

ALEXANDRIA

20.03.2025 22.00 EET



Sauli Vilén
358440258908
sauli.vilen@inderes.fi

INDERESIN YHTIÖASIAKAS
LAAJA RAPORTTI



Varainhoidossa näytön paikka

Tarkistamme Alexandrian tavoitehintamme 10,5 euroon (aik. 10,0e) nousseiden tulosennusteidemme mukana ja nostamme suosituksemme tasolle lisää (aik. vähennä). Yhtiö on edennyt strategiassaan oikeaan suuntaan ja mielestämme yhtiöllä on ensimmäistä kertaa historiassaan uskottavat rakennuspalikat varainhoidossa onnistumiselle. Varovaisillakin ennusteillamme osake vaikuttaa edulliselta ja sektorin korkein osinkotuotto antaa selkänajaa nykyiselle arvostukselle.

Kotimainen sijoituspalveluyhtiö

Alexandrialla on kokoluokkaansa nähden poikkeuksellisen laaja myyntikoneisto ja yhtiön fokus on historiassa ollut tuotemyynissä. Yhtiön pääkohderyhmä on yksityissijoittajat ja yhtiöllä oli 2024 lopussa noin 37000 aktiivista asiakasta. Keskimääräisellä asiakkaalla on yhtiöllä sijoitusvarallisuutta hoidossa noin 50 tEUR. Yhtiön keskeiset kilpailijat ovatkin näkemyksemme mukaan etenkin paikallispankit. Keskeisistä verrokkiyhtiöistä poiketen strukturoidut tuotteet näyttelevät merkittävää roolia yhtiön tuotetarjonnassa ja niiden osuus 2024 palkkioista oli noin 40 %. Tämän seurauksena jatkuvan liikevaihdon osuus on verrokkeja selvästi matalampi. Yhtiön strategian keskiössä ovat jo pidempään olleet rahastot ja niiden osuus on kasvanut voimakkaasti (2024: 33 %). Kolmas tuoteryhmä on vakuutukset (osuus palkkioista 24 %). Yhtiö on viimevuosina panostanut myös varainhoitopalveluun, mutta toistaiseksi näytöt ovat jääneet ohuiksi. Yhtiön ehdottomana vahvuutena on sen vahva myyntikoneisto, jonka ansiosta yhtiön ansaitsemat palkkiomarginaalit ovat verrokkiryhmän korkeimpia. Keskeisenä haasteena on matala asiakaskohtainen ansainta, joka heikentää skaalautuvuutta selvästi.

Odotamme kohtuullista tuloskasvua ja vuolasta voitonjakoa

Olemme tarkistaneet lähivuosien ennusteitamme ylöspäin 5-12 %:lla. Taustalla on etenkin vakuutustuotteiden myynti, jonka odotamme olevan hieman aiempaa korkeammalla tasolla. Vakuutusten ennustemuutoksia tärkeämpänä pidämme sitä,

että luottamuksemme niiden myyntivolyymiä kohtaan on noussut. Olemme myös lisänneet ensi kertaa ennusteisiimme pientä palkkiovirtaa varainhoidosta. Vaikka palkkiotaso varainhoidosta onkin ennusteissamme pientä, on sen vaikutus tuloskasvuun selkeä.

Odotamme Alexandrialta vakaata tuloskasvua ja keskimääräinen oikaistun liikevoiton kasvu on ennusteissamme noin 8 % välillä 2025-2029. Keskeinen haaste Alexandrialla on edelleen heikon kasvuprofiilin omaavien vakuutusten ja strukturoitujen tuotteiden hallitseva osa liikevaihdosta. Meidän on vaikea nähdä, että nämä tuotteet kykenevät toimimaan kasvun moottoreina lähivuosina ja näin ollen kasvu onkin täysin rahastojen sekä varainhoidon harteilla. Tämän johdosta Alexandrian rakenteellinen kasvupotentiaali on useita listattuja verrokkeja alhaisempi, mikä painaa hyväksyttävää arvostusta. Voitonjako säilyy toimialalle tyypillisesti vuolaana ja odotamme yhtiön jakavan koko tuloksensa ulos osinkoina tulevina vuosina.

Arvostus on edullinen

Olemme tarkastelleet Alexandrian arvostusta verrokkiryhmän ja absoluuttisten arvostuskertoimien sekä kassavirtamallin kautta. Sekä verrokkiryhmä että DCF-malli indikoivat osakkeet olevan lievästi aliarvostettu ja myös absoluuttiset kertoimet tukevat tätä näkemystä. Nykyisillä ennusteillamme näemme osakkeen tarjoavan jo varsin houkuttelevan tuotto-odotuksen ja sektorin korkein osinkotuotto antaa selkänajaa nykyiselle arvostukselle.

Alexandrialle soveltamamme tuottovaatimus on korkea ja sitä nostaa jatkuvien tuottojen matala osuus, verrokkeja matalampi rakenteellinen kasvupotentiaali ja epävarmuus liiketoiminnan skaalautuvuudesta. Kaikki riskitasoa nostavat tekijät liittyvät enemmän tai vähemmän yhtiön tuotteiden mixiin. Mikäli yhtiö onnistuisi varainhoidon ylösajossa, olisi tuottovaatimuksella tilaa laskea nykyisestä ja tämä nostaisi osakkeen tuotto-odotuksen erinomaiselle tasolle.

Suositus

Lisää

(aik. Vähennä)

Tavoitehinta:

10,50 EUR

(aik. 10,00 EUR)

Osakekurssi:

9,15

Liiketoimintariski



Arvostusriski



	2024	2025e	2026e	2027e
Liikevaihto	49,4	51,5	56,6	59,7
kasvu-%	11 %	4 %	10 %	6 %
EBIT oik.	11,8	12,3	13,7	14,4
EBIT-% oik.	23,9 %	23,9 %	24,2 %	24,1 %
Nettotulos	8,0	8,5	9,5	10,0
EPS (oik.)	0,84	0,88	0,96	1,00

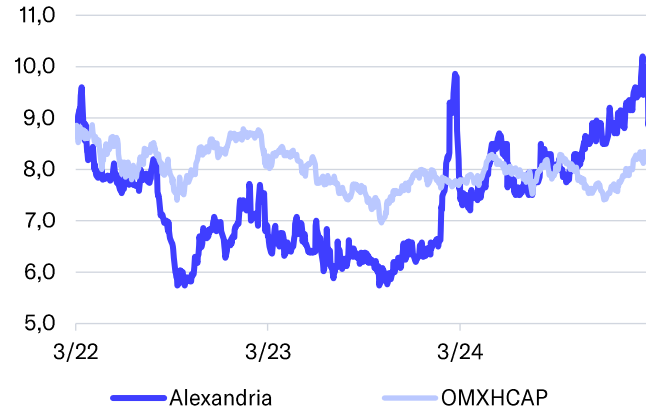
P/E (oik.)	11,0	10,4	9,5	9,1
P/B	2,8	2,8	2,8	2,7
Osinkotuotto-%	8,6 %	9,2 %	9,8 %	10,8 %
EV/EBIT (oik.)	7,7	7,4	6,6	6,0
EV/EBITDA	6,3	6,3	5,7	5,2
EV/Liikevaihto	1,8	1,8	1,6	1,5

Lähde: Inderes

Ohjeistus

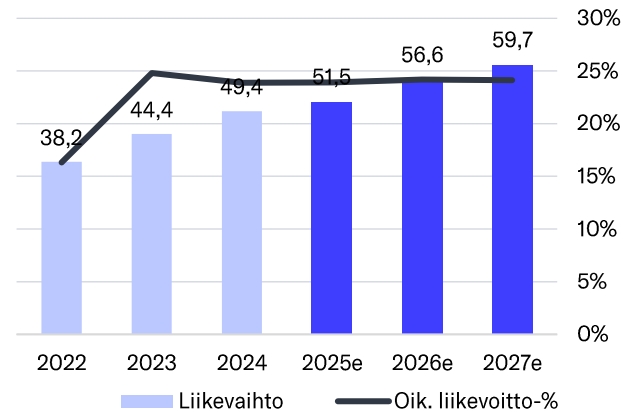
Ei ohjeistusta.

Osakekurssi



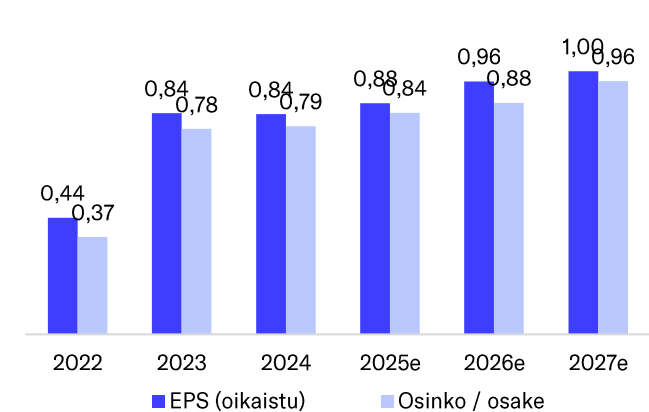
Lähde: Millistream Market Data AB

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
- Hintaeroosio

Arvostustaso	2025e	2026e	2027e
Osakekurssi	9,10	9,10	9,10
Osakemäärä, milj. kpl	10,6	10,7	10,8
Markkina-arvo	97	97	97
Yritysarvo (EV)	92	90	87
P/E (oik.)	10,4	9,5	9,1
P/E	11,3	10,3	9,8
P/B	2,8	2,8	2,7
P/S	1,9	1,7	1,6
EV/Liikevaihto	1,8	1,6	1,5
EV/EBITDA	6,3	5,7	5,2
EV/EBIT (oik.)	7,4	6,6	6,0
Osinko/tulos (%)	104,8 %	99,3 %	104,0 %
Osinkotuotto-%	9,2 %	9,8 %	10,8 %

Lähde: Inderes

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	5-17
Sijoitusprofiili	18-19
Strategia	20-22
Markkinakatsaus	23-28
Taloudellinen tilanne	29
Ennusteet	30-33
Arvonmääritys	34-38
Taulukot	39-43
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	44

Alexandria lyhyesti

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

1996

Perustamisvuosi

2021

Listautuminen First Northiin

49,4 MEUR

Liikevaihto 2024

11,8 MEUR

Oikaistu liikevoitto 2024

23,9 %

Oikaistu liikevoittomarginaali 2024

211

Henkilöstömäärä (sis. asiamiehet)

1996-2017

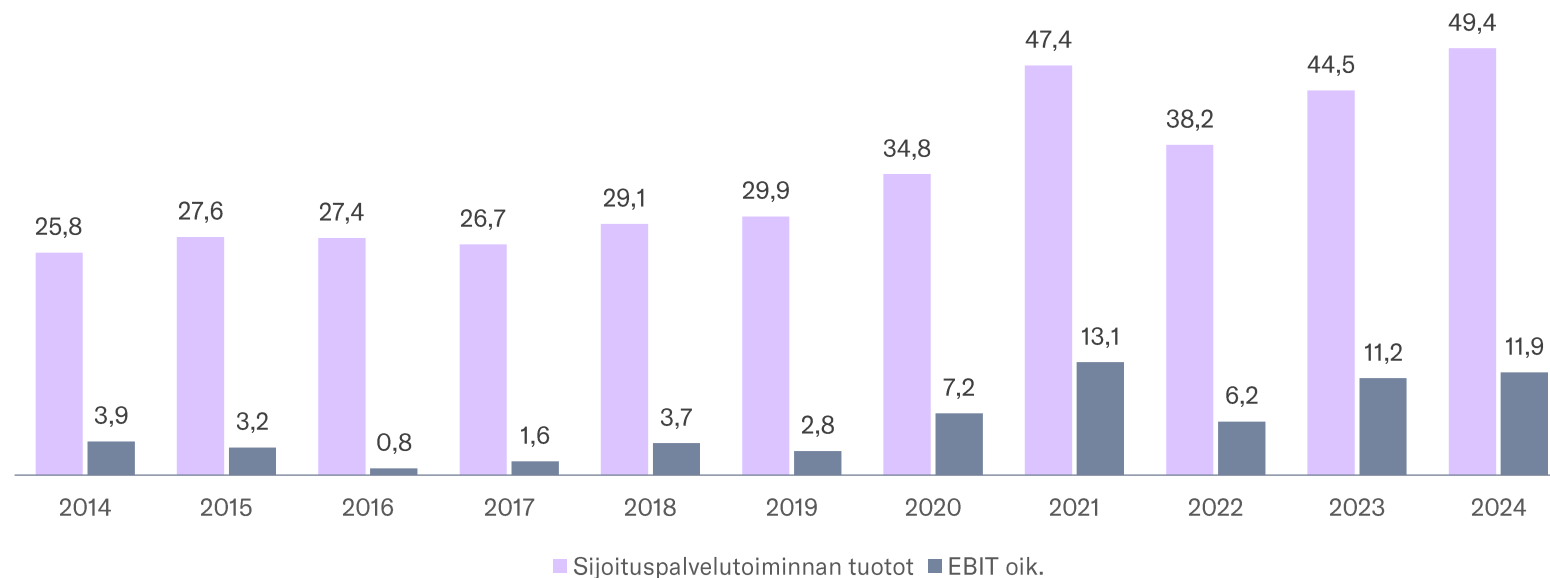
- Kasvu valtakunnalliseksi toimijaksi
- Fokus strukturoiduissa tuotteissa sekä vakuutusratkaisuihin
- Oman rahastoyhtiön perustaminen

2017-2020

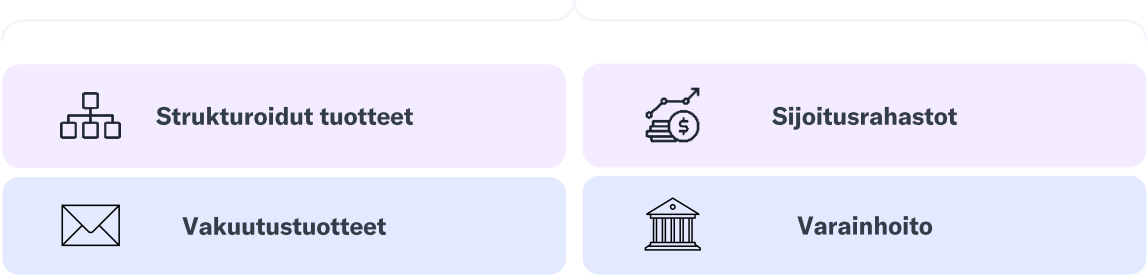
- Omistuspohjan laajentaminen ja uusi hallitus
- Kulutehokkuudessa selkeä parannus
- Rahastoliiketoiminnan voimakas kasvattaminen
- Panostukset IT-järjestelmiin ja sijoitusneuvonnan prosesseihin
- Historian ensimmäiset yrityskaupat (Premium Advisors ja Marketsin vähemmistö)

• 2021–

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



ALEXANDRIAN TUOTE- JA PALVELUVALIKOIMA



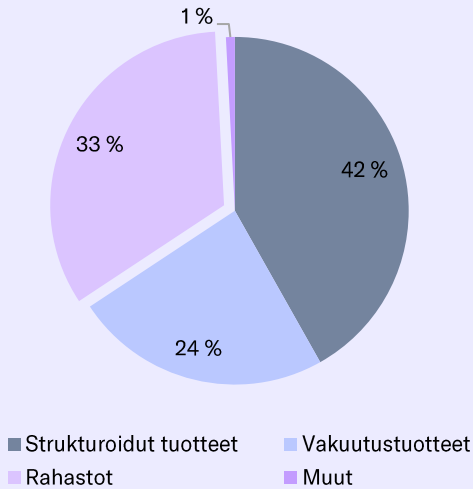
Alexandrian liiketoimintamallin pääkohdat

- Alexandrian liiketoimintamalli on keskittynyt tuotemyyntiin**, ja yhtiö lanseerasi varainhoitopalvelunsa vasta 2021 loppupuolella. Vakuutustuotteissa yhtiö toimii kumppanien jälleenmyyjänä ja rahastot ovat toistaiseksi olleet rahastojen rahastoja. Strukturoidut sijoitustuotteet yhtiö suunnittelee ja toteuttaa itse.
- Yhtiön ytimen muodostaa sen maanlaajuinen myyntiverkosto**, joka on yhtiön kokoluokkaan nähden poikkeuksellisen laaja: 30 konttoria ja 120 asiamiestä. Myynti toteutetaan pääosin asiamiesmallilla ja oma henkilökunta vastaa mm. hallinnosta sekä tuotteista ja palveluista.
- Alexandrian pääkohderyhmä ovat yksityishenkilöt** ja yhtiö palvelee hyvin laajaa asiakaskuntaa. 2024 lopussa yhtiöllä oli noin 36 700 aktiivista asiakasta ja keskimääräisellä asiakkaalla on sijoitusvarallisuutta hoidossa noin 50 tEUR, joten vuosiliikevaihto 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 Alexandrian tuotoista merkittävä osa tulee pk-seudun ulkopuolelta.

ALEXANDRIA

-  Lähes puolet liikevaihdosta (2024: ~42 %) 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 (2024)



Historiallinen kehitys ja omistusrakenne

Yhtiön suorittaminen tehnyt selvän tasokorjauksen

Vuosina 2013–2024 Alexandrian liikevaihto on kasvanut keskimäärin noin 7 % vuodessa. Taso on välttävää, kun huomioidaan keskeisten listattujen verrokkien kasvu samalla periodilla. Kasvu on kuitenkin kiihtynyt tarkastelujakson loppupuolella ja 2019-2024 keskimääräinen vuosikasvu on ollut noin 11 %. Keskeisenä ajurina kasvun taustalla on ollut rahastoliiketoiminnan vahva kasvu sekä strukturoitujen tuotteiden volyymissä nähty tasokorjaus.

2013-2024 välillä yhtiön liikevoittomarginaali on ollut keskimäärin 15 %, jota voidaan pitää toimialalla välttävänä (toimialan keskiarvo historiallisesti yli 25 % ja pörssiverrokeilla selvästi yli). 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 8 %. Myös kannattavuudessa yhtiö on kuitenkin tehnyt selvän tasonnoston jakson loppupuolella ja viimeisen 5 vuoden keskimääräinen liikevoitto on kohonnut yli 20 %:n tasolle. Tasokorjauksen taustalla on liikevaihdon kasvu sekä yhtiön parantunut kulutehokkuus. Vaikka taso onkin parantunut, on se 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 yhtiön prosesseissa (mm. sijoitusneuvonta) on tehty merkittäviä muutoksia. Muita keskeisiä

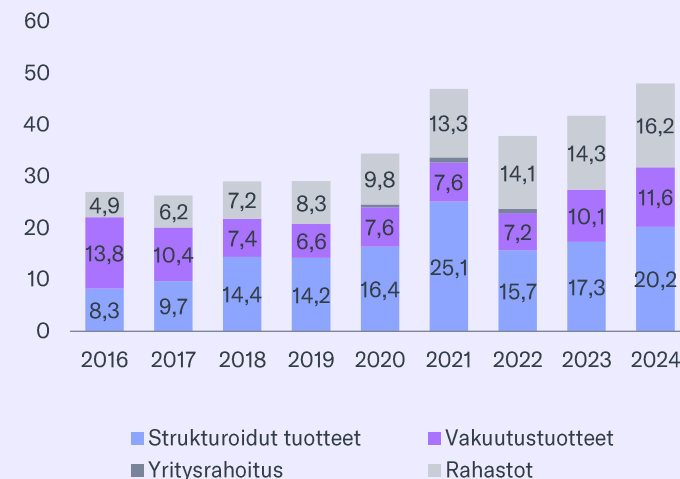
muutosprosessin kohtia ovat näkemyksemme mukaan olleet ammattihallituksen nimitys sekä strategian selkeyttäminen, kulurakenteen tehostaminen ja panostukset IT-järjestelmiin sekä Marketsin vähemmistöomistusten pienentäminen. Yhtiön henkilöstömäärä (sis. asiamiehet) onkin laskenut vuosikymmen takaisesta noin 300 nykyiseen reiluun 200 henkilöön. Asiamiesten määrä on pysynyt suunnilleen vakaana ja lasku on tullut suoraan konsernin palkkalistoilla olevista henkilöistä. Mielestämme onkin selvää, että yhtiön saavuttama tulosparannus on kestäväällä pohjalla.

Lisäksi yhtiön palkkiorakenne on muuttunut aiempaa paremmaksi, kun jatkuvaa palkkiota tuottavien rahastojen osuus on noussut noin 33 %:iin kokonaisliikevaihdosta. Vähemmistöosuuksien karsiminen on myös toteutunut suunnitelmien mukaan ja vähemmistöjen osuus nettotuloksesta oli vuonna 2024 enää hieman alle 10 % (2020: 29 %). Tämä on pääosin seurausta vuoden 2020 lopussa toteutetussa Alexandria Marketsin 25 %:n omistusosuuden hankinnasta.

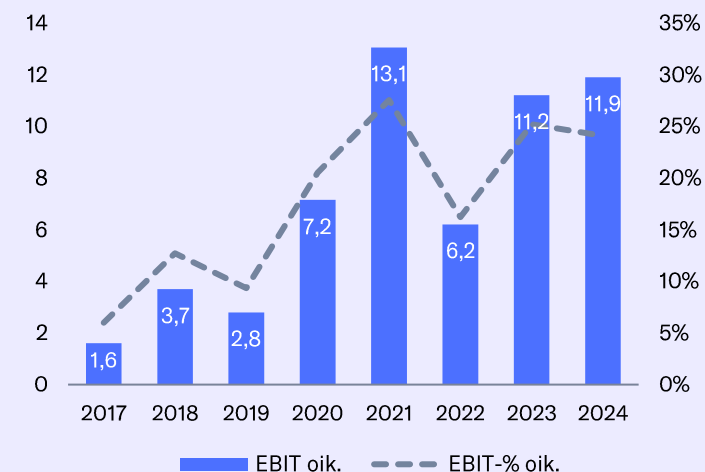
Omistuksesta merkittävä osa on seinien sisällä

Alexandrian on useiden varainhoitajien tapaan vahvasti henkilöstöomisteinen. Toimitusjohtaja ja perustaja Åkessonilla on 36 %:n omistusosuus ja myös useilla avainhenkilöillä (mm. Marketsin avaintiimi ja konsernin varat) on merkittävä omistusosuus yhtiössä. Laskelmiemme mukaan henkilöstön omistusosuus yhtiöstä on noin jonkin verran alle 60 %. Myös hallituksella jäsenillä on merkittävää suoraa sekä epäsuoraa omistusta yhtiössä (noin 14 % ilman Ajanta Oy:n osakkeita). Korkea omistusosuus yhtiön seinien sisällä on luonnollisesti hyvä asia, sillä se parantaa sitoutuvuutta, pienentää palkkainflaatiopaineita ja varmistaa yhteneväiset intressit muiden osakkeenomistajien kanssa.

Liikevaihdon kehitys (MEUR)



Liikevoitto (MEUR) ja kannattavuus-%



Liiketoimintamalli 1/7

Myyntivetoinen sijoituspalvelutalo

Alexandrian liiketoimintamallin ytimessä on tuotemyynti, jossa yhtiö myy asiakkaille sijoitustuotteita ja saa näistä erilaisia palkkioita. Aiemmin yhtiö ei ole edes tarjonnut erillistä varainhoitopalvelua, mutta 2021 loppupuolella lanseerattiin Alexandria Varainhoito (Alva), joka tarjoaa varainhoitopalveluja, vakuutusratkaisuja sekä juridisia palveluita yhdistävän kokonaisuuden. Tämä palvelu päivitettiin 2024 aikana ns. avoimen arkkitehtuurin varainhoitoratkaisuksi, kun Alva ei ottanut toivotusti tuulta alleen. Myös yhtiön vakuutustuotteissa on varainhoitoratkaisun ominaisuuksia, sillä niissä palkkiot ovat jatkuvia ja vakuutuskuoressa olevat pääomat ovat yleisesti erittäin pysyviä. Yhtiön hallinnoitavista pääomista yli 70 % olikin vakuutuskuorien sisällä 2024 lopussa.

Myynti toteutetaan asiamiesverkoston kautta ja asiamiesten palkkaus on toimialalle tyypillisesti voimakkaasti provisiopohjainen. Tämä tuo liiketoiminnan kulurakenteeseen joustavuutta, mutta samalla heikentää sen skaalautuvuutta. Yhtiön myyntikoneisto on toimialalle poikkeuksellisen laaja (120 asiamiestä 2024 lopussa) samoin kuin asiakaspeitto (2024 lopussa noin 37 tuhatta asiakasta). Keskimääräinen asiakaskohtainen ansainta onkin hyvin matala absoluuttisesti ja suhteellisesti. Tätä selittää yhtiön fokus yksityisasiakkaisiin sekä varsin matala asiakaskohtainen hallinnoitava varallisuus.

Yhtiön 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 yhtiölle merkittävää hinnoitteluvoimaa. Yhtiön hinnoitteluvoima onkin sen valitsemissa asiakasryhmissä vahva, mikä näkyy tuotteiden

suhteellisen korkeana hintatasona. Yhtiön hallinnoitavasta varallisuudesta ansaitsema suhteellinen palkkiotaso onkin omassa luokassaan suhteessa keskeisiin verrokkeihin.

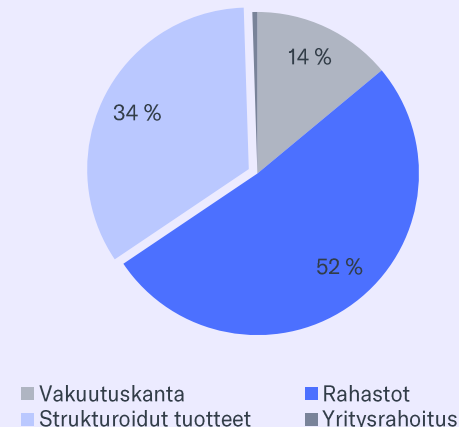
Yhtiön tuotetarjonnasta strukturoidut sijoitukset sekä vakuutukset kattavat noin 65 % liikevaihdosta ja perinteisemmät varainhoitotuotteet (rahastot) noin 35 %, kun toimialalla tyypillisesti painopiste on rahastoissa sekä varainhoitopalveluissa (täyden valtakirjan/konsultatiivinen omaisuudenhoito).

Yhtiön liiketoimintamallin keskeinen haaste liittyy asiakkaiden matalaan ”share of walletiin”. Yhtiö on näkemyksemme mukaan asiakkaille etenkin tuotetalo kokonaisvaltaisen varainhoitajan sijaan. Matala osuus asiakkaiden kokonaisvarallisuudesta johtaa luonnollisesti myös matalampaan asiakaskohtaiseen ansaintaan.

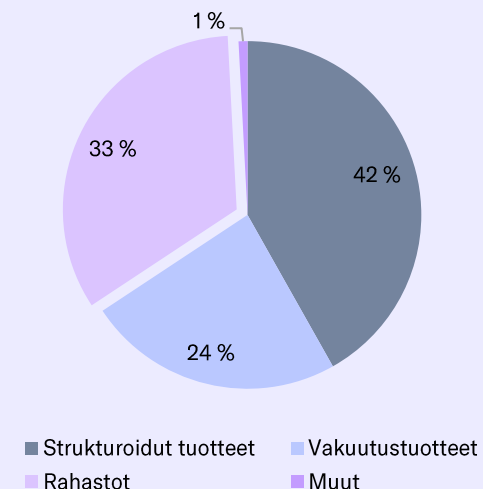
Toisena haasteena on yhtiön myyntikoneiston teho. Yhtiön myynti per työntekijä on seuraamistamme yhtiöistä ylivoimaisesti alhaisin ja mielestämme yhtiön pitäisikin saada enemmän irti sen laajasta myyntiverkostosta. Näkemyksemme mukaan yhtiön olisi ensiarvoisen tärkeää onnistua kasvattamaan asiakaskohtaista ansaintaansa, sillä pelkällä asiakasmäärän kasvulla tuottavuus ei nykyisellä palvelumallilla merkittävästi parane. Asiakaskohtaisen ansainnan keskiössä on onnistunut laajentuminen varainhoitoon sekä tuotetarjonnan laajentaminen rahastoissa. Yhtiön myynnin tehokkuus on parantunut huomattavasti viime vuosina, mutta näemme siinä edelleen merkittävää parantamisen varaa.

Kolmas selkeä haaste on näkemyksemme mukaan yhtiön tuotteiden hinta, joka on absoluuttisesti sekä suhteellisesti korkea, mikä nostaa hintaeroosion riskiä. Asiakaskohtaisen varallisuuden kasvu antaisi yhtiölle paremmat eväät vastata toimialan väistämättömään hintaeroosioon.

Hallinnoitavan varallisuuden jakauma (2024)



Palkkiotuottojen jakauma (2024)



Liiketoimintamalli 2/7

Palkkiotuotot

Alexandrian liikevaihto koostuu pitkälti palkkioista, joita se veloittaa myymistään tuotteista ja palveluista. Palkkioiden jakauma on seuraamistamme verrokeista voimakkaimmin painottunut kertatuottoihin ja jatkuvien tuottojen osuus on viime vuosien hyvästä kehityksestä huolimatta alle 40 %. Jatkuvat tuotot johtavat parempaan ennustettavuuteen sekä alempaan riskiprofiiliin, joten niiden arvo on sijoittajan näkökulmasta kertatuottoja korkeampi. Huomautamme kuitenkin, että yhtiön strukturoiduissa tuotteissa on tiettyä jatkuvuutta, sillä yhtiö on kyennyt myymään niitä tasaisella volyymillä syklistä riippumatta.

Strukturoidut tuotteet

Strukturoidut tuotteet ovat yhtiön suurin tuoteryhmä ja näistä saadut palkkiot olivat 2024 20,2 MEUR tai ~42 % liikevaihdosta. Yhtiön strukturoitujen tuotteiden kokonaismyyntivolyymi on pitkässä juoksussa kasvanut selvästi ja 2017 tasolta se on yli tuplaantunut. Viimeisen 5 vuoden aikana volyymi on vaihdellut 16,4-25,1 MEUR:lla keskiarvon ollessa 19 MEUR.

Alexandria on yksi Suomen suurimpia strukturoitujen tuotteiden tarjoajia ja sen markkinaosuus on arviomme mukaan noin 12 %. Strukturoitujen tuotteiden markkina oli Suomessa pitkään laskusuunnassa johtuen matalasta korkotasosta, mikä heikensi mahdollisuuksia tehdä kiinnostavia tuotteita sijoittajille. Lisäksi monien keskeisten varainhoitopelurien strateginen fokus on ollut jatkuvan kassavirran tuotteissa (mm. rahastot ja varainhoito). Viimeisen parin vuoden aikana markkina on kasvanut voimakkaasti korkotason nousun myötä ja etenkin isot pankit ovat kasvattaneet strukturoitujen tuotteidensa myyntiä merkittävästi. Alexandrian markkinaosuus oli markkinan heikoimpina vuosina mielestämme liian korkea

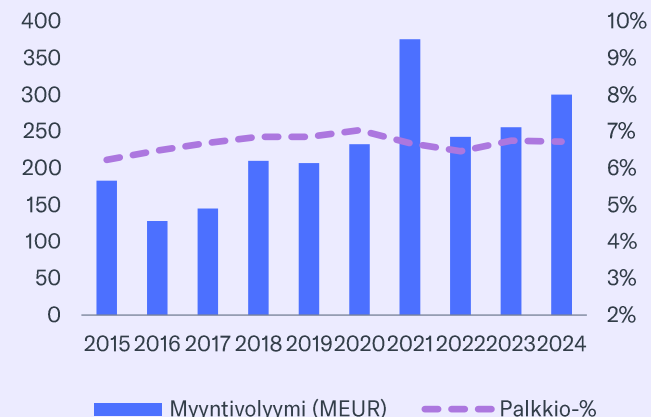
ja nyt nähty markkinaosuuden lasku on paluu normaaliin tilanteeseen. Arviomme mukaan muiden toimijoiden kasvanut kiinnostus tuoteryhmää kohtaan on positiivista Alexandrialle, sillä se parantaa koko tuoteryhmän tunnettua. Korkotason laskun seurauksena strukturoitujen tuotteiden markkina tuskin kasvaa Suomessa oleellisesti lähivuosina.

Strukturoitujen tuotteiden palkkio perustuu kertaluontoiseen 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. Taso on ollut hyvin vakaa yli ajan ja emme odota tähän muutosta myöskään jatkossa.

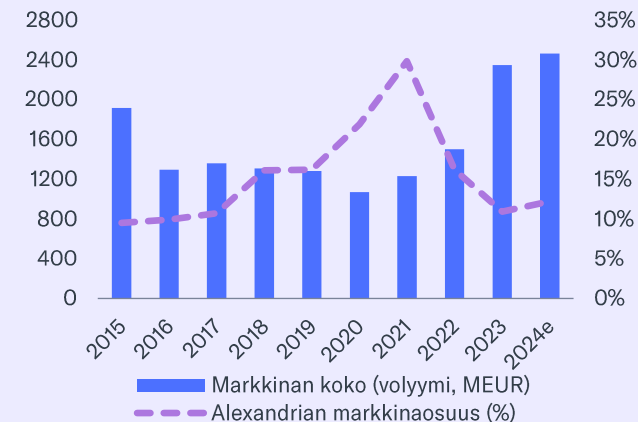
Alexandrian palkkiotasot ovat arviomme mukaan toimialan keskiarvojen (4–5 %) yläpuolella ja heijastelevat yhtiön vahvaa hinnoitteluvoimaa sen keskeisimmässä asiakassegmentissä eli yksityissijoittajissa. Vaikka strukturoidut sijoitukset ovatkin luonteeltaan kertaluontoisia, on niissä tiettyä jatkumoa, 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 vuosittaisen myyntivolyymeihin.

Alexandria on avannut varsin läpinäkyvästi strukturoitujen tuotteidensa sijoitusmenestystä. Yhtiön 477 erääntyneen tuotteen keskimääräinen nettotuotto on ollut 9,5 % per vuosi (lisätietoja [täältä](#)).

Strukturoitujen tuotteiden kehitys



Markkinan koko ja markkinaosuuden kehitys



Liiketoimintamalli 3/7

Rahastot

Alexandrialla oli 2024 lopussa 12 sijoitusrahastoa ja niissä pääomia yhteensä 1034 MEUR. Rahastoista saatavat palkkiot olivat 2024 16,3 MEUR ja näistä palkkioista valtaosa on luonteeltaan jatkuvia hallinnointipalkkioita. Rahastojen palkkiovirta onkin laadultaan korkea ja hyvin ennustettava. Käsityksemme mukaan huomattava osa yhtiön nettomerkinnöistä tulee säästösopimusten kautta, minkä seurauksena yhtiön myynti on verrokkeihin nähden poikkeuksellisen vakaata. Tästä osoituksena jo vuosia jatkunut positiivisten nettomerkintöjen kehitys, joka ei juurikaan ole heilunut markkinan mukana.

Koko konsernin palkkioista rahastojen osuus on noin kolmannes. Rahastojen hallinnoitavasta varallisuudesta yli 700 MEUR oli perinteisissä rahastoissa (osake-, korko- ja yhdistelmärahastot) ja noin 300 MEUR vaihtoehtoisissa rahastoissa. Yhtiöllä on vain yhdessä uudemmassa rahastossaan tuottosidonnainen komponentti, mikä on yhtiön hinnoitteluvoima huomioiden yllättävää. Näkemyksemme mukaan lisäämällä tuottosidonnaiset komponentit rahastoihinsa olisi yhtiöllä mahdollisuus kasvattaa palkkiovirtaansa selvästi.

Rahastojen keskimääräinen painotettu palkkiotaso on noin 2 %, mutta yhtiön itselleen kirjaama osuus on noin 1,7 %. Tämä johtuu siitä, että rahastot ovat rahastojen rahastoja ja näin ollen 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.

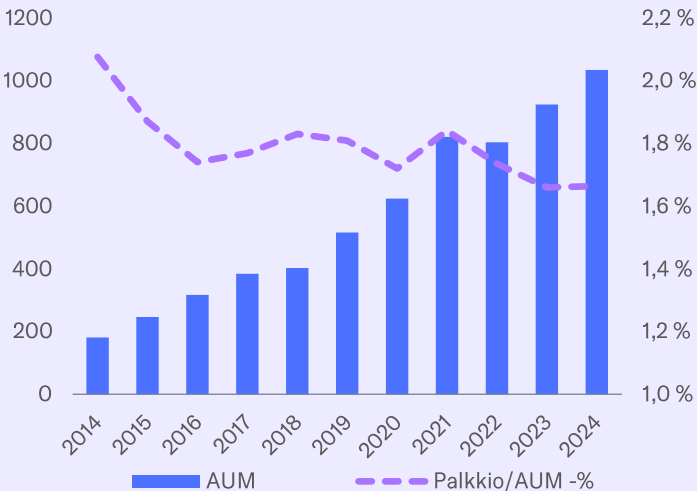
Rahastojen palkkiotasot ovat tulleet alas viimevuosina,

mutta tasot ovat edelleen absoluuttisesti sekä suhteessa toimialan keskiarvojen yläpuolella. Taso on kuitenkin aiempaa kilpailukykyisempi, mutta mielestämme on selvää, että yhtiö tulee muun toimialan tavoin kohtaamaan jatkuvaa hintaeroosiota pidemmällä aikavälillä.

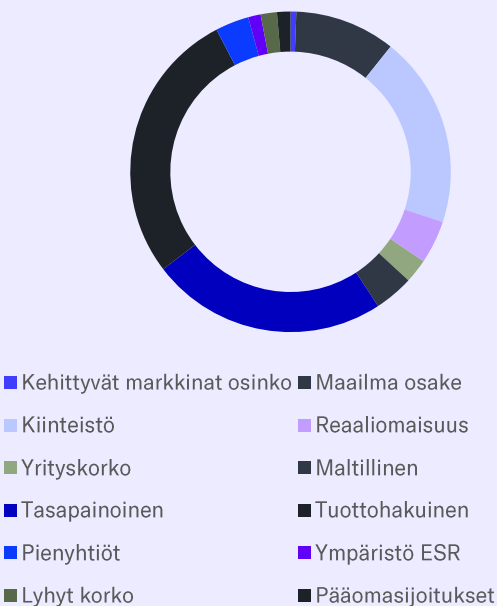
Rahastot ovat yhtiön strategian keskiössä ja merkittävän kasvuajuri tuleville vuosille. Onnistuakseen rahastoliiketoimintansa kasvattamisessa on yhtiön kyettävä ylläpitämään rahastojensa hyviä tuottotasoja, sillä se on keinona tehokkain hillitsemään väistämättömän hintaeroosion negatiivisia vaikutuksia palkkiotuottoihin. Käytännössä tämä tarkoittaa etenkin onnistumista managerivalinnassa, sillä valtaosa yhtiön rahastoista on rahastojen rahastoja. Tuotetarjonnan laajentaminen on myös kriittistä, sillä mielestämme yhtiö tarvitsee nykyistä leveämmän tuotetarjonnan kasvattaakseen asiakaskohtaista varallisuuttaan. Myös varainhoitoon laajentumisen tulisi auttaa rahastomyyntiä.

Yhtiö kertoi syksyllä 2024 perustaneensa uuden kiinteistörahastoliiketoiminnan, jonka perustajat ovat aiemmin olleet tekemässä kiinteistörahastoja EAB:llä ja Evillä. Odotamme yhtiön lanseeraavan ensimmäisen suljetun kiinteistökehitysrahastonsa H2’25 ja tämän jälkeen alkavan tehdä näitä kahden vuoden välein. Onnistuessaan kiinteistökehitysrahastoilla voisi olla merkittävä vaikutus yhtiön palkkiovirtoihin, sillä ne kasvattaisivat rahastojen nettomyyntiä ja pitkällä tähtäimellä niissä on myös merkittävä tuottopalkkiopotentiaali. Käsityksemme mukaan yhtiö pyrkii tuomaan markkinalle kiinteistökehitysrahastojen lisäksi keskimäärin yhden uuden tuotteen per vuosi. Yhtiön rahastotarjonnan alkaessa olla kohtalaisen leveä tulee yhtiön kiinnittää myös entistä enemmän huomiota tuotekohtaisiin kokoihin sekä kannattavuuksiin.

Rahastojen kehitys



Rahastojen AUM:n jakauma 2024 (1034 MEUR)



Liiketoimintamalli 4/7

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.

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

Yleisen markkinakehityksen heijastumista yhtiön rahastopääomiin arvonmuutosten kautta voidaankin karkeasti haarukoida perinteisten rahastopääomien osuudesta koko AUMia tai yhtiön palkkiotuottoja. Alexandrian liikevaihdosta näiden perinteisten UCITS-rahastojen osuus on noin 25 % (2024), joten lyhyellä aikavälillä markkinan vaikutus konsernin liikevaihtoon tulee pääosin strukturoiduista tuotteista, joiden myyntivolyymiä markkinakehitys näkemyksemme mukaan heiluttaa kvartaali- ja puolivuositasolla selvästi rahastopääomia ja näiden hallinnointipalkkioita voimakkaammin.

Vakuutukset

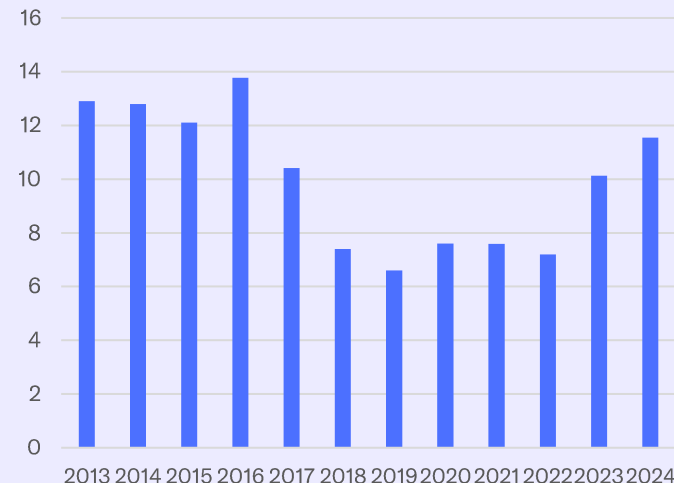
Vakuutustuotteiden (2024 osuus liikevaihdosta 22 %) liikevaihto oli vuosia laskutrendillä, mutta H2'23 aikana yhtiö sai suunnan käännettyä, kun se lanseerasi Henki-Fennian kanssa yhteistyössä tehdyt sijoitus- ja säästövakuutukset. Yhtiö tarjoaa laajan valikoiman eri toimijoiden vakuutustuotteita ja kumppaneita ovat mm. SEB

Life, Lombard ja Henki-Fennia. Vakuutustuotteet toimivat ennen kaikkea kuorena Alexandrian omille tuotteille ja käsityksemme mukaan uusien vakuutuskuorien sisällä tarjotaan pääasiassa yhtiön omia rahastoja ja strukturoituja tuotteita. Käsityksemme mukaan viimeisen 18kk vahvan myynnin taustalla ovat olleet etenkin Henki-Fennian kanssa Alexandrialle räätälöidyt tuotteet.

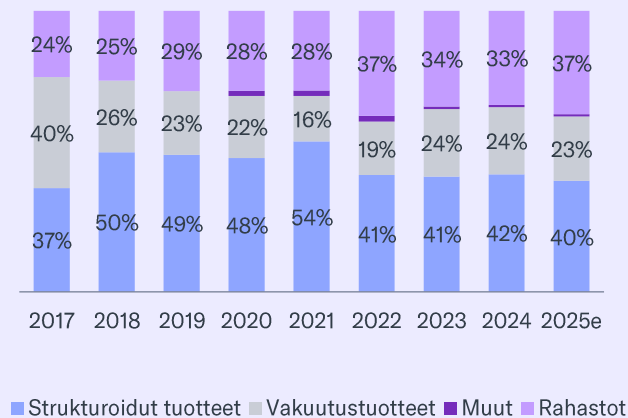
Käsityksemme mukaan merkittävä osuus Alexandrian sijoitus- ja säästövakuutuskannasta on erilaisten kuukausisäästösopimusten alaista, minkä vuoksi nämä voidaan rinnastaa omaisuudenhoitosopimuksiin. Tästä kulmasta tarkasteltuna vakuutukset tuovat yhtiölle tasaisesti lisää hallinnoitavia asiakasvaroja. Vanhemmista vakuutuskuorista ei saada jatkuvaa hallinnointipalkkiota, vaan palkkio nojaa kuoressa oleviin tuotteisiin. Käsityksemme mukaan huomattava osa yhtiön uusmyynnistä ohjautuu vakuutuskuoriin, sillä yli 70 %:n Alexandrian asiakasvaroista on vakuutuskuorien sisällä.

Vakuutustuotteiden palkkiorakenteet vaihtelevat tuotekohtaisesti, mutta tyypillisesti vakuutuksista saadaan vakuutusyhtiöltä etupainotteinen kertapalkkio (uusista vakuutuksista sekä lisäsijoituksista) ja tämän lisäksi vakuutuskuoresta saatetaan veloittaa asiakkaalta jatkuvaa palkkiota. Näkemyksemme mukaan vakuutustuotteiden palkkiot ovat pitkälti transaktiovetoisia, ja olemmekin omissa laskelmissamme huomioineet ne kertatuottoina. Käsityksemme mukaan 2023 lanseeratut tuotteet sisältävät ensimmäisen 5v periodin jälkeen myös Alexandrian perimän hallinnointipalkkion, eli vuosikymmenen lopulla nyt myydyt vakuutukset alkavat hiljalleen tuottaa myös jatkuvia palkkioita.

Vakuutustuotteet kehitys (MEUR)



Palkkioiden mixin muutos



Liiketoimintamalli 5/7

Varainhoito

Alexandria on historiallisesti ollut ennen kaikkea tuotetalo ja sen myyntikoneisto on keskittynyt myymään yksittäisiä tuotteita, kokonaisvaltaisemman varainhoidon sijaan. Yhtiöllä ei ole esimerkiksi ollut standardisoituja varainhoitomalleja ja konsernilta ei ole tarjottu kunnollista tukea varainhoitoratkaisujen myyntiin. Myöskään tuotetarjonta ei ole ollut erityisen hyvin varainhoitoa tukevaa, sillä tarjonnassa ovat olleet vain omat tuotteet, mikä rajoittaa sijoitusuniversumia merkittävästi. Mahdollinen varainhoito onkin ollut yksittäisen myyjän harteilla.

Tämän johdosta Alexandria onkin ollut enemmistölle asiakkaistaan tuotetalo ja sen osuus asiakkaiden kokonaisvarallisuudesta on jäänyt hyvin vaatimattomaksi.

Alexandria lanseerasi Alva-varainhoitopalvelun 2021. Alvan varainhoitomalli perustui yhtiön omiin tuotteisiin ja mielestämme se ei ollut erityisen kilpailukykyinen kapean tuotetarjonnan johdosta. Yhtiö ei myöskään rakentanut konsernille riittäviä tukitoimintoja mallin jalkauttamisen onnistumiseksi ja kokonaisuutena varainhoitopalvelun myynti on viimevuosina ollut hyvin vaatimatonta.

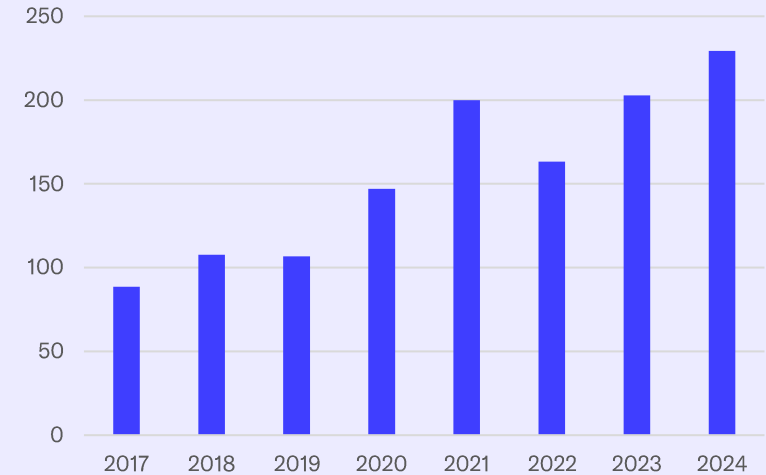
Toukokuussa 2024 Alexandria toi markkinalle uuden varainhoitopalvelun. Malli perustuu avoimeen arkkitehtuuriin ja on rakenteeltaan hyvin samankaltainen, kuin sen keskimääräisten kilpailijoiden vastaavat. Avoimen arkkitehtuurin mallilla tarkoitava rakennetta, missä asiakkaan salkku voidaan rakentaa mm. etf, indeksi tai muiden rahastomanagerien tuotteista. Tämä laajentaa merkittävästi tuoteuniversumia ja tekee hinnoittelusta selvästi kilpailukykyisemmän. Yhtiöllä on nyt käytössä standardisoidut varainhoitomallit, joita täydennetään

tarvittaessa omilla tuotteilla. Luonnollisesti myös vakuutuskuoret näyttelevät tärkeää roolia varainhoidossa sekä Alexandrian omassa ansainnassa.

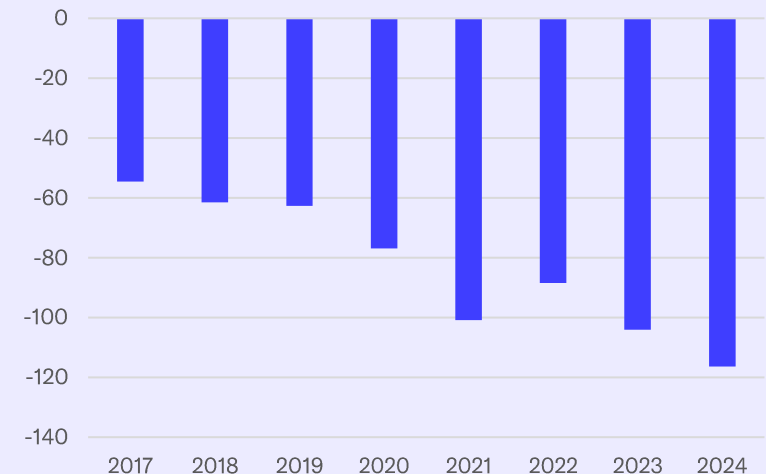
Kokonaisuutena pidämme yhtiön varainhoidon tuotetta aidosti kilpailukykyisenä ja uskomme, että tuotteella on aidot mahdollisuudet menestyä. Suurin huolestamme liittyy yhtiön organisaatioon ja sen kykyyn myydä varainhoitotuotetta. Yhtiön organisaation juuret ovat puhtaassa tuotemyynissä ja organisaation kääntäminen tuotemyynnistä palvelumyyntiin tulee olemaan pitkä ja iso prosessi. Yhtiön rakenteet ovat kuitenkin nyt suunniteltu selvästi paremmin tätä tukeviksi ja käsityksemme mukaan yhtiö on myös tehnyt palkitsemiseensa muutoksia tukeakseen tätä. Joka tapauksessa suhtaudumme toistaiseksi varauksella varainhoidon laajentumisen onnistumiseen ja haluamme nähdä konkreettisia näyttöjä toiminnan ylösajon onnistumisesta. Onnistuessaan varainhoidon potentiaali on todella merkittävä ja se voisi kiihdyttää yhtiön kasvun kulmakerrointa hurjasti.

Nyt kun yhtiön varainhoidon tuote on vihdoinkin aidosti kilpailukykyinen, niin yksi mielenkiintoinen kasvuväylä voisi olla kokeneempien yksityispankkiirien palkkaaminen yhtiön omille palkkalistoille. Nämä henkilöt toisivat taloon paljon varainhoidon osaamista, uusia asiakkaita ja nopeuttaisivat selvästi toiminnan ylösajoa.

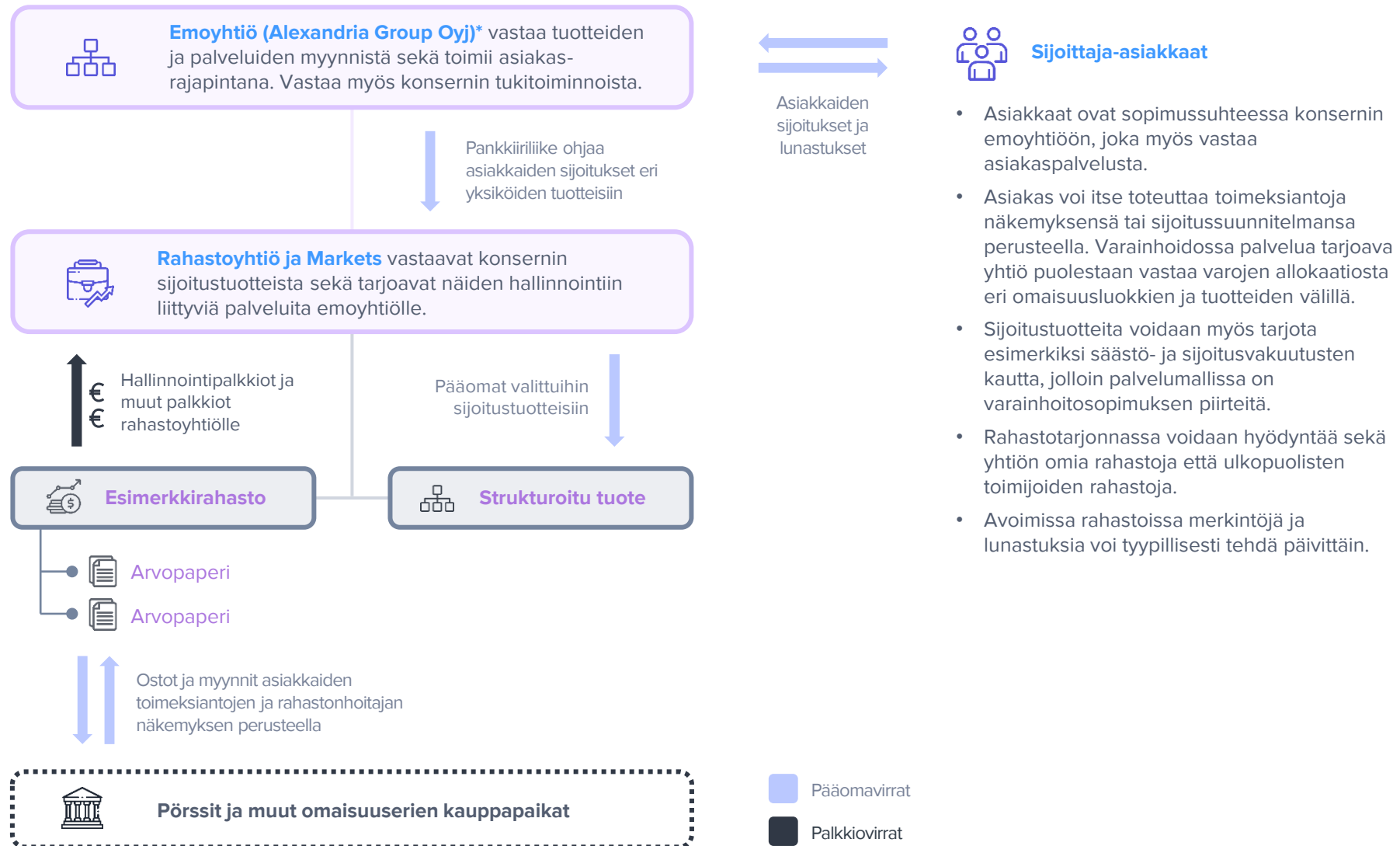
Myynti/työntekijä (tEUR)



Kulut/työntekijä sis. asiamiehet (tEUR)



Sijoituspalveluyhtiön liiketoimintamalli yksinkertaistettuna



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

Liiketoimintamalli 6/7

Kulurakenne

Alexandrian kulurakenne on toimialalle tyypillisesti varsin yksinkertainen. Keskeinen poikkeus suhteessa muihin listattuihin verrokkeihin on asiamiesten suuri määrä, minkä seurauksena henkilöstökulut näkyvät suurilta osin palkkiokuluissa.

Alexandrian suurimman yksittäisen kuluerän muodostavat palkkiokulut, jotka olivat 18,7 MEUR tai noin 40 % liikevaihdosta vuonna 2024. Palkkiokuluista 16,6 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. Taso on pysynyt jo vuosia jo varsin vakaana ja näkemyksemme mukaan tämä erä ei oleellisesti skaalaudu johtuen asiamiesten muuttuvasta palkitsemisesta. 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.

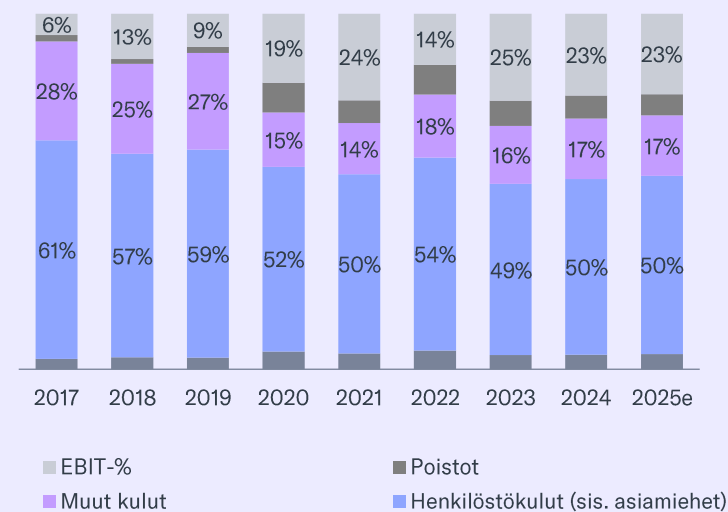
Suorien henkilöstökulujen osuus oli 8,0 MEUR tai 16 % liikevaihdosta. Mielestämme yhtiön henkilöstökulujen tarkasteluun tulee kuitenkin sisällyttää myös asiamieskulut yhtiön vahvasti myyntiin perustuvasta liiketoimintamallista johtuen. Näin laskettuna henkilöstökulut olivat noin 24,4 MEUR tai 50 % liikevaihdosta. Asiamiesten kulut huomioiden keskimääräinen henkilöstökulu oli noin 116 TEUR, joka on matalimmasta päästä seuraamistamme varainhoitajista (vertailu sivulla 16-17). Taso on noussut selvästi viime vuosina johtuen hyvin kehittyneestä

myynnistä, henkilöstömäärän laskusta matalapalkkaisemmissa töissä (mm. ajanvaraustoiminto) sekä yleisestä palkkainflaatiosta. Nykyinen palkkataso alkaa mielestämme olla linjassa verrokkien kanssa, kun huomioidaan yhtiön liiketoiminnan painotuserot (myynnistä 80 % pk-seudun ulkopuolella, suhteellisen pieni pääomamarkkinatiimi yms.) ja näin ollen palkkainflaation riski on mielestämme pienentynyt viime vuosien kehityksen johdosta.

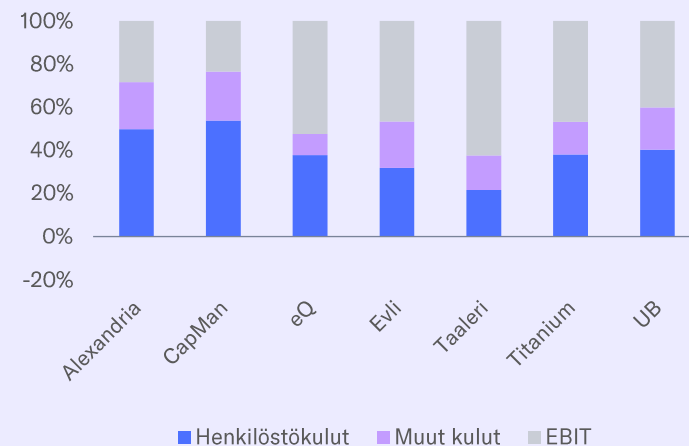
Yhtiön liikevaihto per työntekijä on myös matala suhteessa muihin seuraamiimme toimijoihin, mikä puolestaan heijastelee osin yhtiön yksityisijoittajiin painottuvaa asiakaskuntaa ja palveluvetoista liiketoimintamallia. Vaikka liikevaihto per työntekijä -suhde onkin parantunut reippaasti viimeisen 5v aikana, on tasossa mielestämme edelleen merkittävää parantamisen varaa. Mielestämme myynti per työntekijä on Alexandrian tulospaannusta ajatellen yksittäinen tärkein tunnusluku.

Kolmas merkittävin erä yhtiön kulurakenteessa ovat muut hallintokulut (mm. IT ja markkinointi), jotka olivat vuonna 2022 8,3 MEUR tai 17 % liikevaihdosta. Taso on kohtuullisen hyvin linjassa keskeisten verrokkien kanssa, joskin näemme myös siinä skaalauspotentiaalia kasvun kautta. Viimeinen merkittävä kuluerä yhtiölle on poistot. 2024 poistot olivat 3,2 MEUR, josta noin 2 MEUR oli IFRS16 mukaisia vuokratuluihin liittyviä poistoja. Kassavirtavaikuttamattomat liikearvopoistot olivat 0,7 MEUR ja perinteiset poistot ovat toimialalle tyypillisesti hyvin matalat 0,5 MEUR.

Kulurakenteen kehitys



Verrokkien kulurakenteet 2024*



*Konsernitason numerot

Evliä oikaistu EAM:n myyntivoitto

CapManiltä oikaistu CaPS:n myyntivoitto

Liiketoimintamalli 7/7

Kannattavuudessa selvää potentiaalia

Alexandrian kannattavuus on tehnyt merkittävän tasokorjauksen vuoden 2019 jälkeen. 2020–2024 keskimääräinen liikevoittomarginaali on ollut yli 20 %, 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 käytännössä 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 hieman yli 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 verrokilla. Heikomman skaalautuvuuden taustalla ovat ennen kaikkea asiamiesten provisiovetoinen palkkiomalli sekä tuottosidonnaisten palkkioiden puuttuminen. Näin ollen yhtiön rakenteellinen kannattavuus on verrokkiryhmän matalimpia, mistä kertoo myös yhtiön aikaisempi (2/25 pois vedetty) melko vaatimaton liikevoiton minimitaloite +20 %.

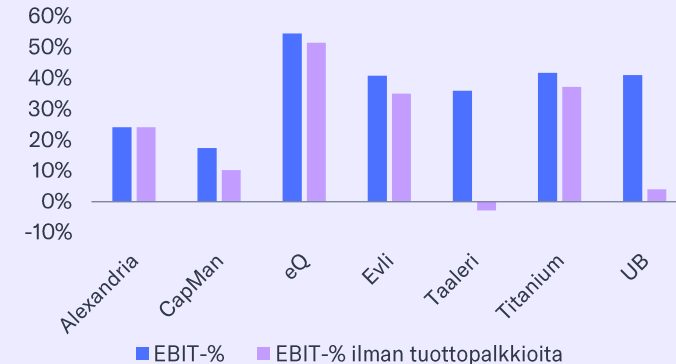
Sijoittajan on myös syytä huomioida, että vaikka yhtiön operatiivinen kulurakenne onkin verrokkeihin nähden melko raskas, on kuitenkin selvää, että kasvu on

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.

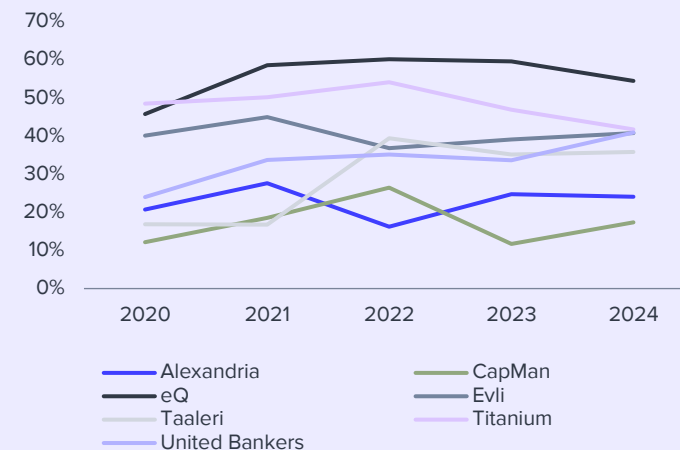
Tarkasteltaessa kuluja suhteessa verrokkeihin (tarkastelu sivulla 16-17) nähdään, että henkilöstökulut suhteessa liikevaihtoon ovat toimialan korkeimmasta päästä, kun taas muiden kulujen osalta yhtiön taso on varsin hyvin linjassa muiden yhtiöiden kanssa. Kun tämä yhdistetään yhtiön verrokkeja matalampaan 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.

Näkemyksemme mukaan yhtiöllä pitäisi nykyisellä rakenteella olla kaikki edellytykset yltää noin 30 %:n liikevoittomarginaaliin, mikäli liikevaihdon kasvun kulmakerrointa saadaan nykyistä paremmaksi. Kun huomioidaan, että tämä taso saavutettaisiin ilman tuottopalkkioita, kestäisi se jo hyvin vertailua keskeisiin listattuihin verrokkeihin. Sanomattakin selvää, että mikäli tämä kannattavuusparannus onnistuisi, olisi osakkeen hinta merkittävästi nykyistä korkeampi.

Varainhoitoliiketoimintojen kannattavuudet (2024)*



Varainhoitoliiketoimintojen EBIT-%

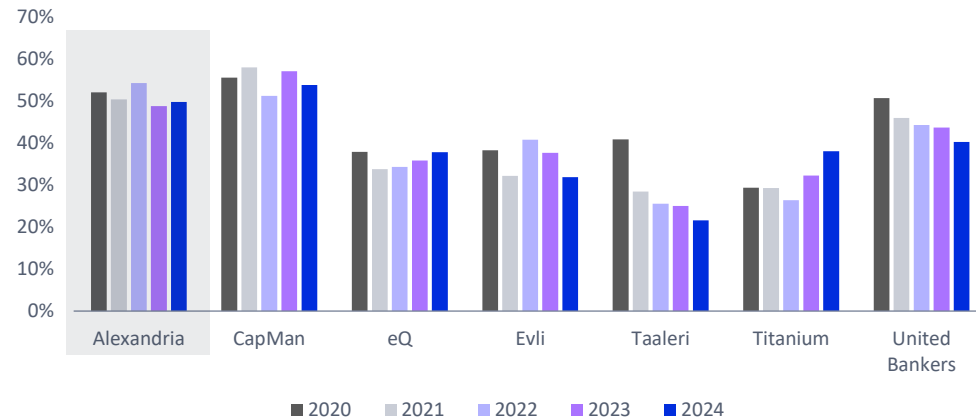


*Inderesin huomiot:

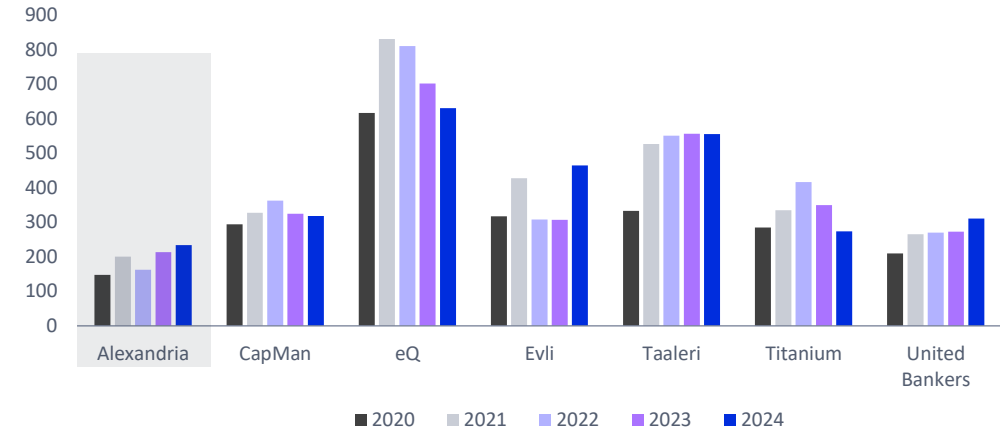
- UB:n Varainhoidon kannattavuus rasiitettu konsernikuluilla sekä poistoilla
- Titanium ja Alexandria konsernitasolla ilman liikearvopoistoja
- CapManin Hallinnointiliiketoiminta rasiitettuna konsernitoimintojen kuluilla
- eQ:n Varainhoitoa rasiitettu konsernikuluilla
- Evlin kannattavuus huomioi konsernin allokatiot
- Taalerin kannattavuus rasiitettu konsernin kuluilla. Taalerilla tuottopalkkioiksi laskettu myös Pääomarahastojen sijoitustuotot

Alexandria suhteessa listattuihin varainhoitajiin 1/2

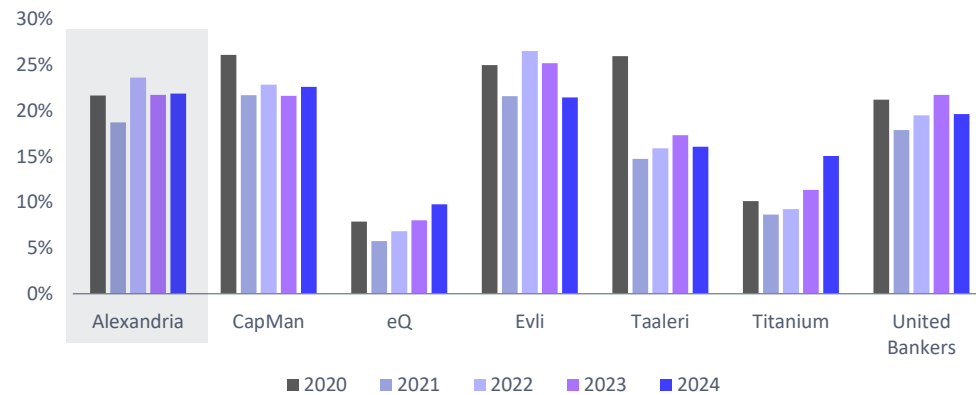
Henkilöstökulut suhteessa liikevaihtoon (konserni)



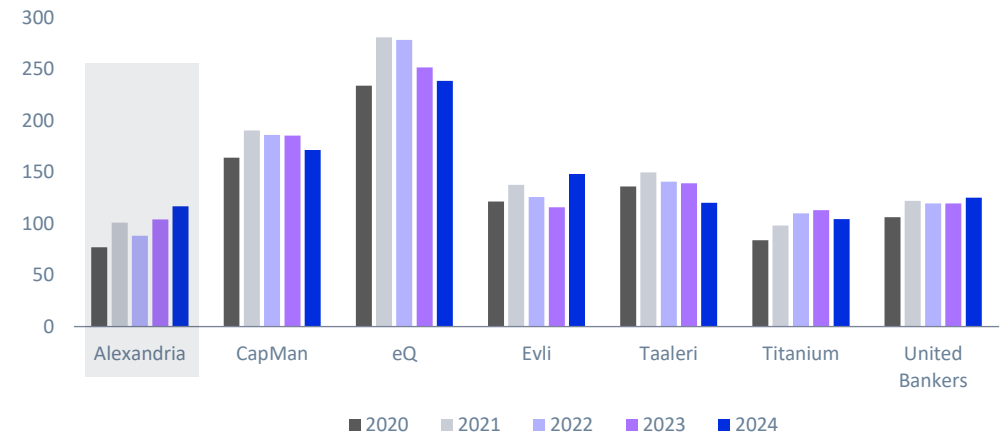
Liikevaihto per työntekijä (TEUR)



Hallintokulut, muut kulut ja poistot suhteessa liikevaihtoon (konserni)



Henkilöstökulut per työntekijä (TEUR)

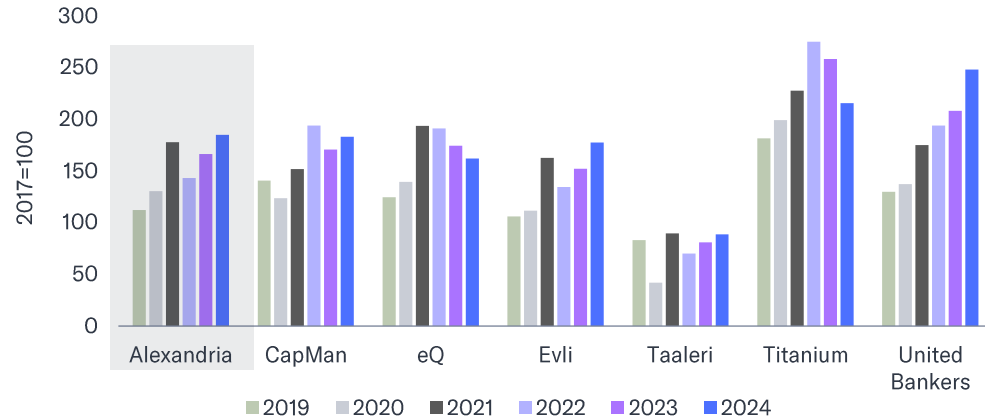


Inderesin huomiot:

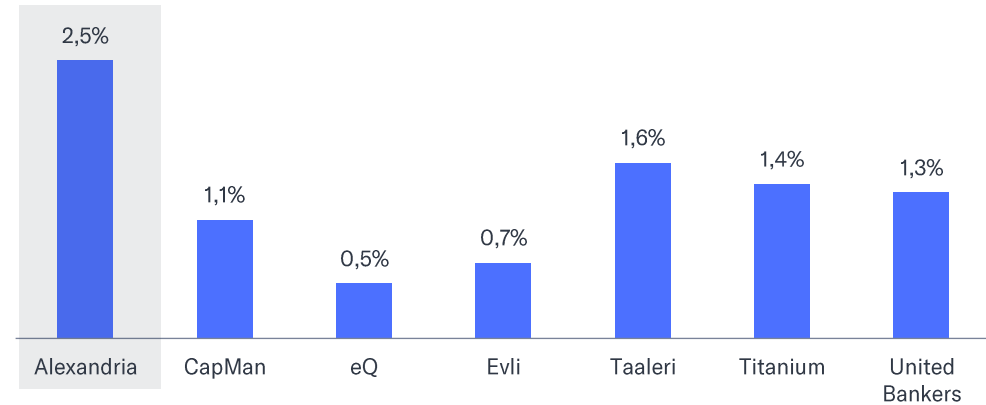
- Kaikki konsernitason numeroita
- Liikevaihto per työntekijä laskettu keskimääräisellä henkilöstömäärällä.
- Asiamiehet laskettu henkilöstöön ja henkilöstökuluihin mukaan.
- Taalerin 2019–2021 luvuista oikaistu pois myyty Varainhoitoliiiketoiminta.

Alexandria suhteessa listattuihin varainhoitajiin 2/2

Liiketoiminnan tuottojen kehitys indeksoituna

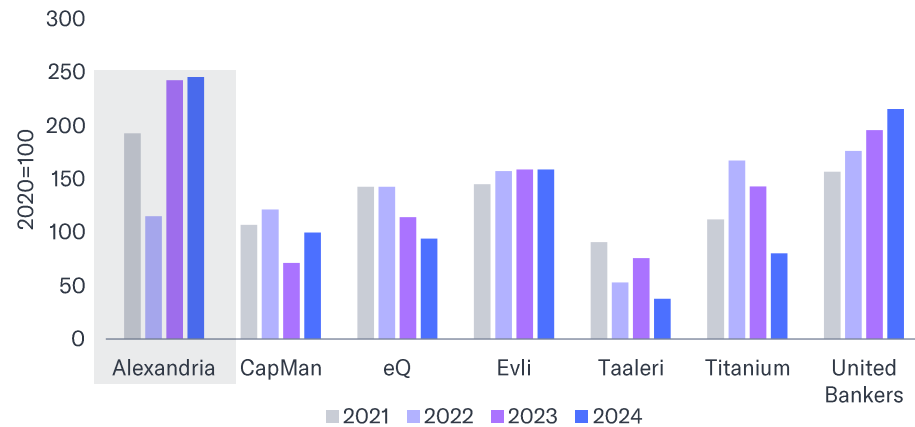


Liikevaihto/AUM-% (2024)*

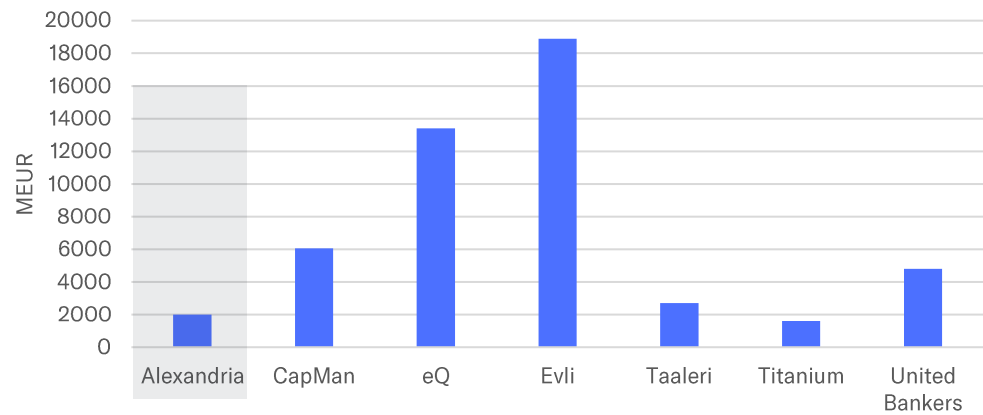


* Taalerilta mukana vain Pääomarahastot

Osinko per osake kehitys indeksoituna



Hallinnoitava varallisuus (AUM)



Sijoitusprofiili

1

Laaja jakeluverkosto

2

Vahva hinnoitteluvoima valituissa segmenteissä

3

Liiketoiminta skaalautuu verrokkeja heikommin

4

Jatkuvien palkkioiden matala osuus nostaa riskitasoa

5

Erittäin vahva tase mahdollistaa yritysjärjestelyt

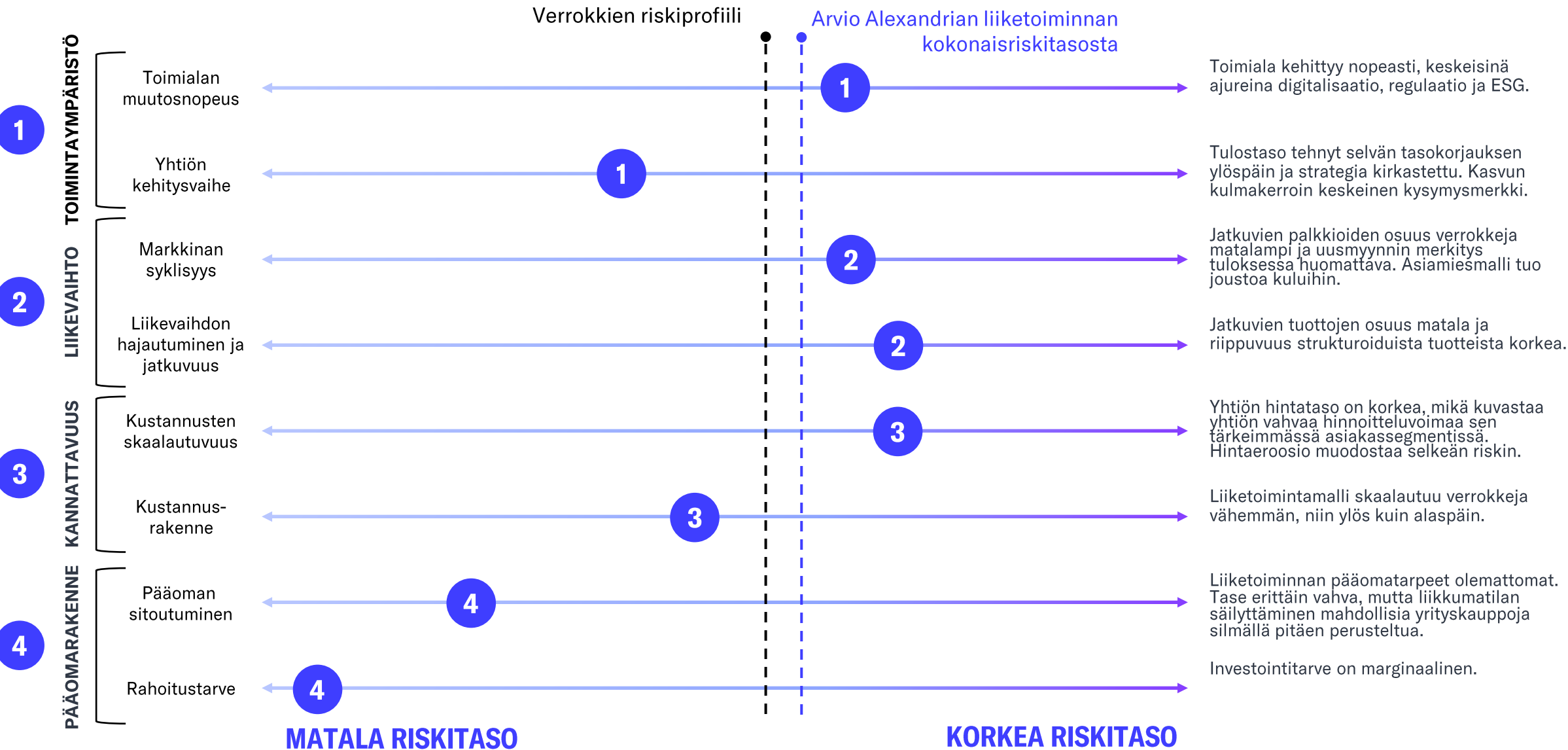
Potentiaali

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

Riskit

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

Liiketoimintamallin riskiprofiili



Lähde: Inderes

Strategia 1/3

Strategia tähtää kasvuun

Alexandrian strategia nojaa vahvasti sen laajaan myyntikoneistoon. Tämä on loogista, sillä laaja jakelu yksityissijoittajakenttään on yhtiön suurin vahvuus. Kilpailumielessä yhtiön keskeiset kilpailijat ovatkin näkemyksemme mukaan etenkin paikallispankit. Näkemyksemme mukaan yhtiön strategian voi tiivistää:

- Jatkuvan liikevaihdon kasvuun
- Kulutehokkuuden parantumiseen
- Tuotteiden laadun jatkuvaan parantamiseen

Liikevaihdon kasvun osalta yhtiön ylivoimaisesti tärkein asia on onnistua kasvattamaan keskimääräisen asiakkaan kokoluokkaa. Yhtiön osuus asiakkaidensa varoista on arviomme mukaan hyvin matala (luokkaa 20 %) ja absoluuttinen asiakaskohtainen hallinnoitava varallisuus on selvästi keskimääräisiä listattuja verrokkeja matalampi. Vaikka yhtiön suhteellinen ansainta per hoidossa olevat varat onkin verrokkiryhmän korkein (vertailu sivulla 17), 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. Käsityksemme mukaan yhtiön strategia Varainhoidossa keskittyykin ennen kaikkea kasvuun olemassa olevissa asiakkaissa, mikä on strategisesti täysin oikea valinta.

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 palkkiomalleista ja jo totutuista toimintatavoista. Yhtiö on tehnyt varainhoitomalliinsa selkeitä muutoksia viimeisen parin vuoden aikana ja mielestämme yhtiöllä on nyt ensimmäistä kertaa sen historiassa kilpailukykyinen varainhoitotuote. Olemme käsitelleet päivitettyä varainhoitomallia tarkemmin sivulla 12. Pidämme tehtyjä liikkeitä varainhoidon osalta oikeasuuntaisina, mutta suhtaudumme edelleen varauksella varainhoidon laajentumisen merkittävään läpimurtoon, sillä matka tuotetalosta varainhoitajaksi on pitkä. Yhtiöllä on mielestämme kuitenkin nyt ensi kertaa oikeat palikat pöydällä varainhoidossa onnistumiseksi.

Varainhoitopalvelun onnistumista tukisi myös nykyistä laajempi tuotetarjonta. Yhtiön tuotetarjonta on laajentunut tasaisesti ja 2024 aikana yhtiö perusti kiinteistörahastoliiketoiminnan, mikä sopii erinomaisesti yhtiön tuotetarjontaan. Näkemyksemme mukaan tuotetarjonnan laajentamisessa olisi loogista käyttää yhä enemmän kumppaneita, sillä tuotteiden ylösajo omin voimin on hidasta etenkin uusilla tuotealueilla. Yhtiön vuosi sitten lanseeraama PE-rahasto on mielestämme hyvä esimerkki mallista, jolla yhtiö tulee todennäköisesti

etenemään jatkossa oman ydinosaamisen ulkopuolella.

Luonnollisesti tuotteiden laadun jatkuva parantaminen on yhtiön kasvun onnistumiselle elinehto, vaikka yhtiö fokusoituukin vähemmän kilpailtuun segmenttiin.

Kulutehokkuus on pitkälti alistettu liikevaihdon kehitykselle ja sieltä syntyvällä tehokkuusparannuksella. Vaikka yhtiön kulutasossa onkin varmasti edelleen tehostamisvaraa, on tämän merkitys kasvua selvästi pienempi viimeisen 5v aikana toteutuneen tehokkuusparannuksen johdosta.

Strategia 2/3



Strategia 3/3

Yrityskaupat osana tulevaisuutta

Mielestämme yrityskaupat tarjoavat Alexandrialle hyvät lähtökohdat omistaja-arvon luomiseksi. Sen lisäksi, että yritysjärjestelyiden logiikka on finanssisektorilla varsin suoraviivainen (käsitelty sivulla 27), pystyisi Alexandria saamaan yrityskaupoilla enemmän tehoa irti nykyisestä 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, vaikka yhtiö puhuikin itse finanssisijoituksesta. EAB päätyi kuitenkin fuusioitumaan Evlin kanssa tapahtumarikkaiden vaiheiden jälkeen ja Alexandria myi osakkeensa hyvällä voitolla pois.

Käsityksemme mukaan Alexandria kartoittaa aktiivisesti yrityskauppamahdollisuuksia. Loogisimmat ostokohteet yhtiölle olisivat arviomme mukaan tuotetalot, joiden avulla yhtiö voisi laajentaa nykyistä tuotetarjontaan. Tähän liittyen yhtiö teki organisaationaalisesti hyvinkin loogisen liikkeen, kun se perusti kiinteistörahastoliiketoiminnan rekrytoimalla kokeneen tiimin tämän ympärille. Esimerkiksi laadukkaat perinteisten rahastojen tuotetalot voisivat olla Alexandrialle relevantteja kohteita (mm. Fondita tai Fourton).

Myös varainhoitoon laajentuminen yrityskaupalla voisi olla strategisesti perusteltua, etenkin jos yhtiön uusikaan varainhoitomalli ei ota tuulta siipiensä alle. Ostamalla varainhoitajan, Alexandria saisi valmiit varainhoitomallit sekä osaamista tästä liiketoiminnasta. Tämä vauhdittaisi varmasti varainhoitomallin ylösajoa. Huomautamme kuitenkin, että tämänkaltaisen fuusio vaatisi todennäköisesti suhteellisen isoa integraatiota, johon

toimialalla liittyy aina riskejä.

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 sen ostokohteeksi päättyy joku pienempi taho.

Neljäntenä vaihtoehtona olisi laajentuminen varainhoidon ulkopuolelle esimerkiksi investointipankkitoimintaan tai palkitsemispalveluihin. Lähtökohtaisesti emme pidä tätä erityisen järkevänä, sillä synergiat omaan toimintaan jäisivät hyvin vaatimattomiksi ja veisivät fokusta pois ydintekemisestä.

Keskeinen haaste yrityskaupoissa Alexandrian kannalta onkin sopivien kohteiden hyvin rajallinen määrä. Vaikka yhtiö onkin seuraamistamme varainhoitajista todennäköisesti yksi halukkaimpia tekemään liikkeitä, rajoittaa kohteiden hyvin rajallinen määrä tätä. Pidämmekin hyvin realistisena skenaariona, että yhtiö ei onnistu lähivuosina löytämään sopivia kohteita. Korostamme, että yhtiö on tehnyt strategiassaan oikeita liikkeitä viimeisen 5v aikana ja sen oma tekeminen on jatkuvasti parantunut. Yhtiö on kyennyt organisaationaalisilla liikkeillä paikkaamaan tarjontansa puutteita ja näin ollen yrityskaupat eivät missään nimessä ole sille pakollisia.



Taloudelliset tavoitteet

Alexandria päivitti taloudelliset tavoitteensa alkuvuodesta 2025. Aiemmasta poiketen yhtiö ei enää anna tarkkoja numeerisia tavoitteita paitsi voitonjaolle.

- Alexandrian pitkän aikavälin tavoitteena on jatkaa liiketoiminnan kannattavaa kasvua.
- Yhtiön tavoitteena on jakaa osinkoa vähintään 80 prosenttia tilikauden tuloksesta.

Alexandrian aiemmat 2022 lanseeratut ja vuoteen 2025 ulottuvat tavoitteet olivat (eivät enää voimassa):

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

Toimiala – Varainhoitomarkkina 1/5

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 2024 lopussa arviomme mukaan noin 250 miljardia euroa. Vuodesta 2005 alkaen markkina on kasvanut keskimäärin noin 5 % vuodessa. Kasvua on selittänyt osin varallisuusarvojen kasvu ja osin uuden pääoman virtaaminen omaisuudenhoidon piiriin. Huomautamme, että kasvu on merkittävästi kansantalouden aneemista kasvua korkeampaa, sillä pääomamarkkinoiden korrelaatio ja mielestämme Suomen talouskasvulla onkin vain rajallista merkitystä varainhoitomarkkinalle.

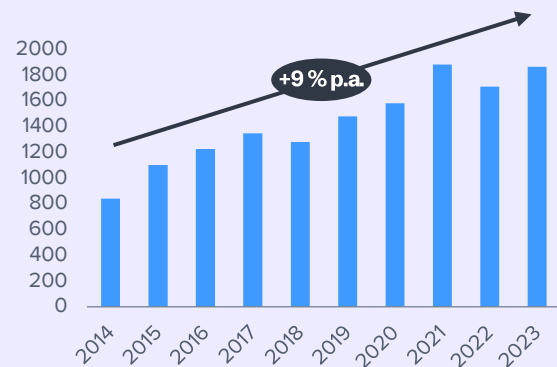
Tästä 250 miljardista noin puolet on sijoitettu kotimaisiin sijoitusrahastoihin ja loput on konsultatiivisen tai täyden valtakirjan omaisuudenhoidon piirissä. Luonnollisesti myös merkittävä osa rahastopääomista on erilaisten omaisuudenhoitosopimusten alaisuudessa. Markkinan tarkan kokoluokan laskeminen on hankalaa, sillä se riippuu

pitkälti siitä mitkä omaisuusluokat ja asiakas-segmentit siihen lasketaan mukaan. Arvioimamme kokoluokka on kuitenkin suuntaa-antava.

Pitkän aikavälin näkymä on hyvä

Pitkällä aikavälillä Suomen omaisuudenhoitomarkkina tulee saamaan merkittävää tukea rakenteellisesta muutoksesta, kun suurten ikäluokkien keräämä varallisuus alkaa siirtyä seuraavalle sukupolvelle perintöjen kautta. Tämä varallisuuden äkillinen kasvu tulee arviomme mukaan väistämättä johtamaan varainhoitomarkkinan kasvuun, kun yhä useampi ihminen kiinnostuu sijoittamisesta ja toisaalta muuttuu sijoituspalveluyritysten kannalta kiinnostavaksi asiakkaaksi. Myös huolet eläkejärjestelmän kestävydestä tulevat luomaan rakenteellista kiinnostusta pitkän aikavälin sijoitustoiminnalle ja varallisuuden omatoimiselle kerryttämislle. Tämä rakenteellinen muutos tapahtuu kuitenkin vasta tulevien vuosikymmenten aikana, eikä näin ollen vaikuta alan lyhyen aikavälin näkymiin. Mielestämme tästä käynnissä olevasta rakenteellisesta muutoksesta on tarjolla paljon todistusaineistoa ja esimerkiksi rahasto-omistajien määrä, arvo-osuustilien lukumäärä tai rahastopääomat ovat kaikki kaikkien aikojen ennätystasolla. Myös yhä useampi varainhoitaja (mm. Aktia ja Alexandria) on alkanut panostaa tähän ”seuraavan sukupolven” kohderyhmään. Pitkällä aikavälillä uskomme, että varainhoitomarkkinalla on Suomessa hyvät edellytykset jatkaa noin 5 %:n vuosikasvua, joten kyseessä on edelleen selkeä kasvuala.

Kotimaisen varainhoitomarkkinan kehitys (MEUR)



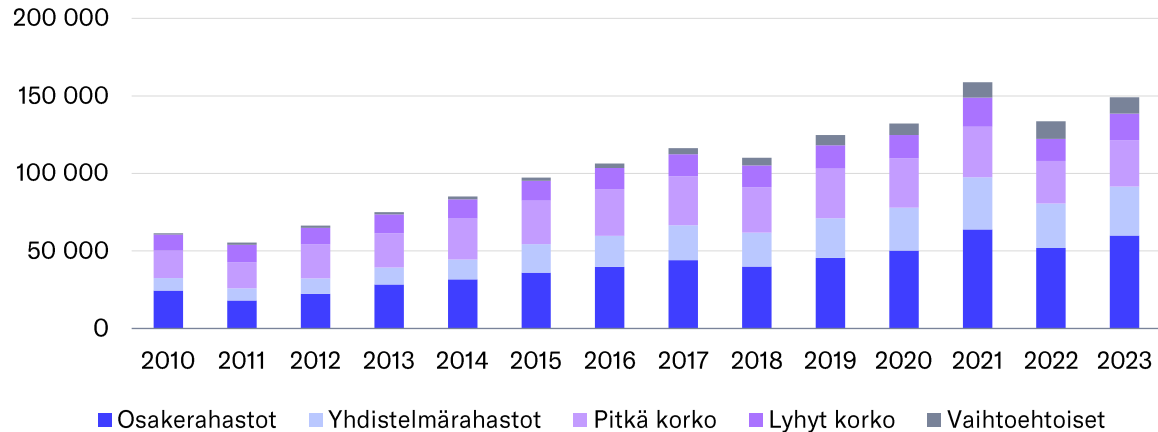
Lähde: Inderes

Esimerkkejä suomalaisista varainhoitajista

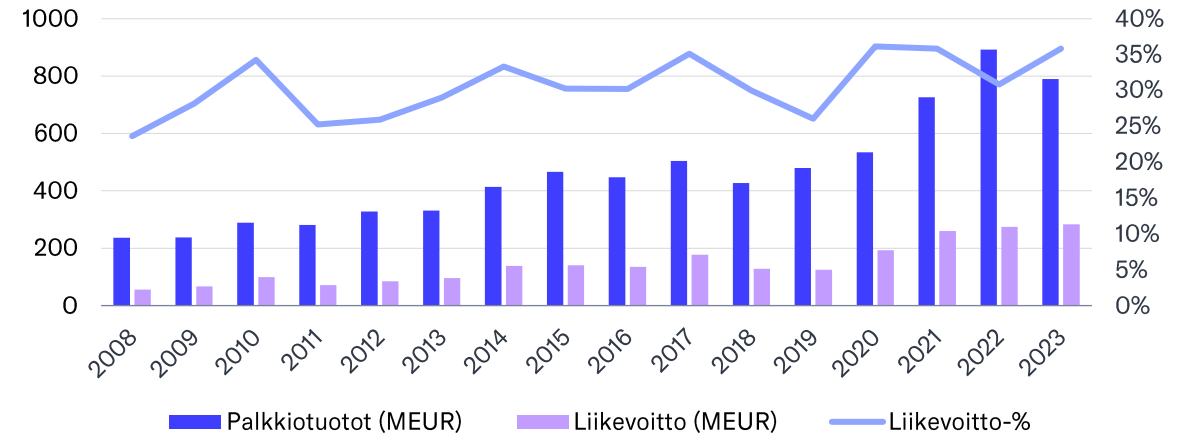


Toimiala – Varainhoitomarkkina 2/5

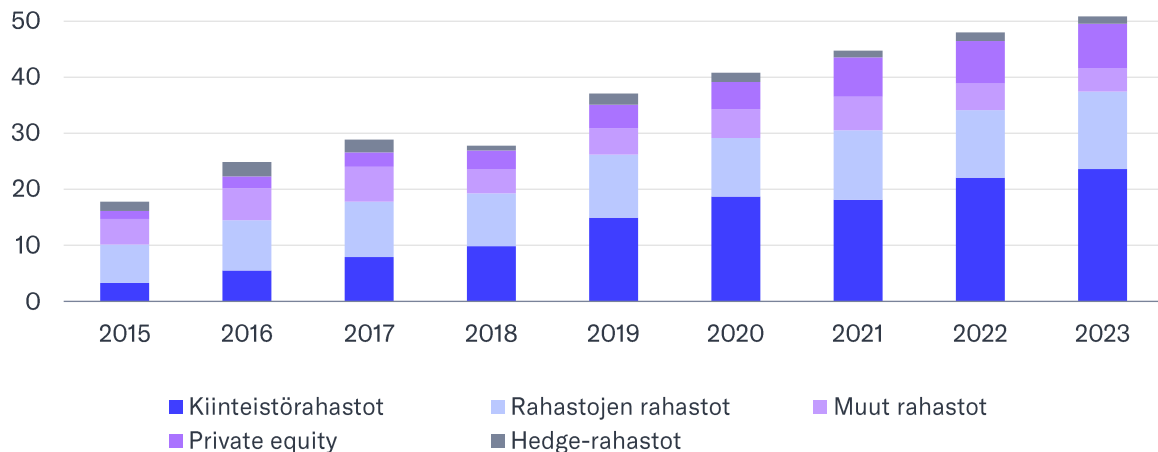
Suomen sijoitusrahastopääomien kehitys (MEUR)



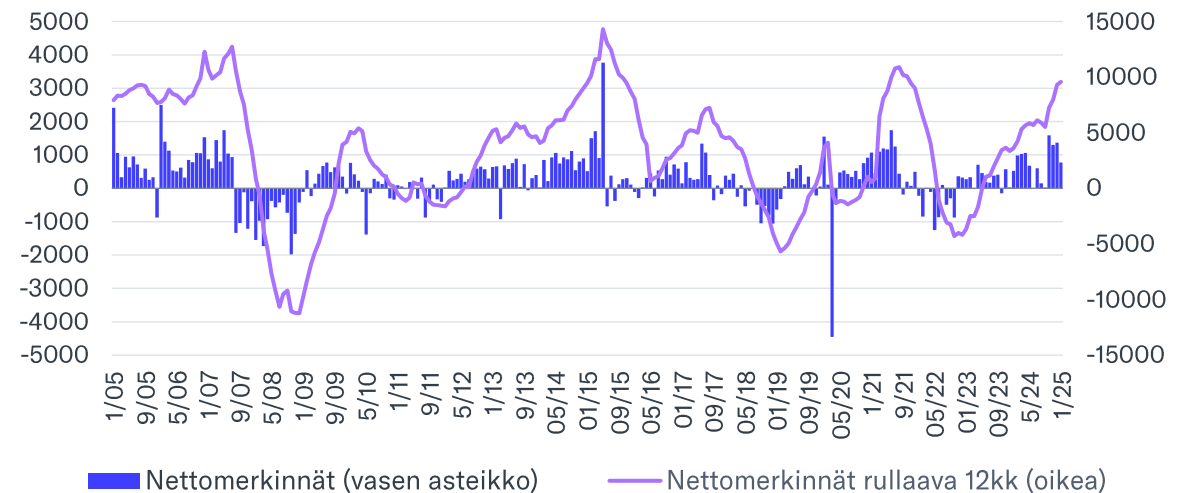
Sijoituspalveluyritysten liikevaihto ja kannattavuus Suomessa



Kotimaisten vaihtoehtorahastojen ja erikoissijoitusrahastojen pääomat (mrd. euroa)



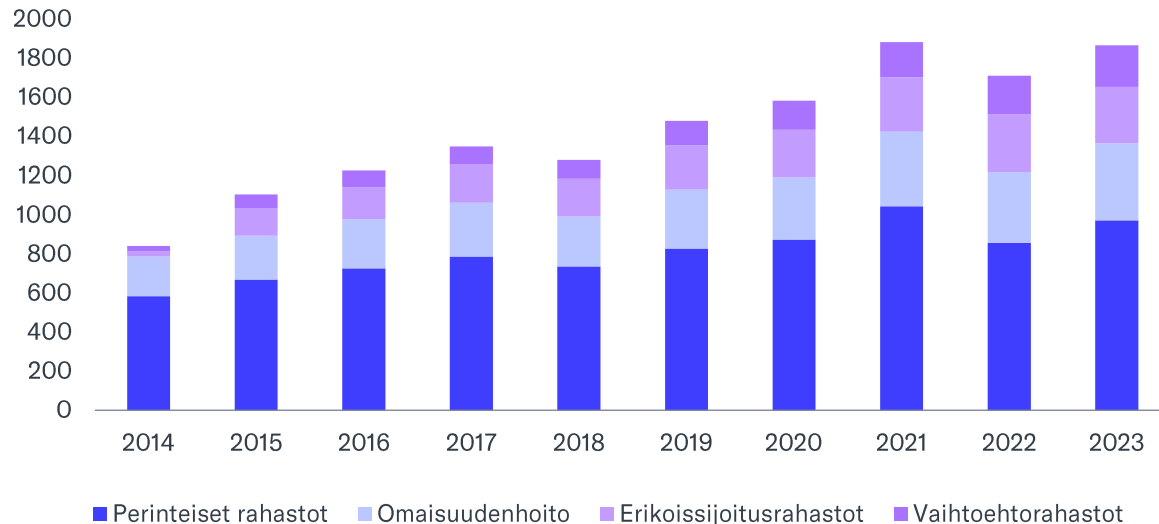
Kotimaisten sijoitusrahastojen nettomerkinnot (MEUR)



Toimiala – Varainhoitomarkkina 3/5

Suomen varainhoitomarkkina on kasvanut voimakkaasti viimeisen 10 vuoden aikana. Kasvua ovat ajaneet hyvä pääomamarkkinan kehitys sekä Suomen markkinan rakenteelliset kasvutrendit. Omaisuusluokista vaihtoehtoiset tuotteet (alla vaihtoehtorahastot ja erikoissijoitusrahastot) ovat olleet selkeä voittaja ja niiden osuus on kasvanut merkittävästi. Korkeiden palkkiorakenteiden johdosta niiden vaikutus toimialan yhtiöille on kasvanut merkittäväksi. Korkojen nousu on ainakin väliaikaisesti hillinnyt vaihtoehtoisten voittokulkua, kun allokaatioita on päästy normalisoimaan korkojen ollessa jälleen laajasti relevantti omaisuusluokka. Vaihtoehtoista on kuitenkin tullut pysyvä osa sijoittajien allokaatioita ja myös yhä useammalla sijoittajalla on pääsy niihin.

Kotimaisen varainhoitomarkkinan liikevaihdon kehitys (MEUR)



Lähde: Inderesin arvio

Varainhoitomarkkinan ajurit



Toimiala – Varainhoitomarkkina 4/5

Suomen varainhoitomarkkinan rakenne asiakaskoon ja tuotekohtaisen asemoitumisen perusteella



Toimiala – Varainhoitomarkkina 5/5

Varainhoitomarkkinan kilpailukenttä

Pankit



Keskisuuret sijoituspalveluyhtiöt



Pienet sijoituspalveluyhtiöt



Konsolidaatioajurit

Trendit

Digitalisaatio
Korkotuottojen paluu
Vastuullisuus (ESG)

Regulaatio
Vaihtoehtoiset omaisuusluokat

Myyntisynergiat

Tuote- ja palvelutarjonnan laajentaminen
Kasvava jakeluvoima
Hallinnoitavien pääomien kasvu

Kustannussynergiat

IT-kulut
Hallintokulut
Henkilöstökulut

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

Toteutuneita järjestelyjä



Taloudellinen tilanne

Tase on hyvin yksinkertainen

Alexandrian tase on sijoittajien näkökulmasta hyvin yksinkertainen. Taseen loppusumma oli 2024 lopussa noin 44 MEUR ja tästä omaa pääomaa oli 34 MEUR. Yhtiön omavaraisuusaste oli vuoden lopussa 76 % ja toimialalle tyypilliseen tapaan Alexandria on myös nettovelaton.

Pitkäaikaisten varojen osalta yhtiöllä on taseessaan noin 5,7 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 suosittelemmekin sijoittajia seuraamaan liikearvopoistoista oikaistua tulosta.

Toinen merkittävä pitkäaikainen taseen omaisuuserä on IFRS 16 -vuokravastuut (5,5 MEUR). Tämän lisäksi yhtiöllä on pieniä sijoituksia noin 1 MEUR:lla. Muilta osin taseessa ei ole merkittäviä pitkäaikaisia eriä. Alexandrian lyhytaikaiset varat koostuvat käteisestä (14 MEUR) sekä noin 17 MEUR:n saamisista. Saamisten määrä on kasvanut kahdessa vuodessa noin 10 MEUR:lla ja tässä on taustalla yhtiön erinomaisesti kehittynyt vakuutus tuotteiden myynti. Vakuutus tuotteissa yhtiö kirjaa liikevaihdon heti, mutta kassavirta tuloutuu kumppanilta (vakuutusyhtiöltä) 5v aikana. Tähän saamiseen ei liity oleellisia riskejä ja käytännössä ainoa riski on vastapuoliriski. Laskelmiemme mukaan vakuutuksiin liittyvien saamisten määrän ei enää oleellisesti pitäisi kasvaa ja odotamme niiden säilyvän nykyisellä tasolla lähivuodet. Vuosikymmenen loppua kohti näiden saamisten pitäisi laskea selvästi.

Yhtiön liiketoiminta ei vaadi pyöriäkseen juurikaan pääomia,

joten käytännössä vakavaraisuusvaatimukset asettavat raamit yhtiön taserakenteelle. Viranomaisvaatimusten asettama minimitaso yhtiön vakavaraisuussuhteelle on 8 %, kun se 2024 lopussa oli noin 35 %.

Tase tarjoaa jonkin verran liikkumavaraa

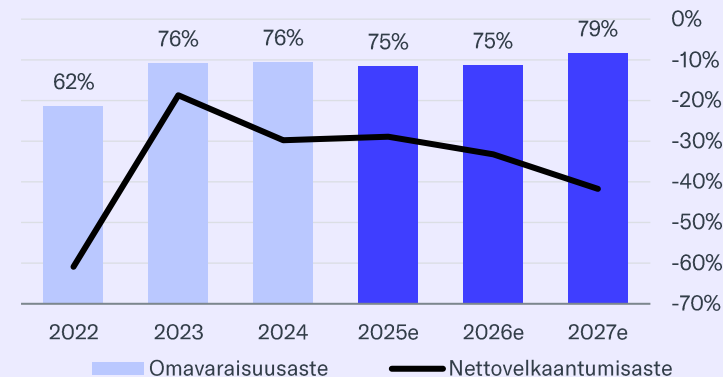
Alexandrian nykyinen tase on mielestämme selvästi ylikapitalisoitunut ja laskennallisesti ylimääräistä pääomaa siellä on noin 14 MEUR suhteessa vakavaraisuuden alarajaan. Luonnollisesti sijoituspalveluyhtiön tulee säilyttää selkeä puskuri suhteessa vakavaraisuuden alarajaan ja näin ollen oikeaa ylimääräistä pääomaa on karkeasti arvioituna noin 10 MEUR.

Alexandria on myös avoimesti kommunikoinut aikeistaan säilyttää vahvaa kassaa yritysjärjestelyjen varalta, mikä osaltaan pitää vakavaraisuutta koholla. Alexandrian nykyinen tase mahdollistaisi näkemyksemme mukaan kohtalaisen kokoisen yritysoston. Lisäksi yhtiöllä on luonnollisesti kauppatavarana käytössään myös sen oma järkevästi hinnoiteltu osake, joten emme pidä taseen vahvistamista nykytasolta enää perusteltuna. Näin ollen odotammekin yhtiön jakavan jatkossa käytännössä lähes koko tuloksensa ulos osinkoina, kuten se onkin tehnyt viimeiset kolme vuotta.

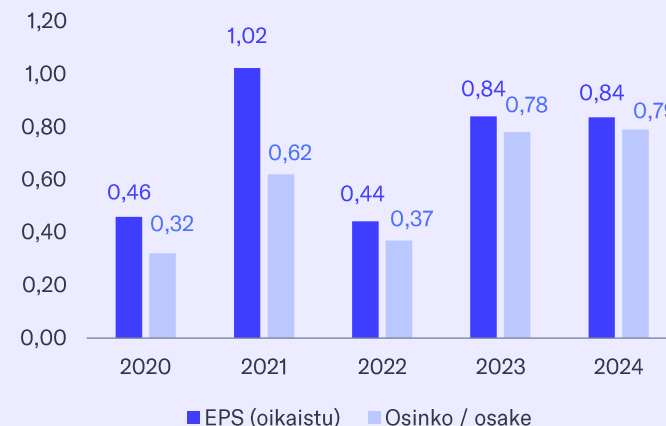
Vähemmistöt

Yhtiöllä on 10 %:n vähemmistö Alexandria Markets Oy:ssä. Markets on historiassa vastannut valtaosasta yhtiön tulosta (2023 Markets EBIT 6,5 MEUR) ja näin ollen myös vähemmistön tulososuus on ollut merkittävä. 2020 lopussa yhtiö nosti osuuttaan Alexandria Marketsissa 65 %:sta 90 %:iin.

Taseen avainlukujen kehitys



EPS ja osinkoennusteet



Ennusteet 1/4

Ennusteiden taustat

Pääomamarkkinoiden tila on pysynyt Suomessa kaksijakoisena viimeisen vuoden aikana. Maailmalla on menossa vahva nousumarkkina, mutta Helsingin pörssiä ei näihin juhliin ole toistaiseksi kutsuttu mukaan. Lisäksi Suomen kiinteistösektorilla on menossa nollakorkoajan päättymistä seurannut krapula. Kiinteistömarkkinan haasteet sekä Helsingin pörssin heikkous ovat olleet omiaan heikentämään sentimenttiä Suomessa ja markkinatilannetta onkin ollut varainhoitajien näkökulmasta korkeintaan kohtalainen. Pitkän aikavälin näkymä kotimaisella varainhoitomarkkinalla on mielestämme edelleen erittäin hyvä ja näemme markkinalla vahvat rakenteelliset kasvuajurit pitkälle tulevaisuuteen.

Korkojen paluu relevantiksi omaisuusluokaksi on tervehdyttänyt markkinaa selvästi ja sijoittajat ovat voineet normalisoida korkoallokatioitaan. Tämä on heijastunut etenkin vaihtoehtoihin sijoituksiin, joiden kohdalla tulikuuma

markkina on normalisoitunut. Vaihtoehtoisista tuotteista on kuitenkin tullut pysyvästi oleellinen osa modernia sijoitussalkkua ja niiden rooli tulee säilymään merkittävänä niin sijoittajille kuin varainhoitajille myös jatkossa. Mielestämme on kuitenkin selvää, että korkojen nousua jälleen relevantiksi omaisuusluokaksi tulee kilpailu vaihtoehtoisten tuotteiden välillä kiristymään ja tuotteiden laadun merkitys korostuu tässä ympäristössä. Kokonaisuutena näemme markkinatilanteen olevan lähivuosina Alexandrian kannalta vähintään kohtuullinen ja pitkän aikavälin trendit kotimaan varainhoitomarkkinalla suosivat yhtiötä.

Ennustemuutokset

Olemme tarkistaneet lähivuosien ennusteitamme ylöspäin 5-12 %:lla. Taustalla on etenkin vakuutustuotteiden myynti, jonka odotamme olevan hieman aiempaa korkeammalla tasolla. Vakuutusten ennustemuutoksia tärkeämpänä pidämme sitä, että luottamuksemme niiden myyntivolyymia

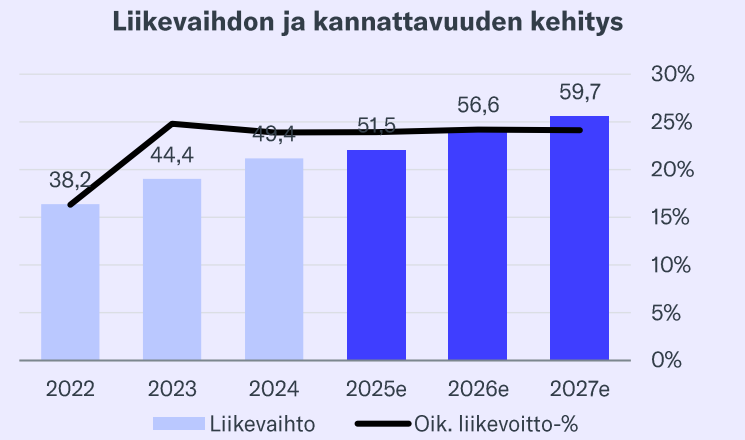
kohtaan on noussut. Olemme myös lisänneet ensi kertaa ennusteisiimme pientä palkkiovirtaa varainhoidosta. Vaikka palkkiotaso varainhoidosta onkin ennusteissamme pientä, on sen vaikutus tulokasvuun selkeä.

Ennusteet yhteenveto

Odotamme Alexandrialta vakaata tulokasvua ja keskimääräinen oikaistun liikevoiton kasvu on ennusteissamme noin 8 % välillä 2025-2029. Keskeinen haaste Alexandrialla on edelleen heikon kasvuprofiilin omaavien vakuutusten ja strukturoitujen tuotteiden hallitseva osa liikevaihdosta. Meidän on vaikea nähdä, että nämä tuotteet kykenevät toimimaan kasvun moottoreina lähivuosina ja näin ollen kasvu onkin täysin rahastojen sekä varainhoidon harteilla. Tämän johdosta Alexandrian rakenteellinen kasvupotentiaali on useita listattuja verrokkeja alhaisempi, mikä painaa hyväksyttävää arvostusta.

Ennustemuutokset	2025	2025	Muutos	2026e	2026e	Muutos	2027e	2027e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	50,7	51,5	2 %	53,8	56,6	5 %	56,0	59,7	7 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	11,7	12,3	5 %	12,7	14,2	13 %	12,9	15,0	17 %
Liikevoitto	10,9	11,5	5 %	11,9	13,4	13 %	12,1	14,2	18 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,84	0,88	4 %	0,89	1,00	12 %	0,89	1,04	17 %
Osakekohtainen osinko	0,78	0,88	14 %	0,78	0,92	18 %	0,86	1,01	17 %

Lähde: Indexes



Ennusteet 2/4

Rahastojen uusmyynti jatkaa selvää kasvuaan ja kiihtyy 2026 alkaen, kun lunastukset kiinteistörahostosta helpottavat ja yleinen markkinatilanne piristyy. Varainhoidon osalta odotamme varovaista etenemistä, mutta olemme nyt ensi kertaa huomioineet sen kasvua ennusteissamme. Varainhoidossa yhtiöllä on mielestämme varaa selvästi parempaan ja siinä piilee isoin tulospu suhteessa ennusteisiimme. Aikaisempien kompastelujen seurauksena haluamme kuitenkin nähdä konkreettisia onnistumisia ennen vahvempaa näkemystä.

Strukturoitujen tuotteiden osalta odotamme liikevaihdon pysyvän lähes nykyisellä erinomaisella tasolla myös tulevina vuosina. Keskeisenä haasteena strukturoitujen tuotteiden osalta näemme yhtiön jo valmiiksi erittäin korkean kappalemääräisen volyymin, minkä merkittävää kasvattamista pidämme hankala. Tuotteiden kokoluokissa voisi hyvässä markkinatilanteessa olla kasvuvaraa nykyiseltä, mutta se vaatisi markkinan piristymistä. Huomautamme myös, että yhtiö vaikuttaa mielestämme siirtävän myynnin fokusta yhä enemmän varainhoidon suuntaan ja tämä tekee strukturoitujen tuotteiden kasvattamisesta yhä haastavampaa.

Vakuutusten osalta varainhoidon panostusten pitäisi näkyä positiivisesti myynissä, sillä vakuutuskuoret näyttelevät isoa roolia varainhoidossa. Lisäksi Henki-Fennian kanssa lanseeratut tuotteet mahdollistavat strukturoitujen tuotteiden laittamisen kuoreen ja strukturoitujen tuotteiden kannan voi asteittain olettaa siirtyvän vakuutuskuoriin.

2025: varainhoidossa pitää onnistua

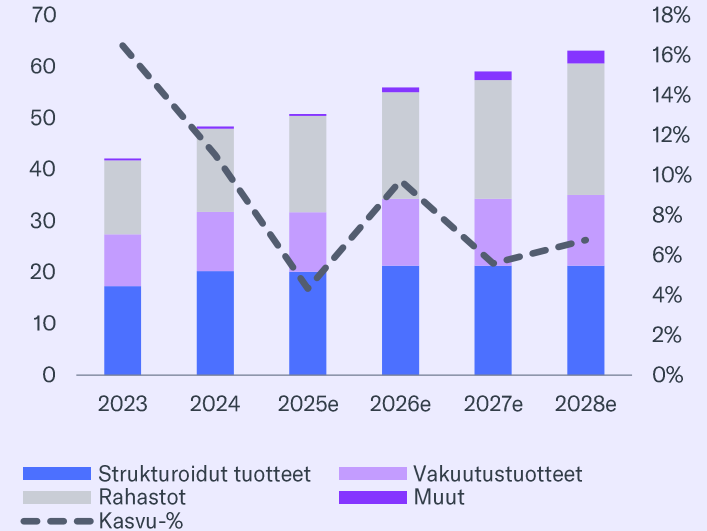
Yhtiö lähtee vuoteen 2025 hyvistä lähtökohdista. Hallinnoitava varat ovat kaikkien aikojen korkeimmalla tasolla, yleinen markkinasentimentti on alkuvuoden aikana jatkanut

elpymistään Suomessa ja strukturoituja tuotteita on mennyt hyvä määrä kaupaksi. Odotamme kuluvalta vuodelta 5 %:n kasvua palkkiotuotoissa. Taso saattaa vaikuttaa vaatimattomalta, mutta huomautamme, että emme ennusta kasvua strukturoituihin tuotteisiin tai vakuutuksiin. Rahastoissa ennustamme vahvaa kasvua ja varainhoidossa palkkiot ovat vielä pientä (ylösajo hyvin hidasta). Varainhoidon palkkiot näkyvät ennusteissamme Muut-rivillä, joka sisältää myös Alexandrian rahoituksen alasajossa olevan kannan. 2025 osalta varainhoidon pieni kasvu hautautuukin rahoituksen kannan sulamisen alle.

Liikevoittomarginaali pysyy suunnilleen 2024 tasolla, kun 2024 tehdyt etupainotteiset rekrytoinnit nostavat kustannusrakennetta. Liikearvopoistoista oikaistu liikevoitto kasvaa ennusteissamme lievästi 12,3 MEUR:oon (2024: 11,9 MEUR).

2025 osalta ylivoimaisesti tärkeintä olisi se, että yhtiö onnistuu todistamaan uuden varainhoitomallinsa toimivuuden. Tämä tarjoaisi yhtiön kasvulle kauan kaivatun piristysruiskeen ja nostaisi yhtiön rakenteellista kasvupotentiaalia. Vähintään yhtä tärkeää on saada nostettua rahastojen myyntivolyymin takaisin lähemmäs 100 MEUR tahtia, kun kiinteistörahoston lunastukset vihdoin hellittävät. Kiinteistökehitysrahastojen lanseerauksen pitäisi helpottaa tätä tavoitetta, sillä historiassa yhtiö on onnistunut erinomaisesti myymään yksittäisiä tuotteita (mm. vakuutukset, strukturoidut tuotteet). Vaikka sentimentti kiinteistöissä onkin surkea, niin yhtiön pitäisi kyetä myymään ensimmäistä rahastoa 50 MEUR:lla laajan myyntikoneistonsa turvin.

Palkkioiden kehitys (MEUR)



Liikevoitto (MEUR) ja kannattavuus-%



Ennusteet 3/4

2026–2028: Tulos kasvaa ja mix paranee

Odotamme Alexandrian orgaanisen liikevaihdon kasvun olevan noin 8 % 2025–2028. Kasvu tulee valtaosin rahastoista, mutta myös varainhoito antaa kasvulle pientä tukea. Lisäksi vakuutukset sekä strukturoidut tuotteet kasvavat jonkin verran.

Huomautamme että myös tällä periodilla varainhoitopalkkioiden kasvu on strategisessa mielessä tärkein asia. Vaikka varainhoitopalkkiot ovatkin ennusteissamme 2028 vaatimattomat 2,5 MEUR, tarkoittaisi tämä 300-400 MEUR:n hallintoitavaa varallisuutta omien tuotteiden ulkopuolisessa varainhoidossa. Yhtiö olisi tässä vaiheessa todistanut varainhoitopalvelun toimivuuden ja varainhoidolla olisi kaikki edellytykset kasvaa merkittävästi nopeammin tästä eteenpäin. Varainhoidolla olisikin tässä skenaariossa edellytykset olla konsernin kasvun suurin tukijalka vuosikymmenen lopulla.

Yhtiön kannattavuuden odotamme parantuvan maltillisesti. Kannattavuuden skaalautumisen kannalta keskeistä olisi liikevaihdon kasvutahdin kiihtyminen. Vaikka yhtiöllä ei olekaan merkittäviä kulupaineita, tulee kulujen ”normaalikasvu” (palkkainflaatio, varainhoidon rekrypanostukset, muu inflaatio yms.) olemaan luokkaa 5 % per vuosi. Mikäli yhtiö onnistuu kiihdyttämään kasvun selvästi yli 10 %:iin, alkaisi myös kannattavuus skaalautua enemmän. Nykyisillä ennusteillamme kannattavuus on 2028 25 %, joka on edelleen vaatimaton taso suhteellisesti ja absoluuttisesti. Laskelmiemme mukaan yhtiöllä pitäisi nykyrakenteella olla kaikki edellytykset +30 %:n liikevoittoon, kunhan kasvu saadaan nostettua seuraavalle tasolle. Tämä 30 %:n kannattavuus ei sisällä mahdollisia tuottopalkkioita ja

parhaassa tapauksessa ne tulisivat vielä tämän päälle.

Huomautamme, että yhtiön liiketoiminnan rakenne huomioden (muuttuvien kulujen osuus korkea) sen kannattavuuspotentiaali on keskimääräistä listattua verrokkia jonkin verran alhaisempi.

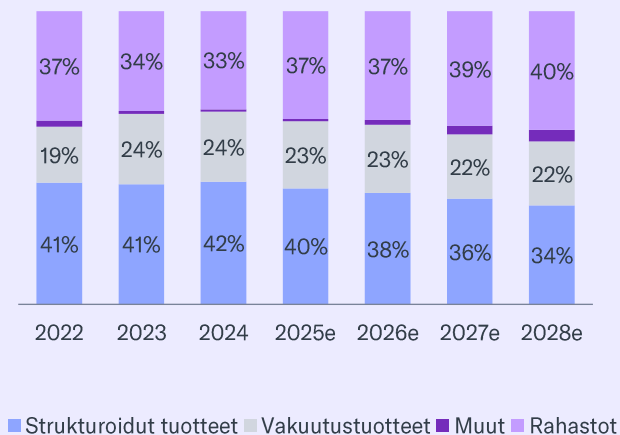
Palkkioiden jakauma jatkaa ennusteissamme parantumistaan ja rahastojen sekä varainhoidon osuus palkkioista olisi 2028 noin 45 %. Suhde on edelleen varsin alhainen, mutta korostamme, että tässä vaiheessa yhtiöllä olisi näytöt varainhoidon onnistuneesta ylösajosta ja luottamus mixin parantumista kohtaan myös tulevaisuudessa olisi nykyistä korkeampi.

Huomautamme lisäksi, että yhtiön strukturoiduissa tuotteissa on havaittavissa tiettyjä jatkuvia piirteitä, sillä yhtiö on kyennyt markkinatilanteesta riippumatta myymään strukturoituja tuotteita varsin tasaisella volyymillä jo yli vuosikymmenen ajan. Käsitksemme 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.

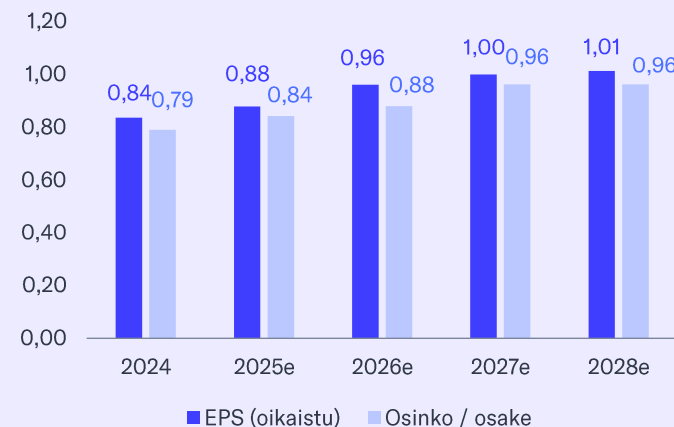
Osinkoennusteet

Yhtiön taloudellisena tavoitteena on jakaa osinkoa vähintään 80 % tuloksesta. Yhtiön tase on vahva ja meidän on vaikea nähdä perusteluja yhtiön kassan paisuttamiselle nykytasolta, sillä yrityskaupoissa oma osake olisi joka tapauksessa iso osa transaktion maksua. Näin ollen voitonjako tulee pysymään lähellä 100 % oikaistusta tuloksesta. Emme usko yhtiön olevan halukas tukemaan osinkovirtaa taseestaan, jolloin osinko heiluu vuosittain tuloksen mukana.

Palkkioiden mixin muutos



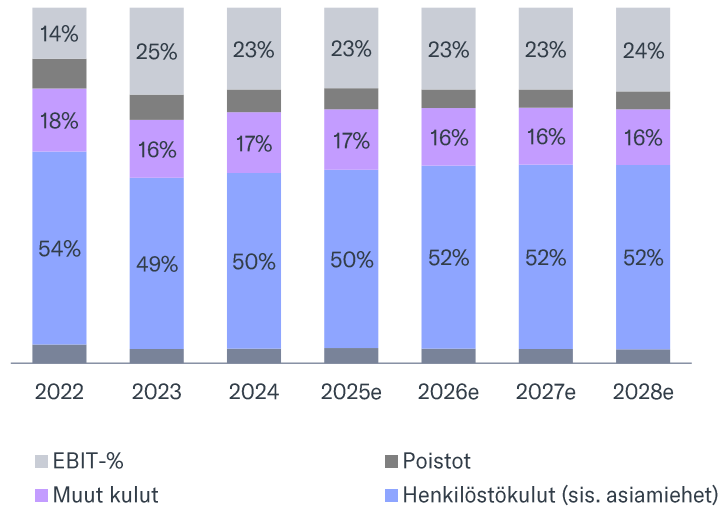
EPS ja osinkoennusteet



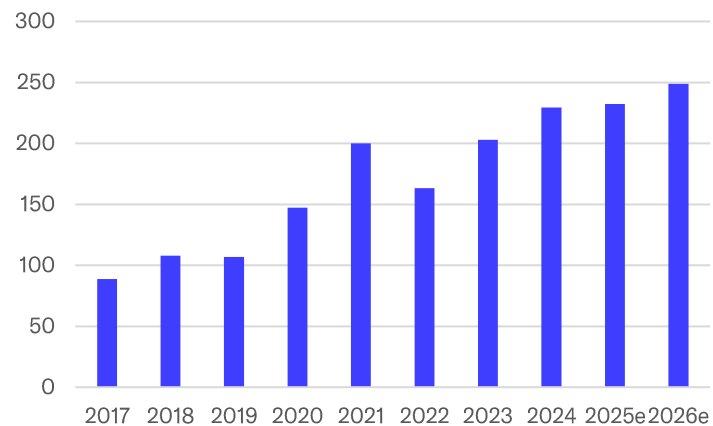
Ennusteet 4/4

MEUR	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	2028e
Sijoituspalvelutoiminnan tuotot	38,2	44,5	49,4	51,5	56,6	59,7	63,8
<i>Kasvu-%</i>	-19,4 %	16,5 %	11,0 %	4,3 %	9,7 %	5,6 %	6,8 %
<i>Strukturoidut tuotteet</i>	15,7	17,3	20,2	20,1	21,3	21,3	21,3
<i>Vakuutus tuotteet</i>	7,2	10,1	11,6	11,6	13,0	13,0	13,8
<i>Yritysrahoitus</i>	0,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<i>Rahastot</i>	14,1	14,3	16,2	18,7	20,8	23,1	25,6
Palkkiokulut	-15,3	-16,0	-18,7	-19,5	-22,1	-23,3	-24,8
<i>Asiamiehet</i>	-13,3	-14,2	-16,6	-17,3	-19,8	-20,9	-22,3
<i>Muut</i>	-2,0	-1,8	-2,1	-2,2	-2,3	-2,4	-2,5
Korkokulut	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2
Henkilöstökulut	-7,5	-7,4	-8,0	-8,6	-9,4	-10,1	-10,8
Muut hallintokulut	-5,8	-6,2	-7,3	-7,5	-7,8	-8,1	-8,4
Poistot	-3,2	-3,2	-3,2	-3,1	-3,0	-3,1	-3,2
Liiketoiminnan muut kulut	-0,8	-1,0	-1,0	-1,1	-1,2	-1,3	-1,4
Liikevoitto	5,5	10,4	11,2	11,5	12,9	13,6	14,9
<i>Liikevoitto-%</i>	14 %	25 %	23 %	23 %	23 %	23 %	24 %
Liikevoitto oik.	6,2	11,2	11,9	12,3	13,7	14,4	15,7
<i>Liikevoitto oik. -%</i>	16 %	25 %	24 %	24 %	24 %	24 %	25 %
Vähemmistöt	-0,4	-0,5	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	0,3
Nettotulos	3,9	8,1	8,1	8,5	9,5	10,0	11,1
EPS oik.	0,44	0,84	0,84	0,88	0,96	1,00	1,01
<i>EPS kasvu-%</i>	-57 %	90 %	-1 %	5 %	9 %	4 %	1 %
Osinko	0,37	0,78	0,79	0,84	0,88	0,96	0,00
<i>Osingonjakosuhde-%</i>	84 %	93 %	95 %	96 %	92 %	96 %	0 %
Jatkuvat palkkiot-%	37 %	34 %	33 %	38 %	39 %	42 %	44 %
Kertatuotot-%	63 %	66 %	67 %	62 %	61 %	58 %	56 %
Vähemmistöjen osuus tuloksesta-%	10 %	6 %	7 %	8 %	7 %	7 %	-3 %
Strukturoitujen tuotteiden volyymi	243	256	301	296	313	313	313
Rahastopääomien kasvu (nettomerkinnot + arvonnousu)	-17	120	110	119	136	142	147
Rahastopääomat	804	924	1034	1153	1289	1431	1578
Henkilöstömäärä (sis. asiamiehet) kpl	235	208	211	219	225	231	237
Liikevaihto/työntekijä tEUR	163	203	229	232	249	256	266
Kulut/työntekijä (sis. asiamiehet) tEUR	-89	-104	-116	-118	-130	-134	-140

Kulurakenteen kehitys



Myynti/työntekijä (tEUR)



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 päivitetty tavoitehintamme (10,5e) on linjassa käyvän arvon näkemyksemme kanssa. Tarkastelemme eri arvonmääritysmenetelmiä tarkemmin seuraavilla sivuilla.

Sekä verrokkiryhmä että DCF-malli indikoivat osakkeet olevan lievästi aliarvostettu ja myös absoluuttiset kertoimet tukevat tätä näkemystä. Nykyisillä ennusteillamme näemme osakkeen tarjoavan jo varsin houkuttelevan tuotto-odotuksen.

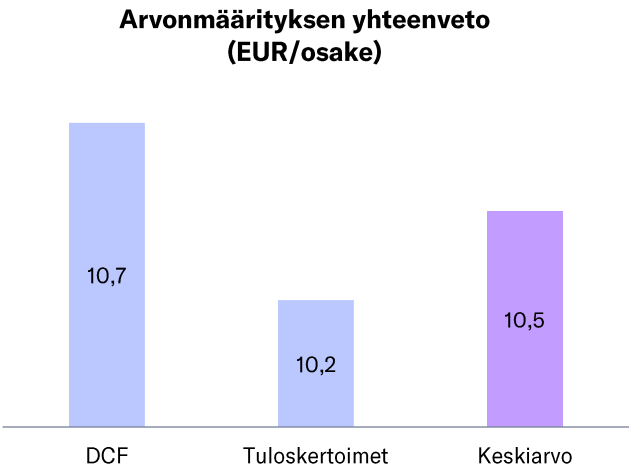
Sijoittajien on tärkeä ymmärtää, että Alexandrialle soveltamamme tuottovaatimus on absoluuttisesti korkea ja verrokkiryhmämme korkeimpia. Näkemyksemme mukaan keskeiset yhtiön riskitasoa nostavat tekijät ovat:

- 1) Jatkuvien tuottojen matala osuus (selvästi verrokkiryhmän matalin) altistaa tuloksen heilunnalle
- 2) Rakenteellisesti hitaasti kasvavien tuotelinjojen (strukturoidut tuotteet ja vakuutukset) huomattava osuus liikevaihdosta painaa yhtiön kasvupotentiaalia
- 3) Kannattavuuden skaalautumiseen kasvun mukana liittyy epävarmuutta

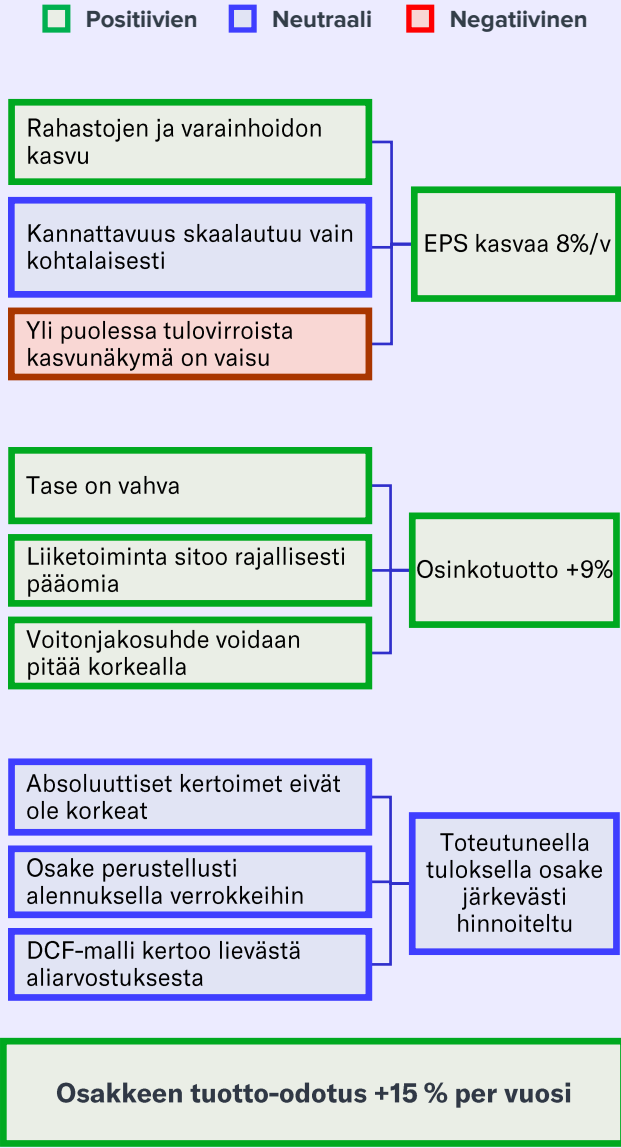
Kaikki riskitasoa nostavat tekijät liittyvät enemmän tai vähemmän yhtiön tuotteiden mixiin. Mikäli yhtiö onnistuisi parantamaan tuotteidensa mixiä, olisi tällä riskiprofiiliin laskeva vaikutus. Käytännössä siis varainhoidon onnistunut ylösaajo sekä rahastojen jatkuva kasvu loisivat yhtiölle arvoa sekä

tuloskasvun, että riskiprofiilin kasvun kautta.

Parhaassa tapauksessa Alexandrian sijoittajille tarjoama kokonaistuotto voisi kohota seuraavan 3-5v periodilla hyvinkin korkeaksi, mikäli tuloskasvu kiihtyy nykyisestä ja kertoimet nousevat riskiprofiilin laskun myötä. Tätä tuotto-odotusta tukisi vielä sektorin korkeimpiin kuuluva osinkotuotto.



Osaketuoton ajurit 2024-2027e



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 tulospohjaisille 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 huomattavilta osin liiketoimintaan kuuluvaksi (mm. vakavaraisuusvaatimukset ja tähän liittyvä puskuri), jolloin EV-kertoimet näyttävät yhtiön

tapauksessa hieman liian hyviltä. Tätä taustaa vasten onkin perusteltua, että Alexandrian EV/EBIT-kertoimet vuosille ovat keskimäärin selvästi verrokkiryhmän alapuolella.

P/E-kertoimilla Alexandriaa hinnoitellaan vuosien 2025 ja 2026 ennusteilla noin 25 %:n alennuksella suhteessa verrokkiryhmään. Vaikka yhtiötä onkin perusteltua hinnoitella alennuksella suhteessa sen verrokkeihin, on alennus venähtänyt jo historian korkeimmalle tasolle. Keskimäärin alennus on ollut huomattavasti nykyistä pienempi jota pidämme perusteltuna.

Osinkotuotto on puolestaan sektorin korkein ja erotus suhteessa mediaaniin noin 35 %. Myös suhteessa osinkotuottoon arvostusero on revennyt historian korkeimmalle tasolle, mitä meidän on vaikea pitää perusteltuna.

Soveltamalla 2025-2026 EV/EBIT-kertoimia, P/E-kertoimia sekä osinkotuottoa identtisillä painoarvoilla, saamme

Alexandrian osakekohtaiseksi arvoksi 12,8e. Alexandrian verrokkeja korkeammasta riskitasosta johtuen yhtiötä tulee kuitenkin hinnoitella alennuksella suhteessa verrokkiryhmään. Olemme soveltaneet analyysissämme 20 %:n alennusta, jota pidämme sopivana tasona Alexandrian korkeampi riskiprofiili huomioiden. Tämä alennus huomioiden saamme verrokkipohjaiseksi arvoksi 10,2 osakkeelta, joka on jonkin verran nykykurssia korkeampi.

Kokonaisuutena kotimaisten varainhoitajien verrokkiryhmän hinnoittelu on varsin hyvin linjassa historiallisten tasojen kanssa (graafit sivulla 38).

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B 2025e
			2025e	2026e	2025e	2026e	2025e	2026e	2025e	2026e	2025e	2026e	
Aktia	794								8,8	9,2	7,7	7,9	1,1
CapMan	361	330	9,6	8,3	9,3	8,0	5,0	4,5	14,6	13,3	7,4	7,9	1,8
eQ	468	432	12,1	9,6	11,7	9,3	6,5	5,4	16,5	13,3	6,3	7,8	5,9
Evli	490	491	11,4	10,1	10,5	9,3	4,5	4,2	15,3	13,6	6,5	6,7	3,2
Taaleri	220	195	6,2	6,5	6,0	6,4	3,1	3,2	10,3	9,2	5,9	6,5	1,0
Titanium	81	69	10,0	11,0	9,0	9,8	3,3	3,4	14,9	16,2	7,0	6,5	5,2
United Bankers	193	177	11,4	8,9	9,8	8,0	3,3	2,9	16,8	13,2	6,6	6,8	3,1
Alexandria (Inderes)	97	90	7,4	6,6	6,3	5,7	1,8	1,6	10,4	9,5	9,2	9,8	2,8
Keskiarvo			10,1	9,1	9,4	8,5	4,3	3,9	13,9	12,6	6,8	7,2	3,0
Mediaani			10,7	9,2	9,6	8,7	3,9	3,8	14,9	13,3	6,6	6,8	3,1
Erotus-% vrt. mediaani			-30 %	-29 %	-34 %	-34 %	-55 %	-58 %	-30 %	-29 %	41 %	43 %	-8 %

Arvonmääritys 3/3

DCF-malli

DCF-laskelmassamme lähdemme oletuksesta, että Alexandrian kasvu jatkuu vakaana ja oikaistu liikevoittomarginaali paranee vuoteen 2028 asti. Tämän jälkeen kannattavuus lähtee asteittaiseen laskuun ja on ennustejakson loppupäässä 19 %. Taso on linjassa 2018-2024 keskiarvon kanssa. Taso ei ole erityisen vaativa ja mielestämme yhtiöllä on realistiset edellytykset ylittää se.

Alexandrialle soveltamamme tuottovaatimus on korkeammasta riskiprofiilista johtuen verrokkiryhmämme korkeimpia 11,0 %. Olemme myös huomioineet Marketsin vähemmistön sekä nyt keväällä jo jaetun osingon. Näillä ennusteparametreilla DCF-mallin indikoima osakekohtainen arvo on 10,7e. Tarkempi DCF-malli oletuksineen löytyy raportin sivulta 40. Sijoittajien on hyvä huomioida, että mikäli yhtiö onnistuu lähivuosina strategiansa toteutuksessa, tulee sen riskitaso ja tämän myötä myös tuottovaatimus laskemaan nykytasoltaan. Tällä olisi luonnollisesti positiivinen vaikutus osakkeen arvoon, kuten sivupalkin DCF-herkkyysgraafi kertoo. Vaikutus on kuitenkin tuottovaatimuksen korkeasta lähtötasosta johtuen verrattain maltillinen. Herkkyysanalyysi osoittaa, miten DCF-mallin arvoon vaikuttavista parametreista tuloksen ja sen kasvun merkitys on selvästi tuottovaateen kehitystä olennaisempaa.

Absoluuttiset arvostuskertoimet

Alexandrian arvonmäärityksen kuva on mielestämme selkeytynyt viimeisen kahden vuoden aikana. Yhtiön liiketoiminnan ennustettavuus on mielestämme parantunut selvästi, kun vakuutusmyynnissä on saatu käänne aikaan ja strukturoituja tuotteita on kyetty myymään hyvällä volyyymillä haastavasta markkinatilanteesta huolimatta.

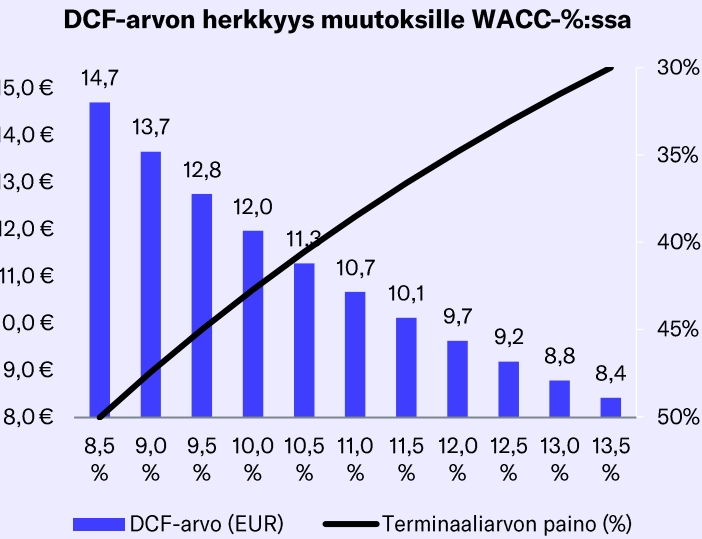
Näkemyksemme mukaan yhtiölle hyväksyttävä P/E-kerroin on tasolla 10–12x, joka on linjassa esimerkiksi Titaniumille hyväksymiemme tasojen kanssa. Arvostus on myös linjassa yhtiön pörssihistorian mediaanin kanssa. Arvostus ei ole absoluuttisesti korkea, mutta tämän taustalla on selkeät syyt. 2024 toteutuneella tuloksella P/E-kerroin on lähellä haarukan ylälaitaa ja 2025-2026 kertoimet laskevat haarukan alalaitaan.

Alexandrialle ennustamamme osinkotuotto on lähivuodet vahvalla tasolla (~9 %), mikä antaa selvää tukea yhtiön osakkeen arvostukselle. Huomautamme kuitenkin, että osinkotuotto on täysin riippuvainen tuloksesta.

Kokonaisuutena osakkeen absoluuttinen arvostus ei ole korkea ja hyvässä skenaariossa se tarjoaisi selkeää nousuvaraa osakkeelle, kun osaketta voitaisi alkaa hinnoitella korkeammilla kertoimilla. Näin ollen arvostus tukeekin näkemystämme osakkeen hyvästä riski-/tuottosuhteesta.

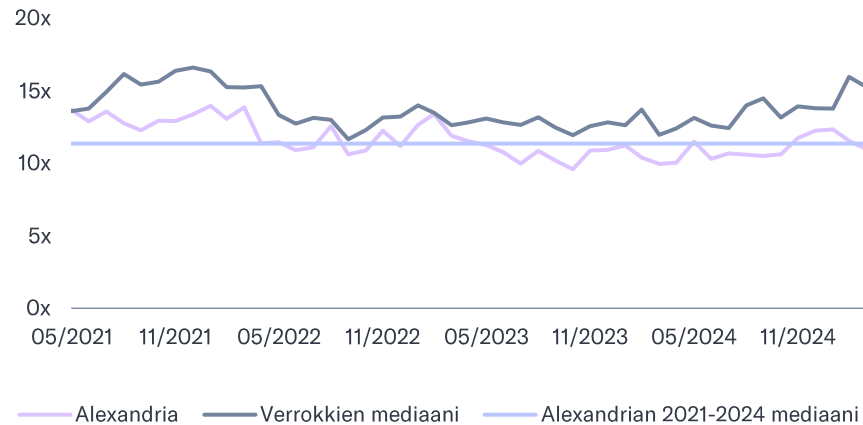
Arvostustaso	2025e	2026e	2027e
Osakekurssi	9,10	9,10	9,10
Osakemäärä, milj. kpl	10,6	10,7	10,8
Markkina-arvo	97	97	97
Yritysarvo (EV)	92	90	87
P/E (oik.)	10,4	9,5	9,1
P/E	11,3	10,3	9,8
P/B	2,8	2,8	2,7
P/S	1,9	1,7	1,6
EV/Liikevaihto	1,8	1,6	1,5
EV/EBITDA	6,3	5,7	5,2
EV/EBIT (oik.)	7,4	6,6	6,0
Osinko/tulos (%)	104,8 %	99,3 %	104,0 %
Osinkotuotto-%	9,2 %	9,8 %	10,8 %

Lähde: Inderes

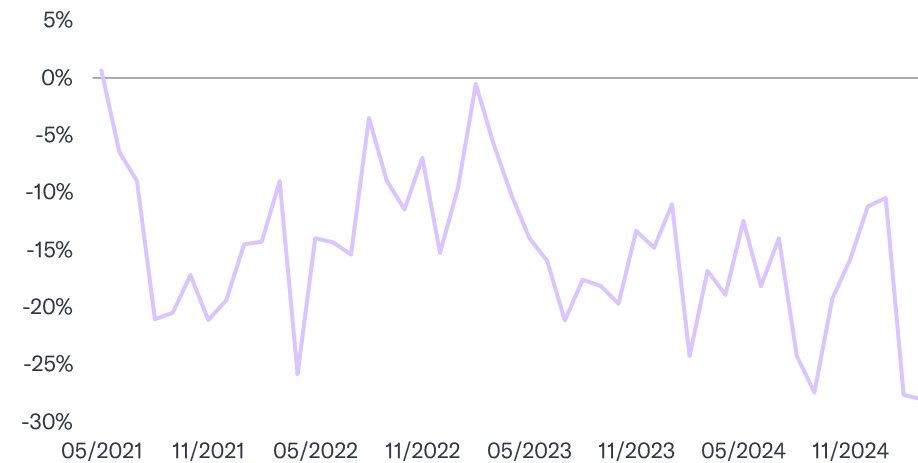


Alexandrian arvostus suhteessa verrokkeihin

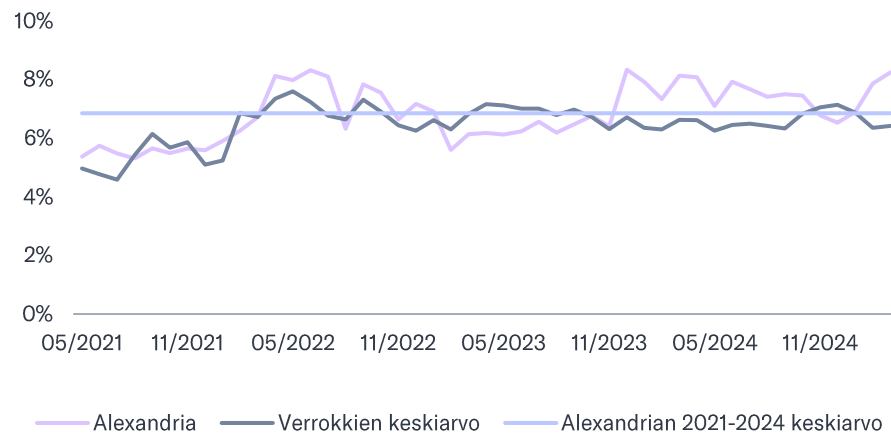
Alexandrian ja verrokkien P/E-kerroin



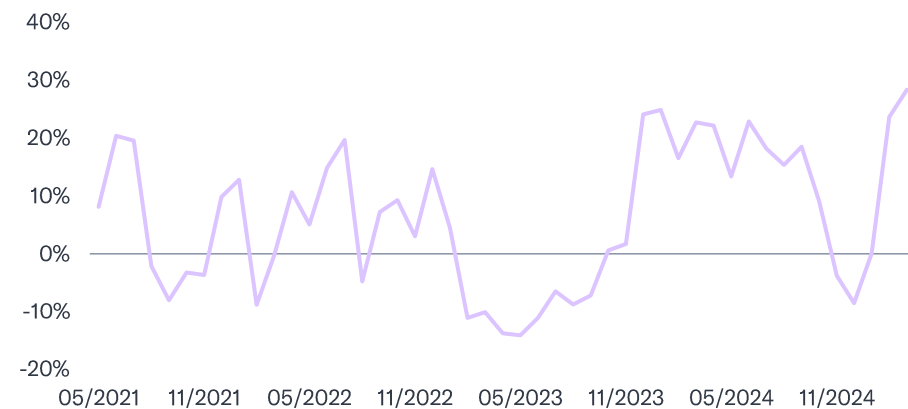
Alexandrian P/E-kerroin vs. verrokkien mediaani



Alexandrian ja verrokkien osinkotuotto-%



Alexandrian osinkotuotto-% vs. verrokkien keskiarvo



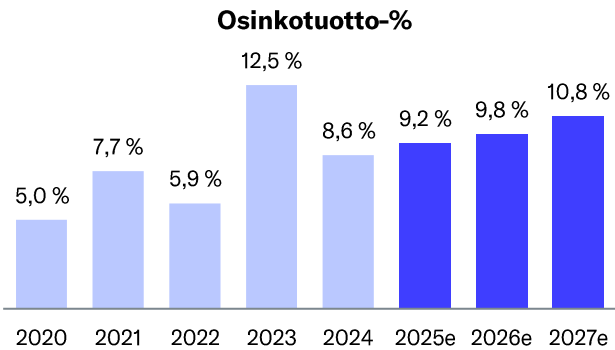
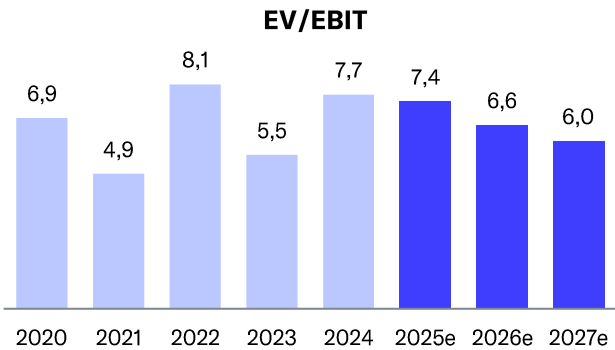
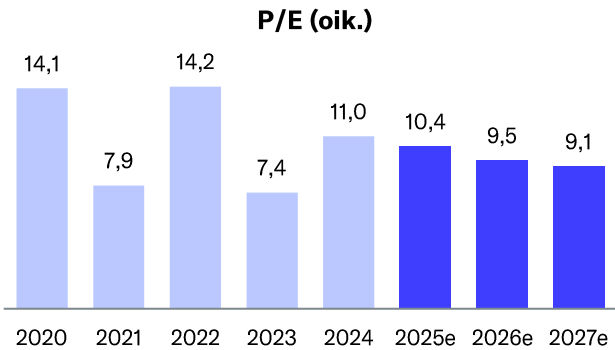
Verrokkiryhmässä mukana CapMan, Alexandria, eQ, Evli, Taaleri, Titanium ja United Bankers

Lähde: Bloomberg 18.3.2025

Arvostustaulukko

Arvostustaso	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	2028e
Osakekurssi	6,47	8,05	6,28	6,24	9,20	9,10	9,10	9,10	9,10
Osakemäärä, milj. kpl	9,35	10,00	10,4	10,4	10,4	10,6	10,7	10,8	10,9
Markkina-arvo	60	80	65	65	96	97	97	97	97
Yritysarvo (EV)	49	63	50	61	91	92	90	87	79
P/E (oik.)	14,1	7,9	14,2	7,4	11,0	10,4	9,5	9,1	9,0
P/E	15,6	9,2	17,0	8,1	12,0	11,3	10,3	9,8	9,0
P/B	2,9	2,7	2,4	1,9	2,8	2,8	2,8	2,7	2,7
P/S	1,7	1,7	1,7	1,5	1,9	1,9	1,7	1,6	1,5
EV/Liikevaihto	1,4	1,3	1,3	1,4	1,8	1,8	1,6	1,5	1,2
EV/EBITDA	5,1	4,3	5,8	4,6	6,3	6,3	5,7	5,2	4,3
EV/EBIT (oik.)	6,9	4,9	8,1	5,5	7,7	7,4	6,6	6,0	5,3
Osinko/tulos (%)	77,4 %	71,0 %	100,1 %	100,9 %	102,8 %	104,8 %	99,3 %	104,0 %	95,0 %
Osinkotuotto-%	5,0 %	7,7 %	5,9 %	12,5 %	8,6 %	9,2 %	9,8 %	10,8 %	10,9 %

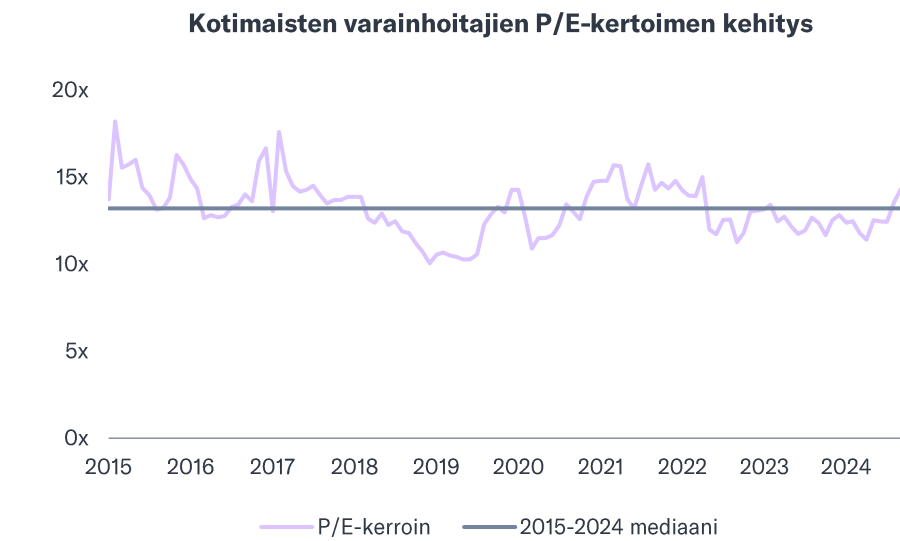
Lähde: Inderes



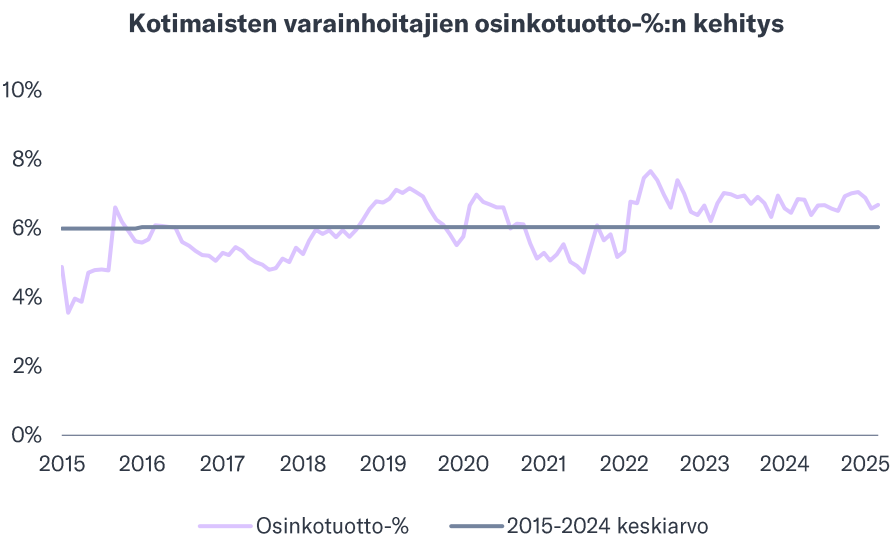
Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B 2025e
			2025e	2026e	2025e	2026e	2025e	2026e	2025e	2026e	2025e	2026e	
Aktia	794								8,8	9,2	7,7	7,9	1,1
CapMan	361	330	9,6	8,3	9,3	8,0	5,0	4,5	14,6	13,3	7,4	7,9	1,8
eQ	468	432	12,1	9,6	11,7	9,3	6,5	5,4	16,5	13,3	6,3	7,8	5,9
Evli	490	491	11,4	10,1	10,5	9,3	4,5	4,2	15,3	13,6	6,5	6,7	3,2
Taaleri	220	195	6,2	6,5	6,0	6,4	3,1	3,2	10,3	9,2	5,9	6,5	1,0
Titanium	81	69	10,0	11,0	9,0	9,8	3,3	3,4	14,9	16,2	7,0	6,5	5,2
United Bankers	193	177	11,4	8,9	9,8	8,0	3,3	2,9	16,8	13,2	6,6	6,8	3,1
Alexandria (Inderes)	97	90	7,4	6,6	6,3	5,7	1,8	1,6	10,4	9,5	9,2	9,8	2,8
Keskiarvo			10,1	9,1	9,4	8,5	4,3	3,9	13,9	12,6	6,8	7,2	3,0
Mediaani			10,7	9,2	9,6	8,7	3,9	3,8	14,9	13,3	6,6	6,8	3,1
Erotus-% vrt. mediaani			-30 %	-29 %	-34 %	-34 %	-55 %	-58 %	-30 %	-29 %	41 %	43 %	-8 %

Lähde: Refinitiv / Inderes



Graafien verrokkiryhmässä mukana CapMan, Alexandria, eQ, Evli, Taaleri, Titanium ja United Bankers



Graafien lähde Bloomberg 18.3.2025

Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2023	H1'24	H2'24	2024	H1'25e	H2'25e	2025e	2026e	2027e	2028e
Liikevaihto	44,4	23,6	25,8	49,4	25,5	26,0	51,5	56,6	59,7	63,8
Käyttökate	13,2	6,9	7,4	14,3	7,4	7,2	14,5	15,9	16,7	18,1
Poistot ja arvonalennukset	-2,9	-1,5	-1,7	-3,2	-1,5	-1,5	-3,0	-3,0	-3,1	-3,2
Liikevoitto ilman kertaeriä	11,0	5,8	6,0	11,8	6,3	6,1	12,3	13,7	14,4	14,9
Liikevoitto	10,3	5,4	5,7	11,1	5,9	5,7	11,5	12,9	13,6	14,9
Osuus osakkuusyritysten tuloksesta	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettorahoituskulut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Tulos ennen veroja	10,3	5,4	5,7	11,1	5,9	5,7	11,5	12,9	13,6	14,9
Verot	-1,8	-1,2	-1,2	-2,4	-1,2	-1,1	-2,3	-2,7	-2,9	-3,1
Vähemmistöosuudet	-0,5	-0,3	-0,4	-0,7	-0,3	-0,4	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7
Nettotulos	8,1	3,9	4,2	8,0	4,4	4,1	8,5	9,5	10,0	11,1
EPS (oikaistu)	0,84	0,41	0,43	0,84	0,45	0,43	0,88	0,96	1,00	1,01
EPS (raportoitu)	0,77	0,37	0,40	0,77	0,41	0,39	0,80	0,89	0,93	1,01

Tunnusluvut	2023	H1'24	H2'24	2024	H1'25e	H2'25e	2025e	2026e	2027e	2028e
Liikevaihdon kasvu-%	16,2 %	16,3 %	7,2 %	11,3 %	8,3 %	0,8 %	4,3 %	9,7 %	5,6 %	6,8 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	76,6 %	50,1 %	-15,7 %	7,2 %	9,1 %	0,1 %	4,5 %	10,9 %	5,4 %	3,5 %
Käyttökate-%	29,8 %	29,0 %	28,9 %	28,9 %	28,9 %	27,5 %	28,2 %	28,0 %	28,0 %	28,4 %
Oikaistu liikevoitto-%	24,8 %	24,4 %	23,4 %	23,9 %	24,6 %	23,3 %	23,9 %	24,2 %	24,1 %	23,4 %
Nettotulos-%	18,2 %	16,3 %	16,1 %	16,2 %	17,2 %	15,9 %	16,5 %	16,8 %	16,8 %	17,3 %

Lähde: Inderes

Vastaavaa	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Pysyvät vastaavat	23,8	13,3	13,0	12,7	12,3
Liikearvo	6,4	5,7	4,9	4,1	3,3
Aineettomat hyödykkeet	0,4	1,0	1,0	0,9	0,8
Käyttöomaisuus	6,2	5,5	6,0	6,6	7,1
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	10,7	1,0	1,0	1,0	1,0
Muut pitkäaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verosaamiset	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Vaihtuvat vastaavat	21,2	31,1	32,5	33,4	32,2
Vaihto-omaisuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	9,9	16,8	17,5	17,0	14,9
Likvidit varat	11,4	14,3	14,9	16,4	17,3
Taseen loppusumma	45,1	44,4	45,4	46,1	44,5

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Oma pääoma	34,3	33,9	34,1	34,7	35,3
Osakepääoma	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Kertyneet voittovarot	17,5	17,1	17,4	18,0	18,5
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	15,7	15,7	15,7	15,7	15,7
Vähemmistöosuus	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	8,4	7,9	8,7	8,6	6,3
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	5,0	4,2	5,1	4,9	2,6
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	3,4	3,7	3,7	3,7	3,7
Lyhytaikaiset velat	2,4	2,6	2,6	2,8	3,0
Korolliset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	2,4	2,6	2,6	2,8	3,0
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	45,1	44,4	45,4	46,1	44,5

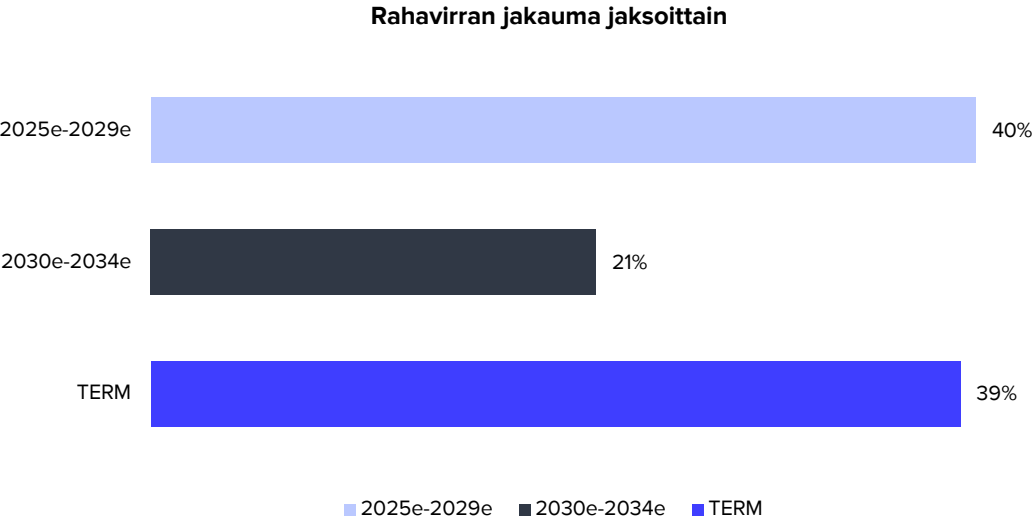
DCF-laskelma

DCF-laskelma	2024	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	2034e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	11,3 %	4,3 %	9,7 %	5,6 %	6,8 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %
Liikevoitto-%	22,5 %	22,4 %	22,8 %	22,8 %	23,4 %	22,0 %	21,0 %	21,0 %	20,0 %	19,0 %	19,0 %	19,0 %
Liikevoitto	11,1	11,5	12,9	13,6	14,9	14,4	14,1	14,4	14,1	13,7	14,0	
+ Kokonaispoistot	3,2	3,0	3,0	3,1	3,2	3,3	3,4	3,5	2,8	2,8	2,8	
- Maksetut verot	-2,4	-2,3	-2,7	-2,9	-3,1	-3,0	-3,0	-3,0	-2,8	-2,7	-2,8	
- verot rahoituskuluista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutokset	-6,7	-0,8	0,8	2,2	2,4	3,0	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	
Operatiivinen kassavirta	5,2	11,5	14,0	16,0	17,4	17,7	14,3	14,7	13,9	13,6	13,9	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	7,3	-2,7	-2,7	-2,7	-2,8	-2,8	-2,9	-2,9	-2,9	-2,9	-3,4	
Vapaa operatiivinen kassavirta	12,7	8,8	11,3	13,3	14,6	14,9	11,4	11,8	11,0	10,7	10,4	
+/- 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	12,7	8,8	11,3	13,3	14,6	14,9	11,4	11,8	11,0	10,7	10,4	126
Diskontattu vapaa kassavirta		8,1	9,4	10,0	9,8	9,0	6,2	5,8	4,9	4,3	3,8	45,4
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		117	109	99,2	89,3	79,4	70,4	64,2	58,3	53,5	49,2	45,4
Velaton arvo DCF		117										
- Korolliset velat		-4,2										
+ Rahavarat		14,3										
-Vähemmistöosuus		-5,0										
-Osinko/pääomapalautus		-8,2										
Oman pääoman arvo DCF		114										
Oman pääoman arvo DCF per osake		10,7										

Pääoman kustannus (WACC)

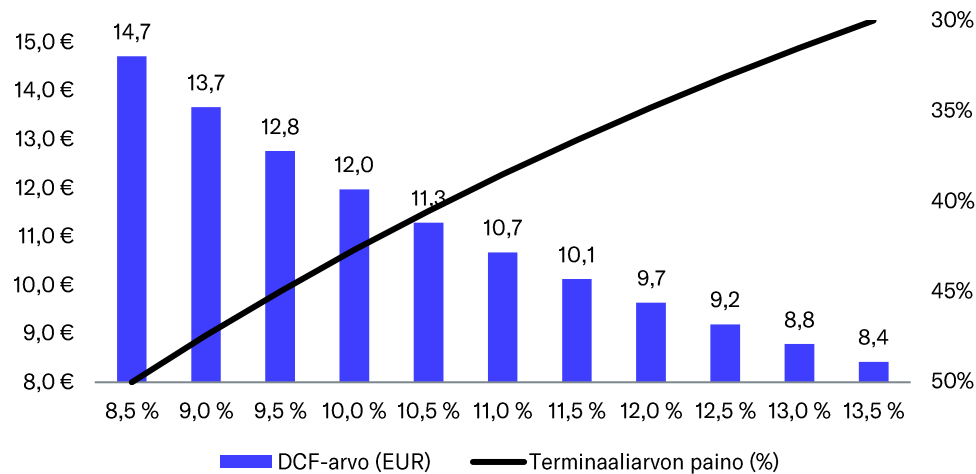
Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisasaste D/(D+E)	0,0 %
Vieraan pääoman kustannus	4,0 %
Yrityksen Beta	1,26
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	2,50 %
Riskitön korko	2,5 %
Oman pääoman kustannus	11,0 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	11,0 %

Lähde: Inderes

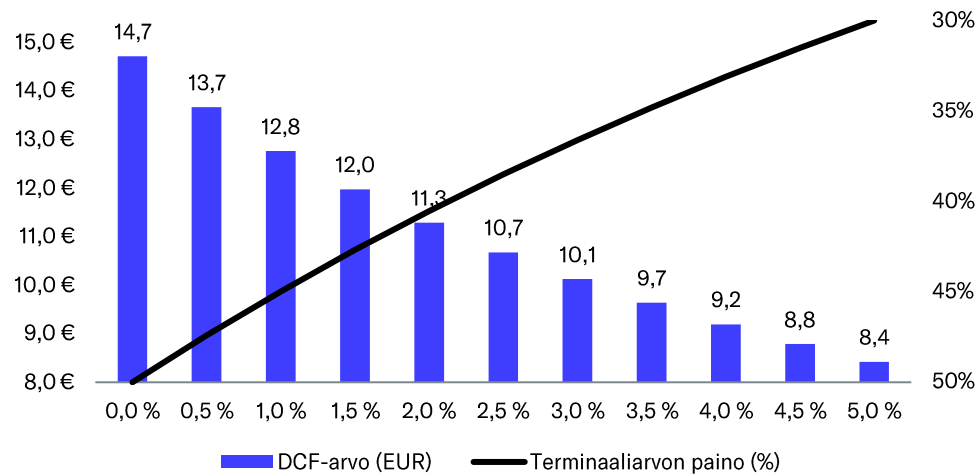


DCF:n herkkyysslaskelmat ja avainoletukset graafeina

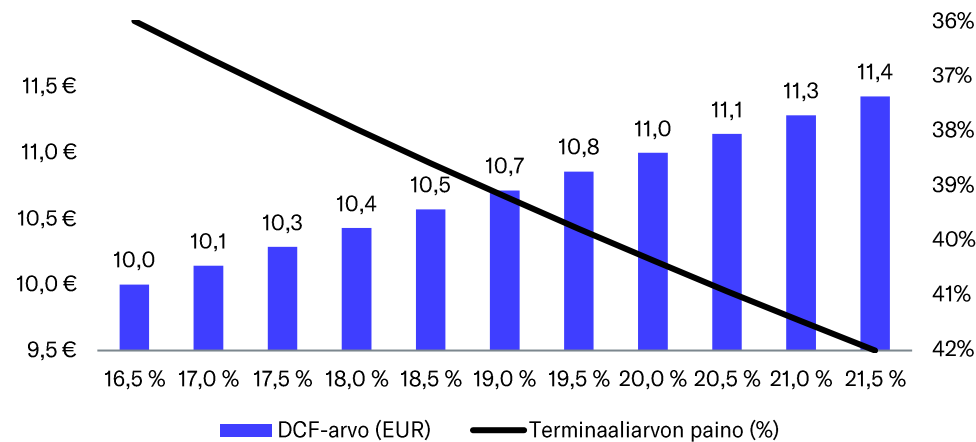
DCF-arvon herkkyys muutoksille WACC-%:ssa



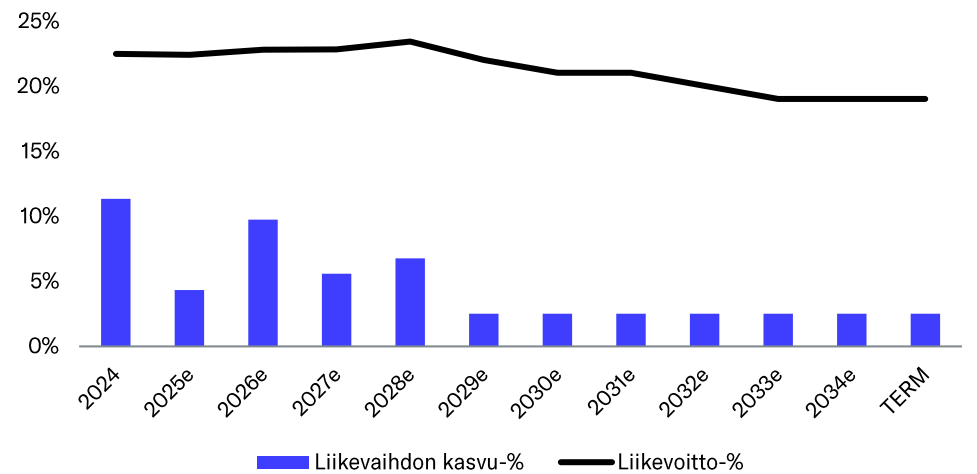
DCF-arvon herkkyys muutoksille riskittömässä korossa



DCF-arvon herkkyys muutoksille terminaalin liikevoittomarginaalissa (EBIT-%)



DCF-laskelman kasvu- ja kannattavuusoletukset



Lähde: Inderes. Huomaa, että terminaaliarvon paino (%) on esitetty käänteisellä asteikolla selkeyden vuoksi.

Yhteenveto

Tuloslaskelma	2022	2023	2024	2025e	2026e	Osakekohtaiset luvut	2022	2023	2024	2025e	2026e
Liikevaihto	38,2	44,4	49,4	51,5	56,6	EPS (raportoitu)	0,37	0,77	0,77	0,80	0,89
Käyttökate	8,7	13,2	14,3	14,5	15,9	EPS (oikaistu)	0,44	0,84	0,84	0,88	0,96
Liikevoitto	5,5	10,3	11,1	11,5	12,9	Operat. kassavirta / osake	0,73	0,88	0,50	1,08	1,31
Voitto ennen veroja	5,5	10,3	11,1	11,5	12,9	Vapaa kassavirta / osake	0,16	-0,52	1,22	0,83	1,05
Nettovoitto	3,9	8,1	8,0	8,5	9,5	Omapääoma / osake	2,65	3,29	3,25	3,21	3,23
Kertaluontoiset erät	-0,8	-0,7	-0,7	-0,8	-0,8	Osinko / osake	0,37	0,78	0,79	0,84	0,88
Tase	2022	2023	2024	2025e	2026e	Kasvu ja kannattavuus	2022	2023	2024	2025e	2026e
Taseen loppusumma	44,4	45,1	44,4	45,4	46,1	Liikevaihdon kasvu-%	-20 %	16 %	11 %	4 %	10 %
Oma pääoma	27,7	34,3	33,9	34,1	34,7	Käyttökatteen kasvu-%	-41 %	53 %	8 %	2 %	9 %
Liikearvo	7,1	6,4	5,7	4,9	4,1	Liikevoiton oik. kasvu-%	-52 %	77 %	7 %	5 %	11 %
Nettovelat	-16,9	-6,4	-10,1	-9,9	-11,5	EPS oik. kasvu-%	-57 %	90 %	-1 %	5 %	9 %
Kassavirta	2022	2023	2024	2025e	2026e	Käyttökate-%	22,7 %	29,8 %	28,9 %	28,2 %	28,0 %
Käyttökate	8,7	13,2	14,3	14,5	15,9	Oik. Liikevoitto-%	16,3 %	24,8 %	23,9 %	23,9 %	24,2 %
Nettokäyttöpääoman muutos	0,1	-2,3	-6,7	-0,8	0,8	Liikevoitto-%	14,3 %	23,2 %	22,5 %	22,4 %	22,8 %
Operatiivinen kassavirta	7,6	9,1	5,2	11,5	14,0	ROE-%	13,4 %	26,1 %	23,5 %	25,1 %	27,6 %
Investoinnit	-5,9	-8,1	7,3	-2,7	-2,7	ROI-%	18,2 %	30,0 %	28,7 %	29,8 %	32,7 %
Vapaa kassavirta	1,6	-5,4	12,7	8,8	11,3	Omavaraisuusaste	62,4 %	76,1 %	76,4 %	75,1 %	75,3 %
Arvostuskertoimet	2022	2023	2024	2025e	2026e	Nettovelkaantumisaste	-60,9 %	-18,7 %	-29,8 %	-28,9 %	-33,2 %
EV/Liikevaihto	1,3	1,4	1,8	1,8	1,6						
EV/EBITDA	5,8	4,6	6,3	6,3	5,7						
EV/EBIT (oik.)	8,1	5,5	7,7	7,4	6,6						
P/E (oik.)	14,2	7,4	11,0	10,4	9,5						
P/B	2,4	1,9	2,8	2,8	2,8						
Osinkotuotto-%	5,9 %	12,5 %	8,6 %	9,2 %	9,8 %						

Lähde: Inderes

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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

Tuotetut raportit on tarkoitettu informatiiviseen käyttöön, joten raportteja ei tule käsittää tarjoukseksi tai kehotukseksi ostaa, myydä tai merkitä sijoitustuotteita. Asiakkaan tulee myös ymmärtää, että historiallinen kehitys ei ole tae tulevista. 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 sijoituspäätöstensä 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 sijoitus-suosituksia 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 arvonmäärittämismenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmäärittämismenetelmät 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 yhtiökohtaisia 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 laatiineilla analyytikoilla tai Inderesin työntekijöillä ei voi olla 1) merkittävän taloudellisen edun ylittäviä omistuksia tai 2) yli 1 %:n omistusosuuksia missään tutkimuksen kohteena olevissa yhtiössä. Inderes Oyj voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoittavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oyj:n omistukset esitetään yksilöitynä mallisalkussa. Inderes Oyj:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin laatiineen analyytikon palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oyj:llä ei ole investointipankkiliiketoimintaa.

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

Suositus-historia (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
20/05/2021	Myy	6,80 €	8,65 €
30/06/2021	Vähennä	6,80 €	6,99 €
24/08/2021	Vähennä	8,00 €	8,48 €
04/03/2022	Vähennä	8,50 €	8,65 €
24/08/2022	Vähennä	7,50 €	7,56 €
22/09/2022	Vähennä	7,00 €	6,50 €
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 €
15/02/2024	Vähennä	7,00 €	7,28 €
23/08/2024	Vähennä	8,50 €	8,25 €
14/02/2025	Vähennä	10,00 €	9,45 €
21/03/2025	Lisää	10,50 €	9,15 €



TIETO ON SJOITTAJAN PERUSOIKEUS

Inderesin yhdistää sijoittajat ja pörssiyritykset. Asiakkainamme on yli 400 pörssiyritystä, jotka haluavat palvella omistajiaan ja sijoittajayhteisöä tarjoamalla parempaa sijoittajaviestintää. Sijoittajayhteisöömme kuuluu yli 70 000 aktiivista osakesijoittamisesta kiinnostunutta jäsentä.

Inderesin yhteiskunnallisena tavoitteena on demokratisoida sijoittajatieta. Uskomme sijoittajien yhtäläisiin mahdollisuuksiin saada tietoa, jonka avulla säästää ja sijoittaa tulevaisuuteensa.

Pörssiyrityksille tuotamme ratkaisuja, joiden avulla toteuttaa tehokasta ja avointa sijoittajaviestintää. Inderesin tuotetarjooma kattaa kaikki keskeiset pörssiyrityksen sijoittajaviestinnän tarvitsemat ratkaisut. Päätuotteitamme ovat osakeanalyysi, IR-tapahtumat, IR-ohjelmistot ja yhtiökokoukset.

Sijoittajayhteisölle tarjoamme palveluita, joiden avulla yhteisön jäsenet voivat kehittyä paremmiksi sijoittajiksi, verkostoitua muiden sijoittajien kanssa sekä saada ajantasaista tietoa sijoituspäätösten tueksi.

Inderes on listattu Nasdaq First North -markkinapaikalle ja se toimii Suomessa, Ruotsissa, Tanskassa ja Norjassa.

Inderes Oyj

Porkkalankatu 5
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

Inderes Ab

Vattugatan 17, 5tr
Stockholm
+46 8 411 43 80

Palkittua analyysia osoitteessa **inderes.fi**

inderes.se

**inde
res.**