tasaisella volyyminä jo yli vuosikymmenen ajan. Käsityksemme mukaan tätä selittää se, että merkittävä osa myydystä kannasta palautuu uusiin tuotteisiin sijoituksina Näin ollen jatkuvan toiminnan poikkeuksellisen matala osuus suhteessa verrokkeihin antaa turhan negatiivisen kuvan tuottojen jakaumasta.

Suurin yllätysmomentti ennusteissamme liittyy varainhoitoon, jonka suhteen ennusteemme ovat vaatimattomalla tasolla. Mikäli yhtiö onnistuisi jalkauttamaan toimivan varainhoidon palvelumallin läpi organisaationsa ja saisi sen kautta asiakaskohtaista ansaintaa ylös, voisi ennusteissamme olla huomattavaakin nousuvaraa.

## Osinkoennusteet

2022 päivitettyjen taloudellisten tavoitteiden julkaisun yhteydessä yhtiö poisti uudesta voitonjakotavoitteestaan maininnan jatkuvasta osingonkasvusta. Tämä indikoi mielestämme sitä, että yhtiö ei ole valmis tukemaan osinkovirtaa taseestaan, jolloin osinko heiluu vuosittain tuloksen mukana. Yhtiön vahvasta taseesta johtuen odotamme yhtiön voitonjakosuhteen pysyvän noin 90 % tasolla. Meidän on vaikea nähdä perusteluja yhtiön kassan paisuttamiselle nykytasolta, sillä yrityskaupoissa oma osake olisi joka tapauksessa iso osa transaktion maksua.

## Verrokkien oman pääoman kustannus

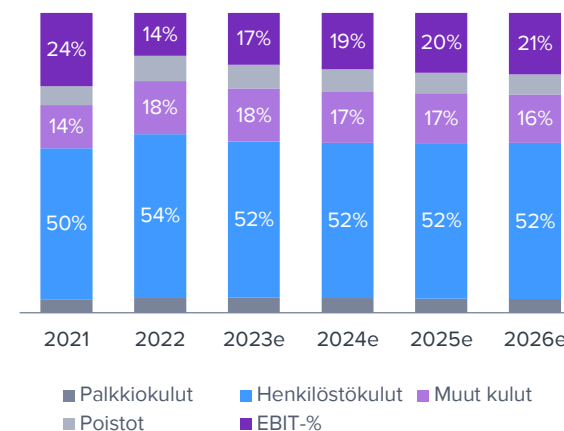




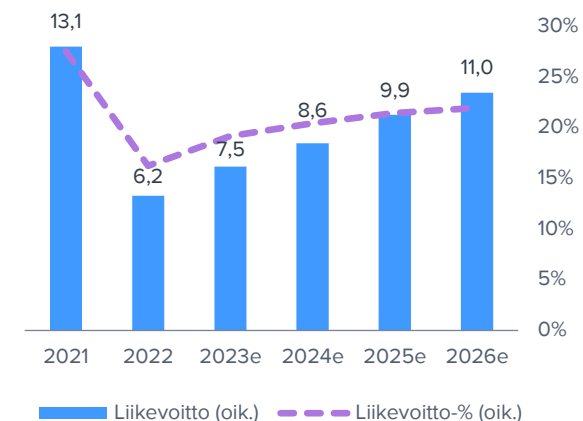
# Ennusteiden yhteenveto

MEUR	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
<b>Sijoituspalvelutoiminnan tuotot</b>	<b>47,4</b>	<b>38,2</b>	<b>39,3</b>	<b>42,2</b>	<b>46,3</b>	<b>49,9</b>
<i>Kasvu-%</i>	36,2 %	-19,5 %	3,0 %	7,2 %	9,7 %	7,9 %
<i>Strukturoidut tuotteet</i>	25,1	15,7	18,0	19,8	21,9	23,3
<i>Vakuutus tuotteet</i>	7,6	7,2	5,8	6,0	6,0	6,0
<i>Yritysrahoitus</i>	0,9	0,8	0,0	0,0	0,0	0,0
<i>Rahastot</i>	13,3	14,1	14,5	15,4	17,5	19,9
Palkkiokulut	-18,6	-15,3	-15,3	-16,4	-17,9	-19,3
<i>Asiamiehet</i>	-16,5	-13,3	-13,4	-14,3	-15,7	-17,0
<i>Muut</i>	-2,1	-2,0	-2,0	-2,1	-2,2	-2,3
Korkokulut	-0,3	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2
Henkilöstökulut	-7,4	-7,5	-7,2	-7,5	-8,3	-9,1
Muut hallintokulut	-5,6	-5,8	-5,9	-6,1	-6,4	-6,7
Poistot	-3,0	-3,2	-3,1	-3,1	-3,2	-3,3
Liiketoiminnan muut kulut	-1,0	-0,8	-0,9	-1,0	-1,1	-1,2
Liikevoitto	11,6	5,5	6,7	7,8	9,1	10,2
<i>Liikevoitto-%</i>	24%	14%	17%	19%	20%	21%
<b>Liikevoitto oik.</b>	<b>13,1</b>	<b>6,2</b>	<b>7,5</b>	<b>8,6</b>	<b>9,9</b>	<b>11,0</b>
<b>Liikevoitto oik. -%</b>	<b>28%</b>	<b>16%</b>	<b>19%</b>	<b>20%</b>	<b>21%</b>	<b>22%</b>
Vähemmistöt	-0,8	-0,4	-0,6	-0,6	-0,7	-0,8
Nettotulos	8,7	3,9	5,6	5,2	6,4	7,2
EPS oik.	1,02	0,44	0,60	0,57	0,68	0,74
<i>EPS kasvu-%</i>	122%	-57%	36%	-5%	18%	10%
Osinko	0,62	0,45	0,52	0,55	0,60	0,53
<i>Osingonjakosuhte-%</i>	61%	102%	87%	96%	89%	72%
Jatkuvat palkkiot-%	28%	37%	37%	37%	38%	40%
Kertatuotot-%	72%	63%	63%	63%	62%	60%
Vähemmistöjen osuus tuloksesta-%	8%	10%	9%	11%	10%	10%
Strukturoitujen tuotteiden volyymi	376	243	263	291	322	342
Rahastojen kasvu (nettomerkinntä + arvonnous)	198	-17	54	104	156	171
Rahasto AUM	821	804	858	962	1118	1289
Henkilöstömäärä (sis. asiamiehet) kpl	237	235	215	223	230	237
Liikevaihto/työntekijä tEUR	200	163	183	186	198	208
Kulut/työntekijä (sis. asiamiehet) tEUR	-101	-88	-96	-98	-105	-110

Kulurakenteen kehitys



Liikevoitto (MEUR) ja kannattavuus-%



# Ennustemuutokset

<b>Ennustemuutokset</b>	<b>2023e</b>	<b>2023e</b>	<b>Muutos</b>	<b>2024e</b>	<b>2024e</b>	<b>Muutos</b>	<b>2025e</b>	<b>2025e</b>	<b>Muutos</b>
<b>MEUR / EUR</b>	<b>Vanha</b>	<b>Uusi</b>	<b>%</b>	<b>Vanha</b>	<b>Uusi</b>	<b>%</b>	<b>Vanha</b>	<b>Uusi</b>	<b>%</b>
<b>Liikevaihto</b>	40,2	39,4	-2%	44,7	42,2	-6%	48,7	46,3	-5%
<b>Liikevoitto ilman kertaeriä</b>	7,5	7,4	-1%	9,4	8,6	-9%	10,6	9,9	-7%
<b>Liikevoitto</b>	6,8	6,7	-1%	8,6	7,8	-10%	9,8	9,1	-7%
<b>EPS (ilman kertaeriä)</b>	0,61	0,60	-1%	0,64	0,57	-11%	0,72	0,68	-6%
<b>Osakekohtainen osinko</b>	0,40	0,45	13%	0,52	0,52	0%	0,55	0,55	0%

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 (6,5e) on linjassa käyvän arvon näkemyksemme kanssa. Tarkastelemme eri arvonnäilymenetelmiä tarkemmin seuraavilla sivuilla.

Sijoittajien on tärkeä ymmärtää, että Alexandrialle soveltamamme tuottovaatimus on absoluuttisesti korkea ja verrokkiryhmämme korkein. 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 on verrokkiryhmän korkein)
- 3) Kannattavuuden skaalautumiseen kasvun mukana liittyy epävarmuutta

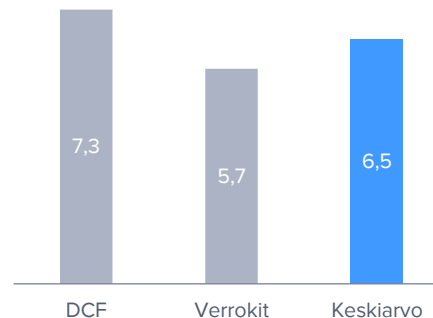
Suhteessa verrokkeihin yhtiön arvostus on mielestämme hieman koholla, kun taas DCF-malli indikoi selvää nousuvaraa.

Absoluuttiset kertoimet ovat 2023–2024 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. Huomautamme myös, että mikäli yhtiö onnistuisi saamaan liikevaihtonsa odotuksiamme kovempaan kasvuun, johtaisi tämä suurella todennäköisyydellä myös kannattavuuden parempaan skaalautuvuuteen ja selvästi ennusteitamme nopeampaan tuloskasvuun. Tässä skenaariossa osakkeen tuotto-odotus olisi erittäin korkea.

Lyhyellä aikavälillä suhteellisen neutraali arvostus ja korkeat ennusteriskit pitävät meidät varovaisena, sillä ilman tuloksen selvää kasvua ei osakkeella ole ajureita ylöspäin. Näemmekin, että lyhyellä aikavälillä osakkeenomistajien tuotto-odotus rajoittuu pitkälti osinkoon, joka ei ole riittävä korvaus riskien kantamisesta. Jäämmekin edelleen seuraamaan sivusta tuloskehitystä ja etsimään merkkejä ripeämmästä tuloskasvusta.

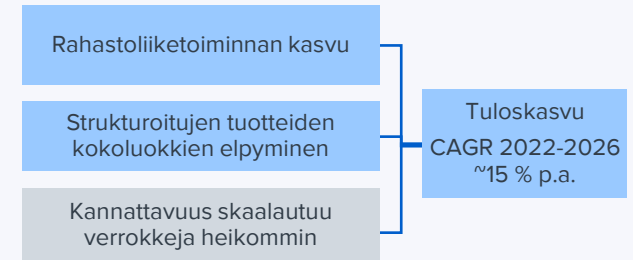
Arvonmäärityksen yhteenveto (EUR/osake)



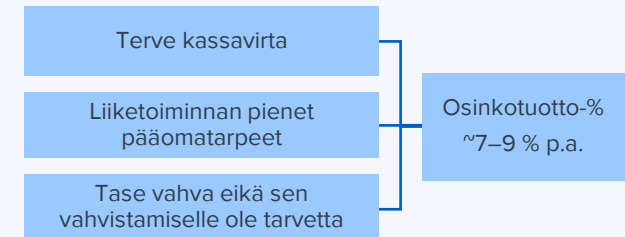
## Osaketuoton ajurit

■ Positiivinen ■ Neutraali ■ Negatiivinen

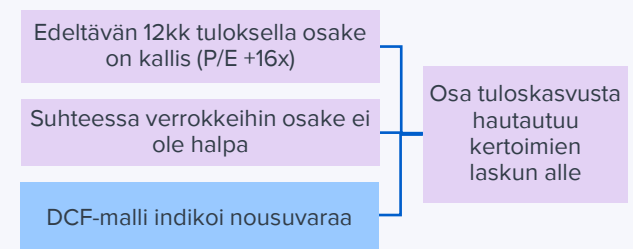
### Tulostuoton ajurit



### 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 on arviomme mukaan ~10 % tilikauden tuloksesta. Pidämme myös yhtiön merkittävää kassaa (11 MEUR ja EAB osakkeiden myynti huomioiden noin 15 MEUR) huomattavilta osin 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 2023–2024e ovat keskimäärin selvästi verrokkiryhmän alapuolella.

P/E-kertoimilla Alexandriaa hinnoitellaan vuosien 2023–2024 ennusteilla alennuksella suhteessa verrokkiryhmään. Yhtiön korkeampi riskitaso sekä tuloksen keskimääräistä heikompi laatu (ei-jatkuvien tuottojen osuus on merkittävä) huomioiden emme pidä tätä perusteltuna. Mielestämme yhtiötä tulisi hinnoitella jonkin verran

verrokkiyhtiötä maltillisemmin tuloskertoimin. Osinkotuotto on puolestaan hieman verrokkiryhmän mediaanin yläpuolella.

Soveltamalla 2023–2024e EV/EBIT-kertoimia, P/E-kertoimia sekä osinkotuottoa identtisillä painoarvoilla, saamme Alexandrian osakekohtaiseksi arvoksi 6,5e. Alexandrian verrokkeja korkeammasta riskitasosta johtuen yhtiötä tulee kuitenkin hinnoitella alennuksella suhteessa verrokkiryhmään. Olemme soveltaneet analysissämme 20 %:n alennusta, jota pidämme sopivana tasona Alexandrian korkea riskiprofiili huomioiden. Tämä alennus huomioiden saamme verrokkipohjaiseksi arvoksi 5,7e osakkeelta, joka on jonkin verran alle nykykurssin.

Huomautamme, että koko verrokkiryhmän arvostus on tällä hetkellä varsin edullinen suhteessa historiallisiin tasoihin (s. 39).

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Markkina-arvo		Yritysarvo		EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
	MEUR	MEUR	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e
Aktia	651										7,4	6,9	8,0	9,4	1,0
CapMan	345	415	25,9	11,6	23,7	11,2	6,5	5,8	31,3	14,9	4,1	5,4	2,6		
eQ	608	571	14,0	12,2	13,6	11,9	8,0	7,1	18,8	16,6	5,3	6,3	7,8		
Evli	527	484	11,9	9,1	10,6	8,0	4,5	3,9	17,8	13,8	7,6	9,0	3,9		
Oma Säästöpankki	658										5,4	5,5	5,4	5,8	1,1
Taaleri	246	189	6,9	6,0	6,8	5,9	3,3	2,9	12,6	11,9	9,1	9,4	1,3		
Titanium	173	154	10,1	8,8	9,7	8,5	5,5	4,9	14,2	12,5	7,0	8,0	6,9		
United Bankers	150	138	8,7	7,9	7,7	7,0	2,7	2,5	12,3	11,8	7,1	7,9	2,9		
<b>Alexandria (Inderes)</b>	<b>66</b>	<b>52</b>	<b>7,4</b>	<b>6,0</b>	<b>5,7</b>	<b>4,8</b>	<b>1,4</b>	<b>1,2</b>	<b>10,5</b>	<b>11,0</b>	<b>7,2</b>	<b>8,4</b>	<b>2,3</b>		
<b>Keskisarvo</b>			<b>12,9</b>	<b>9,3</b>	<b>12,0</b>	<b>8,7</b>	<b>5,1</b>	<b>4,5</b>	<b>15,0</b>	<b>11,7</b>	<b>6,7</b>	<b>7,6</b>	<b>3,4</b>		
<b>Mediaani</b>			<b>11,0</b>	<b>8,9</b>	<b>10,1</b>	<b>8,3</b>	<b>5,0</b>	<b>4,4</b>	<b>13,4</b>	<b>12,2</b>	<b>7,1</b>	<b>7,9</b>	<b>2,7</b>		
<b>Erotus-% vrt. mediaani</b>			<b>-33%</b>	<b>-32%</b>	<b>-44%</b>	<b>-43%</b>	<b>-72%</b>	<b>-72%</b>	<b>-22%</b>	<b>-10%</b>	<b>1%</b>	<b>5%</b>	<b>-18%</b>		

Lähde: Refinitiv / Inderes

# Arvonmääritys 3/3

## DCF-malli

DCF-laskelmassamme lähdemme oletuksesta, että Alexandrian kasvu jatkuu vakaana ja oikaistu liikevoittomarginaali paranee ja säilyy hieman yli 20 %:n tasolla vuoteen 2026 asti. Tämän jälkeen kannattavuus lähtee asteittaiseen laskuun, mutta on ennustejakson loppupäässä 16 %, joka on selvästi yli yhtiön historiallisen suoritustason (2013–2022 keskiarvo EBIT-% 13 %). Sovellamme 16 %:n tasoa myös terminaalijakson kannattavuusoletuksena.

Huomautamme, että vaikka historiallinen taso onkin tätä selvästi matalampi, on kannattavuusoletus kuitenkin liiketoiminnan nykyinen kokoluokka huomioiden varsin maltillinen.

Alexandrialle soveltamamme tuottovaatimus on korkeammasta riskiprofilista johtuen verrokkiryhmämme korkein 11,7 %. Näillä ennusteparametreillä DCF-mallin indikoima osakekohtainen arvo on 7,3e. Tarkempi DCF-malli oletuksineen löytyy raportin sivulta [42](#). 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 parametreistä tuloksen ja sen kasvun merkitys on selvästi tuottovaateen kehitystä olennaisempaa.

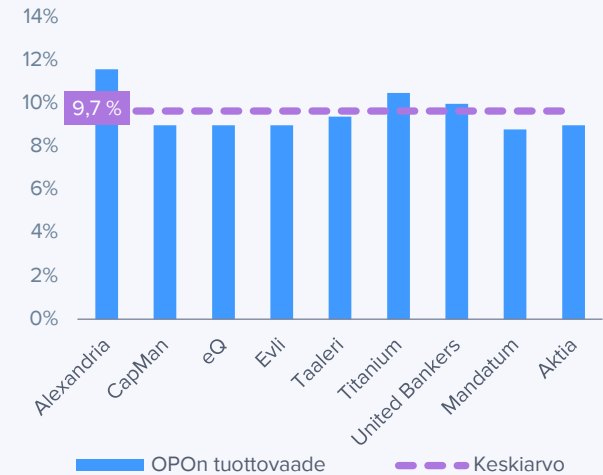
## Absoluuttiset arvostuskertoimet

Alexandrian arvonmäärityksen keskeinen haaste liittyy edelleen yhtiön normaalin tulostason hahmottamiseen. Vuosi 2021 oli yhtiölle poikkeuksellisen hyvä ja näkemyksemme mukaan sen normaali tuloskunto on selvästi tämän alapuolella. Myöskään yhtiön historiallinen kannattavuus (2013–2020) ei mielestämme anna oikeaa kuvaa yhtiön tulostasosta johtuen kokoluokan merkittävästä kasvusta ja strategian edistymisestä. 2022 tulos oli puolestaan selvässä paineessa ja mielestämme yhtiöllä on edellytykset selvästi parempaan.

Näkemyksemme mukaan yhtiölle hyväksyttävä P/E-kerroin on tasolla 10–12x, joka on linjassa esimerkiksi Titaniumille hyväksymiemme tasojen kanssa. 2023–2024 ennusteilla arvostus on neutraali, mutta pidemmän aikavälin ennusteilla osake alkaa näyttää halvalta. Pidemmän aikavälin ennusteisiin nojaaminen on kuitenkin nykytilanteessa vaikeaa.

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

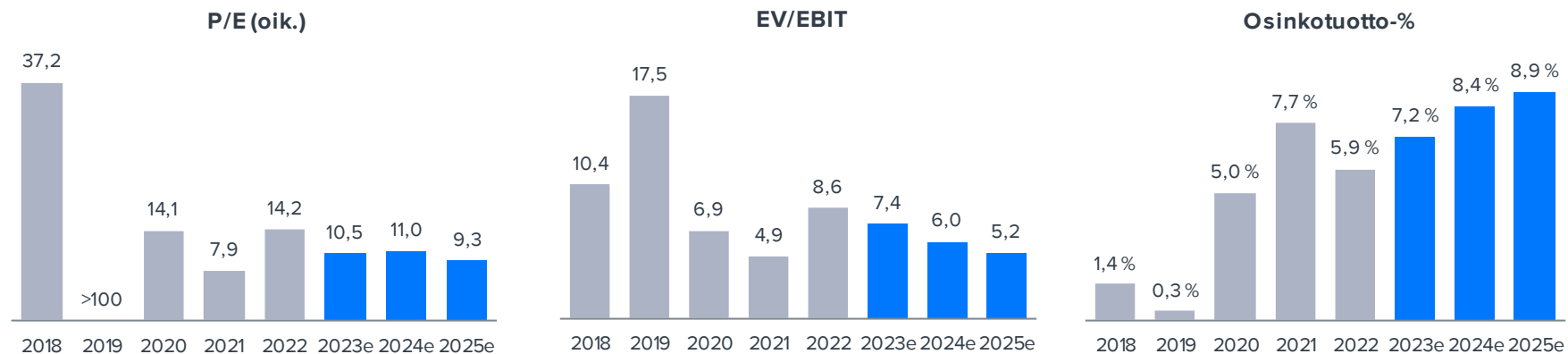


# Arvostustaulukko

Arvostustaso	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
Osakekurssi	6,47	6,47	6,47	8,05	6,28	<b>6,28</b>	<b>6,28</b>	<b>6,28</b>	<b>6,28</b>
Osakemäärä, milj. kpl	7,00	8,41	9,35	10,00	10,4	<b>10,5</b>	<b>10,6</b>	<b>10,7</b>	<b>10,8</b>
Markkina-arvo	45	54	60	80	65	<b>66</b>	<b>66</b>	<b>66</b>	<b>66</b>
Yritysarvo (EV)	39	48	49	63	54	<b>55</b>	<b>52</b>	<b>51</b>	<b>50</b>
P/E (oik.)	37,2	>100	14,1	7,9	14,2	<b>10,5</b>	<b>11,0</b>	<b>9,3</b>	<b>8,5</b>
P/E	37,2	>100	15,6	9,2	17,0	<b>11,8</b>	<b>12,6</b>	<b>10,5</b>	<b>9,4</b>
P/B	5,4	4,1	2,9	2,7	2,4	<b>2,3</b>	<b>2,2</b>	<b>2,1</b>	<b>2,1</b>
P/S	1,6	1,8	1,7	1,7	1,7	<b>1,7</b>	<b>1,6</b>	<b>1,4</b>	<b>1,3</b>
EV/Liikevaihto	1,3	1,6	1,4	1,3	1,4	<b>1,4</b>	<b>1,2</b>	<b>1,1</b>	<b>1,0</b>
EV/EBITDA (oik.)	9,4	14,7	5,1	4,3	6,2	<b>5,7</b>	<b>4,8</b>	<b>4,2</b>	<b>3,7</b>
EV/EBIT (oik.)	10,4	17,5	6,9	4,9	8,6	<b>7,4</b>	<b>6,0</b>	<b>5,2</b>	<b>4,6</b>
Osinko/tulos (%)	51,7 %	44,2 %	77,4 %	71,0 %	100,1 %	<b>84,5 %</b>	<b>104,4 %</b>	<b>91,6 %</b>	<b>90,0 %</b>
Osinkotuotto-%	1,4 %	0,3 %	5,0 %	7,7 %	5,9 %	<b>7,2 %</b>	<b>8,4 %</b>	<b>8,9 %</b>	<b>9,8 %</b>

Lähde: Inderes

2017-2020 numerot laskettu istaantumiskurssilla ja sen hetkisiä osakemääriä

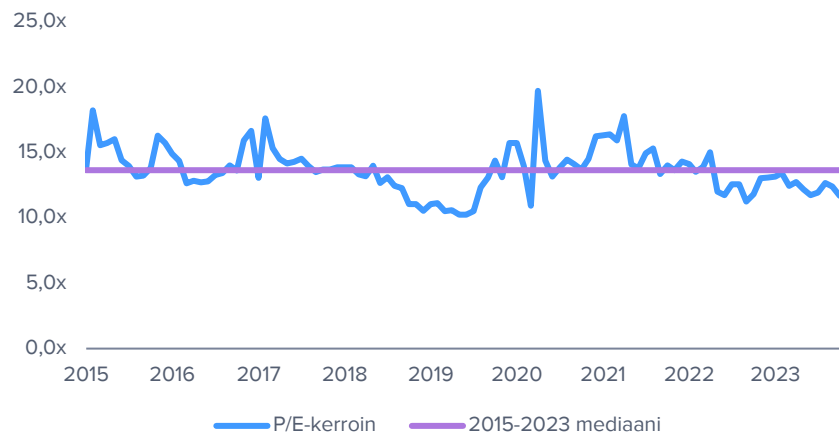


# Verrokkiryhmän arvostus

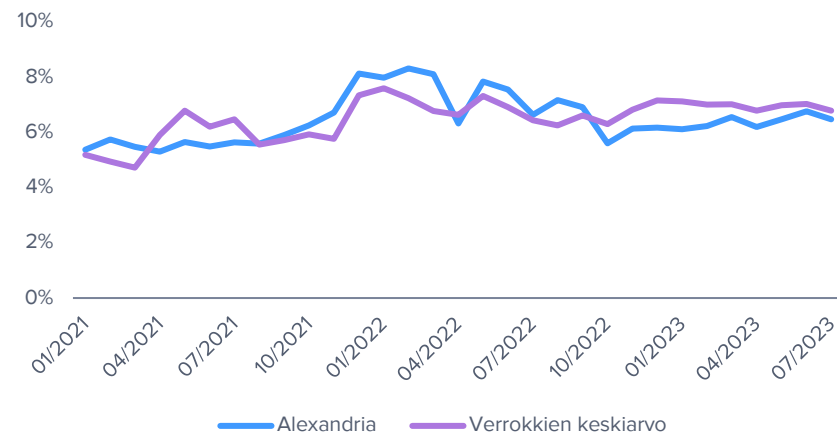
Verrokkiryhmän arvostus	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
Yhtiö	MEUR	MEUR	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e
Aktia	651								7,4	6,9	8,0	9,4	1,0
CapMan	345	415	25,9	11,6	23,7	11,2	6,5	5,8	31,3	14,9	4,1	5,4	2,6
eQ	608	571	14,0	12,2	13,6	11,9	8,0	7,1	18,8	16,6	5,3	6,3	7,8
Eveli	527	484	11,9	9,1	10,6	8,0	4,5	3,9	17,8	13,8	7,6	9,0	3,9
Oma Säästöpankki	658								5,4	5,5	5,4	5,8	1,1
Taaleri	246	189	6,9	6,0	6,8	5,9	3,3	2,9	12,6	11,9	9,1	9,4	1,3
Titanium	173	154	10,1	8,8	9,7	8,5	5,5	4,9	14,2	12,5	7,0	8,0	6,9
United Bankers	150	138	8,7	7,9	7,7	7,0	2,7	2,5	12,3	11,8	7,1	7,9	2,9
<b>Alexandria (Inderes)</b>	<b>66</b>	<b>52</b>	<b>7,4</b>	<b>6,0</b>	<b>5,7</b>	<b>4,8</b>	<b>1,4</b>	<b>1,2</b>	<b>10,5</b>	<b>11,0</b>	<b>7,2</b>	<b>8,4</b>	<b>2,3</b>
<b>Keskiarvo</b>			<b>12,9</b>	<b>9,3</b>	<b>12,0</b>	<b>8,7</b>	<b>5,1</b>	<b>4,5</b>	<b>15,0</b>	<b>11,7</b>	<b>6,7</b>	<b>7,6</b>	<b>3,4</b>
<b>Mediaani</b>			<b>11,0</b>	<b>8,9</b>	<b>10,1</b>	<b>8,3</b>	<b>5,0</b>	<b>4,4</b>	<b>13,4</b>	<b>12,2</b>	<b>7,1</b>	<b>7,9</b>	<b>2,7</b>
<b>Erotus-% vrt. mediaani</b>			<b>-33%</b>	<b>-32%</b>	<b>-44%</b>	<b>-43%</b>	<b>-72%</b>	<b>-72%</b>	<b>-22%</b>	<b>-10%</b>	<b>1%</b>	<b>5%</b>	<b>-18%</b>

Lähde: Refinitiv / Inderes

Kotimaisten varainhoitajien P/E-kertoimen kehitys



Alexandrian ja verrokkien osinkotuotto-%



# Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2021	H1'22	H2'22	2022	H1'23	H2'23e	2023e	2024e	2025e	2026e
<b>Liikevaihto</b>	<b>47,7</b>	<b>20,8</b>	<b>17,4</b>	<b>38,2</b>	<b>20,3</b>	<b>19,1</b>	<b>39,4</b>	<b>42,2</b>	<b>46,3</b>	<b>49,9</b>
<b>Käyttökate</b>	<b>14,6</b>	<b>4,9</b>	<b>3,8</b>	<b>8,7</b>	<b>4,9</b>	<b>4,7</b>	<b>9,6</b>	<b>10,9</b>	<b>12,3</b>	<b>13,5</b>
Poistot ja arvonalennukset	-3,0	-1,6	-1,6	-3,2	-1,5	-1,5	-2,9	-3,1	-3,2	-3,3
<b>Liikevoitto ilman kertaeriä</b>	<b>13,1</b>	<b>3,6</b>	<b>2,6</b>	<b>6,2</b>	<b>3,8</b>	<b>3,6</b>	<b>7,4</b>	<b>8,6</b>	<b>9,9</b>	<b>11,0</b>
<b>Liikevoitto</b>	<b>11,6</b>	<b>3,3</b>	<b>2,2</b>	<b>5,5</b>	<b>3,5</b>	<b>3,2</b>	<b>6,7</b>	<b>7,8</b>	<b>9,1</b>	<b>10,2</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	1,1	1,1	0,0	0,0	0,0
<b>Tulos ennen veroja</b>	<b>11,6</b>	<b>3,3</b>	<b>2,2</b>	<b>5,5</b>	<b>3,5</b>	<b>4,3</b>	<b>7,8</b>	<b>7,8</b>	<b>9,1</b>	<b>10,2</b>
Verot	-2,1	-0,7	-0,5	-1,2	-0,8	-0,9	-1,7	-1,9	-2,0	-2,2
Vähemmistöosuudet	-0,8	-0,3	-0,1	-0,4	-0,3	-0,2	-0,5	-0,6	-0,7	-0,8
<b>Nettotulos</b>	<b>8,7</b>	<b>2,3</b>	<b>1,6</b>	<b>3,9</b>	<b>2,4</b>	<b>3,2</b>	<b>5,6</b>	<b>5,3</b>	<b>6,4</b>	<b>7,2</b>
<b>EPS (oikaistu)</b>	<b>1,02</b>	<b>0,25</b>	<b>0,19</b>	<b>0,44</b>	<b>0,26</b>	<b>0,34</b>	<b>0,60</b>	<b>0,57</b>	<b>0,68</b>	<b>0,74</b>
<b>EPS (raportoitu)</b>	<b>0,87</b>	<b>0,22</b>	<b>0,15</b>	<b>0,37</b>	<b>0,23</b>	<b>0,31</b>	<b>0,53</b>	<b>0,50</b>	<b>0,60</b>	<b>0,67</b>

Tunnusluvut	2021	H1'22	H2'22	2022	H1'23	H2'23e	2023e	2024e	2025e	2026e
<b>Liikevaihdon kasvu-%</b>	37,1 %	-13,0 %	-26,9 %	-19,9 %	-2,4 %	10,1 %	3,3 %	6,9 %	9,7 %	7,9 %
<b>Oikaistun liikevoiton kasvu-%</b>	82,3 %	-45,5 %	-59,3 %	-52,3 %	6,4 %	36,7 %	19,2 %	16,0 %	15,2 %	10,3 %
<b>Käyttökate-%</b>	30,6 %	23,6 %	21,7 %	22,7 %	24,3 %	24,5 %	24,4 %	25,9 %	26,6 %	27,0 %
<b>Oikaistu liikevoitto-%</b>	27,4 %	17,3 %	15,1 %	16,3 %	18,9 %	18,8 %	18,8 %	20,4 %	21,5 %	21,9 %
<b>Nettotulos-%</b>	18,3 %	11,1 %	8,9 %	10,1 %	11,7 %	16,9 %	14,2 %	12,5 %	13,9 %	14,4 %

Lähde: Inderes



# Tase

Vastaavaa	2021	2022	2023e	2024e	2025e
<b>Pysyvät vastaavat</b>	<b>15,9</b>	<b>18,6</b>	<b>21,1</b>	<b>20,7</b>	<b>20,4</b>
Liikearvo	7,8	7,1	6,4	5,6	4,8
Aineettomat hyödykkeet	0,5	0,6	0,7	0,7	0,8
Käyttöomaisuus	7,5	7,7	8,1	8,4	8,8
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	0,1	3,3	6,0	6,0	6,0
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>27,0</b>	<b>21,2</b>	<b>24,2</b>	<b>26,1</b>	<b>28,6</b>
Vaihto-omaisuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut lyhytaikaiset varat	4,0	4,0	4,5	5,0	5,5
Myyntisaamiset	3,5	1,9	2,0	2,1	2,3
Likvidit varat	19,4	15,3	17,7	19,0	20,8
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>42,8</b>	<b>39,8</b>	<b>45,3</b>	<b>46,7</b>	<b>49,0</b>

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2021	2022	2023e	2024e	2025e
<b>Oma pääoma</b>	<b>30,1</b>	<b>27,7</b>	<b>29,3</b>	<b>29,9</b>	<b>30,8</b>
Osakepääoma	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Kertyneet voittovarot	16,2	13,9	15,6	16,2	17,1
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	12,7	12,7	12,7	12,7	12,7
Vähemmistöosuus	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0
<b>Pitkäaikaiset velat</b>	<b>10,5</b>	<b>11,7</b>	<b>14,0</b>	<b>14,7</b>	<b>15,9</b>
Laskennalliset verovelat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Korolliset velat	0,6	1,8	4,1	4,9	6,0
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	9,9	9,9	9,9	9,9	9,9
<b>Lyhytaikaiset velat</b>	<b>2,3</b>	<b>1,9</b>	<b>2,0</b>	<b>2,1</b>	<b>2,3</b>
Korolliset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	2,3	1,9	2,0	2,1	2,3
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>42,8</b>	<b>41,3</b>	<b>45,3</b>	<b>46,7</b>	<b>49,0</b>

# DCF-laskelma

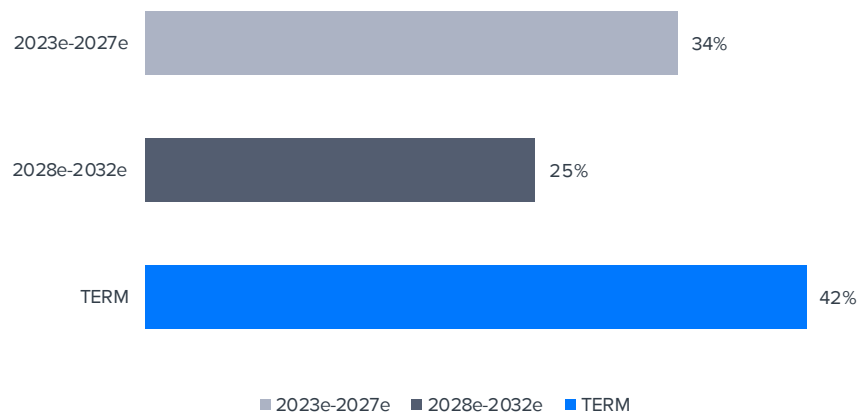
DCF-laskelma	2022	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	-19,9 %	3,3 %	6,9 %	9,7 %	7,9 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	2,5 %	2,5 %
Liikevoitto-%	14,3 %	17,0 %	18,5 %	19,7 %	20,3 %	18,0 %	17,0 %	16,0 %	16,0 %	16,0 %	16,0 %	16,0 %
<b>Liikevoitto</b>	<b>5,5</b>	<b>6,7</b>	<b>7,8</b>	<b>9,1</b>	<b>10,2</b>	<b>9,3</b>	<b>9,0</b>	<b>8,7</b>	<b>9,0</b>	<b>9,3</b>	<b>9,5</b>	
+ Kokonaispoistot	3,2	2,9	3,1	3,2	3,3	3,4	3,5	3,6	3,7	3,7	3,0	
- Maksetut verot	-1,2	-1,7	-1,9	-2,0	-2,2	-2,0	-2,0	-1,9	-2,0	-2,0	-1,9	
- verot rahoituskuluista	0,0	0,2	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	1,3	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
<b>Operatiivinen kassavirta</b>	<b>8,8</b>	<b>7,7</b>	<b>8,6</b>	<b>9,8</b>	<b>10,8</b>	<b>10,7</b>	<b>10,6</b>	<b>10,5</b>	<b>10,8</b>	<b>11,0</b>	<b>10,6</b>	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-5,9	-5,4	-2,7	-2,9	-2,9	-2,9	-3,1	-3,1	-3,2	-3,2	-3,5	
<b>Vapaa operatiivinen kassavirta</b>	<b>2,8</b>	<b>2,3</b>	<b>5,9</b>	<b>6,9</b>	<b>7,9</b>	<b>7,8</b>	<b>7,5</b>	<b>7,4</b>	<b>7,6</b>	<b>7,8</b>	<b>7,1</b>	
+/- Muut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	2,8	2,3	5,9	6,9	7,9	7,8	7,5	7,4	7,6	7,8	7,1	79,5
<b>Diskontattu vapaa kassavirta</b>	<b>2,2</b>	<b>5,2</b>	<b>5,5</b>	<b>5,6</b>	<b>5,0</b>	<b>4,2</b>	<b>3,8</b>	<b>3,5</b>	<b>3,2</b>	<b>2,6</b>	<b>29,1</b>	
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta	69,8	67,6	62,4	56,9	51,3	46,4	42,1	38,4	34,9	31,7	29,1	
<b>Velaton arvo DCF</b>	<b>69,8</b>											
- Korolliset velat		-1,8										
+ Rahavarat		15,3										
-Vähemmistöosuus		-2,3										
-Osinko/pääomapalautus		-3,9										
<b>Oman pääoman arvo DCF</b>	<b>77,2</b>											
<b>Oman pääoman arvo DCF per osake</b>	<b>7,3</b>											

## Pääoman kustannus (WACC)

Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	0,0 %
Vieraan pääoman kustannus	4,0 %
Yrityksen Beta	1,40
Markkinoiden riski-premio	4,75%
Likviditeettipremio	2,50%
Riskitön korko	2,5 %
<b>Oman pääoman kustannus</b>	<b>11,7 %</b>
<b>Pääoman keskim. kustannus (WACC)</b>	<b>11,7 %</b>

Lähde: Inderes

## Rahavirranjakauma jaksoittain



# Yhteenveto

Tuloslaskelma	2020	2021	2022	2023e	2024e	Osakekohtaiset luvut	2020	2021	2022	2023e	2024e
Liikevaihto	34,8	47,7	38,2	39,4	42,2	EPS (raportoitu)	0,42	0,87	0,37	0,53	0,50
Käyttökate	9,7	14,6	8,7	9,6	10,9	EPS (oikaistu)	0,46	1,02	0,44	0,60	0,57
Liikevoitto	6,8	11,6	5,5	6,7	7,8	Operat. kassavirta / osake	0,88	0,92	0,84	0,73	0,81
Voitto ennen veroja	6,8	11,6	5,5	7,8	7,8	Vapaa kassavirta / osake	0,33	1,14	0,27	0,21	0,55
Nettovoitto	3,9	8,7	3,9	5,6	5,3	Omapääoma / osake	2,20	2,99	2,65	2,79	2,81
Kertaluontoiset erät	-0,4	-1,5	-0,8	-0,7	-0,8	Osinko / osake	0,32	0,62	0,37	0,45	0,52
<b>Tase</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023e</b>	<b>2024e</b>	<b>Kasvu ja kannattavuus</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023e</b>	<b>2024e</b>
Taseen loppusumma	33,7	42,8	39,8	45,3	46,7	Liikevaihdon kasvu-%	16%	37%	-20%	3%	7%
Oma pääoma	20,7	30,1	27,7	29,3	29,9	Käyttökateen kasvu-%	195%	51%	-41%	11%	14%
Liikearvo	8,5	7,8	7,1	6,4	5,6	Liikevoiton oik. kasvu-%	159%	82%	-52%	19%	16%
Nettovelat	-11,5	-18,8	-13,5	-13,6	-14,1	EPS oik. kasvu-%	848%	122%	-57%	36%	-5%
<b>Kassavirta</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023e</b>	<b>2024e</b>	Käyttökate-%	27,8 %	30,6 %	22,7 %	24,4 %	25,9 %
Käyttökate	9,7	14,6	8,7	9,6	10,9	Oik. Liikevoitto-%	20,6 %	27,4 %	16,3 %	18,8 %	20,4 %
Nettokäyttöpääoman muutos	-0,2	-3,3	1,3	-0,5	-0,5	Liikevoitto-%	19,4 %	24,2 %	14,3 %	17,0 %	18,5 %
Operatiivinen kassavirta	8,2	9,2	8,8	7,7	8,6	ROE-%	22,9 %	34,6 %	13,4 %	19,7 %	17,9 %
Investoinnit	-5,1	-1,9	-5,9	-5,4	-2,7	ROI-%	35,8 %	43,8 %	18,2 %	21,3 %	22,9 %
Vapaa kassavirta	3,1	11,4	2,8	2,3	5,9	Omavaraisuusaste	61,2 %	70,2 %	69,7 %	64,8 %	63,9 %
						Nettovelkaantumisaste	-55,8 %	-62,5 %	-48,6 %	-46,4 %	-47,1 %
<b>Arvostuskertoimet</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023e</b>	<b>2024e</b>						
EV/Liikevaihto	1,4	1,3	1,4	1,4	1,2						
EV/EBITDA (oik.)	5,1	4,3	6,2	5,7	4,8						
EV/EBIT (oik.)	6,9	4,9	8,6	7,4	6,0						
P/E (oik.)	14,1	7,9	14,2	10,5	11,0						
P/B	2,9	2,7	2,4	2,3	2,2						
Osinkotuotto-%	5,0 %	7,7 %	5,9 %	7,2 %	8,4 %						

Lähde: Inderes

# Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

## Suositushistoria (>12 kk)

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 neuvonantajia. Asiakas vastaa sijoituspäätöksensä tekemisestä ja niiden taloudellisesta tuloksesta.

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

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen 12 kuukauden kokonaistuotto-odotukseen (sis. kurssinousu ja osingot) ja huomioi Inderesin näkemyksen tuotto-odotukseen liittyvästä riskistä. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituksin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään 2-4 kertaa vuodessa yhtiöiden osavuosikatsausten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn 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 yhtiöissä. Inderes Oyj voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoittavassa 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 sijoittavassa 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.

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 €
08/02/2023	Vähennä	7,00 €	7,28 €
17/02/2023	Vähennä	7,00 €	7,18 €
23/08/2023	Vähennä	6,80 €	6,62 €
27/11/2023	Vähennä	6,50 €	6,28 €

Inderes yhdistää pörssiyritykset ja sijoittajat. Asiakkainamme on yli 400 pohjoismaista pörssiyritystä, jotka haluavat palvella sijoittajia tarjoamalla parempaa sijoittajaviestintää. Yhteisöömme kuuluu yli 70 000 aktiivista sijoittajaa.

Yhteiskunnallisena tavoitteenamme on demokratisoida tieto finanssimarkkinoilla.

Rakennamme pörssiyrityksien tarpeisiin ratkaisuja, joiden avulla voidaan tehdä tehokasta ja oikeat kohderyhmät tavoitettavaa sijoittajaviestintää. Liikevaihdostamme suurin osa muodostuu pörssiyrityksiä asiakkailta, joille tarjottavia päätuotteitamme ovat Tilausanalyysi, Virtuaalitapahtumaratkaisut (Flik), Yhtiökokousratkaisut sekä Teknologia- ja IR-ratkaisut.

Sijoittajayhteisölle tarjoamme palveluita, joiden avulla jäsenet voivat oppia ja kehittyä, tutustua muihin sijoittajiin sekä saada ajantasaista tietoa sijoituspäätösten tueksi.

Inderes on listattu Nasdaq First North markkinapaikalla ja toimii Suomessa, Ruotsissa, Norjassa ja Tanskassa.

### 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.**