

ALEXANDRIA

19.08.2026 21.45 EEST



Sauli Vilén, Analyttikko
358440258908
sauli.vilen@inderes.fi

INDERESIN YHTIÖASIAKAS
YHTIÖRAPORTTI



Vahvaa tekemistä, mutta rima alkaa olla korkealla

Alexandrian H1-tulos oli ennakotietojen mukaisesti erittäin vahva strukturoitujen tuotteiden vetämänä. Varainhoidossa yhtiö etenee oikeaan suuntaan, mutta konkreettiset näytöt ovat vielä ohuet. Ennusteissa ei ole tapahtunut oleellisia muutoksia, ja odotamme yhtiöltä vahvaa tuloskehitystä lähivuosina. Ennätystuloksella arvostus on neutraali, eikä se riitä kompensoimaan kohollaan olevia ennusteriskejä. Toistamme 14,50 euron tavoitehintamme ja vähennä-suosituksemme.

Ennätysellinen H1 strukturoitujen tuotteiden vetämänä

Alexandrian H1-liikevaihto kasvoi 24 % ja ylsi 32 MEUR:oon, mikä oli linjassa noin 33 MEUR:n ennusteemme kanssa. Kasvu tuli lähes kokonaan strukturoiduista tuotteista, joiden myyntivolyymi oli ennätyskorkealla tasolla ja esimerkiksi enemmän kuin koko vuonna 2023. Liikevaihdon kasvu skaalautui vihdoinkin odotetusti tulokseen ja oikaistu liikevoitto kohosi 9,4 MEUR:oon (H1'25: 4,7 MEUR). Liikevoittomarginaali oli 30 %, mikä alkaa olla jo varsin hyvä taso, etenkin kun se tehdään ilman tuottosidonnaisia palkkioita. Rahastojen myynti oli ennakotietojen mukaisesti erittäin vaisua, ja yhtiön johto totesikin, että yhtiö tarkastelee rahastotarjontaansa H2:n aikana.

Varainhoito ei vielä H1:llä näkynyt yhtiön numeroissa juurikaan, ja niiden valossa kehitys oli arviomme mukaan hieman odotuksiamme vaisumpaa. Yhtiö on kuitenkin jatkanut selvää edistymistään varainhoitopalvelun jalkauttamisen osalta, josta konkreettisin osoitus oli varainhoidon 160 MEUR:n tarjouskanta. Koska tarjouskanta koostuu arviomme mukaan yhtiön parhaista asiakkaista, pitäisi yhtiön onnistua konvertoimaan tätä kantaa suhteellisen korkealla prosentilla varainhoidon piiriin loppuvuoden aikana. Vaikka varainhoidon kehitys vaikuttaa etenevän yhtiön puheiden mukaan hyvin, ovat näytöt edelleen ohuet ja arviomme mukaan H2 aikana varainhoidon pitäisi alkaa näkyä hiljalleen myös yhtiön numeroissa.

Tulosnäköymä on hyvä, ennusteriskit koholla

Ennustemuutoksemme jäivät marginaalisiksi, odotetun H1-raportin myötä. Ennusteidemme perusoletus on edelleen, että strukturoidut tuotteet ovat tehneet pysyvän tasokorjauksen, rahastomyynti kääntyy takaisin selvään kasvuun ja varainhoidossa onnistutaan vähintään kohtuullisesti. Rima on siten jo korkealla ja yhtiön on pakko suorittaa lähivuodet erinomaisesti yltääkseen ennusteisiimme. 2026 yhtiö tekee merkittävän tuloshypyn (EPS +54 %), mutta 2027 odotamme tuloskasvun olevan negatiivista, kun strukturoitujen tuotteiden myynti laskee hieman ja yhtiö tekee samalla pakollisia kasvupanostuksia varainhoitoon. 2028 alkaen tuloksen pitäisi palata selvään kasvuun ja tuloskasvun painopiste on aiempaa parempi, kun varainhoito ja rahastot vastaavat valtaosasta tuloskasvua. Palkkioiden mix pysyy lähivuodet vaatimattomana ja strukturoitujen tuotteiden osuus liikevaihdosta säilyy ennusteissamme vuosikymmenen loppuun asti lähes 50 %:ssa. Osinkovirta säilyy tuttuun tyyliin vuolaana.

Arvostus ei jätä tilaa pettymyksille

Osaketta hinnoitellaan 2026 ennusteillamme 13x oikaistulla P/E-kertoimella (EV/EBIT oik. 8x). Kertoimet eivät päällisin puolin ole korkeat, mutta huomautamme, että ne nojaavat ennätystulokseen. 2025 tuloksella P/E on noin 20x, eli selvästi yli yhtiön historiallisten tai sille hyväksymiemme tasojen. Arvostusero kotimaisiin verrokkeihin on supistunut merkittävästi, mitä emme pidä perusteltuna, kun huomioidaan yhtiön tuloksen selvästi keskimääräistä verrokkia heikompi mix. Kun aikaisemmin koko yhtiön arvo pystyttiin perustelemaan toteutuneella tuloksella ja varainhoito tuli kaupan päälle ilmaisena optiona, hinnoittelee markkina nyt kurssiin sisään myös varainhoidossa onnistumista. Jotta yhtiö tarjoaisi nykykurssilla hyvän tuotto-odotuksen, pitäisi sen ylittää ennusteemme, mikä vaatii ennen kaikkea väkevää läpimurtoa varainhoidossa.

Suositus

Vähennä

(aik. Vähennä)

Tavoitehintaa:

14,50 EUR

(aik. 14,50 EUR)

Osakekurssi:

14,80 EUR

Liiketoimintariski



Arvostusriski



	2025	2026e	2027e	2028e
Liikevaihto	54,7	63,0	63,7	68,6
kasvu-%	11 %	15 %	1 %	8 %
EBIT oik.	11,9	17,8	16,7	18,5
EBIT-% oik.	21,7 %	28,2 %	26,3 %	26,9 %
Nettotulos	7,7	12,5	11,8	13,1
EPS (oik.)	0,77	1,18	1,11	1,22

P/E (oik.)	15,1	12,5	13,4	12,2
P/B	3,4	3,9	4,0	4,0
Osinkotuotto-%	6,1 %	7,6 %	7,1 %	7,8 %
EV/EBIT (oik.)	9,9	8,4	8,8	7,6
EV/EBITDA	8,2	7,4	7,7	6,6
EV/Liikevaihto	2,2	2,4	2,3	2,0

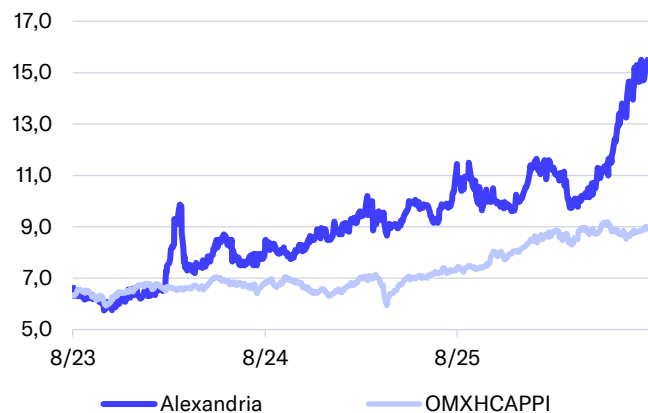
Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

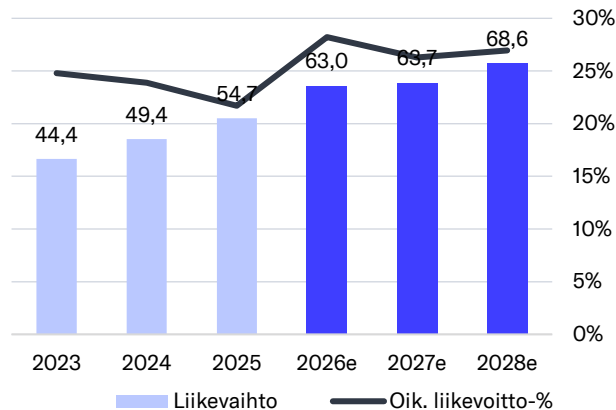
Ei ohjeistusta

Osakekurssi



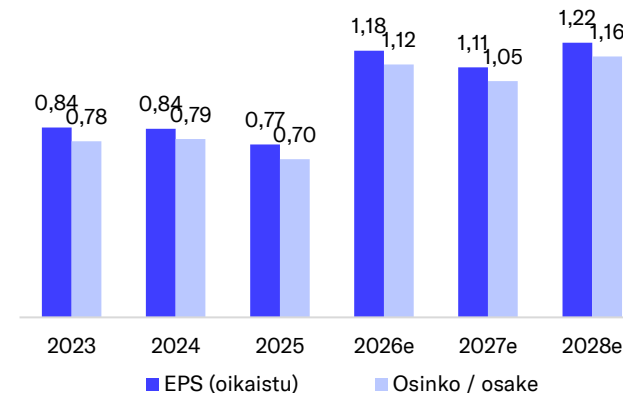
Lähde: Millistream Market Data AB

Liikevaihto ja liikevoitto-% (oik.)



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes

Arvoajurit

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

Riskitekijät

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

Arvostustaso	2026e	2027e	2028e
Osakekurssi	14,8	14,8	14,8
Osakemäärä, milj. kpl	11,2	11,3	11,4
Markkina-arvo	165	167	168
Yritysarvo (EV)	149	148	140
P/E (oik.)	12,5	13,4	12,2
P/E	13,2	14,1	12,8
P/B	3,9	4,0	4,0
P/S	2,6	2,6	2,5
EV/Liikevaihto	2,4	2,3	2,0
EV/EBITDA	7,4	7,7	6,6
EV/EBIT (oik.)	8,4	8,8	7,6
Osinko/tulos (%)	100,0 %	100,0 %	100,0 %
Osinkotuotto-%	7,6 %	7,1 %	7,8 %

Lähde: Inderes

Odotetun vahvaa kehitystä

Strukturoidut tuotteet vetivät odotetusti liikevaihtoa

Alexandrian H1-liikevaihto kasvoi 24 % ja ylsi 32 MEUR:oon, mikä oli hyvin linjassa noin 33 MEUR:n ennusteemme kanssa. Kasvun taustalla oli etenkin strukturoitujen tuotteiden erinomainen sijoitusmenestys ja vilkas myynti. Strukturoitujen tuotteiden myyntivolyymi oli H1:llä 259 MEUR, mikä oli kirkkaasti yhtiön paras puolivuotismyynti. Vertailun vuoksi 2023 koko vuoden strukturoitujen tuotteiden myynti jäi 256 MEUR:oon. Vakuutustuotteissa liikevaihto pysyi odotetusti suunnilleen vertailukauden tasolla (5,0 MEUR). Rahastojen osalta uusmyynti oli H1:llä hyvin vaisua ja nettomerkinnot olivat vain 9 MEUR. Taso on absoluuttisesti ja suhteellisesti surkea, ja yhtiö sanoikin raportissa suoraan tavoittelevansa selvästi nykyistä kovempaa rahastojen uusmyyntiä jatkossa. Rahastojen suhteellinen palkkiotaso jatkoi varovaista laskuaan, kun mix heikkeni etenkin kiinteistörahaston lunastuksien johdosta. Yhtiön johto kommentoi tulospöytäkirjassa, että se tarkastelee rahastotarjontansa H2:n aikana. Pidämme tätä

tervetulleena ja uskomme, että osassa tuotetarjontaa rahaston arvolutaus on yksinkertaisesti riittämätön. Kuten olemme useasti aiemmin todenneet, olisi yhtiölle enemmän kuin perusteltua laajentaa rahastotarjontaa yrityskaupalla. Fondita ja Fourton olisivat molemmat olleet täydellisiä kohteita (ainakin paperilla) Alexandrialle, ja uskomme yhtiön olleen mukana myös näissä keskusteluissa. Konsernin AUM kasvoi 2,5 miljardiin (2025: 2,3 mrd.). AUM:n kasvu tuli täysimääräisesti strukturoiduista tuotteista sekä rahastojen markkina-arvojen noususta, ja kokonaisuutena sen merkitys on sijoittajille pieni. Strategian keskiössä olevan varainhoidon osalta yhtiö otti selkeitä askelia eteenpäin, mutta numeroissa vaikutus on vielä hyvin pieni sekä AUM:n että liikevaihdon osalta. Yhtiö kertoi, että sen Private-varainhoitokonseptin (yli 300 tEUR hallinnoitavaa varallisuutta) segmenttiin kuuluvilla asiakkailla on Alexandrialla 640 MEUR:n AUM. Selvyyden vuoksi tämä ei tarkoita, että nämä asiakkaat olisivat varainhoitopalvelun piirissä, vaan heillä on erilaisia

sijoitustuotteita yhtiössä yli tämän 300 tEUR:n rajan. Karkeasti tämä tarkoittaa siis, että Private-segmentin selkein potentiaalinen asiakaskanta on karkeasti 1500 henkilöä. Luonnollisesti Alexandrialla on myös huomattava määrä asiakkaita kenen kokonaisvarallisuus ylittää tämän 300 tEUR:n rajan, mutta nämä varat ovat pääosin muilla varainhoitajilla ja Alexandrialta on tähän asti ostettu yksittäisiä tuotteita. Varainhoidon tarjouskanta oli yhtiöllä H1:n lopussa 160 MEUR, ja tämä kanta on syntynyt pitkälti H1:n aikana. Lukuja on ulkopuolelta hankala asettaa kontekstiin, mutta karkeasti ne ovat linjassa aiempien arvioidemme kanssa. Koska tarjouskanta on tässä vaiheessa varmuudella annettu asiakkaille, joilla on jo valmiiksi merkittävästi varallisuutta Alexandrialla ja joiden asiakastytyväisyys on erittäin hyvä, pitäisi tämän kannan konvertoitua kohtuullisella prosentilla varainhoito-asiakkuuksiksi tulevien kuukausien aikana. Muistutamme kuitenkin, että varainhoidon myynti on huomattavasti hitaampi prosessi kuin yksittäisen tuotteen myynti.

Ennustetaulukko MEUR / EUR	H1'25	H1'26	H1'26e	H1'26e	Konsensus		Erotus (%)	2026e
	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Tot. vs. inderes	Inderes
Liikevaihto	25,8	32,0	32,8				-2 %	63,0
Liikevoitto (oik.)	4,7	9,4	9,8				-4 %	17,8
Liikevoitto	4,4	9,1	9,5				-4 %	17,1
EPS (oik.)	0,31	0,63	0,66				-5 %	1,18
Liikevaihdon kasvu-%	9,3 %	24,0 %	27,1 %				-3,1 %-yks.	15,1 %
Liikevoitto-% (oik.)	18,4 %	29,5 %	29,9 %				-0,4 %-yks.	28,2 %

Lähde: Inderes

Alexandria H1'26: Strukturoidut tuotteet siivittivät ennätystulokseen



Kannattavuus skaalautui vihdoin

Yhtiön omat kommentit varainhoidosta olivat erittäin positiivisia ja mielestämme yhtiöllä onkin selkeä näytön paikka tämän osalta H2, sillä nykyisten tietojen valossa H2:lla kehityksen pitäisi kaiken järjen mukaan kiihtyä. Positiivisena yksityiskohtana asiakastytyväisyyttä mittaava NPS-luku oli katsauskaudella erinomaisella 77:n tasolla.

Vahva liikevaihto skaalautui tulokseen

Liikevaihdon kasvu välittyi tehokkaasti tulosriville, ja liikearvon poistoista oikaistu liikevoitto (EBITA) kohosi 9,4 MEUR:oon (H1'25: 4,7 MEUR), ollen suunnilleen linjassa ennusteidemme kanssa. Kustannuspuolella ei ollut yllätyksiä ja kulutaso kasvoi vain 6 %:lla vertailukaudesta. Liikevoittomarginaali kohosi 30 %:iin ja kannattavuus skaalautui vihdoin odotetusti. Toimitusjohtaja myös totesi katsauksessaan, että ”jatkossa kasvu tehdään aiempaa paremmalla kannattavuudella”, mikä on mielestämme suora indikaatio siitä, että taloudellisten tavoitteiden yli 25 %:n marginaalitavoite on ehdoton alaraja. Muistutamme

sijoittajia, että yhtiöllä on edelleen erittäin iso organisaatio suhteessa muihin vastaavan kokoisiin varainhoitajiin ja yhtiön liikevaihto/työntekijä on verrokkiryhmän heikoimpia. Näin ollen yhtiöllä pitäisi olla selvää tehostamispotentiaalia toiminnoissaan, minkä pitäisi mahdollistaa panostukset varainhoitoon suunnilleen nykyisen kaltaisella henkilöstömäärällä. Konsernin osakekohtainen tulos ilman liikearvon poistoja asettui 0,63 euroon, mikä oli myös karkeasti linjassa 0,66 euron ennustemme kanssa.

Näkymät odotetun positiiviset

Yhtiö ei odotetusti antanut ohjeistustaan ja se tyytyi kommentoimaan näkymiä yleisellä tasolla. Yleisesti yhtiö kuitenkin kommentoi markkinatilannetta erittäin positiivisesti. Tämä on linjassa yleisen suotuisan markkinakehityksen sekä muiden sektorin yhtiöiden kanssa. Huomautamme myös, että toinen vuosipuolisko on lähtenyt liikkeelle vauhdilla strukturoitujen tuotteiden jatkaessa erinomaista myyntiään.

Ennustetaulukko	H1'25	H1'26	H1'26e	H1'26e	Konsensus		Erotus (%)	2026e
MEUR / EUR	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Tot. vs. inderes	Inderes
Liikevaihto	25,8	32,0	32,8				-2 %	63,0
Liikevoitto (oik.)	4,7	9,4	9,8				-4 %	17,8
Liikevoitto	4,4	9,1	9,5				-4 %	17,1
EPS (oik.)	0,31	0,63	0,66				-5 %	1,18
Liikevaihdon kasvu-%	9,3 %	24,0 %	27,1 %				-3,1 %-yks.	15,1 %
Liikevoitto-% (oik.)	18,4 %	29,5 %	29,9 %				-0,4 %-yks.	28,2 %

Lähde: Inderes

Alexandria H1/2026 Tulospöytäkirja Live



Ennusteissa ei oleellisia muutoksia

Ennusteita tarkistettu selvästi ylöspäin

Ennustemuutokset ovat jääneet marginaalisiksi H1-raportin ollessa hyvin linjassa ennusteisiimme. Olemme tarkistaneet marginaalisesti varainhoidon ennusteita alaspäin, mutta vastaavasti olemme nostaneet vakuutustuotteiden ennusteita.

Odotamme yhtiön saavuttaneen pysyvän tasokorjauksen strukturoitujen tuotteiden myyntivolyymeissaan, mutta huomautamme että viimeisen 12kk aikana saavutettu taso on jo äärimmäisen korkea ja se saa merkittävää vetoapua tulikuumasta markkinatilanteesta, kun tuotteita erääntyy laajasti hyvillä tuotoilla. Vaikka yhtiöllä onkin erinomaiset näytöt myydä strukturoituja tuotteita myös heikommassa markkinassa, voi volyymi vaihdella paljonkin, kuten kävi 2022, kun strukturoitujen tuotteiden liikevaihto laski lähes 40 %:lla, ja 2021 ennätystaso saavutettiin vasta 2025.

Varainhoidon ja rahastojen osalta odotamme lähivuosilta positiivista kehitystä ja näiden osalta yhtiöllä onkin tulevan vuoden aikana iso näytön paikka. Huomautamme, että vaikka varainhoitopalkkiot ovatkin ennusteissamme 2029

vaatimattomat 4 MEUR, tarkoittaisi tämä +400 MEUR:n hallinnoitavaa 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.

Ennusteriskit ovat kohonneet selvästi

Kokonaisuutena ennusteidemme perusoletus on nyt se, että strukturoidut tuotteet vetävät ennätystasolla tästä eteenpäin, rahastomyynti kääntyy takaisin selvään kasvuun ja varainhoidossa onnistutaan vähintään kohtuullisesti. Rima alkaakin olla korkealla ja kokonaisuutena yhtiön on pakko suorittaa lähivuodet erinomaisesti, jotta se yltää ennusteisiimme. Yhtiön oman tekemisen osalta suurin epävarmuus liittyy varainhoitoon, jossa positiivisista askelista huolimatta näytöt ovat vielä antamatta. Rahastojen kääntäminen kasvuun pitäisi olla huomattavasti helpompi tehtävä, etenkin jos tuotetarjontaa terävöitetään. Strukturoiduissa tuotteissa epävarmuus liittyy lähinnä

markkinatilanteeseen, sillä nykyisen ennätysvolyymin ylläpitäminen ei ole realismia heikommassa markkinassa.

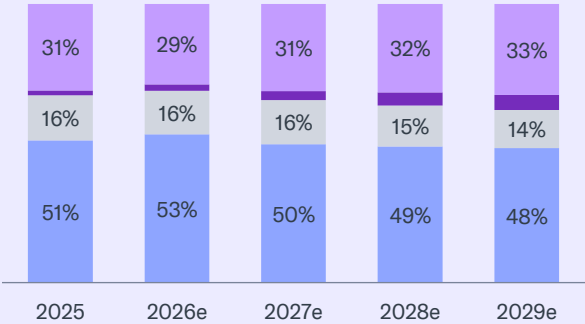
2026 yhtiö tekee merkittävän tuloshypyn (EPS +54%), mutta 2027 odotamme tuloskasvun olevan lähellä nollaa, kun strukturoitujen tuotteiden myynti laskee hieman ja yhtiö tekee samalla pakollisia kasvupanostuksia varainhoitoon. 2028 tulos jatkaa ennusteissamme tervettä kasvua. Huomautamme, että 2028 tuloskasvun mixin pitäisi olla selvästi aiempaa parempi, kun varainhoito ja rahastot näyttelevät siitä enemmistöä.

Kannattavuuden osalta 2026 tasokorjauksen jälkeen emme odota enää merkittävää skaalautumista. Näkemyksemme mukaan kannattavuuden selkeä skaalautuminen vaatisi joko varainhoidolta ja rahastoilta ennusteitamme nopeampaa kasvua, tai vaihtoehtoisesti tehostamistoimia yhtiöltä itseltään. Tuloksen mix paranee ennusteissamme selvästi ja jatkuvien palkkioiden osuus nousee noin 40 %:iin. Tärkein asia ennusteissamme olisi, että yhtiö kykenisi todistamaan varainhoitokonseptinsa toimivuuden ja sen kyvyn myydä sitä. Tämä kasvattaisi merkittävästi yhtiön kasvupotentiaalia ja parantaisi kasvun laatua.

Ennustemuutokset	2026e	2026e	Muutos	2027e	2027e	Muutos	2028e	2028e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	63,6	63,0	-1 %	63,4	63,7	1 %	68,4	68,6	0 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	17,9	17,8	-1 %	16,6	16,7	1 %	18,6	18,5	-1 %
Liikevoitto	17,2	17,1	-1 %	15,9	16,0	1 %	17,9	17,8	-1 %
EPS (ilman kertaeriä)	1,19	1,18	-1 %	1,10	1,11	1 %	1,22	1,22	0 %
Osakekohtainen osinko	1,12	1,12	0 %	1,04	1,05	1 %	1,16	1,16	0 %

Lähde: Inderes

Palkkioiden mixin muutos



Strukturoidut tuotteet Vakuutustuotteet Muut Rahastot

Ennusteet yhteenveto

MEUR	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	2029e
Sijoituspalvelutoiminnan tuotot	44,5	49,4	54,7	62,9	63,7	68,6	73,5
<i>Kasvu-%</i>	16,5 %	11,0 %	10,8 %	14,9 %	1,4 %	7,7 %	7,1 %
<i>Strukturoidut tuotteet</i>	17,3	20,2	27,9	33,1	31,4	33,2	35,2
<i>Vakuutustuotteet</i>	10,1	11,6	8,9	9,7	10,0	10,0	10,0
<i>Muut</i>	0,4	0,4	1,0	1,4	2,1	3,2	3,2
<i>Rahastot</i>	14,3	16,2	17,0	18,0	19,7	21,6	23,8
Palkkiokulut	-16,0	-18,7	-21,6	-24,0	-24,4	-26,1	-27,9
<i>Asiamiehet</i>	-14,2	-16,6	-19,1	-21,4	-21,7	-23,3	-25,0
<i>Muut</i>	-1,8	-2,1	-2,6	-2,6	-2,7	-2,8	-2,9
Korkokulut	-0,2	-0,2	-0,3	-0,4	-0,2	-0,2	-0,2
Henkilöstökulut	-7,4	-8,0	-8,9	-9,8	-10,8	-11,6	-12,5
Muut hallintokulut	-6,2	-7,3	-7,6	-7,8	-8,1	-8,4	-8,7
Poistot	-3,2	-3,2	-3,2	-2,8	-3,2	-3,3	-3,4
Liiketoiminnan muut kulut	-1,0	-1,0	-1,8	-1,0	-1,1	-1,2	-1,3
Liikevoitto	10,4	11,2	11,2	17,1	16,0	17,8	19,5
<i>Liikevoitto-%</i>	25 %	23 %	21 %	28 %	25 %	26 %	27 %
Liikevoitto oik.	11,1	11,9	11,9	17,8	16,7	18,5	20,2
<i>Liikevoitto oik. -%</i>	25 %	24 %	22 %	28 %	26 %	27 %	28 %
Vähemmistöt	-0,5	-0,7	-0,9	-1,0	-1,1	-1,1	-1,2
Nettotulos	8,1	8,1	7,8	12,5	11,8	13,1	14,5
EPS oik.	0,84	0,84	0,77	1,18	1,11	1,22	1,32
<i>EPS kasvu-%</i>	90 %	-1 %	-8 %	54 %	-6 %	10 %	9 %
Osinko	0,78	0,79	0,70	1,12	1,05	1,16	1,26
<i>Osingonjakosuhde-%</i>	93 %	95 %	91 %	95 %	94 %	95 %	95 %
Jatkuvat palkkiot-%	34 %	33 %	33 %	31 %	34 %	36 %	38 %
Kertatuotot-%	66 %	67 %	67 %	69 %	66 %	64 %	62 %
Strukturoitujen tuotteiden volyymi	256	301	414	499	468	496	525
Rahastopääomien kasvu (nettomerkinnot + arvonnousu)	120	110	73	110	111	131	153
Rahastopääomat	924	1034	1107	1216	1327	1459	1611
Henkilöstömäärä (sis. asiamiehet) kpl	208	211	216	225	231	237	243
Liikevaihto/työntekijä tEUR	203	229	250	276	273	287	300
Kulut/työntekijä (sis. asiamiehet) tEUR	-104	-116	-129	-139	-140	-147	-154

Nykykurssi asettaa riman korkealle

Nykykurssi hinnoittelee varainhoidossa onnistumista

Alexandrian arvonmäärittäyksessä annamme pääpainon kassavirtalaskelmalle sekä tulostiedoille. Menetelmien keskiarvo antaa osakkeen arvoksi noin 15 euroa, ja se on linjassa 14,50 euron tavoitehintamme kanssa.

Näemme edelleen, että Alexandrian keskeisenä heikkoutena sen ei-jatkuvien palkkioiden merkittävän osuuden liikevaihdosta. Vaikka yhtiö onkin kyennyt myymään strukturoituja tuotteita hyvällä volyyymillä syklisiä riippumatta, on volyyymi heilunut pääomamarkkinan mukana (esim. 2020–2022).

Haluamme korostaa sijoittajille sitä, että ennusteidemme riskitaso on kohonnut merkittävästi viimeisen 6kk aikana. Nykyiset ennusteemme nojaavat oletukseen, että yhtiö onnistuu lähivuosina kaikilla kolmella tuotealueellaan erittäin hyvin. Lisäksi voimakkaasti kohonneet arvostuskertoimet ovat muuttaneet arvostuskuvaa oleellisesti. Kun aikaisemmin koko yhtiön arvo pystyttiin perustelemaan toteutuneella tuloksella ja varainhoito tuli kaupan päälle ilmaisena optiona, hinnoittelee markkina nyt kurssiin sisään myös varainhoidossa onnistumista.

Nykyisillä tulosennusteillamme näemmekin osakkeen riski/tuotto-suhteen riittämättömänä ja tuotto-odotuksen rajautuvan pitkälti osinkoon. Osakkeen parempi tuotto-odotus vaatisi taakseen tuloskasvun kiihtymistä, mikä edellyttäisi käytännössä selkeää läpimurtoa varainhoidossa.

Arvostus alkaa olla haastava

Toteutuneella 2025 tuloksella Alexandrian osake näyttää kalliilta P/E-luvun ollessa noin 20x tasolla. 2026e hurjan tuloshypyn myötä arvostus painuu neutraaliksi P/E-kertoimen ollessa noin 13x tasolle (EV/EBIT oik. 8x). 2026e kertoimet eivät päällisin puolin ole korkeat, mutta ne perustuvat ennusteisiin, joissa strukturoitujen tuotteiden ennätysmäinen myyntivauhti jatkuu ja yhtiö onnistuu varainhoidossa sekä rahastoissa. Suhteessa varsin korkeisiin ennusteriskeihin meidän on vaikea pitää nykyistä arvostustasoa houkutteleva.

Suhteessa verrokkiryhmään historiallinen reipas alennus on supistunut merkittävästi ja 2027 ennusteilla osaketta hinnoitellaan vain pienellä alennuksella. Emme pidä tätä perusteltuna, sillä heikomman liikevaihtomixin johdosta yhtiötä tulisi hinnoitella edelleen alennuksella suhteessa kotimaisiin verrokkeihin.

Osinkotuotto on tuttuun tyyliin vahvalla tasolla yhtiön jakaessa koko tuloksensa ulos osinkoina. Huomautamme kuitenkin, että osinko on herkkä tuloksen liikkeille, emmekä usko yhtiön olevan halukas tukemaan osinkoa vahvalla kassallaan heikommassa markkinassa.

Sijoittajien on tärkeää ymmärtää, että kertoimet muuttuisivat välittömästi edullisiksi, mikäli yhtiön tuloskasvunäkymä selkeytyisi ja tuottojen mix lähtisi paranemaan. Tässä keskiössä on luonnollisesti varainhoidossa onnistuminen sekä rahastoliiketoiminnan kasvun kiihdyttäminen.

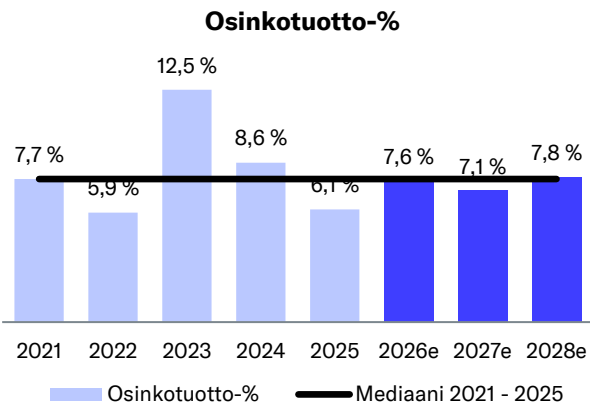
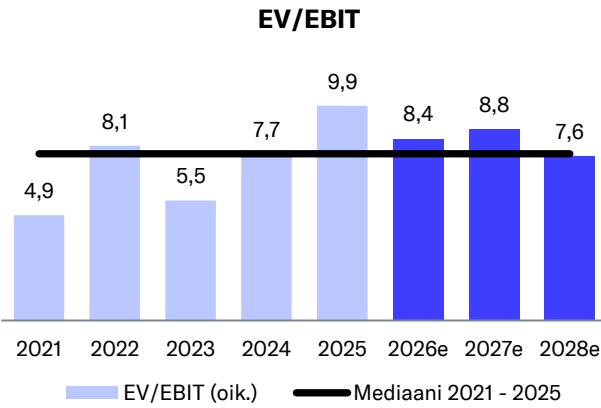
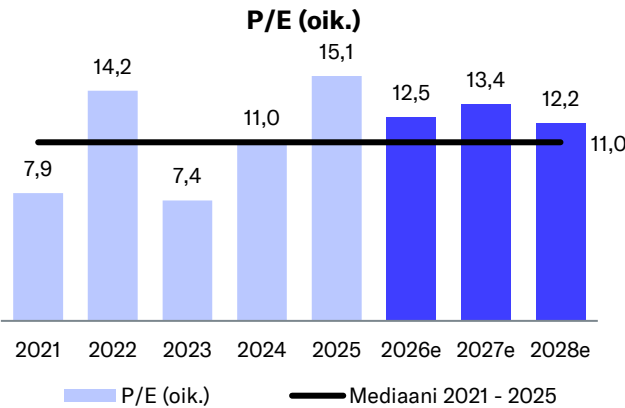
Arvostustaso	2026e	2027e	2028e
Osakekurssi	14,8	14,8	14,8
Osakemäärä, milj. kpl	11,2	11,3	11,4
Markkina-arvo	165	167	168
Yritysarvo (EV)	149	148	140
P/E (oik.)	12,5	13,4	12,2
P/E	13,2	14,1	12,8
P/B	3,9	4,0	4,0
P/S	2,6	2,6	2,5
EV/Liikevaihto	2,4	2,3	2,0
EV/EBITDA	7,4	7,7	6,6
EV/EBIT (oik.)	8,4	8,8	7,6
Osinko/tulos (%)	100,0 %	100,0 %	100,0 %
Osinkotuotto-%	7,6 %	7,1 %	7,8 %

Lähde: Inderes

Arvostustaulukko

Arvostustaso	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	2029e
Osakekurssi	8,05	6,28	6,24	9,20	11,6	14,8	14,8	14,8	14,8
Osakemäärä, milj. kpl	10,00	10,4	10,4	10,4	11,1	11,2	11,3	11,4	11,5
Markkina-arvo	80	65	65	96	128	165	167	168	170
Yritysarvo (EV)	63	50	61	91	118	149	148	140	141
P/E (oik.)	7,9	14,2	7,4	11,0	15,1	12,5	13,4	12,2	11,2
P/E	9,2	17,0	8,1	12,0	16,6	13,2	14,1	12,8	11,7
P/B	2,7	2,4	1,9	2,8	3,4	3,9	4,0	4,0	3,9
P/S	1,7	1,7	1,5	1,9	2,3	2,6	2,6	2,5	2,3
EV/Liikevaihto	1,3	1,3	1,4	1,8	2,2	2,4	2,3	2,0	1,9
EV/EBITDA	4,3	5,8	4,6	6,3	8,2	7,4	7,7	6,6	6,1
EV/EBIT (oik.)	4,9	8,1	5,5	7,7	9,9	8,4	8,8	7,6	7,0
Osinko/tulos (%)	71,0 %	100,1 %	100,9 %	102,8 %	100,6 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %
Osinkotuotto-%	7,7 %	5,9 %	12,5 %	8,6 %	6,1 %	7,6 %	7,1 %	7,8 %	8,5 %

Lähde: Inderes



Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
Yhtiö	MEUR	MEUR	2026e	2027e	2026e	2027e	2026e	2027e	2026e	2027e	2026e	2027e	2026e
Aktia	893								10,3	10,0	5,8	6,2	1,3
CapMan	326	333	11,0	7,1	10,6	7,0	4,6	3,7	16,1	10,5	7,1	7,6	1,7
eQ	383	356	11,2	10,9	10,8	10,5	5,3	5,0	15,2	14,7	6,6	7,0	5,3
Evli	670	640	11,3	9,8	10,7	9,3	5,0	4,6	16,7	14,1	5,2	5,6	3,9
Taaleri	206	220	10,9	7,0	10,4	6,8	3,8	3,1	15,9	10,2	4,1	5,5	0,9
Titanium	64	52	8,6	11,4	7,8	9,9	2,6	2,7	13,1	16,4	7,3	5,9	4,2
United Bankers	288	282	14,3	12,5	12,4	11,1	4,3	3,9	19,4	16,9	4,6	5,0	4,3
Mandatum	3078	2983	19,5	15,7	19,5	15,7	20,1	16,1	23,4	18,5	13,2	9,8	3,4
Alexandria (Inderes)	167	148	8,4	8,8	7,4	7,7	2,4	2,3	12,5	13,4	7,6	7,1	3,9
Keskiarvo			12,4	10,6	11,7	10,0	6,5	5,6	16,3	13,9	6,7	6,6	3,1
Mediaani			11,2	10,9	10,7	9,9	4,6	3,9	16,0	14,4	6,2	6,1	3,6
Erotus-% vrt. mediaani			-25 %	-19 %	-31 %	-22 %	-48 %	-40 %	-22 %	-7 %	23 %	17 %	8 %

Lähde: Refinitiv / Inderes

Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2024	H1'25	H2'25	2025	H1'26	H2'26e	2026e	2027e	2028e	2029e
Liikevaihto	49,4	25,8	28,9	54,7	32,0	31,0	63,0	63,7	68,6	73,5
Käyttökate	14,3	6,0	8,3	14,3	10,7	9,5	20,2	19,2	21,1	22,9
Poistot ja arvonalennukset	-3,2	-1,7	-1,5	-3,2	-1,6	-1,5	-3,1	-3,2	-3,3	-3,4
Liikevoitto ilman kertaeriä	11,8	4,7	7,1	11,9	9,4	8,3	17,8	16,7	18,5	20,2
Liikevoitto	11,1	4,4	6,7	11,1	9,1	8,0	17,1	16,0	17,8	19,5
Osuus osakkuusyhtiöiden tuloksesta	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettorahoituskulut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Tulos ennen veroja	11,1	4,4	6,7	11,1	9,1	8,0	17,1	16,0	17,8	19,5
Verot	-2,4	-1,2	-1,4	-2,5	-1,9	-1,7	-3,6	-3,2	-3,5	-3,8
Vähemmistöosuudet	-0,7	-0,4	-0,5	-0,9	-0,5	-0,5	-1,0	-1,1	-1,1	-1,2
Nettotulos	8,0	2,8	4,9	7,7	6,7	5,8	12,5	11,8	13,1	14,5
EPS (oikaistu)	0,84	0,31	0,48	0,77	0,63	0,55	1,18	1,11	1,22	1,32
EPS (raportoitu)	0,77	0,27	0,44	0,70	0,60	0,52	1,12	1,05	1,16	1,26

Tunnusluvut	2024	H1'25	H2'25	2025	H1'26	H2'26e	2026e	2027e	2028e	2029e
Liikevaihdon kasvu-%	11,3 %	9,3 %	12,0 %	10,7 %	24,0 %	7,1 %	15,1 %	1,2 %	7,7 %	7,1 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	7,2 %	-17,6 %	17,9 %	0,6 %	98,9 %	16,9 %	49,7 %	-5,7 %	10,4 %	9,4 %
Käyttökate-%	28,9 %	23,4 %	28,6 %	26,2 %	33,4 %	30,6 %	32,0 %	30,1 %	30,7 %	31,2 %
Oikaistu liikevoitto-%	23,9 %	18,4 %	24,7 %	21,7 %	29,5 %	26,9 %	28,2 %	26,3 %	26,9 %	27,5 %
Nettotulos-%	16,2 %	11,0 %	16,8 %	14,1 %	20,9 %	18,8 %	19,9 %	18,5 %	19,1 %	19,7 %

Lähde: Inderes

Tase

Vastaavaa	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Pysyvät vastaavat	13,3	11,7	11,4	11,0	10,6
Liikearvo	5,7	5,0	4,3	3,6	2,9
Aineettomat hyödykkeet	1,0	0,6	0,7	0,8	0,9
Käyttöomaisuus	5,5	5,7	6,0	6,2	6,4
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	1,0	0,3	0,3	0,3	0,3
Muut pitkäaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verosaamiset	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0
Vaihtuvat vastaavat	31,1	42,6	40,1	39,8	41,8
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	16,8	20,6	18,9	15,9	13,7
Likvidit varat	14,3	22,0	21,2	23,8	28,0
Taseen loppusumma	44,4	54,4	51,5	50,8	52,4

Lähde: Inderes

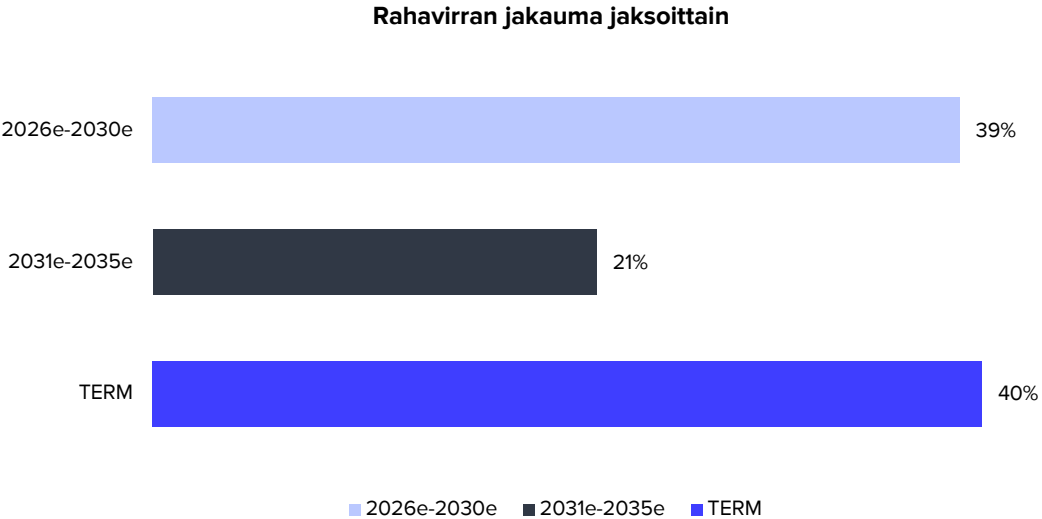
Vastattavaa	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Oma pääoma	33,9	37,2	42,0	41,3	42,6
Osakepääoma	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Kertyneet voittovarot	17,1	16,5	21,3	20,5	21,9
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	15,7	19,7	19,7	19,7	19,7
Vähemmistöosuus	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	7,9	13,2	6,4	6,4	6,4
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	4,2	6,8	0,0	0,0	0,0
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	3,7	6,4	6,4	6,4	6,4
Lyhytaikaiset velat	2,6	4,1	3,1	3,2	3,4
Korolliset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	2,6	4,1	3,1	3,2	3,4
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	44,4	54,4	51,5	50,8	52,4

DCF-laskelma

DCF-laskelma	2025	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	2034e	2035e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	10,7 %	15,1 %	1,2 %	7,7 %	7,1 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %
Liikevoitto-%	20,3 %	27,1 %	25,2 %	25,9 %	26,6 %	26,0 %	25,0 %	25,0 %	24,0 %	23,0 %	23,0 %	23,0 %
Liikevoitto	11,1	17,1	16,0	17,8	19,5	19,6	19,3	19,8	19,5	19,1	19,6	
+ Kokonaispoistot	3,2	3,1	3,2	3,3	3,4	3,5	3,6	3,6	2,9	3,0	3,0	
- Maksetut verot	-2,6	-3,5	-3,2	-3,5	-3,8	-3,9	-3,8	-3,9	-3,7	-3,6	-3,7	
- verot rahoituskuluista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	-2,4	0,8	3,0	2,5	-0,7	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	
Operatiivinen kassavirta	9,3	17,5	19,0	20,0	18,4	18,9	18,8	19,2	18,4	18,2	18,6	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	2,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-1,6	-2,8	-2,8	-2,9	-2,9	-3,0	-3,0	-3,0	-3,0	-3,1	-3,6	
Vapaa operatiivinen kassavirta	10,4	14,7	16,2	17,1	15,5	15,9	15,8	16,2	15,4	15,1	15,0	
+/- Muut	0,0	3,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	10,4	18,5	16,2	17,1	15,5	15,9	15,8	16,2	15,4	15,1	15,0	181
Diskontattu vapaa kassavirta		17,8	14,1	13,4	10,9	10,1	9,0	8,4	7,2	6,3	5,6	68,1
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		171	153	139	126	115	105	95,6	87,2	80,0	73,7	68,1
Velaton arvo DCF		171										
- Korolliset velat		-6,8										
+ Rahavarat		22,0										
+ Osakkuusyhtiöt		0,0										
-Vähemmistöosuus		-5,0										
-Osinko/pääomapalautus		-7,7										
Oman pääoman arvo DCF		173										
Oman pääoman arvo DCF per osake		15,5										

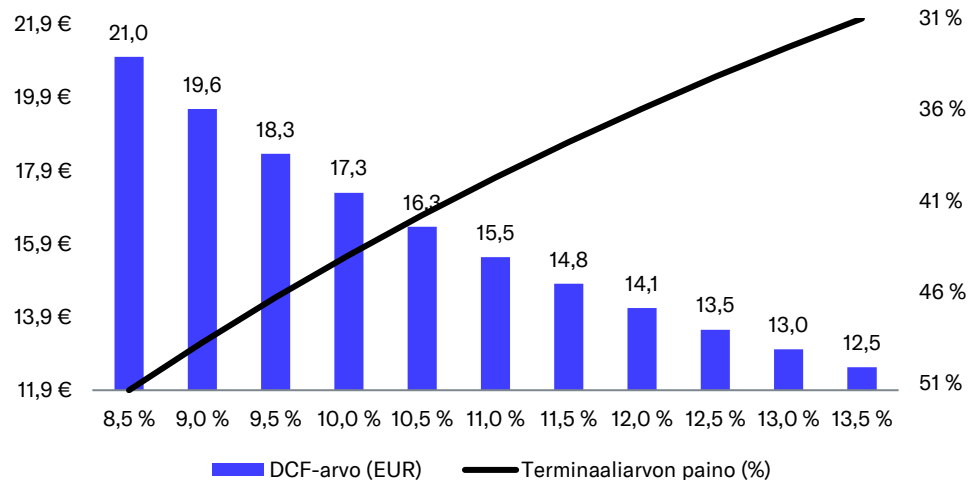
Pääoman kustannus (WACC)	
Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisasaste D/(D+E)	0,0 %
Vieraan pääoman kustannus	4,0 %
Yrityksen Beta	1,26
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	2,50 %
Riskitön korko	2,5 %
Oman pääoman kustannus	11,0 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	11,0 %

Lähde: Inderes

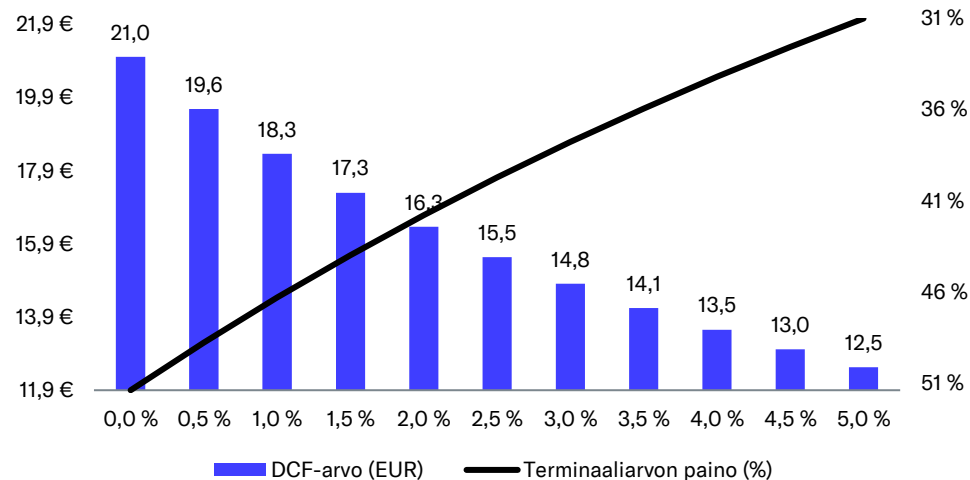


DCF:n herkkyysslaskelmat ja avainoletukset graafeina

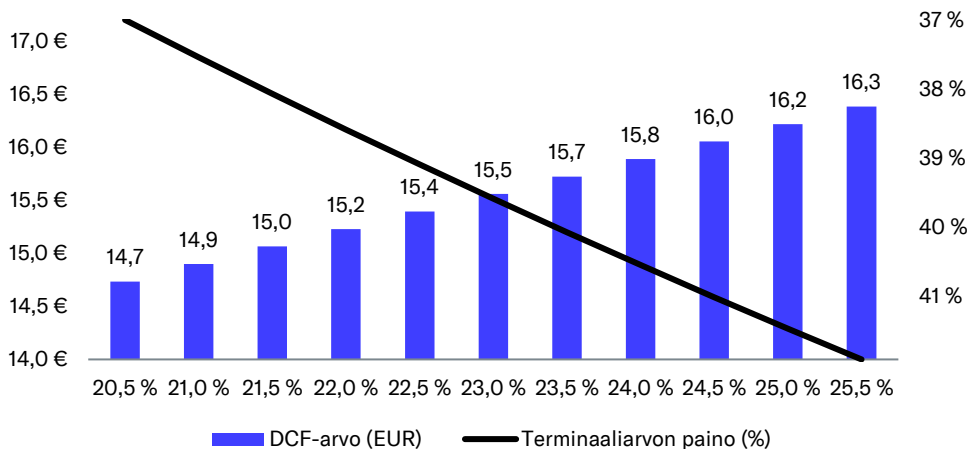
DCF-arvon herkkyys muutoksille WACC-%:ssa



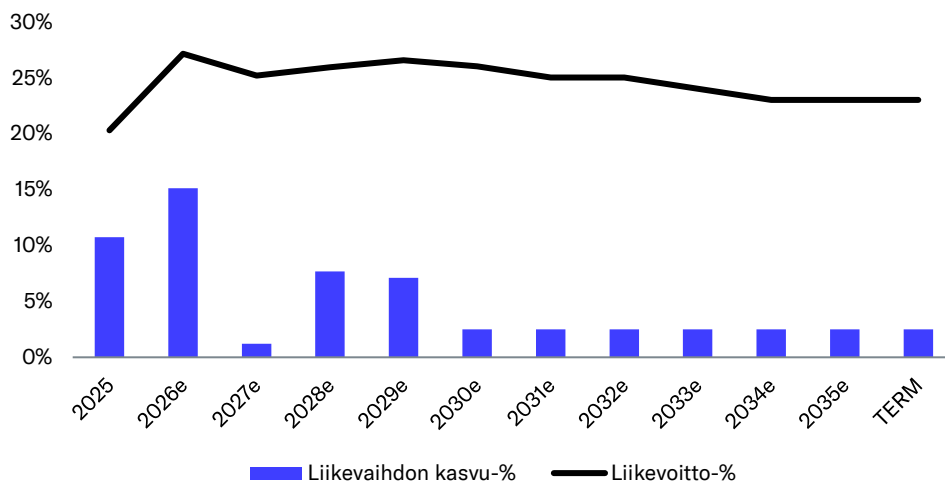
DCF-arvon herkkyys muutoksille riskittömässä korossa



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



DCF-laskelman kasvu- ja kannattavuusoletukset



Yhteenveto

Tuloslaskelma	2023	2024	2025	2026e	2027e
Liikevaihto	44,4	49,4	54,7	63,0	63,7
Käyttökate	13,2	14,3	14,3	20,2	19,2
Liikevoitto	10,3	11,1	11,1	17,1	16,0
Voitto ennen veroja	10,3	11,1	11,1	17,1	16,0
Nettovoitto	8,1	8,0	7,7	12,5	11,8
Kertaluontoiset erät	-0,7	-0,7	-0,8	-0,7	-0,7

Tase	2023	2024	2025	2026e	2027e
Taseen loppusumma	45,1	44,4	54,4	51,5	50,8
Oma pääoma	34,3	33,9	37,2	42,0	41,3
Liikearvo	6,4	5,7	5,0	4,3	3,6
Nettovelat	-6,4	-10,1	-15,2	-21,2	-23,8

Kassavirta	2023	2024	2025	2026e	2027e
Käyttökate	13,2	14,3	14,3	20,2	19,2
Nettokäyttöpääoman muutos	-2,3	-6,7	-2,4	0,8	3,0
Operatiivinen kassavirta	9,1	5,2	9,3	17,5	19,0
Investoinnit	-8,1	7,3	-1,6	-2,8	-2,8
Vapaa kassavirta	-5,4	12,7	10,4	18,5	16,2

Arvostuskertoimet	2023	2024	2025	2026e	2027e
EV/Liikevaihto	1,4	1,8	2,2	2,5	2,4
EV/EBITDA	4,6	6,3	8,2	7,8	8,1
EV/EBIT (oik.)	5,5	7,7	9,9	8,8	9,3
P/E (oik.)	7,4	11,0	15,1	13,1	14,0
P/B	1,9	2,8	3,4	4,1	4,2
Osinkotuotto-%	12,5 %	8,6 %	6,1 %	7,2 %	6,7 %

Lähde: Inderes

Osakekohtaiset luvut	2023	2024	2025	2026e	2027e
EPS (raportoitu)	0,77	0,77	0,70	1,12	1,05
EPS (oikaistu)	0,84	0,84	0,77	1,18	1,11
Operat. Kassavirta / osake	0,88	0,50	0,84	1,57	1,69
Operat. Vapaa kassavirta / osake	-0,52	1,22	0,94	1,66	1,44
Omapääoma / osake	3,29	3,25	3,36	3,76	3,66
Osinko / osake	0,78	0,79	0,70	1,12	1,05

Kasvu ja kannattavuus	2023	2024	2025	2026e	2027e
Liikevaihdon kasvu-%	16 %	11 %	11 %	15 %	1 %
Käyttökatteen kasvu-%	53 %	8 %	0 %	41 %	-5 %
Liikevoiton oik. kasvu-%	77 %	7 %	1 %	50 %	-6 %
EPS oik. kasvu-%	90 %	-1 %	-8 %	54 %	-6 %
Käyttökate-%	29,8 %	28,9 %	26,2 %	32,0 %	30,1 %
Oik. Liikevoitto-%	24,8 %	23,9 %	21,7 %	28,2 %	26,3 %
Liikevoitto-%	23,2 %	22,5 %	20,3 %	27,1 %	25,2 %
ROE-%	26,1 %	23,5 %	21,7 %	31,6 %	28,3 %
ROI-%	30,0 %	28,7 %	27,0 %	39,7 %	38,6 %
Omavaraisuusaste	76,1 %	76,4 %	68,4 %	81,5 %	81,2 %
Nettovelkaantumisaste	-18,7 %	-29,8 %	-40,9 %	-50,6 %	-57,8 %
Nettovelka/käyttökate	-0,5	-0,7	-1,1	-1,1	-1,2
EBITDA/nettorahoituskulut					

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 sijoitusuusituksia 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 arvonmäärittämenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmäärittämenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

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

Osta	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on erittäin houkutteleva
------	---

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

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

Inderesin tutkimusta laatineilla analyytikoilla tai Inderesin työntekijöillä ei voi olla 1) merkittävän taloudellisen edun ylittäviä omistuksia tai 2) yli 1 %:n omistusosuuksia missään tutkimuksen kohteena olevissa yhtiössä. Inderes Oyj voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoittavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oyj:n omistukset esitetään yksilöitynä mallisalkussa. Inderes Oyj:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin laatiin 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
20.5.2021	Myy	6,80 €	8,65 €
30.6.2021	Vähennä	6,80 €	6,99 €
24.8.2021	Vähennä	8,00 €	8,48 €
4.3.2022	Vähennä	8,50 €	8,65 €
24.8.2022	Vähennä	7,50 €	7,56 €
22.9.2022	Vähennä	7,00 €	6,50 €
8.2.2023	Vähennä	7,00 €	7,28 €
17.2.2023	Vähennä	7,00 €	7,18 €
23.8.2023	Vähennä	6,80 €	6,62 €
27.11.2023	Vähennä	6,50 €	6,28 €
15.2.2024	Vähennä	7,00 €	7,28 €
23.8.2024	Vähennä	8,50 €	8,25 €
14.2.2025	Vähennä	10,00 €	9,45 €
21.3.2025	Lisää	10,50 €	9,15 €
22.8.2025	Vähennä	11,00 €	10,80 €
9.12.2025	Lisää	10,50 €	9,64 €
22.1.2026	Vähennä	10,50 €	11,35 €
16.2.2026	Vähennä	11,50 €	11,55 €
8.6.2026	Lisää	13,00 €	11,65 €
22.6.2026	Lisää	13,50 €	12,30 €
7.8.2026	Vähennä	14,50 €	15,50 €
20.8.2026	Vähennä	14,50 €	14,80 €



TIETO ON SJOITTAJAN PERUSOIKEUS

Inderes demokratisoi sijoittajatiedon yhdistämällä sijoittajat ja pörssiyhtiöt. Sijoittajille olemme luotetun tiedon analyysipalvelu ja yhteisö, ja pörssiyhtiöille olemme laadukkaan sijoittajaviestinnän kumppani. Yli 500 pörssiyhtiötä Euroopassa hyödyntää sijoittajaviestinnän tuotteitamme ja osakeanalyysipalveluitamme tarjotakseen parempaa sijoittajaviestintää omistajilleen.

Tavoitteemme on olla finanssialan sijoittajalähtöisin yhtiö. Inderes on perustettu vuonna 2009 sijoittajien toimesta, sijoittajia varten. Nasdaq First North -listattuna yhtiönä ymmärrämme asiakkaidemme arjen.

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.**