

ALEXANDRIA

21.06.2026 18.00 EET



Sauli Vilén
358440258908
sauli.vilen@inderes.fi

INDERESIN YHTIÖASIAKAS
LAAJA RAPORTTI



Strategia vie yhtiötä oikeaan suuntaan

Tarkistamme Alexandrian tavoitehintamme 13,5 euroon (aik. 13,0e) ja toistamme lisää-suosituksemme. Osakkeen nykyinen hinnoittelu voidaan perustella jo nykyisellä tuloksella, ja sijoittajat saavat varainhoidon mahdollisen onnistumisen optiona kaupan päälle. Yhtiön strategiapäivitys vie yhtiötä oikeaan suuntaan ja varainhoidon edistymisen pitäisi alkaa konkretisoitua yhtiön numeroihin seuraavan 12kk aikana.

Kotimainen sijoituspalveluyhtiö

Alexandria on yksityisasiakkaisiin keskittynyt varainhoitaja, jonka fokus on historiassa ollut tuotemyynnissä. Yhtiön valtakunnallinen myyntiverkosto on poikkeuksellisen laaja ja sen keskeiset kilpailijat ovatkin näkemyksemme mukaan etenkin paikallispankit. Keskeisistä verrokkiyhtiöistä poiketen strukturoidut tuotteet näyttävät merkittävää roolia yhtiön tuotetarjonnassa ja niiden osuus 2025 palkkioista oli yli 50 %. Tämän seurauksena jatkuvan liikevaihdon osuus on verrokkeja selvästi matalampi.

Yhtiön strategian keskiössä on siirtyminen kokonaisvaltaiseksi varainhoitajaksi. Tämän keskiössä on yhtiön uusi varainhoitopalvelu, mihin yhtiö on panostanut merkittävästi viime vuosina. Yhtiön ehdottomana vahvuutena on sen vahva myyntikoneisto, jonka ansiosta yhtiön ansaitsemat palkkiomarginaalit ovat verrokkiryhmän korkeimpia. Keskeisenä haasteena on historiassa ollut matala asiakaskohtainen ansainta, joka heikentää skaalautuvuutta selvästi. Tätä heikkoutta yhtiö pyrkii korjaamaan varainhoitoon laajentamalla.

Tulos tekee tänä vuonna tasokorjauksen

Emme ole tehneet ennustemuutoksia sen jälkeen kun nostimme ennusteitamme reippaasti kesäkuun alun positiivisen tulosvaroituksen yhteydessä. Alexandrian tulos tekee 2026 selvän tasokorjauksen strukturoitujen

tuotteiden hurjan myynnin siivittämänä. Ennustamme 2026 liikevoiton kasvavan noin 40 %:lla uuteen ennätykseen. 2027 on tuloskasvussa välivuosi, kun yhtiö sulattelee strukturoitujen tuotteiden ennätyksellistä vertailukautta. 2027 on kuitenkin varainhoidon osalta kriittinen vuosi, sillä silloin varainhoidon pitäisi alkaa kunnolla näkyä yhtiön numeroissa. Pitkällä aikavälillä yhtiön tuloskasvukyky on pitkälti kiinni yhtiön onnistumisesta varainhoidossa, sillä strukturoiduissa tuotteissa ja vakuutuksissa kasvupotentiaali on rajatumpi. Mielestämme yhtiön strategia varainhoitoon laajentumisesta on oikea ja edellytykset onnistumiselle ovat aiempaa paremmat. Samalla kuitenkin huomautamme, että muutos tuotetalosta varainhoitajaksi on merkittävä ja vaatii organisaatiolta sitoutumista tähän. Voitonjako säilyy toimialalle tyypillisesti vuolaana ja odotamme yhtiön jakavan koko tuloksensa ulos osinkoina tulevina vuosina.

Varainhoito tulee kaupan päälle

Olemme tarkastelleet Alexandrian arvostusta verrokkiryhmän ja absoluuttisten arvostuskertoimien sekä kassavirtamallin kautta. Sekä verrokkiryhmä että DCF-malli indikoivat osakkeen olevan lievästi aliarvostettu ja myös absoluuttiset kertoimet tukevat tätä näkemystä. Osakkeen hinta voitaisiin perustella jo pelkällä nykyisellä tulostasolla, ja mahdollinen varainhoidon onnistuminen nostaisi tuloskasvupotentiaalia merkittävästi nykyisestä. Varainhoidossa onnistuminen laskisi myös yhtiön korkeaa tuottovaatimusta, kun liiketoiminnan ennustettavuus sekä rakenteellinen kasvupotentiaali paranisivat. Näemmekin osakkeen tarjoavan edelleen houkuttelevan riski-/tuottosuhteen, joka nojaa tuloskasvuun sekä sektorin kärkeä olevaan osinkotuottoon.

Suositus

Lisää

(aik. Lisää)

Tavoitehinta:

13,50 EUR

(aik. 13,00 EUR)

Osakekurssi:

12,30 EUR

Liiketoimintariski



Arvostusriski



	2025	2026e	2027e	2028e
Liikevaihto	54,7	61,5	62,5	67,5
kasvu-%	11 %	12 %	2 %	8 %
EBIT oik.	11,9	16,5	16,1	18,0
EBIT-% oik.	21,7 %	26,9 %	25,7 %	26,7 %
Nettotulos	7,7	11,5	11,3	12,8
EPS (oik.)	0,77	1,09	1,06	1,19
P/E (oik.)	15,1	11,3	11,6	10,4
P/B	3,4	3,4	3,4	3,3
Osinkotuotto-%	6,1 %	8,4 %	8,1 %	9,1 %
EV/EBIT (oik.)	9,9	7,4	7,5	6,2
EV/EBITDA	8,2	6,5	6,5	5,4
EV/Liikevaihto	2,2	2,0	1,9	1,7

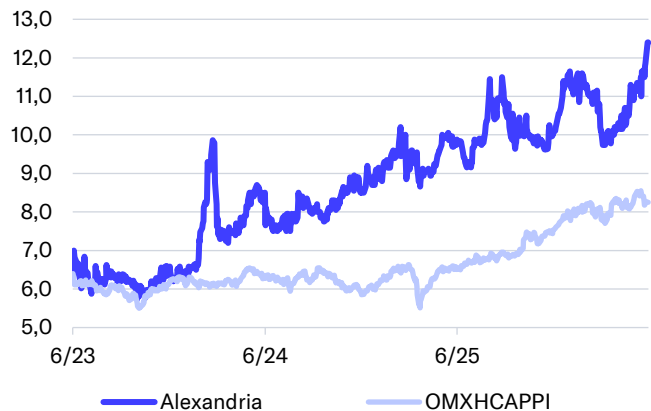
Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

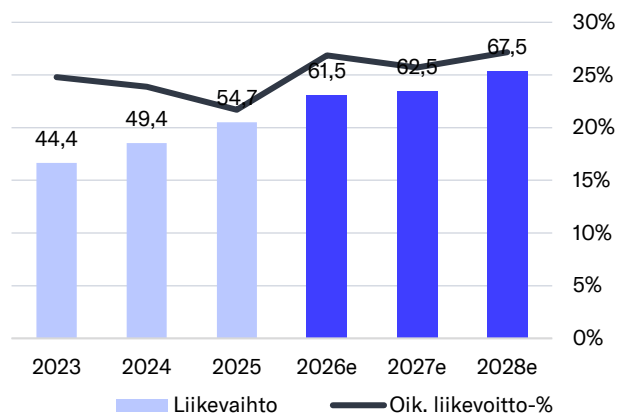
Alexandria arvioi H1/2026 liikevoiton kasvavan merkittävästi verrattuna H1/2025 liikevoittoon (4,4 Me). Kertaluontoisesta erästä puhdistettuun H1/2025 liikevoittoon (5,4 Me) verrattuna H1/2026 liikevoiton odotetaan kasvavan yli 50 %.

Osakekurssi



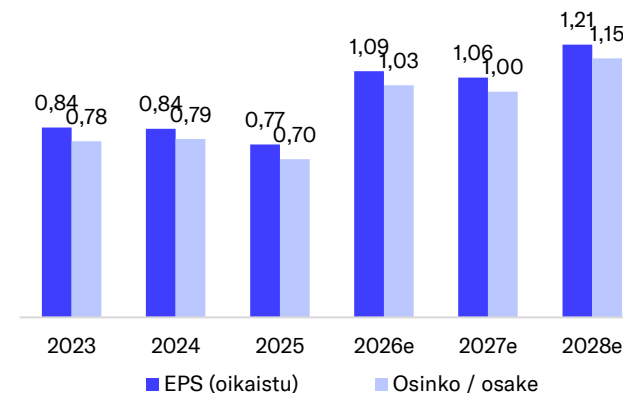
Lähde: Millistream Market Data AB

Liikevaihto ja liikevoitto-% (oik.)



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes

Arvoajurit

- Asiakaskokojen kasvu
- Laajentuminen varainhoitoon
- 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	12,3	12,3	12,3
Osakemäärä, milj. kpl	11,2	11,3	11,4
Markkina-arvo	137	139	140
Yritysarvo (EV)	122	120	112
P/E (oik.)	11,3	11,6	10,4
P/E	12,0	12,3	10,9
P/B	3,4	3,4	3,3
P/S	2,2	2,2	2,1
EV/Liikevaihto	2,0	1,9	1,7
EV/EBITDA	6,5	6,5	5,4
EV/EBIT (oik.)	7,4	7,5	6,2
Osinko/tulos (%)	100,0 %	100,0 %	100,0 %
Osinkotuotto-%	8,4 %	8,1 %	9,1 %

Lähde: Inderes

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	5-21
Sijoitusprofiili	22-23
Strategia	24-26
Markkinakatsaus	27-30
Taloudellinen tilanne	31
Ennusteet	32-35
Arvonmääritys	36-41
Taulukot	42-46
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	47

Alexandria lyhyesti

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

1996

Perustamisvuosi

2021

Listautuminen First Northiin

54,7 MEUR

Liikevaihto 2025

11,9 MEUR

EBIT oik. 2025

21,8 %

EBITA-marginaali 2025

216

Henkilöstömäärä (sis. asiamiehet)

1996–2017

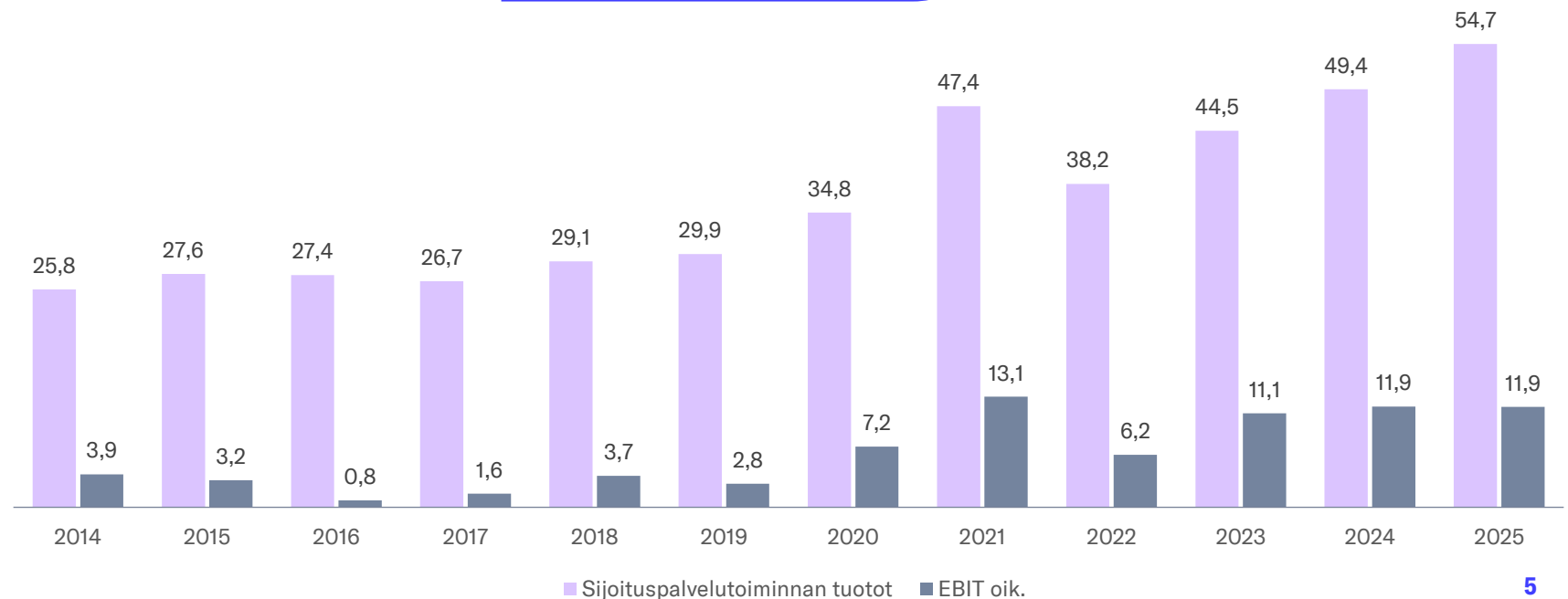
- Kasvu valtakunnalliseksi toimijaksi
- Fokus strukturoiduissa tuotteissa sekä vakuutusratkaisuihin
- Oman rahastoyhtiön perustaminen

2017–2020

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

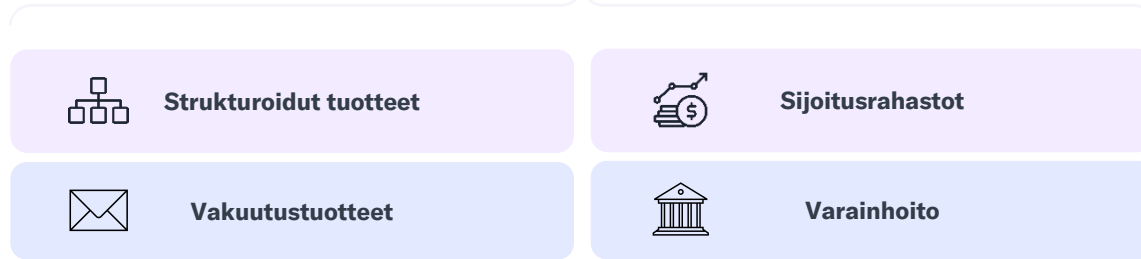
• 2021–

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



Yhtiökuvaus

ALEXANDRIAN TUOTE- JA PALVELUVALIKOIMA



Alexandrian liiketoimintamallin pääkohdat

- Alexandrian liiketoimintamalli on keskittynyt tuotemyyntiin**, ja yhtiö lanseerasi varainhoitopalvelunsa vasta 2021 loppupuolella. Vakuutus tuotteissa yhtiö toimii kumppanien jälleenmyyjänä ja rahastot ovat toistaiseksi olleet rahastojen rahastoja. Strukturoidut sijoitus tuotteet yhtiö suunnittelee ja toteuttaa itse.
- Yhtiön ytimen muodostaa sen maanlaajuinen myyntiverkosto**, joka on yhtiön kokoluokkaan nähden poikkeuksellisen laaja: 30 paikkakuntaa ja ~122 sidonnaisasiamiestä. Myynti toteutetaan pääosin asiamiesmallilla ja oma henkilökunta vastaa mm. hallinnosta sekä tuotteista ja palveluista.
- Alexandrian pääkohderyhmä ovat yksityishenkilöt** ja yhtiö palvelee hyvin laajaa asiakaskuntaa. 2025 lopussa yhtiöllä oli noin 36 100 aktiivista asiakasta ja keskimääräisellä asiakkaalla on sijoitusvarallisuutta hoidossa noin 50 tEUR, joten vuosiliikevaihto asiakasta kohden on keskeisiin verrokkeihin nähden hyvin matala (~1 000–1 100 €/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



Yli puolet liikevaihdosta (2025: ~51 %) tulee strukturoitujen tuotteiden myynnistä.



Laajat jakeluresurssit: maanlaajuinen 30 paikkakunnan myyntiverkosto.



Yli 36 000 asiakasta (2025), asiakaskohtainen liikevaihto alhainen.

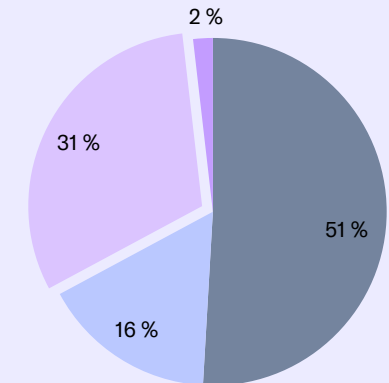


Pääkohderyhmä koostuu yksityissijoittajista.



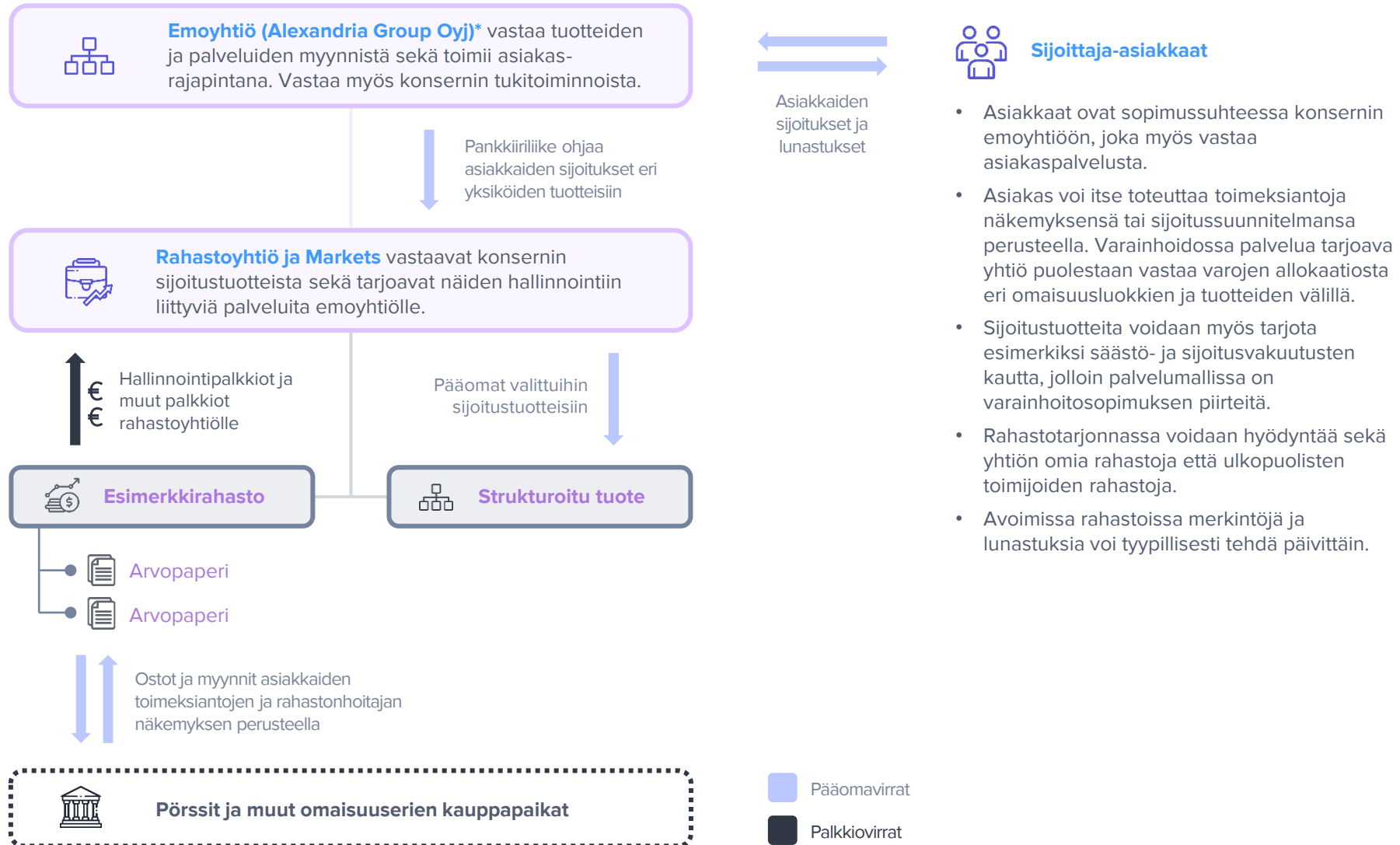
Merkittävä osa yhtiön omistuksesta on johdolla ja työntekijöillä.

Palkkiotuottojen jakauma (2025)



■ Strukturoidut tuotteet ■ Vakuutus tuotteet
■ Rahastot ■ Muut

Sijoituspalveluyhtiön liiketoimintamalli yksinkertaistettuna



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

Historiallinen kehitys ja omistusrakenne

Yhtiön suoriutuminen on tehnyt selvän tasokorjauksen

Vuosina 2013–2025 Alexandrian liikevaihto on kasvanut keskimäärin noin 7 % vuodessa. Taso on välttävä, kun huomioidaan keskeisten listattujen verrokkien kasvu samalla periodilla. Kasvu on kuitenkin kiihtynyt tarkastelujakson loppupuolella ja 2019–2025 keskimääräinen vuosikasvu on ollut noin 12 %, mikä on absoluuttisesti ja suhteellisesti hyvä taso. Keskeisenä ajurina kasvun taustalla on ollut rahastoliiketoiminnan vahva kasvu sekä strukturoitujen tuotteiden volyymissä nähty tasokorjaus.

2013–2025 välillä yhtiön liikevoittomarginaali on ollut keskimäärin 17 %, 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 – noin 9 %. Myös kannattavuudessa yhtiö on tehnyt selvän tasonnoston jakson loppupuolella ja viimeisen 5 vuoden keskimääräinen liikevoittomarginaali on kohonnut yli 23 %:n tasolle. Tasokorjauksen taustalla on liikevaihdon kasvu sekä parantunut kulutehokkuus. Vaikka taso onkin parantunut, on se edelleen alle keskeisten kilpailijoiden johtuen etenkin myyntikoneiston suuresta koosta suhteessa liikevaihtoon.

Takana merkittävä muutosprosessi

Alexandria on käynyt läpi merkittävän muutosprosessin viimeisen vuosikymmenen aikana. Lähtölaukaus tälle on ollut pääomasijoittaja Ajanta Oy:n mukaantulo vuonna 2016. Rahastoliiketoiminnan ylösaajo on ollut näkyvin muutos, minkä lisäksi yhtiön prosesseissa (mm. sijoitusneuvonta) on

tehty merkittäviä muutoksia. Muita keskeisiä muutosprosessin kohtia ovat olleet ammattihallituksen nimitys, strategian selkeyttäminen, kulurakenteen tehostaminen, panostukset IT-järjestelmiin sekä Marketsin vähemmistöomistusten pienentäminen. Henkilöstömäärä (sis. asiamiehet) onkin laskenut vuosikymmenen takaisesta noin 300 nykyiseen reiluun 200 henkilöön. Asiamiesten määrä on pysynyt suunnilleen vakaana ja lasku on tullut konsernin palkkalistoilla olevista henkilöistä. 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 31 %:iin kokonaisliikevaihdosta. Vähemmistöosuuksien karsiminen on myös toteutunut suunnitelmien mukaan ja vähemmistöjen osuus nettotuloksesta oli vuonna 2025 enää hieman alle 10 % (2020: 29 %). Tämä on pääosin seurausta vuoden 2020 lopussa toteutetun Alexandria Marketsin 25 %:n omistusosuuden hankinnasta.

Omistuksesta merkittävä osa on seinien sisällä

Alexandria on useiden varainhoitajien tapaan vahvasti henkilöstöomisteinen. Perustaja, entinen toimitusjohtaja ja nykyinen hallituksen jäsen Åkessonilla on noin 34 %:n omistusosuus ja myös useilla avainhenkilöillä (mm. Marketsin avaintiimi ja konsernin varatoimitusjohtajalla) on merkittävä omistusosuus yhtiössä. Henkilöstön ja hallituksen omistusosuus yhtiöstä on arviomme mukaan jonkin verran alle 60 %. Korkea omistusosuus seinien sisällä on luonnollisesti hyvä asia, sillä se parantaa sitoutuvuutta, pienentää palkkainflaatiopaineita ja varmistaa yhteneväiset intressit muiden osakkeenomistajien kanssa.

Suurimmat osakkeenomistajat 5/2026	Omistus-%
Åkesson Jan	34,3 %
Ajanta Oy	11,2 %
Oy Culatum Ab	5,1 %
ITM Invest Oy	4,8 %
Gaiko Capital Oy	4,7 %
Gösta Serlachiuksen Taidesäätiö	3,2 %
Courtjester Oy (Arto Martonen)	3,1 %
R.Erik ja Bror Serlachiuksen Säätiö sr	3,0 %
Emilie Capital Oy (Karri Kaitue)	1,9 %
Katri Nygård	1,7 %

Johdon osakeomistukset	Osakkeet	Rooli
Kaitue Karri	217 793	HPJ
Åkesson Jan	3 795 799	Hallitus
Martonen Arto	348 909	Hallitus
Serlachius Gösta	872 319	Hallitus
Pietarinen Lauri	57 253	Hallitus
Kola Sari	3 429	Hallitus
Hellens Ville	528 094	Johtoryhmä
Lundström Lauri	165 667	Varatj
Niinen Taru	29 109	TalousJohtaja
Kalsi Katri	17 285	Johtoryhmä
Huisman Anssi	11 585	Johtoryhmä
Iivonen Toni	11 284	Johtoryhmä
Korhonen Henri	5 525	Johtoryhmä
Schoschkoff Alexander	—	Toimitusjohtaja

Liiketoimintamalli 1/11

Myyntivetoinen sijoituspalvelutalo

Alexandrian liiketoimintamallin ytimessä on tuotemyynti, jossa yhtiö myy asiakkaille sijoitustuotteita ja saa näistä erilaisia palkkioita. 2021 Alexandria laajensi myös varainhoitoon lanseeraamalla oman varainhoitopalvelunsa. Tämä palvelu päivitettiin 2024 aikana ns. avoimen arkkitehtuurin varainhoitoratkaisuksi, kun aiempi malli 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 2025 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 (122 asiamiestä 30 paikkakunnalla 2025 lopussa) samoin kuin asiakaspeitto (2025 lopussa noin 36 000 asiakasta). Arviomme mukaan yhtiön asiakaskunnassa on jotain tuhansia varainhoitopalvelun piiriin soveltuvia asiakkaita (ns. private-asiakkaita). Arviomme mukaan selvästi yli puolet 36 000 asiakkaan kannasta on todella pientä, yksittäisiä tuotteita pienillä summilla omistavia sijoittajia. Loput asiakkaista (arviolta kolmannes) on ns. premium-segmenttiä, eli tyypillisesti 50-200 TEUR:n sijoitusvarallisuuden omaavia asiakkaita. Näin ollen koko asiakaskannan katsominen antaakin mielestämme hieman harhaanjohtavan kuvan ja yhtiö on käsityksemme mukaan siirtämässä fokustaan yhä enemmän private ja premium-segmenttien palveluun.

Yhtiön laaja myyntikoneisto on sen selkeä vahvuus, ja myös

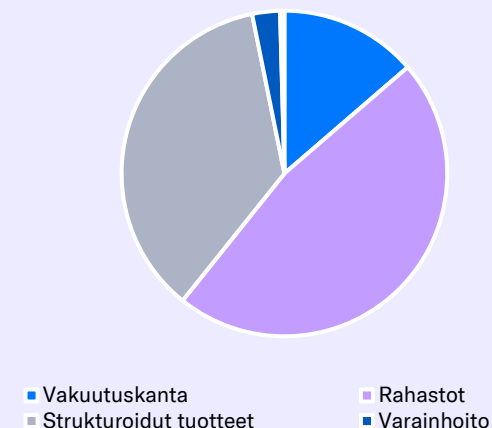
keskittyminen vähemmän kilpailtuihin maantieteellisiin alueisiin (yli 80 % myynnistä pk-seudun ulkopuolella) sekä segmentteihin (matalamman sijoitusvarallisuuden yksityishenkilöt) tarjoaa yhtiölle merkittävää hinnoitteluvoimaa. Yhtiön hinnoitteluvoima onkin sen valitsemissa asiakasryhmissä vahva, mikä näkyy tuotteiden suhteellisen korkeana hintatasona. Yhtiön hallinnoitavasta varallisuudesta ansaitsema suhteellinen palkkiotaso onkin omassa luokassaan suhteessa listattuihin verrokkeihin.

Yhtiön tuotetarjonnasta strukturoidut sijoitukset sekä vakuutukset kattavat noin 67 % liikevaihdosta ja perinteisemmät varainhoitotuotteet (rahastot ja varainhoito) noin 32 %, kun toimialalla tyypillisesti painopiste on rahastoissa sekä varainhoitopalveluissa.

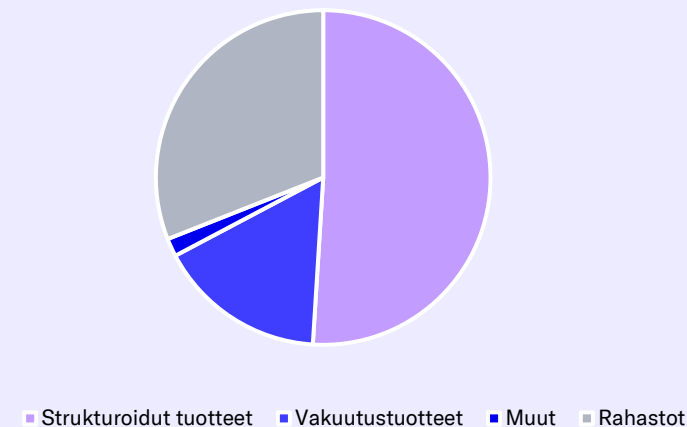
Yhtiön liiketoimintamallin keskeinen haaste liittyy asiakkaiden matalaan "share of walletiin". Yhtiö on näkemyksemme mukaan asiakkaille etenkin tuotetalo kokonaisvaltaisen varainhoitajan sijaan. Matala osuus asiakkaiden kokonaisvarallisuudesta johtaa luonnollisesti myös matalampaan asiakaskohtaiseen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

Toisena haasteena on yhtiön myyntikoneiston teho. Yhtiön myynti per työntekijä on seuraamistamme yhtiöistä 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.

Hallinnoitavan varallisuuden jakauma (2025)*



Palkkiotuottojen jakauma (2025)



*Varainhoito Inderesin arvio

Liiketoimintamalli 2/11

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 35 %. 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 2025 27,9 MEUR tai ~51 % liikevaihdosta. Yhtiön strukturoitujen tuotteiden kokonaisyntivolyymi on pitkässä juoksussa kasvanut selvästi ja 2017 tasolta se on yli tuplaantunut. Viimeisen 5 vuoden aikana volyymi on vaihdellut 16,4-27,9 MEUR:lla keskiarvon ollessa 21 MEUR.

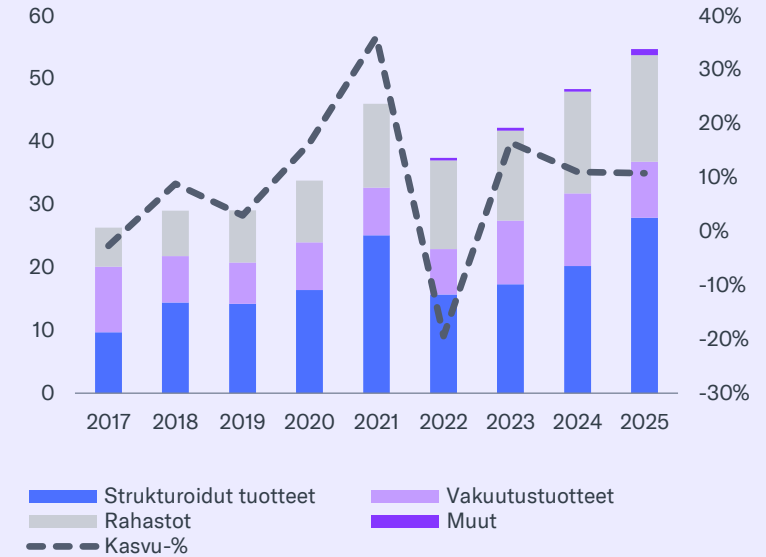
Alexandria on yksi Suomen suurimpia strukturoitujen tuotteiden tarjoajia. Strukturoitujen tuotteiden kokonaisyntivolyymi Suomessa kasvoi voimakkaasti 2021–2023 kohonneen korkotason avittamana, mutta on kääntynyt selvään laskuun 2024–2025 korkotason normalisoituessa. Laskenut korkotaso heikentää mahdollisuuksia tehdä kiinnostavia pääomaturvattuja tuotteita, minkä lisäksi keskeisten toimijoiden strateginen fokus on siirtynyt jatkuvan kassavirran tuotteisiin kuten rahastoihin ja varainhoitoon. Alexandria on kuitenkin onnistunut kasvattamaan omaa volyymiaan markkinan

laskusta huolimatta, vuonna 2025 yhtiö toteutti 136 liikkeeseenlaskua nimellisarvoltaan noin 414 MEUR:lla (2024: 116 kpl, 301 MEUR). Markkinan supistumisen ja Alexandrian vahvan volyymikasvun myötä yhtiön markkinaosuus on noussut lähes 30 %:iin. 2026 korkojen nousu saattaa johtaa markkinan kasvuun, mutta pitkällä aikavälillä meidän on vaikea nähdä markkinan oleellisesti kasvavan Suomessa.

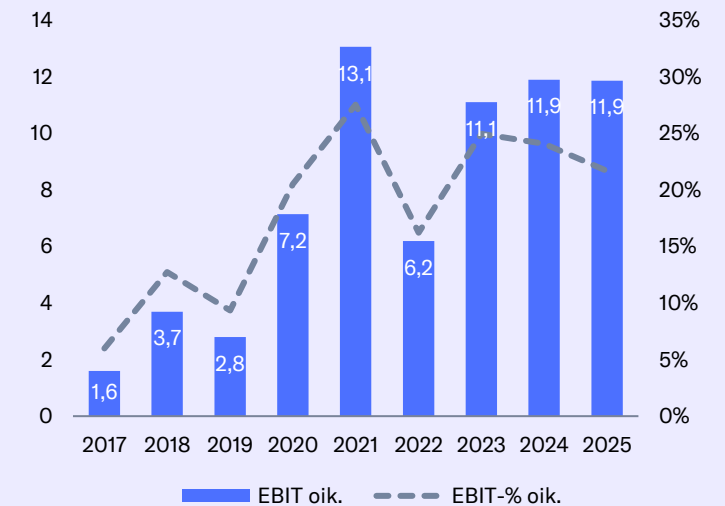
Strukturoitujen tuotteiden palkkio perustuu kertaluontoiseen strukturointipalkkioon (tyypillisesti ~5 %) sekä myyntipalkkioon (tyypillisesti ~2 %). Strukturoiduissa tuotteissa oleva varallisuus ei siten tuota yhtiölle jatkuvaa palkkiovirtaa. Historiallisesti Alexandria on saanut strukturoiduista tuotteistaan 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.

Alexandrian palkkiotasot ovat arviomme mukaan toimialan keskiarvojen 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 vuosittain myyntivolyymeihin.

Liikevaihdon kehitys (MEUR)



Liikevoitto (MEUR) ja kannattavuus-%



Liiketoimintamalli 3/11

Strukturoitujen tuotteiden tuottohistoria

Alexandria avaa strukturoitujen tuotteidensa tuottohistoriaa harvinaisen avoimesti. Yhtiön Markets-yksikkö on suunnitellut ja toteuttanut vuodesta 2013 alkaen yli 1 000 sijoitustuotetta, joista on kevääseen 2026 mennessä erääntynyt noin 700 kappaletta. Yhtiön julkistamat luvut ovat varsin vakuuttavat: kaikkien erääntyneiden joukkovelkakirjamuotoisten tuotteiden keskimääräinen vuosituotto on ollut noin 10,5 % p.a., ja osakemarkkinoille linkitettyjen lainojen 12,3 % p.a. Absoluuttisina lukuina nämä ovat pitkän aikavälin vertailussa kohtuullisia tuottoja, ja huomattavaa on myös erääntyneiden tuotteiden alhainen tappio-osuus (vain noin 3,5 % päättyi negatiiviseen vuosituottoon). Pitkän aikavälin tuottohistoria onkin keskeisiä ajureita yhtiön vahvan myynnin takana.

Lukujen tulkinnassa on kuitenkin syytä huomioida muutamia asioita. Ensinnäkin tuotot raportoidaan ainoastaan jo erääntyneistä tuotteista, mikä luonnollisesti rajaa tilastot autocall-rakenteiden osalta voittajapainotteiseksi: hyvässä markkinassa hyvin menevät tuotteet laukeavat nopeasti hyvillä tuotoilla, kun taas heikon markkinan tuotteet jäävät juoksemaan koko maturiteettinsa. Yhtiöllä on tällä hetkellä noin 380 aktiivista tuotetta, joista noin 45 % on alle nimellisarvon ja noin 14 % alle 80 %:n arvostuksessa. Mikäli aktiiviset huomioitaisiin nykyarvostuksilla, koko aineiston keskituotto putoaisi laskelmiemme mukaan 10,5 %:sta noin 7 %:n tasolle.

Toiseksi, Alexandria jättää omissa laskelmissaan ulos aiemmin myydyt sijoituswarrantit, joiden kpl-painotettu keskituotto on laskelmiemme perusteella ollut tappiollinen ja joista 12 kappaletta on menettänyt arvonsa kokonaan.

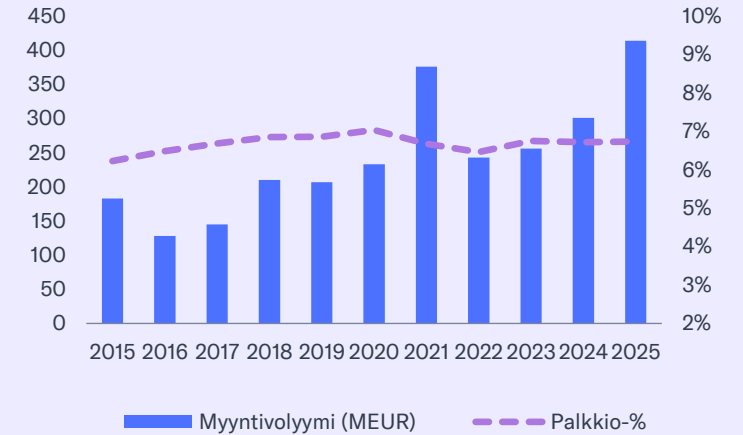
Yhtiö ei enää tarjoa näitä tuotteita, ja tässä mielessä oikaisu on perusteltu, mutta mikäli nämä laskettaisiin mukaan tuottohistoriaan, laskisi se keskituottoa arviolta 2 %-yksikköä.

Tuoteluokkien välillä on lisäksi merkittäviä eroja. Autocall-rakenteet ovat aineiston suurin yksittäinen luokka (n. 65 % erääntyneistä) ja niiden keskituotto on ollut noin 12,4 % p.a. Luottoriskisidonnaiset tuotteet ovat tuottaneet keskimäärin 6,7 % p.a., mikä on kohtuullinen taso ottaen huomioon niiden matalampi riskitaso. Yhdistelmälainat ovat sen sijaan jääneet selvästi jälkeen keskituoton ollessa vain noin 1 % p.a, mikä korostaa tuoteluokkien välisiä eroja tuotto-odotuksissa.

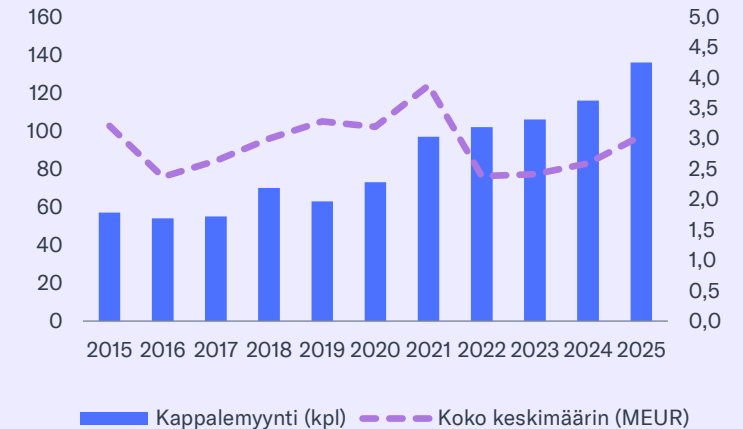
Kustannusrakenteen puolelta strukturointimarginaali on jo vähennetty raportoiduista nimellisarvotuotoista, mutta merkintäpalkkio (tyypillisesti 2 %) pitää vielä vähentää tuotoista ja vie lyhyissä autocall-tuotteissa karkeasti 0,3–2 %-yksikköä todellisesta sijoittajan saamasta tuotosta.

Kokonaisuutena Alexandrian strukturoitujen tuotteiden historiallinen tuotto on absoluuttisena lukuna kohtuullinen, ja yhtiön avoin raportointi on positiivinen poikkeama toimialan yleisissä toimintatavoissa. Sijoittajan näkökulmasta luvut antavat kuitenkin hieman turhan positiivisen kuvan, sillä keskeinen vertailukohta laaja osakeindeksi (esim. MSCI Europe TR ~7-9 %/v., S&P 500 EUR yli 13 %/v. samalla ajanjaksolla), on tuottanut vähintään yhtä hyvin ilman strukturoidun tuotteen kompleksisuutta, likviditeettiriskiä tai merkintäpalkkiota.

Strukturoitujen tuotteiden kehitys



Strukturoitujen tuotteiden kehitys



Liiketoimintamalli 4/11

Rahastot

Alexandrialla oli 6/2026 lopussa 13 sijoitusrahastoa ja niissä pääomia yhteensä 1163 MEUR. Rahastoista saatavat palkkiot olivat 2025 17,0 MEUR ja näistä palkkioista valtaosa on luonteeltaan jatkuvia hallinnointipalkkioita. Rahastojen palkkiovirta onkin laadultaan korkea ja hyvin ennustettava. Tuottosidonnaiset palkkioiden merkitys yhtiölle on käytännössä olematon.

Koko konsernin palkkioista rahastojen osuus on noin kolmannes. Rahastojen hallinnoitavasta varallisuudesta yli 800 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. Lisäämällä tuottosidonnaiset komponentit rahastoihinsa olisi yhtiöllä mahdollisuus kasvattaa palkkiovirtaansa selvästi.

Rahastojen kokonaispalkkiot, eli TER (sisältää myös alla olevien rahastojen palkkiot) ovat systemaattisesti laskeneet viime vuosina. Taustalla on toimialan jatkuva hintapaine sekä vuoden 2025 alussa voimaan tullut varainhoitorahastojen kulurakenteen uudistus. Taustalla on muutokset yhteistyössä SEB Asset Managementin kanssa, jolle yhtiön UCITS-rahastojen salkunhoito on ulkoistettu: uudistettu kulurakenne pienensi SEB:lle maksettavia palkkioita, mikä mahdollisti alemmat asiakashinnat ilman vastaavaa laskua Alexandrian omassa palkkiovirrassa.

Rahastojen painotettu kokonaispalkkio oli laskelmiemme mukaan noin 2 %. Taso on edelleen absoluuttisesti ja suhteellisesti korkea, sillä myös keskeisten kilpailijoiden (etenkin pankit) palkkiot ovat jatkaneet laskuaan. Taso on

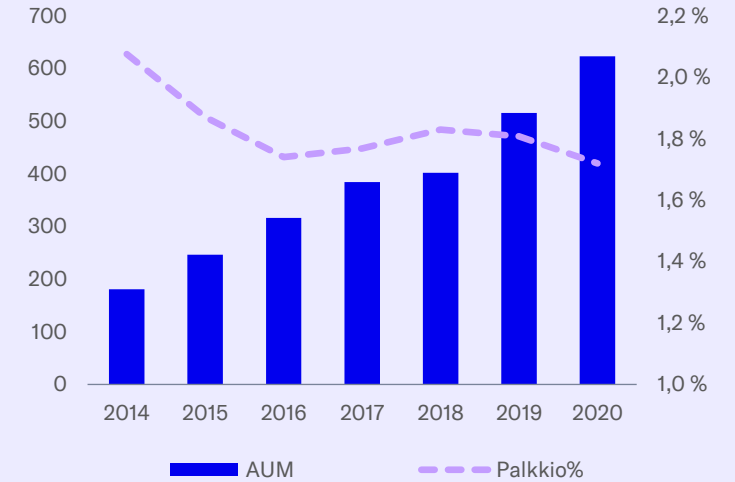
kuitenkin aiempaa kilpailukykyisempi, mutta on selvää, että yhtiö tulee muun toimialan tavoin kohtaamaan jatkuvaa hintaeroosiota pidemmällä aikavälillä.

Alexandrian itse ansaitsema rahastojen keskimääräinen painotettu palkkiotaso on noin 1,6 %, ja myös tämä luku on laskenut systemaattisesti hintapaineen sekä mixin muutosten seurauksena. Tämän lisäksi yhtiö perii rahastoista merkintä- ja lunastuspalkkioita, jotka vaihtelevat 0–3 %:n välillä.

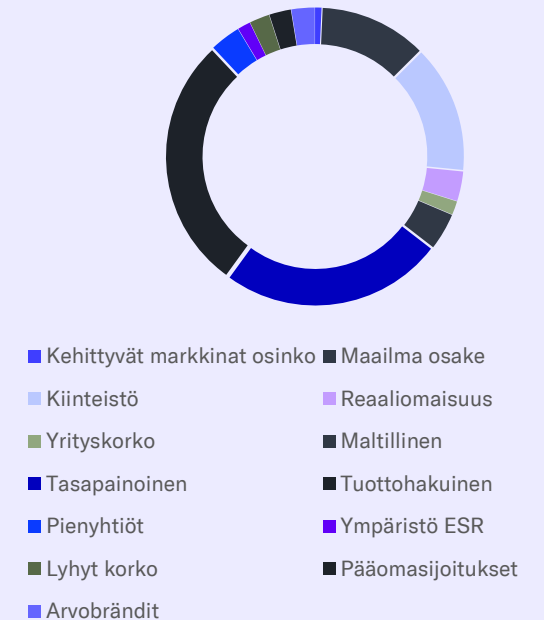
Rahastot ovat yhtiön strategian keskiössä ja merkittävän kasvuajuri tuleville vuosille. Onnistuakseen rahastoliiketoimintansa kasvattamisessa on yhtiön kyettävä ylläpitämään rahastojensa hyviä tuottotasoja, sillä se on keinona tehokkain hillitsemään väistämättömän hintaeroosion negatiivisia vaikutuksia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

Viime vuosina yhtiön on tuonut markkinoille keskimäärin yhden uuden tuotteen vuodessa. Vaikka tuotteet ovat olleet mielestämme toimialan trendeihin sopivia, ovat niiden kokoluokat jääneet jopa yllättävän pieniksi. Esimerkiksi 2024 lanseerattu Pääomasijoitukset-rahasto on kasvanut odotettua hitaammin 27 MEUR:oon. Vertailun vuoksi Titanium onnistui kasvattamaan oman vastaavan rahastonsa yli 30 MEUR:oon ensimmäisen 6kk aikana.

Rahastojen kehitys



Rahastojen AUM:n jakauma 5/26 (1124 MEUR)



Liiketoimintamalli 5/11

Kiinteistörahastoista haetaan uutta tukijalkaa

Yhtiö rekrytoi loppuvuodesta 2024 kiinteistövarainhoidon tiimin, jonka avainhenkilöt ovat aiemmin olleet tekemässä kiinteistörahastoja EAB:llä ja Evlillä. Ensimmäinen suljettu, KY-muotoinen kehityskiinteistörahasto oli tarkoitus saada markkinoille H2/2025, mutta haastava kiinteistömarkkina siirsi lanseerauksen eteenpäin. Olimme alun alkaen yllättyneitä siitä, että yhtiö valitsi ammattisijoittajat kiinteistörahastonsa kohderyhmäksi ja mielestämme yhtiön tulisi kriittisesti harkita, olisivatko yksityishenkilöt oikeampi kohderyhmä yhtiön myyntikone huomioiden.

Onnistuessaan suljetuilla kiinteistökehitysrahastoilla voisi olla merkittävä vaikutus yhtiön palkkiovirtoihin, sillä ne kasvattaisivat rahastojen nettomyyntiä ja pitkällä tähtäimellä niissä on myös merkittävä tuottopalkkiopotentiaali. Huomautamme kuitenkin, että kotimaisen kiinteistömarkkinan tilanne on erittäin heikko ja tällä hetkellä ani harva toimija kykenee keräämään pääomia kiinteistörahastoihinsa.

Vakuutukset

Vakuutustuotteiden (2025 osuus liikevaihdosta 16 %) liikevaihto oli vuosia laskutrendillä, mutta H2'23 aikana yhtiö sai suunnan käännettyä, kun se lanseerasi Henki-Fennian kanssa yhteistyössä tehdyt sijoitus- ja säästövakuutukset. Tämä kasvu jäi kuitenkin lyhytaikaiseksi ja patoutuneen kysynnän purkautumisen jälkeen (23-24) vakuutusten liikevaihto laski jälleen selvästi vuonna 2025. 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

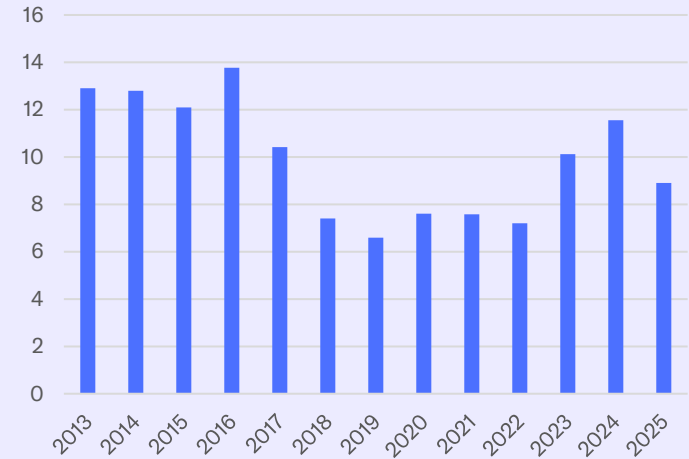
käsityksemme mukaan uusien vakuutuskuorien sisällä tarjotaan pääasiassa yhtiön omia rahastoja ja strukturoituja tuotteita.

Käsityksemme mukaan merkittävä osuus Alexandrian sijoitus- ja säästövakuutuskannasta on erilaisten kuukausisäästösopimusten alaista, minkä vuoksi nämä voidaan rinnastaa omaisuudenhoidosopimuksiin. 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.

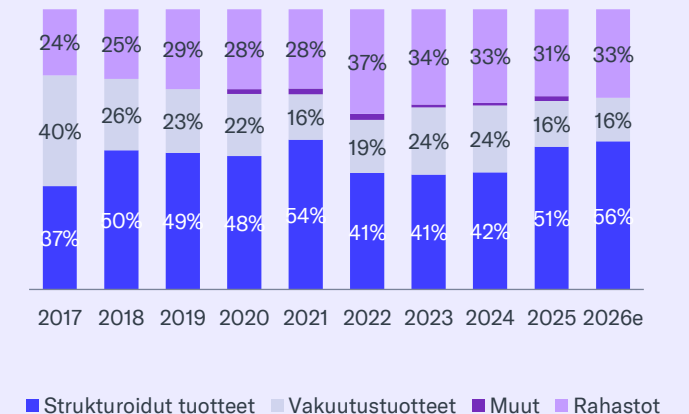
Vakuutustuotteiden palkkiorakenteet vaihtelevat tuotekohtaisesti, mutta tyypillisesti vakuutuksista saadaan vakuutusyhtiöltä etupainotteinen kertapalkkio (uusista vakuutuksista sekä lisäsijoituksista) ja tämän lisäksi vakuutuskuoresta saatetaan veloittaa asiakkaalta jatkuvaa palkkiota. Näkemyksemme mukaan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

Huomautamme, että vakuutustuotteissa yhtiö kirjaa liikevaihdon heti, mutta kassavirta tuloutuu kumppanilta (vakuutusyhtiöltä) 5 vuoden aikana.

Vakuutustuotteet kehitys (MEUR)



Palkkioiden mixin muutos



Liiketoimintamalli 6/11

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 ja korkean hinnoittelun johdosta. Yhtiö ei myöskään rakentanut konsernille riittäviä tukitoimintoja mallin jalkauttamisen onnistumiseksi ja kokonaisuutena Alvan myynti jäi hyvin vaatimattomaksi.

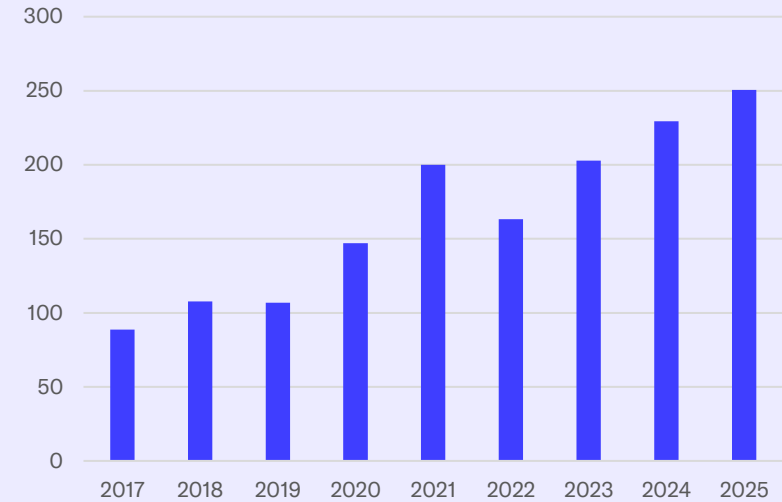
Toukokuussa 2024 Alexandria toi markkinalle uuden varainhoitopalvelun. Malli perustuu avoimeen arkkitehtuuriin ja on rakenteeltaan hyvin samankaltainen kuin keskimääräisillä kilpailijoilla. Tämä malli laajentaa merkittävästi tuoteuniversumia ja tekee hinnoittelusta selvästi kilpailukykyisemmän. Yhtiöllä on nyt käytössä standardisoidut varainhoitomallit, joita täydennetään tarvittaessa omilla tuotteilla. Luonnollisesti myös vakuutuskuoret näyttelevät tärkeää roolia varainhoidossa sekä Alexandrian omassa ansainnassa. Yhtiö on myös alkanut segmentoida asiakkaitaan, mikä mahdollistaa

resurssien paremman kohdistamisen. Lisäksi yhtiö on käsityksemme mukaan tehnyt muutoksia palkkiomalleihinsa tukemaan enemmän varainhoidon kasvua. Uusi varainhoitomalli on otettu yhtiön kommenttien perusteella selvästi aiempaa paremmin vastaan, mutta sen merkitys yhtiön omissa numeroissa on vielä pieni. Arviomme mukaan varainhoidon piirissä oli 2025 lopussa 50-100 MEUR varoja ja 2025 palkkiot tästä olivat noin 1 MEUR.

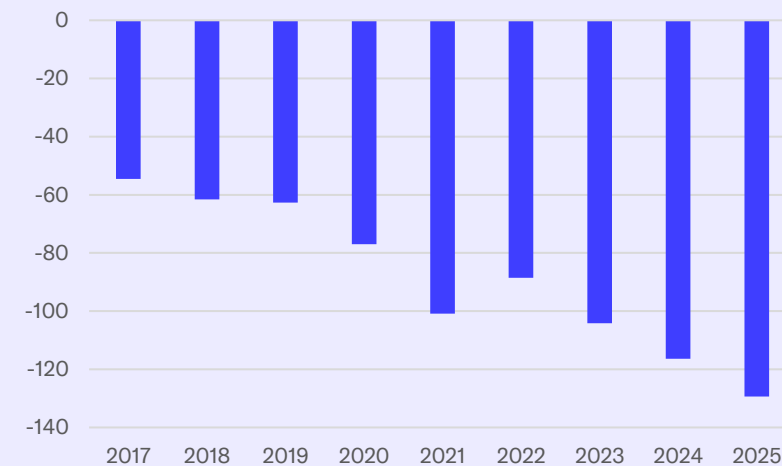
Kokonaisuutena pidämme yhtiön varainhoidon tuotetta aidosti kilpailukykyisenä ja mielestämme yhtiö tekee tällä hetkellä sisäisesti oikeita asioita varainhoidon kasvun tukemiseksi. Näin ollen edellytykset varainhoidon menestykselle ovat selvästi aiempia yrityksiä paremmat. Suurin huolestamme liittyy yhtiön organisaatioon ja sen tarvittavaan muutokseen. Yhtiön organisaation juuret ovat puhtaassa tuotemyynissä ja organisaation kääntäminen tuotemyynistä palvelumyyniin tulee olemaan pitkä ja iso prosessi. Yhtiön rakenteet on kuitenkin nyt suunniteltu selvästi paremmin tätä tukeviksi, ja yhtiö on tehnyt tärkeitä avainhenkilökrytoiteja. 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.

Suhtaudumme kuitenkin edelleen varauksella varainhoidon suuremman läpimurron onnistumiseen ja haluamme nähdä konkreettisia näyttöjä toiminnan ylösajon onnistumisesta. Onnistuessaan varainhoidon potentiaali on todella merkittävä ja se voisi kiihdyttää yhtiön kasvun kulmakerrointa hurjasti.

Myynti/työntekijä (tEUR)



Kulut/työntekijä sis. asiamiehet (tEUR)



Liiketoimintamalli 7/11

Myynti keskeinen ajuri osakekurssille

Alexandrian kannalta uusmyynti on yksittäinen tärkein mittari pitkän aikavälin menestyksen kannalta. Alexandria ei itse raportoi omaa konsernitason myyntiä, mutta strukturoitujen tuotteiden sekä rahastojen nettomerkitöjen osalta saamme hyvin tarkan kuvan niiden myynnistä yhtiön omien lukujen kautta. Varainhoidon myyntiin ei tällä hetkellä ole mitään näkyvyyttä ja myös vakuutusten myyntivolyyymiä on vaikea hahmottaa yhtiön nykyisellä raportoinnilla. Vakuutusten osalta on muutenkin syytä huomioida, että ne ovat lopulta vain keino toteuttaa alla oleva sijoitustuote/strategia ja näin ollen emme laske niitä mukaan konsernin nettomyyntiin.

Alexandrian myynti nojaa täysin kotimaisiin yksityisasiakkaisiin ja kansainvälistä pääomaa sillä ei hallinnassa ole. Lisäksi myös institutionaalisen pääoman osuus on marginaalinen. Yhtiöllä on koko Suomen kattava jakeluverkosto ja sen yli 100 asiamiehen myyntiverkosto on erittäin laaja.

Näemme Alexandriaalla merkittävää kasvupotentiaalia kotimaisessa varainhoitokentässä, ja sen kokoluokka ei rajoita sen kasvua pois lukien strukturoiduissa tuotteissa. Suurimman potentiaalinn tunnistamme yhtiön ydinkohderyhmässä, eli varakkaissa yksityishenkilöissä (sekä premium että private - segmentit) etenkin pk-seudun ulkopuolella. Instituutiopuolella näemme yhtiön position selvästi heikompana ja mielestämme sen kannattaa laittaa hyvin rajallisia panoksia instituutiokenttään. Ne rajalliset panostukset tulisi kohdistaa pienemmän kokoluokan instituutioihin, missä yhtiön pääkilpailijat ovat paikallispankit, eivät Suomen tunnetuimmat instituutiovarainhoitajat.

Uusmyynti kasvanut tasaisesti

Alexandrian myynti on noussut tasaisesti viimeisen 10v aikana.

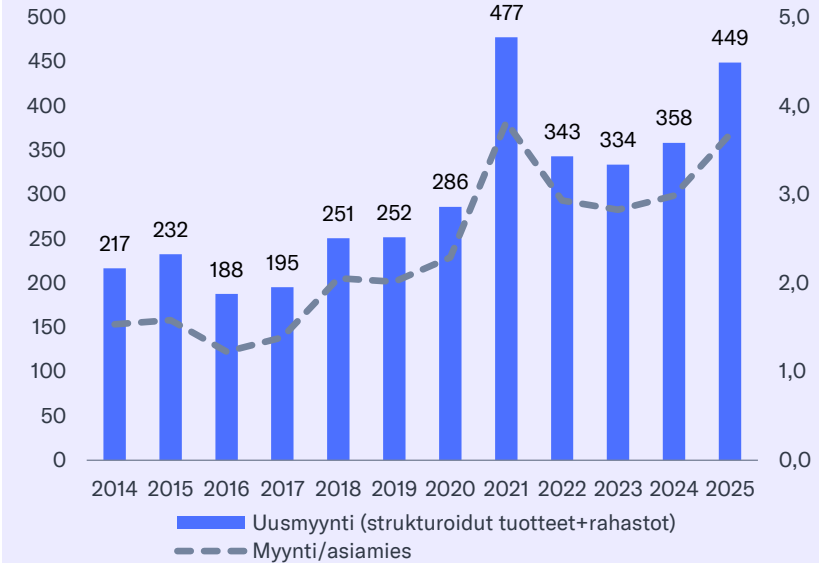
Kun uusmyynti oli 2015-2017 noin 200 MEUR:n tuntumassa, oli se 2025 lähes 500 MEUR. Viimeisen 12kk osalta (H2'25-H1'26) myynti on laskelmiemme mukaan reippaasti yli 500 MEUR. Vaikka Alexandria onkin jo vuosia pyrkinyt strategiassaan kasvattamaan jatkuvan kassavirran tuotteiden/palveluiden osuutta (rahastot ja varainhoito), on strukturoitujen tuotteiden osuus myynnistä pysynyt täysin hallitsevana ja 2025 se oli ennätyskorkea ~85 %. Myynnin mix poikkeaa merkittävästi yhtiön keskeisistä verrokeista, sillä valtaosalla listattuja verrokkeja jatkuvan kassavirran tuotteet edustavat valtaosaa uusmyynnistä.

Myynnin tehossa selvää potentiaalia

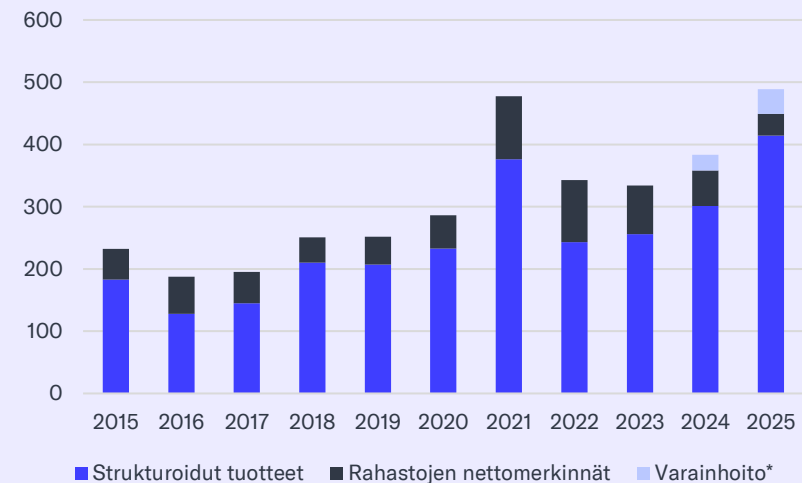
Alexandrian myynnin tehokkuus on parantunut selvästi viime vuosina ja liikevaihto per työntekijä (s. 20-21) sekä myynti per asiamies ovat kasvaneet tasaisesti. Laskelmiemme mukaan Alexandrian uusmyynti per asiamies (= myyjä) oli 2025 hieman alle 4 MEUR. Lähimmällä listatulla verrokillä UB:llä vastaava luku on laskelmiemme mukaan yli 10 MEUR. Erinomaisella myynnin teholla ja enemmän instituutioihin keskittyneellä Evlillä vastaava luku on yli 25 MEUR. Listatuista verrokeista ainoastaan Titanium on myynnin tehokkuudessa Alexandriaa perässä.

Vaikka Alexandrian strukturoitujen tuotteiden myynti vaatii jatkuvaa myyntityötä, korreloi näiden myynti huomattavasti sen kanssa, miten aiemmat tuotteet eräänntyvät. Näin ollen isohko osa uusmyynnistä ei itse asiassa kerrytä uutta hallinnoitavaa varallisuutta, vaan se on eräänntyvän pääoman uudelleensijoittamista. Palkkioiden osalta tämän merkitys on rajatumpi, sillä palkkioita kertyy jokaisesta rullauksesta, mutta AUM:n kasvun kannalta tilanne on hankalampi. Tämä alleviivaakin nykyisen myynnin rakenteen haasteita yhtiön arvonluonnin kannalta.

Uusmyynnin kehitys



Alexandrian uusmyynnin jakautuminen (MEUR)



Liiketoimintamalli 8/11

Alexandria on myynyt parhaina vuosina rahastoja yli 100 MEUR, mutta viimeiset kolme vuotta on menty selvällä laskutrendillä useista tuotelanseerauksista huolimatta. Vaikka kiinteistörahaston lunastukset ovatkin painaneet myyntiä, on suoritus tästäkin oikaistuna heikko. Yhtiö on itse selittänyt laskua fokuksen siirrolla varainhoitoon, mutta tämä selitys ontuu sillä strukturoitujen tuotteiden myynti porskuttaa ennätystasolla, vaikka organisaation fokuksen siirtymän olisi pitänyt näkyä myös täällä.

Mielestämme onkin päivän selvää, että yhtiön myynnin tehokkuudessa (myynti/työntekijä ja myynti/asiamies) sekä jakaumassa on merkittävää parantamisen varaa. Onnistuminen varainhoidossa on avainasemassa myynnin tehokkuuden ja laadun parannuksen kannalta. Näkemyksemme mukaan tämä on yksittäinen tärkein tunnusluku Alexandrian lähivuosien kehitystä sekä arvonluontia ajatellen.

Uusmyynnin potentiaali

Alexandrian uusmyyntipotentiaalia arvioitaessa on myyntimix vähintään yhtä tärkeää kuin absoluuttinen euromäärä. Jatkuvaa kassavirtaa tuottava täyden valtakirjan varainhoidon tai rahastojen myynti on näkemyksemme mukaan merkittävästi arvokkaampaa kuin kertapalkkiota tuottava strukturoitujen tuotteiden myynti. Karkeasti yhtiön myynti voidaan jakaa jatkuvaa kassavirtaa tuottaviin rahastoihin sekä varainhoitoon ja kertapalkkioihin nojaaviin strukturoituihin tuotteisiin. Vakuutukset eivät itsessään ole tuote, vaan tapa toteuttaa sijoitusratkaisuja.

Iso kysymys onkin, että miten hyvin yhtiö kykenee kasvamaan jatkuvia palkkioita lähivuosina, ja jos jatkuvien palkkioiden (ja etenkin varainhoidon) myynti lähtee reippaaseen kasvuun, niin heijastuuko se negatiivisesti strukturoitujen tuotteiden

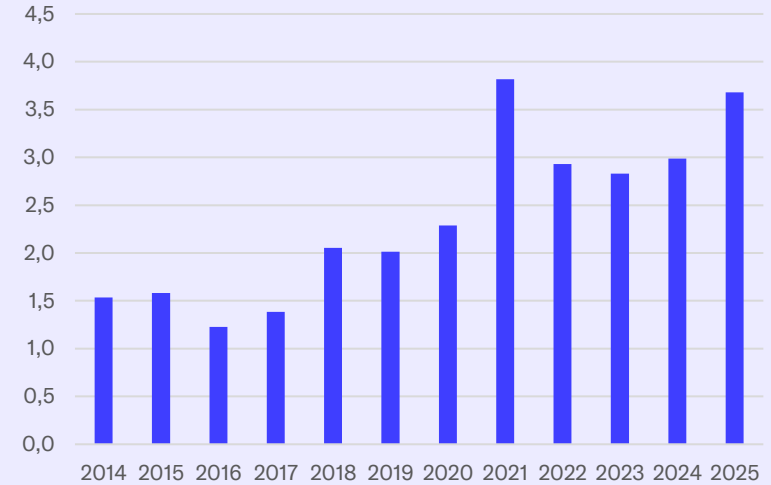
myyntiin?

Strukturoitujen tuotteiden myyntipotentiaalia arvioidessa on mielestämme helppo todeta, että nykyinen taso on varsin lähellä sen täyttä potentiaalia. Mikäli myynnin painopistettä siirretään yhä enemmän varainhoitoon, olisi jo nykyisen tason ylläpito erinomainen suoritus. Viimeisen 12kk aikana yhtiön on myynyt strukturoituja tuotteita arviomme mukaan yli 450 MEUR:lla, joka on absoluuttisesti ja suhteellisesti hurja taso.

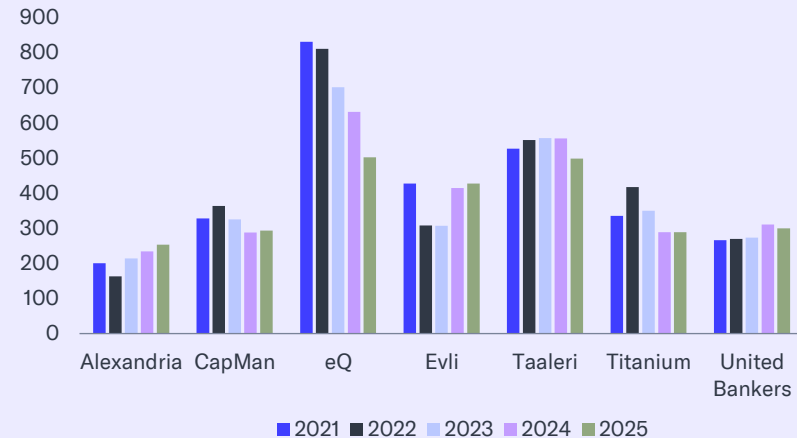
Rahastojen osalta uusmyynti linkittyy osin varainhoitoon, sillä yhtiön tavoitteena on toteuttaa varainhoidon ydin pääosin kustannustehokkailla tuotteilla ja täydentää asiakkaan salkkua omilla tuotteilla. Alexandria on myynyt parhaina vuosina rahastoja yli 100 MEUR, mikä ei ole absoluuttisesti tai suhteellisesti erityisen vaativa taso. Mikäli varainhoidon myynti ei lähde todella rajuun lentoon (vie koko organisaation fokuksen), emme näe mitään syitä miksei yhtiö kykenisi myymään rahastoja vähintään 100 MEUR:lla lähivuosina. Tähän tasoon yltäminen vaatii kuitenkin väistämättä muutoksia yhtiön myynnin nykyisissä toimintatavoissa.

Varainhoidon osalta uusmyyntipotentiaalia on paras hahmotella yhtiön verrokkien kautta. Listatuista verrokeista relevantein United Bankers kykenee tällä hetkellä myymään täyden valtakirjan varainhoitoa yli 200 MEUR:lla vuodessa, merkittävästä tuotemyynnistä huolimatta. UB:n asiakasfokuksessa on paljon päällekkäisyyttä Alexandrian kanssa, mutta keskimäärin UB:n asiakasfokus on Alexandriaa varakkaammassa päässä. UB:llä on selvästi Alexandriaa vähemmän myyjiä, mutta samalla UB on merkittävästi pidemmällä varainhoitomallinsa konseptoinnissa. UB on myös onnistuneesti siirtänyt täyden valtakirjan myynnin konsernin strategian ytimeen, kun Alexandrialla tämä muutos on tapahtunut toistaiseksi lähinnä strategiakalvoilla.

Uusmyynti per asiamies (MEUR)



Liikevaihto per työntekijä (TEUR)



Liiketoimintamalli 9/11

Kokonaisuutena arviomme mukaan Alexandrialle hyvä uusmyyntivolyyymi varainhoidossa olisi lähivuosina yli 100 MEUR ja pitkällä aikavälillä potentiaalin pitäisi olla yli 200 MEUR. Tähän tasoon yltäminen vaatii kuitenkin merkittäviä edistysaskelia varainhoidon konseptin jatkuvassa kehittämisessä ja sen jalkauttamisessa organisaatioon sekä onnistumista rekrytoinneissa. Lisäksi toteamme samalla, että mikäli varainhoidon uusmyynti lähtisi vetämään hyvin, kärsisi rahastojen myynti väistämättä lyhyellä aikavälillä. Näin ollen emme pidä realistisena, että sekä varainhoito- että rahastomyynti kasvaisivat merkittävästi samanaikaisesti. Pitkällä aikavälillä rahastot saisivat kuitenkin selkeää tukea varainhoidosta, kun varainhoitosalkkuja täydennetään tuoteratkaisuilla.

Huomautamme, että koska Alexandrian hallinnoimista varoista noin 70 % on vakuutuskuorien sisällä, tarkoittaa tämä käytännössä myös sitä, että valtaosa varainhoidon uusmyynnistä menee vakuutuskuoriin. Vaikka vakuutuskuoret eivät olekaan suoraa uusmyyntiä (kyse toteutustapa eikä tuote), nostaa vakuutuskuoren myynti varainhoidon palkkiotasoa selvästi, mikä entisestään nostaa varainhoidossa onnistumisen arvoa.

Kokonaisuutena Alexandrian uusmyyntipotentiali nykyisellä myyntikoneella on arviomme mukaan 600-700 MEUR:n tasolla, mikä koostuisi 400-500 MEUR strukturoiduista tuotteista ja 150-200 MEUR rahastot/varainhoito. Absoluuttista tasoa tärkeämpää on kuitenkin myynnin jakauma.

Hahmottelemalla myynnin potentiaalilla yhtiön jatkuvat palkkiot kasvaisivat vuodessa 20-30 %:n vuosivauhtia. Konsernitasolla kasvu olisi vaatimattomampaa (~10 %), mutta kasvu olisi selvästi laadukkaampaa kuin tällä hetkellä.

Liiketoimintamalli 10/11

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 23,6 MEUR tai noin 40 % liikevaihdosta vuonna 2025. Palkkiokuluista 21 MEUR muodostui asiamiesten palkkioista ja 2,6 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 noin 40 %:ssa 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 2025 oli 8,9 MEUR tai 16 % liikevaihdosta. Mielestämme yhtiön henkilöstökulujen tarkasteluun tulee kuitenkin sisällyttää myös asiamieskulut yhtiön vahvasti myyntiin perustuvasta liiketoimintamallista johtuen. Näin laskettuna henkilöstökulut olivat noin 24,5 MEUR tai 51 % liikevaihdosta. Asiamiesten kulut huomioden keskimääräinen henkilöstökulu oli noin 129 TEUR, joka on matalimmasta päästä seuraamistamme varainhoitajista (vertailu sivulla 20-21). Taso on noussut selvästi viime vuosina johtuen hyvin kehittyneestä myynnistä,

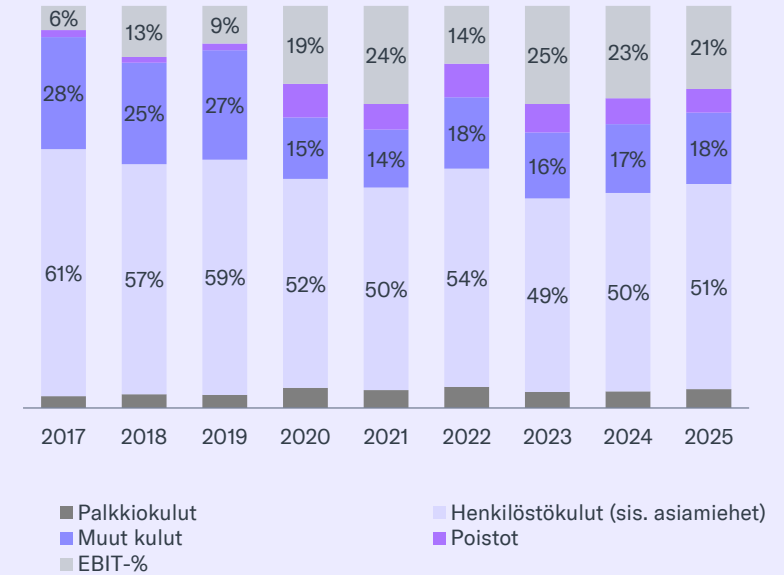
henkilöstömäärän laskusta matalapalkkaisemmissa töissä (mm. ajanvaraustoiminto) sekä panostuksista varain- ja salkunhoitoon. Huomioiden yhtiön rakenteelliset erot (iso osa henkilökunnasta pk-seudun ulkopuolella, salkunhoidon osuus pienempi kun useammilla verrokeilla), alkaa nykyinen palkkataso olla jo kohtuullisesti linjassa verrokkien kanssa. Vaikka näemmekin yhtiön palkkatasojen kasvavan edelleen tulevina vuosina, pitäisi kasvun olla selvästi aiempia vuosia hitaampaa (2020-2025 CAGR +11 %).

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 (2020-2025 CAGR +11 %), on tasossa mielestämme edelleen merkittävää parantamisen varaa. Mielestämme myynti per työntekijä on Alexandrian tulosparannusta ajatellen yksittäinen tärkein tunnusluku.

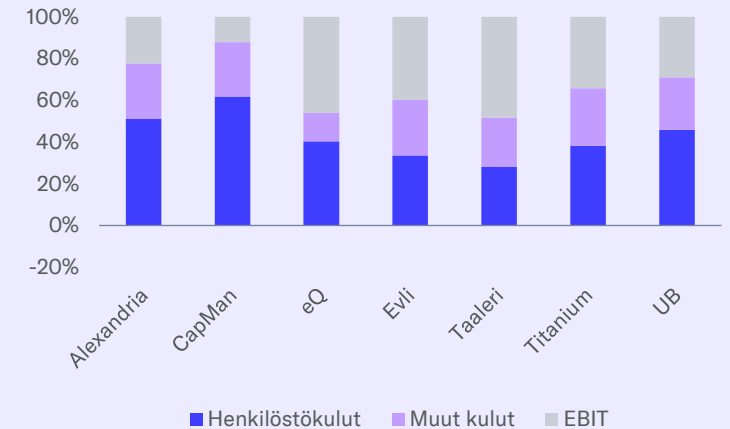
Kolmas merkittävin erä yhtiön kulurakenteessa ovat muut hallintokulut (mm. IT ja markkinointi), jotka olivat vuonna 2025 9,4 MEUR tai 17 % liikevaihdosta. 2025 lukuja rasittaa Finanssivalvonnan yhtiölle myöntämä 1 MEUR sakko. Taso on kohtuullisen hyvin linjassa keskeisten verrokkien kanssa, joskin näemme myös siinä skaalauspotentiaalia kasvun kautta.

Viimeinen merkittävä kuluerä yhtiölle on poistot. 2025 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 2025*



*Konsernitason numerot

Liiketoimintamalli 11/11

Kannattavuudessa selvää potentiaalia

Alexandrian kannattavuus on tehnyt merkittävän tasokorjauksen vuoden 2019 jälkeen. 2020–2025 keskimääräinen liikevoittomarginaali on ollut yli 20 %, eli kaksinkertainen vuosien 2013–2019 keskiarvoon.

Alexandrian nykyinen hieman yli 20 %:n oikaistu liikevoittomarginaali on toimialan mittakaavassa edelleen hyvin vaatimaton. Alexandrialla ei ole tuotteissaan käytännössä ollenkaan tuottopalkkiokomponenttia ja ilman tuottopalkkioita yhtiön kannattavuus onkin selvästi paremmin linjassa listattujen verrokkeiden kanssa. Kannattavuuden osalta vuodet 2023-2025 ovat olleet selkeitä pettymyksiä, sillä vaikka liikevaihto on kasvanut strukturoitujen tuotteiden vetämänä keskimäärin 13 %:lla, ei liikevoittomarginaali ole parantunut. Heikko skaalautuminen selittyy näkemyksemme mukaan osin yhtiön asiamiesten provisiovetoinen palkkiomalli sekä kasvupanostukset varain- sekä salkunhoitoon. Tästä huolimatta on kannattavuuden kehitys ollut heikkoa ja mielestämme yhtiön tulisivat kriittisesti tarkastella rakenteitaan, jotta toiminta skaalautuu jatkossa. Näemme edelleen yhtiön kulumakenteessa selkeää tehostamispotentiaalia ja lisäksi yhtiön pitäisi kriittisesti arvioida myynnin palkkiorakenteita, etenkin nyt kun keskimääräinen ansainta on noussut vertailukelpoisille tasoille.

Sijoittajan on myös syytä huomioida, että vaikka yhtiön operatiivinen kulumakenteen tarjoaakin tehostamispotentiaalia, on kuitenkin selvää, että kasvu on kannattavuuden parantamisessa huomattavasti säästöjä merkittävämmässä roolissa. Käytännössä tämä tarkoittaa liikevaihdon kasvua ennen kaikkea asiakkaiden

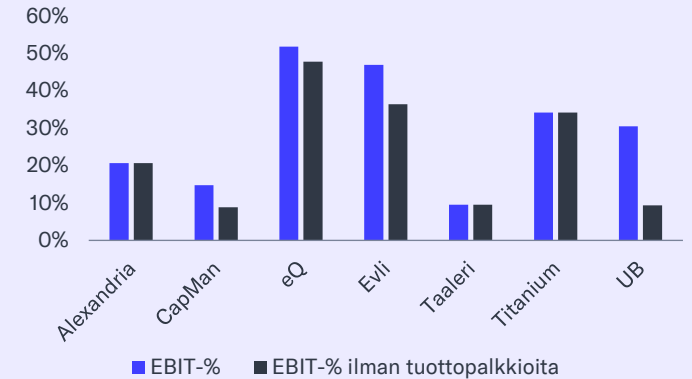
kokoluokkia nostamalla, mikä esimerkiksi tehostaisi yhtiön henkilöstöresurssien käyttöä, kun samalla henkilöstömäärällä pystytään ylläpitämään entistä suurempaa liikevaihtoa.

Tarkasteltaessa kuluja suhteessa verrokkeihin (tarkastelu sivulla 20-21) 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 hallinnoitavaa varallisuutta.

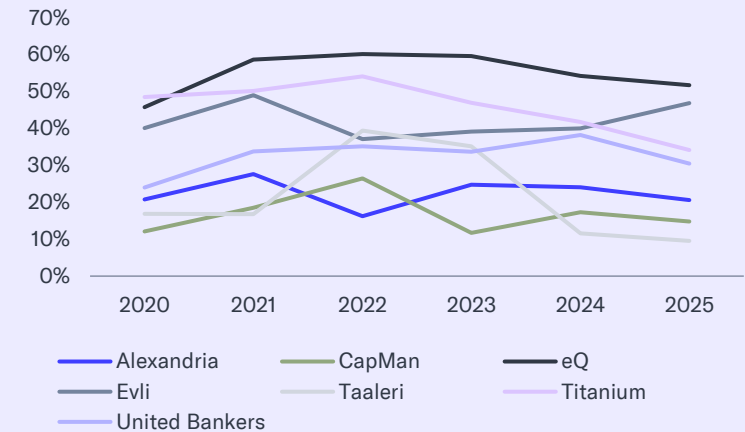
Näkemyksemme mukaan yhtiöllä pitäisi nykyisellä rakenteella olla kaikki edellytykset ylittää noin 30 %:n liikevoittomarginaaliin, mikäli liikevaihdon kasvun kulmakerrointa saadaan nykyistä paremmaksi. Kun huomioidaan, että tämä taso saavutettaisiin ilman tuottopalkkioita, kestäisi se jo hyvin vertailua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

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.

Varainhoitoliiketoimintojen kannattavuudet (2025e)*



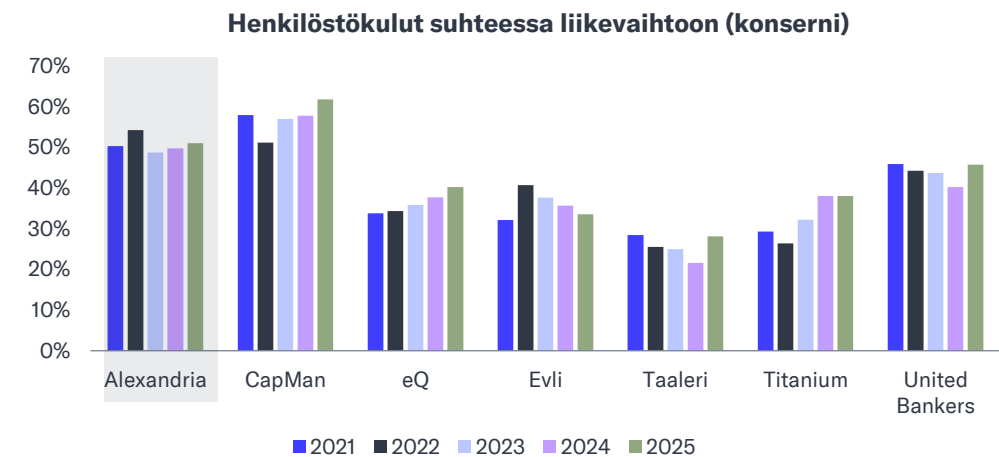
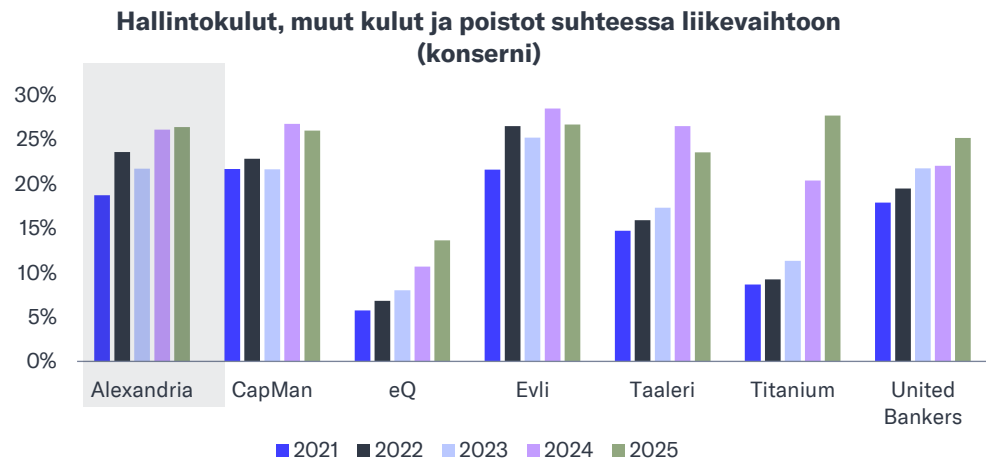
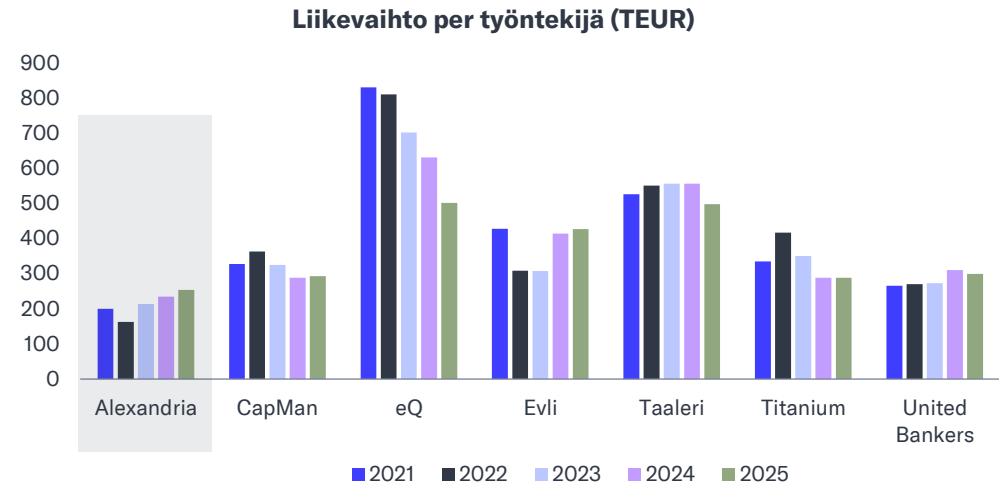
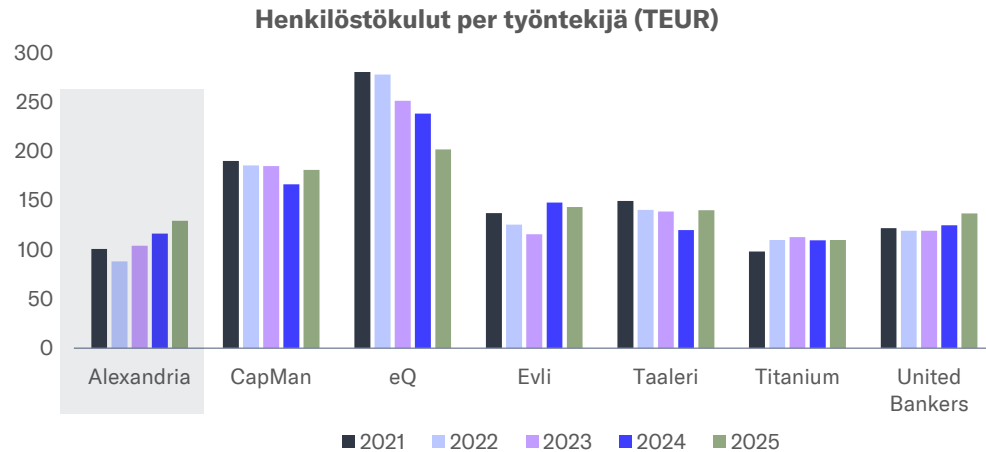
Varainhoitoliiketoimintojen EBIT-%



*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 allokaatiot
- Taalerin kannattavuus rasiitettu konsernin kuluilla. Taalerilla tuottopalkkioiksi laskettu myös Pääomarahastojen sijoitustuotot

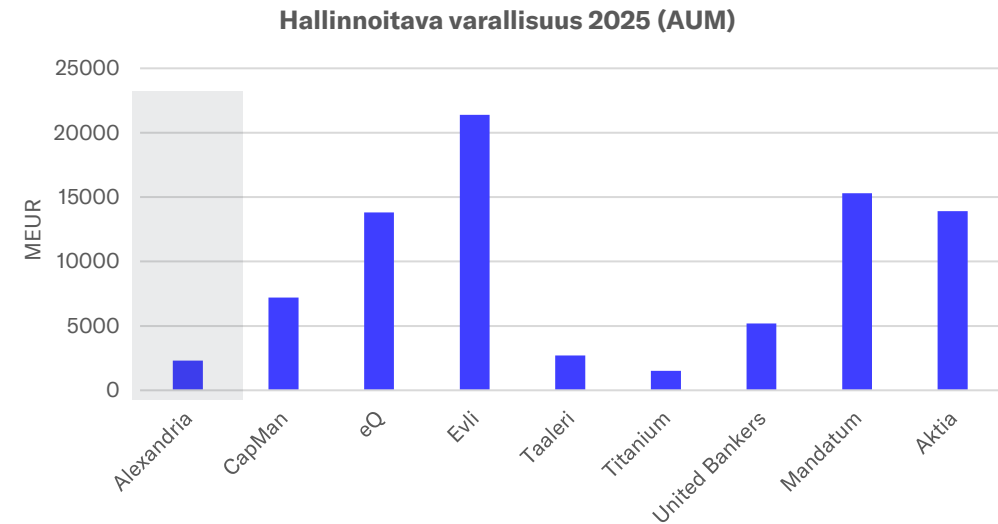
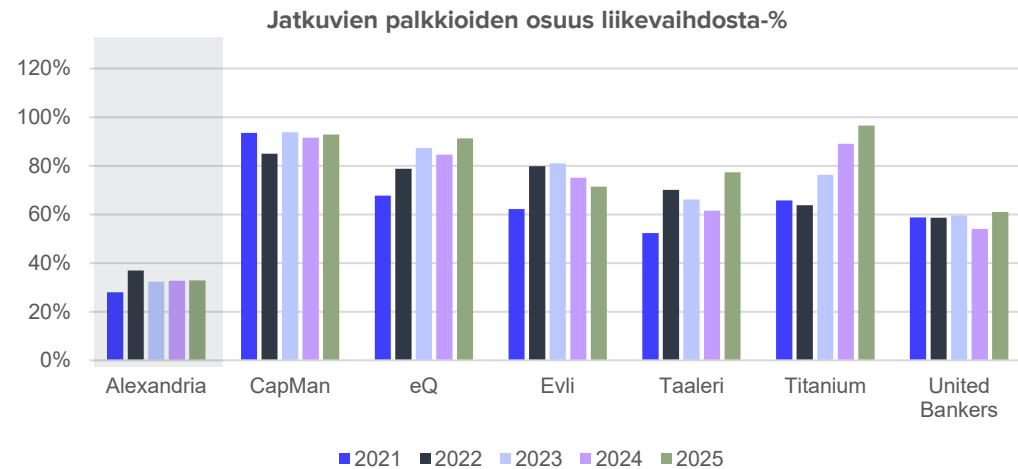
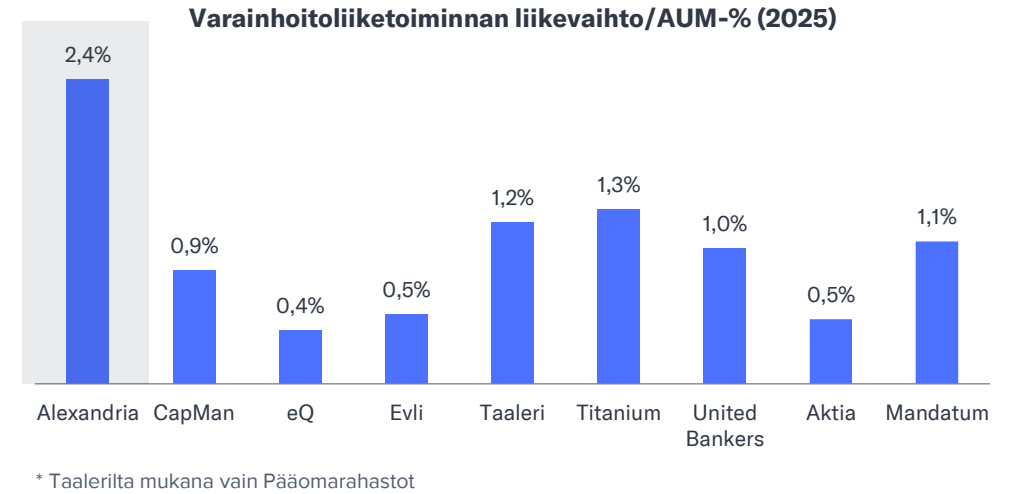
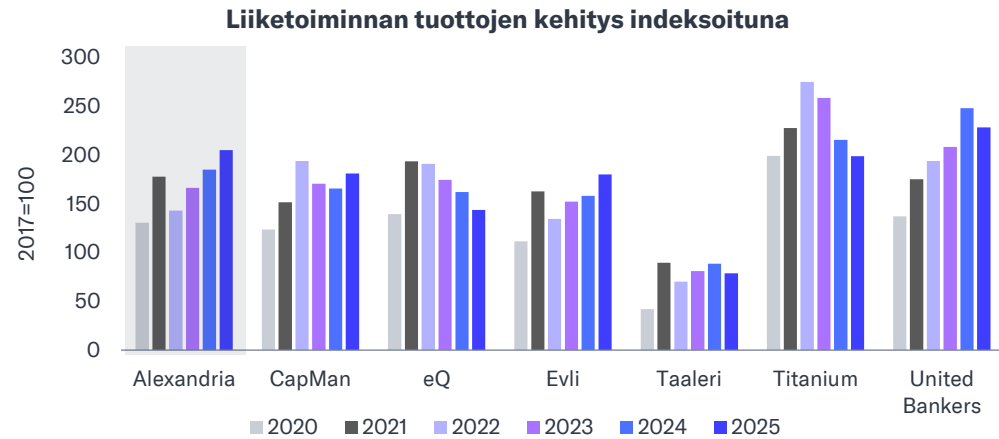
Alexandria suhteessa listattuihin varainhoitajiin 1/2



Inderesin huomiot:

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

Alexandria suhteessa listattuihin varainhoitajiin 2/2



Sijoitusprofiili

- 1 Laaja jakeluverkosto
- 2 Vahva hinnoitteluvoima valituissa segmenteissä
- 3 Liiketoiminta skaalautuu verrokkeja heikommin
- 4 Jatkuvien palkkioiden matala osuus heikentää ennustettavuutta
- 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

Strategia 1/3

Inderesin näkemys Alexandrian strategian keskeisistä kulmakivistä



Laajentuminen varainhoitoon

- Kasvu nykyisissä asiakkaissa
- Asiakaskokojen kasvattaminen



Tuotetarjonnan kehittäminen

- Varainhoitokonseptin kehitys
- Uudet rahastolanseeraukset



Tuotteiden ja palvelun laadun jatkuva parantaminen

- Tavoitteena jatkuvasti parantaa sijoitusneuvontaprosessia
- Palvelumallien kehitys tukemaan varainhoitoa



Kulutehokkuuden parantaminen

- Asiakaskohtaisen kannattavuuden parantaminen asiakaskohtaisen varallisuuden kasvun myötä
- Jatkuva prosessikehitys

Tarkemmat kommentit

- Varainhoidossa merkittävää potentiaalia, yhtiön osuus asiakkaiden hallinnoitavista varoista on matala (arviolta 20 %)
- Varainhoitoon laajentuminen kasvattaa asiakaspitoa ja mahdollistaa "share of walletin" kasvun.
- Suurin kysymys on, miten yhtiö saa organisaation fokuksen siirrettyä varainhoitoon.
- Yhtiön tulee tehdä muutoksia toimintamalleihinsa, jotta varainhoidolla on aito mahdollisuus menestyä.

- Varainhoitokonseptin jatkuva kehittäminen avainasemassa tuotetarjonnan kehityksessä.
- Rahastoissa tarjontaa pyritään laajentamaan, mutta tuotekokojen kasvu on tärkeämpää kuin tuotetarjonnan leveys.
- Strukturoiduissa tuotteissa tulee jatkuvasti olla tarjolla kiinnostavia tuotteita, jotta nykyistä hurjaa volyyymiä voidaan ylläpitää.

- Kilpailu varainhoitomarkkinoilla kiristyy jatkuvasti, ja paras lääke tätä vastaan ovat laadukkaat tuotteet ja palvelut.
- Yhtiön hintapiste on korkea ja tätä puolustakseen sen pitää tarjota asiakkaille hyviä tuottoja. Tämä korostuu etenkin strukturoiduissa tuotteissa.
- Varainhoidossa yhtiön pitää aidosti löytää asiakkaalle paras ratkaisu, eikä rakentaa sitä vain omien tuotteiden päälle.

- Kulutehokkuus ei ole parantunut viime vuosina
- Kulutehokkuudessa merkittävää parannuspotentiaalia, etenkin asiakaskohtaisen kannattavuuden kautta.
- Kulutehokkuuden parantuminen on tuloskasvun kulmakertoimen kannalta täysin keskeistä.
- Oikein valikoitujen yrityskauppojen avulla mahdollista saada enemmän tehoa irti nykyisestä varsinkin raskaasta hallintorakenteesta.

Strategia 2/3

Uudet tavoitteet ovat kunnianhimoiset ja selkeyttävät suuntaa

Alexandria julkaisi kesäkuussa 2026 päivitetyn strategiansa ja uudet taloudelliset tavoitteet strategiakaudelle 2026–2030. Päivityksen keskiössä on odotetusti siirtymä kohti varainhoitoa ja jatkuvien palkkiotuottojen kasvattamista. Pidämme tavoitteita yhtiön tilanteessa erittäin tervetulleina, ja ne selkeyttävät oleellisesti yhtiön lähivuosien suuntaviivoja.

Yhtiö tavoittelee hallinnoitavan varallisuutensa (AUM) kaksinkertaistamista vuoteen 2030 mennessä, mikä vastaa noin 15 %:n vuotuista kasvua. Pidämme AUM-pohjaisen tavoitteen valintaa liikevaihtotavoitteen sijaan hyvänä, sillä se ohjaa fokuksen varainhoitoon. Viime vuosina kasvua ovat vetäneet strukturoidut tuotteet, jotka tuovat hyviä kertapalkkioita mutta eivät kasvata hallinnoitavaa varallisuutta. Huomautamme, että AUM kasvun tullessa varainhoidosta, tulee yhtiön palkkioiden kasvu olemaan tätä hitaampaa ja karkeasti yhtiön tavoite vastaa noin 10 %:n vuotuista kasvua.

AUM-tavoite on todella haastava. AUM:n kaksinkertaistaminen edellyttää arviomme mukaan rahastojen ja varainhoidon noin 250–300 MEUR:n vuotuista nettomyyntiä, kun yhtiö on parhaimmillaankin myynyt rahastoja noin 100 MEUR:lla. Yhtiön omat kasvutavoitteet ovat selvästi ennusteidemme yläpuolella ja vaativat merkittävää läpimurtoa varainhoidossa. Yhtiön myyntikoneella 250-300 MEUR:n nettomyynti on mielestämme realistinen, sillä useampi yhtiön verrokki myy kapeammalla pankkiiriverkostolla vastaavaa volyyymiä samaan segmenttiin. Tähän tasoon yltäminen vaatii

kuitenkin organisaatiolta selkeitä muutoksia sen toimintatapoihin sekä fokusalueisiin.

Kannattavuustavoitteena on yli 25 %:n liikevoittomarginaali, jonka tulkitsemme kuvaavan oikaistun liikevoiton alalaitaa läpi strategiakauden. Tavoite on linjassa ennusteidemme kanssa, sillä odotamme marginaalin asettuvan 26–28 %:n tasolle. Olisimme toivoneet ohjeistusta nimenomaan kauden lopulle, sillä alalaidan ilmoittaminen jättää skaalautumispotentiaalin epäselväksi. Näemme yhtiöllä potentiaalia yli 30 %:n marginaaliin, mikäli varainhoito saadaan vetämään.

Osinkopolitiikka säilyi ennallaan ja vähintään 80 % tuloksesta jaetaan osinkoina. Ottaen huomioon, että yhtiön tase on jo valmiiksi erittäin vahva, eikä taseen vahvistaminen ole enää nykytasolta järkevää, tulee voitonjakosuhte olemaan lähivuodet lähellä 100 %.



Taloudelliset tavoitteet

Alexandria julkaisi uudet taloudelliset tavoitteet strategiakaudelle 2026–2030 (11.6.2026):

- Hallinnoitavan varallisuuden (AUM) **kaksinkertaistaminen** vuoteen 2030 mennessä
- Liikevoittoprosentti **yli 25 %**
- Osinkona **vähintään 80 % tuloksesta** vuosittain

Strategia 3/3

Yrityskaupoissa tutka päällä

Strategiapäivityksessään Alexandria ei maininnut yrityskauppoja osana kasvustrategiaa. Käsityksemme mukaan yrityskaupat ovat kuitenkin edelleen vahvasti yhtiön agendalla ja yhtiö etsii aktiivisesti sopivia kohteita.

Mielestämme yrityskaupat tarjoavat Alexandrialle hyvät lähtökohdat omistaja-arvon luomiseksi. Sen lisäksi, että yritysjärjestelyiden logiikka on finanssisektorilla varsin suoraviivainen (käsitelty sivulla 30), 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. Loogisin ostokohde olisi varainhoitoon erikoistuneen toimijan ostaminen, mikä voisi olla strategisesti hyvinkin perusteltua, sillä se nopeuttaisi merkittävästi varainhoidon ylösajoa. Ostamalla varainhoitajan, Alexandria saisi valmiit varainhoitomallit sekä osaamista tästä liiketoiminnasta. Finlandia Group olisi mielestämme ainakin paperilla erinomainen ostokohde Alexandrialle. Pienemmistä toimijoista esimerkiksi IndexHelsinki tai B10 voisivat ainakin paperilla olla kiinnostavia varainhoitoa tukevia ostokohteita.

Myös tuotetalot olisivat loogisia ostokohteita, sillä näiden

avulla yhtiö voisi laajentaa nykyistä tuotetarjontaansa. Hiljattain myydyt Fourton ja Fondita olivat varmuudella myös Alexandrian tutkalla ja pidämme käytännössä varmana, että Alexandria osallistui neuvotteluihin. Vastaavat laadukkaat rahastotalot olisivat luonnollisesti hyvin kiinnostavia yhtiölle.

Suurempien fuusioiden osalta meidän on vaikea keksiä Suomen markkinasta yhtiölle sopivaa ja tasavertaista kumppania. Näin ollen pidämme isompaa järjestelyä Alexandrian kohdalla epätodennäköisenä. Ostokohteena emme Alexandriaa näe.

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 orgaanisilla liikkeillä paikkaamaan tarjontansa puutteita ja näin ollen yrityskaupat eivät missään nimessä ole sille pakollisia, vaikka näemmekin niissä selkeää arvonluontipotentiaalia.

Yhtiön uusi toimitusjohtaja kommentoi uutta strategiaa kesäkuussa



Toimiala – Varainhoitomarkkina 1/4

Varainhoitomarkkina kasvaa

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 käyttötilillä.

Suomen omaisuudenhoitomarkkinan koko oli arviomme mukaan hallinnoitavilla varoilla mitattuna vuoden 2024 lopussa noin 250 miljardia euroa. Tästä 250 miljardista noin puolet on sijoitettu kotimaisiin sijoitusrahastoihin ja loput on konsultatiivisen tai täyden valtakirjan omaisuudenhoidon piirissä. Lisäksi suomalaisissa vaihtoehtoisissa rahastoissa oli vuoden 2024 lopussa yhteensä noin 45 mrd. euroa pääomia. Kokonaisuudessaan arvioimme suomalaisen varainhoitomarkkinan liikevaihdoksi noin 2 mrd. euroa. Arviomme sisältää omaisuudenhoidon sekä rahastojen pääomien lisäksi oletuksia eri tuotteiden ja palveluiden keskimääräisistä palkkiotasosta.

Vuodesta 2005 alkaen markkina on kasvanut selvästi yleistä taloutta nopeammin, keskimäärin noin 5 % vuodessa. Viimeisen vuosikymmenen aikana kasvu on kiihtynyt, ja arviomme mukaan keskimääräinen vuosikasvu oli vuosina 2014–2024 noin 10 %. Kasvua on selittänyt osin varallisuusarvojen kasvu ja osin uuden pääoman virtaaminen omaisuudenhoidon piiriin. Omaisuusluokista vaihtoehtoiset tuotteet (alla vaihtoehtorahastot ja erikoissijoitusrahastot) ovat olleet selkeä voittaja ja niiden osuus on kasvanut selvästi. Korkeiden palkkiorakenteiden

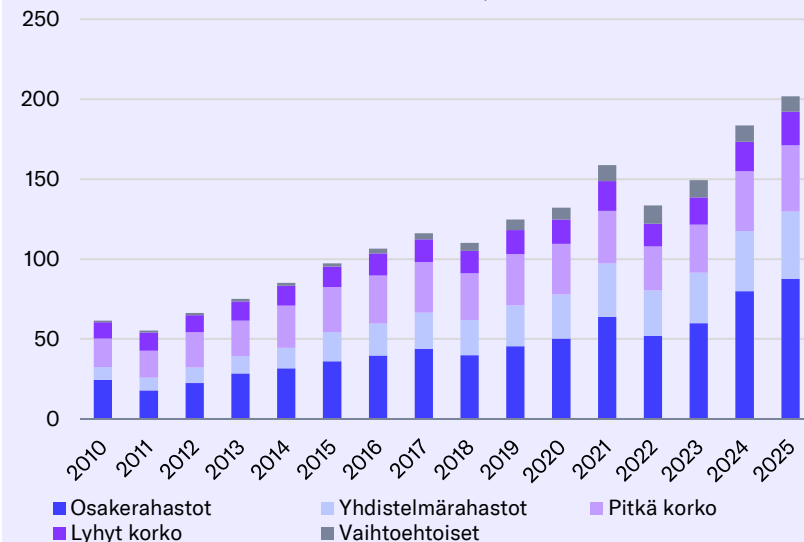
johdosta niiden vaikutus toimialan yhtiöille on kasvanut merkittäväksi ja tukenut viimeisen vuosikymmenen kasvua. Vaikka korkotason nousu yhdessä nopeasti kasvaneiden allokaatioiden kanssa on hillinnyt vaihtoehtoisten tuotteiden suosiota, on näistä tullut pysyvä osa sijoittajien allokaatioita. Myös yhä useammalla sijoittajalla on pääsy näiden asiakkaaksi, sillä aiemmin listaamattomiin kohteisiin sijoittaminen on ollut lähinnä suursijoittajien etuoikeus.

Pitkän aikavälin näkymä on hyvä

Pitkällä aikavälillä Suomen omaisuudenhoitomarkkina tulee arviomme mukaan saamaan merkittävää tukea rakenteellisesta muutoksesta, kun suurten ikäluokkien keräämä varallisuus alkaa siirtyä seuraavalle aiempaa pienemmille sukupolville 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 kestävyydestä tulevat luomaan rakenteellista kiinnostusta pitkän aikavälin sijoitustoiminnalle ja varallisuuden omatoimiselle kerryttämiseksi. Etenkin nuorten keskuudessa luottamus eläkejärjestelmään on heikentynyt (EVA), ja näkemyksemme mukaan tämä on yksi keskeisiä ajureita Suomessa viimeisen 15 vuoden aikana nähdyn sijoittamisen ja säästämisen suosion kasvun taustalla.

Huomautamme, että kyseessä on hyvin pitkistä trendeistä ja nämä vaikutukset tulevat näkyviin asteittain. Mielestämme tästä käynnissä olevasta rakenteellisesta muutoksesta on tarjolla paljon todistusaineistoa ja esimerkiksi rahasto-omistajien määrä, arvo-osuustilien lukumäärä tai rahastopääomat ovat jokainen kaikkien aikojen ennätystasolla. Myös yhä useampi varainhoitaja (mm. Aktia ja Alexandria) on alkanut panostaa tähän ”seuraavan sukupolven” kohderyhmään.

Suomalaisten sijoitusrahastojen pääomat (mrd. euroa)



Lähde: Inderesin arvio

Esimerkkejä suomalaisista varainhoitajista

Aktia ALEXANDRIA

MANDATUM CapMan

OP eQ Nordea

TITANIUM UB

EVLI TAALERI

Toimiala – Varainhoitomarkkina 2/4

Varainhoitomarkkinalla on vahvoja kasvuajureita

Pankkitoiminnasta poiketen varainhoidon voi mielestämme olettaa kasvavan yleistä bruttokansantuotetta nopeammin. Varainhoitomarkkinan kasvuyhtälössä on mielestämme neljä keskeistä vaikuttavaa voimaa:

- 1) Olemassa oleva varallisuus, joka kasvaa arviomme mukaan keskimäärin noin 3–5 % vuodessa.
- 2) Uudet säästöt, jotka ovat nykyisellä säästämisasteella 3 % BKT:sta. Oletamme, että kotitalouksien uusista säästöistä noin kolmannes päättyy varainhoidon piiriin (+1 % AUMista). Lisäksi yritysten ja muiden toimijoiden säästöjä päättyy varainhoidon piiriin. Kokonaisuudessaan uudet säästöt tukevat laskelmissamme hallinnoitavien varojen kasvua 1–2 % vuodessa.
- 3) Se osuus nykyisistä säästöistä, joka siirtyy muista omaisuusluokista (kuten asunnoista tai pankkitileiltä) varainhoidon piiriin, kun suuret ja varakkaammat ikäluokat siirtävät omaisuuttaan sijoitusalttiimmille perillisilleen. Kyseisen erän arviointi on erittäin vaikeaa, mutta uskomme tämänkin olevan varainhoitosektoria tukeva kehityskulku. Laskelmissamme olemme olettaneet tämän positiiviseksi vuosivaikutukseksi noin 1 % hallinnoitavista varoista.
- 4) Muutos hallinnoitavien varojen palkkiotasossa. Arviomme mukaan erityisesti perinteisten sijoitusrahastojen palkkiotasossa on yhä painetta alaspäin, sillä kansainvälisesti vertailluna nämä ovat Suomessa trendinomaisesta laskusta huolimatta yhä varsin korkeita. Lisäksi passiivisten tuotteiden suosion kasvu on pääosin pois suomalaisten varainhoitajien pussista, sillä näitä tarjoavat edullisesti lähinnä valtavat

kansainväliset rahastotalot. Huomattava osa uudesta passiivisiin tuotteisiin sijoitettavasta varallisuudesta tulee toki varainhoitajien kautta (omaisuudenhoitosopimukset), mutta palkkiotaso näissä on hyvin vaatimaton. Vaihtoehtoisten tuotteiden näkyminen taas on selvästi parempi, sillä nämä vaativat aina rahastoyhtiön neuvottelemaan sijoituksista ja hallinnoimaan omistuksia. Arviomme mukaan palkkiotason laskun negatiivinen vaikutus AUMin on noin 1 % per vuosi.

Näihin oletuksiin perustuen arvioimme varainhoitomarkkinan hallinnoitavien asiakasvarojen kasvavan 5–8 % vuodessa ja palkkiotuottojen kasvavan noin 4–7 % vuodessa. Lisäksi kansainvälinen myynti tarjoaa kilpailukykyisille tuotetaloille (mm. Mandatum, Evli, Aktia, eQ, CapMan, Taaleri) potentiaalia kasvaa kotimaan markkinaa nopeammin. Pitkällä aikavälillä siis uskomme, että varainhoitomarkkinalla on Suomessa hyvät edellytykset jatkaa noin 5 %:n vuosikasvuun, joten kyseessä on edelleen selkeää kasvua.

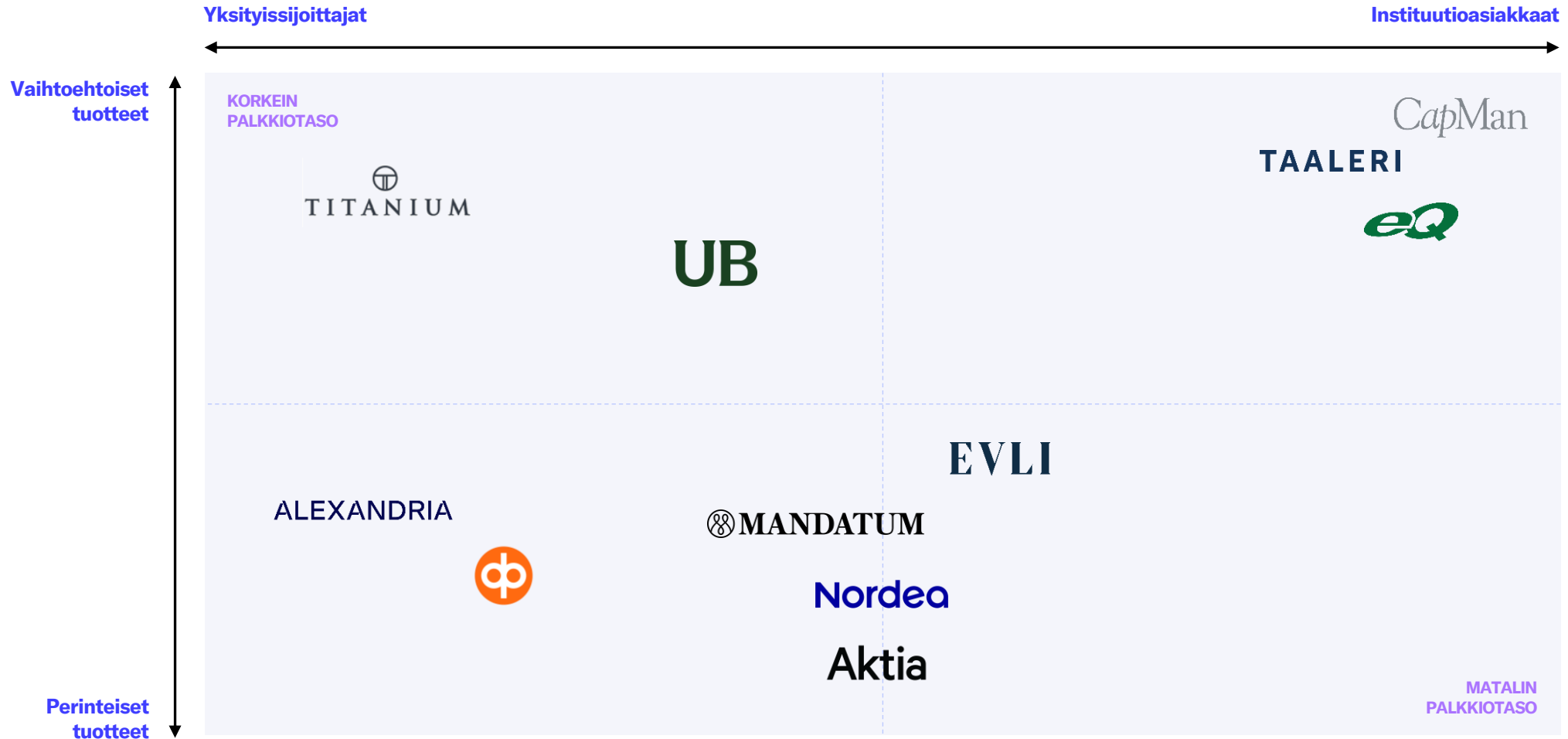
Kasvunopeuden hahmottelussa on syytä huomioida, että mikäli säästämisaste pysyy ennallaan, laskevat nettomerkinnot hiljalleen suhteessa olemassa olevaan varallisuuteen ilman selkeää talouskasvua. Varallisuusarvojen voi nimittäin olettaa kasvavan jatkuvasti kohtalaisen vakain kasvuprosenttein, kun taas euromääräiset uudet sijoitukset pysyvät ilman talouskasvua suunnilleen ennallaan. Toisin sanoen, talouskasvun pitäisi olla vähintään yhtä suurta kuin varallisuusarvojen kasvu, jotta nettomerkitöjen suhde pääomiin pysyisi ennallaan tai kasvaisi. Toki säästämisasteen kasvu voisi kumota tämän vaikutusta.

Varainhoitomarkkinan ajurit



Toimiala – Varainhoitomarkkina 3/4

Suomen varainhoitomarkkinan rakenne asiakaskoon ja tuotekohtaisen asemoitumisen perusteella



Toimiala – Varainhoitomarkkina 4/4

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

- eQ → ADVIUM, ICECAPITAL
- UB → SUOMEN PANKKIIRILIIKE, FOURTON
- CapMan → NORVESTIA, DC, DASOS CAPITAL
- TITANIUM → INVESTIUM
- TAALERI → GARANTIA
- Aktia → TAALERI VARAINHOITO
- EVLI → ELITE ALFRED BERG, KELONIA Ab Kelonia Oy

Taloudellinen tilanne

Tase on hyvin yksinkertainen

Alexandrian tase on sijoittajien näkökulmasta hyvin yksinkertainen. Taseen loppusumma oli 2025 lopussa noin 54 MEUR ja tästä omaa pääomaa oli 37 MEUR. Yhtiön omavaraisuusaste oli vuoden lopussa 68 % ja toimialalle tyypilliseen tapaan Alexandria on myös nettovelaton.

Pitkäaikaisten varojen osalta yhtiöllä on taseessaan noin 5,0 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 omaisuus on IFRS 16 -vuokravastuut (5,5 MEUR). Muilta osin taseessa ei ole merkittäviä pitkäaikaisia eriä. Alexandrian lyhytaikaiset varat koostuvat käteisestä (22 MEUR) sekä noin 21 MEUR:n saamisista. Saamisten määrä on kasvanut kahdessa vuodessa yli 10 MEUR:lla ja tässä on taustalla yhtiön vahvasti kehittynyt vakuutus tuotteiden myynti. Vakuutus tuotteissa yhtiö kirjaa liikevaihdon heti, mutta kassavirta tuloutuu kumppaniilta (vakuutusyhtiöltä) 5v aikana. Ainoa riski joka tähän saamiseen liittyy on käsityksemme mukaan vastapuoliriski, ja kun vastapuolet ovat isoja vakuutusyhtiötä (mm. Fennia), niin on riski hyvin pieni. 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 2025 lopussa oli noin 42 %.

Tase tarjoaa jonkin verran liikkumavaraa

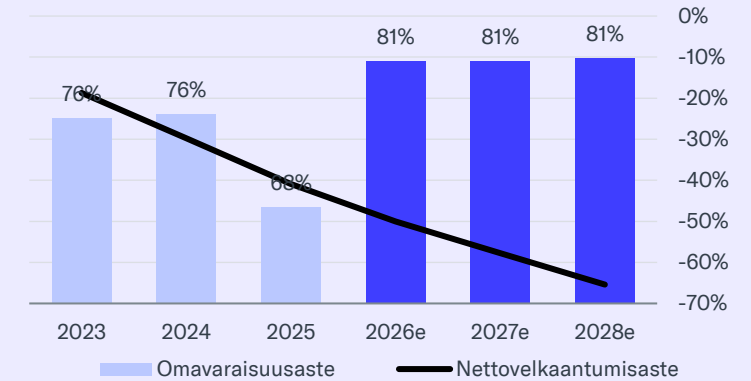
Alexandrian nykyinen tase on mielestämme selvästi ylikapitalisoitunut ja suhteessa vakavaraisuuden alarajaan ja 17 MEUR yli tavoitetason. Luonnollisesti sijoituspalveluyhtiön tulee säilyttää selkeä puskuri suhteessa vakavaraisuuden alarajaan ja näin ollen oikeaa ylimääräistä pääomaa on karkeasti arvioituna noin 10-15 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 neljä vuotta. Myös suurempi lisäosinko voisi tulla kysymykseen, mikäli yhtiö ei löydä ostettavaa.

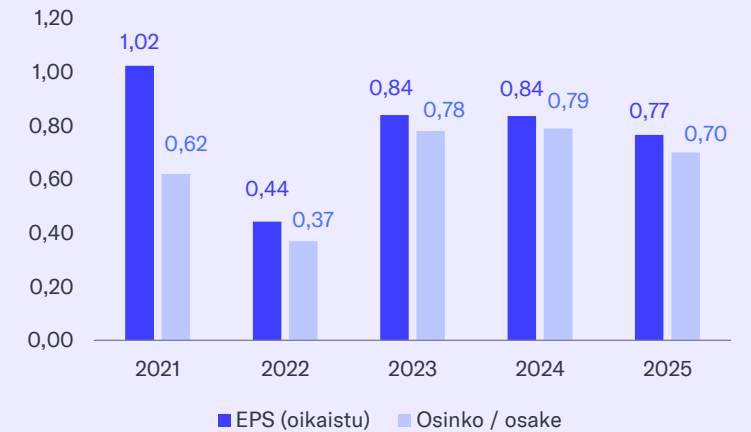
Vähemmistöt

Yhtiöllä on 10 %:n vähemmistö Alexandria Markets Oy:ssä. Markets on historiassa vastannut valtaosasta yhtiön tulosta (2025 Markets EBIT 8 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

Suomen pääomamarkkinat piristyivät merkittävästi vuonna 2025, ja Helsingin pörssi on seurannut maailmanlaajuista nousumarkkinaa. Myös kiinteistösektorilla alkaa pohja olla näkyvissä, mikä tukee sijoittajien sentimenttiä. Näemmekin selvät edellytykset varainhoitomarkkinan kasvun kiihtymiselle seuraavan 12 kk:n aikana. Pitkän aikavälin näkymät ovat hyvät vahvojen rakenteellisten kasvuajurien ansiosta.

Korkojen noustua jälleen relevantiksi omaisuusluokaksi markkina on normalisoitunut, mikä on hillinnyt vaihtoehtoisten sijoitusten aiempaa ylikuumenemista. Vaikka vaihtoehtoiset tuotteet ovat keskeinen osa sijoitussalkkua, korkojen nousu kiristää kilpailua ja korostaa tuotteiden laatua. Korkojen suora merkitys Alexandrialle on pieni, mutta korkojen nousu on itse asiassa tukenut sen myyntiä strukturoiduissa tuotteissa.

Ennustemuutokset ja yhteenveto

Emme ole tehneet muutoksia ennusteisiimme laajan raportin yhteydessä.

Keskeinen epävarmuus ennusteissa liittyy varainhoitoon, jonka ennustaminen on tällä hetkellä erittäin hankalaa. Yhtiön omat kommentit varainhoidon edistymisestä ovat jatkuvasti olleet positiivisia ja isossa kuvassa yhtiö tekee mielestämme oikeita asioita sen suhteen. Suhtaudumme toimitusjohtajan vaihtumiseen myös positiivisesti, sillä uuden toimitusjohtajan on todennäköisesti helpompi ajaa näin isoa muutosta organisaatiossa. Olemme kuitenkin varainhoidon ennusteissamme hyvin varovaisia, sillä näyttöjä on vielä hyvin rajallisesti ja yhtiöllä on vielä paljon töitä tehtävänä, että se saa koko organisaationsa käännettyä varainhoitoon.

Toinen epävarmuus liittyy yhtiön kannattavuuteen. Yhtiön kannattavuus ei ole viime vuosina skaalautunut terveestä kasvusta huolimatta, mutta H1'26 kannattavuus vaikuttaisi

vihdoin skaalautuvan selvemmin. Olemme kannattavuusennusteissamme varovaisia ja mielestämme yhtiöllä on potentiaalia selvästi parempaan. Tässäkin asiassa todistustaakka on kuitenkin yhtiöllä.

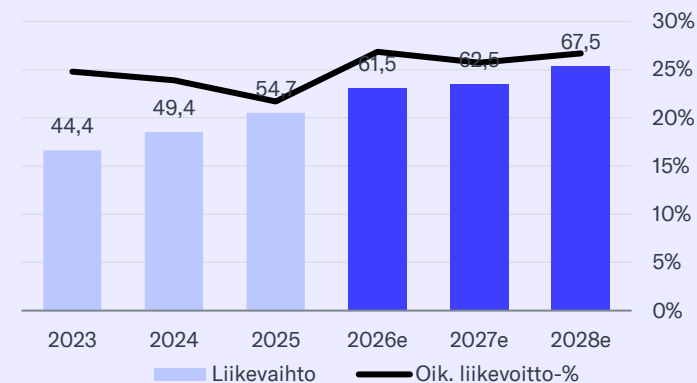
Kokonaisuutena odotamme yhtiöltä tervettä kasvua lähivuosilta. 2026 kasvu tulee pitkälti strukturoiduista tuotteista, mutta eteenpäin mentäessä painopiste siirtyy enemmän jatkuviin tuotteisiin. Kannattavuudessa pitäisi nähdä tasokorjaus 2026, vahvan liikevaihdon seurauksena. Kokonaisuutena ennustamme 2025–29 ~15 %:n EPS kasvua keskimäärin.

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 MEUR / EUR	2026e	2026e	Muutos %	2027e	2027e	Muutos %	2028e	2028e
	Vanha	Uusi		Vanha	Uusi		Vanha	Uusi
Liikevaihto	61,5	61,5	0 %	62,5	62,5	0 %	67,5	67,5
Liikevoitto ilman kertaeriä	16,5	16,5	0 %	16,1	16,1	0 %	18,3	18,3
Liikevoitto	15,8	15,8	0 %	15,4	15,4	0 %	17,6	17,6
Tulos ennen veroja	15,8	15,8	0 %	15,4	15,4	0 %	17,6	17,6
EPS (ilman kertaeriä)	1,09	1,09	0 %	1,06	1,06	0 %	1,21	1,21
Osakekohtainen osinko	1,03	1,03	0 %	1,00	1,00	0 %	1,15	1,15

Lähde: Inderes

Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys



Ennusteet 2/4

2026 tulos lähtee kasvuun

Alexandrian alkuvuosi on sujunut erittäin hyvin ja yhtiö antoi kesäkuun alussa positiivisen tulosvaroituksen. Strukturoitujen tuotteiden myynti on jatkunut ennätystasolla ja yhtiö on laskenut liikkeelle 78 tuotetta. Tuotteiden volyyymi nousee yli 250 MEUR:oon, mikä on yli H2'25 saavutetun 232 MEUR:n ennätystason. Erinomaista myyntiä tukee vahva pääomamarkkina, mikä on kasvattanut erääntymisten määrää. Myös yleinen markkinasentimentti on tukenut myyntiä.

Rahastojen myynti on ollut H1:llä vaisua ja nettomerkinnot ovat vain lievästi plussalla. Suoritus on hyvin heikko, vaikka rahastojen myynti kärsiikin arviomme mukaan siitä, että organisaation fokus on aiempaa enemmän varainhoidossa.

Varainhoidon osalta odotamme edistymistä, mutta vaikutus yhtiön numeroissa on vielä hyvin pieni. Varainhoidon palkkiot näkyvät ennusteissamme Muut-rivillä, joka sisältää myös Alexandrian rahoituksen alasajossa olevan kannan. Keskeinen kysymys H1 osalta on se, miten hyvin yhtiö on saanut varainhoitoa jalkautettua, vai onko strukturoitujen tuotteiden ennätysmyynti vienyt organisaation huomion?

Parhaassa tapauksessa varainhoidon ylösajo on sujunut taustalla hyvin ja siitä saadaan konkreettisia tuloksia, samalla kun strukturoitujen tuotteiden myynti on vetänyt ennätysyhtä. Huonossa skenaariossa varainhoidon myynti on jäänyt odotuksista, mikä tarkoittaisi sitä, että organisaation fokus on ollut strukturoitujen tuotteiden myynnissä. Vaikka varainhoidon myynti olisikin edennyt H1:llä hyvin, on sen vaikutus numeroissa vielä pieni, tässä vaiheessa tärkeintä olisi saada konkretiaa siitä, että yhtiö kykenee myymään varainhoitopalvelua järkevällä volyyymillä.

Liikevaihto tulee kasvamaan H1:llä reippaasti ja ennustamme lähes 20 %:n kasvua ja liikevaihdon tulisi ylittää ensi kertaa 30 MEUR:n taso. H2:lla kasvu rauhoittuu selvästi, sillä

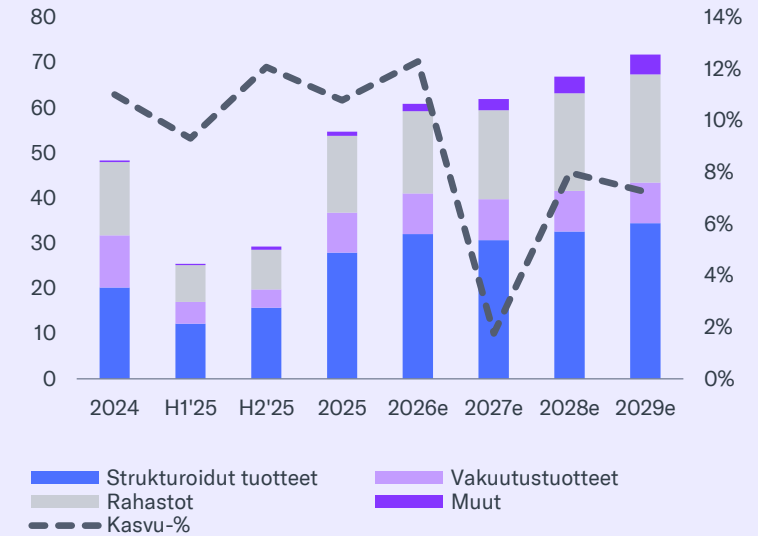
strukturoitujen tuotteiden vertailukausi on erittäin vahva. Rahastojen osalta odotamme koko vuodelta vakaata kasvua, mutta tämä painottuu H2:lle vaisun alkuvuoden myynnin johdosta. Vakuutusten osalta emme ennusta kasvua.

Koko vuoden osalta ennustamme liikevaihdon kasvavan 12 %:lla yli 60 MEUR:oon. Positiivisen tulosvaroituksen perusteella yhtiön kannattavuus on H1:llä skaalautunut vahvan liikevaihdon mukana. Tämä on erittäin tärkeää, sillä viime vuosina skaalautuminen on jäänyt piippuun. H2:lta emme odota kannattavuuden parantumista ja ennustamme liikearvopoistoista oikaistun liikevoiton nousevan koko vuoden osalta reippaasti yli 15 MEUR:oon. Liikevoittomarginaali on 27 %, joka on Alexandrialle hyvä, mutta ei edelleenkään kuvasta yhtiön potentiaalia. Tulos saa tukea vertailukaudelle osuneesta 1 MEUR:n Finanssivalvonnan määräämästä seuraamusmaksusta.

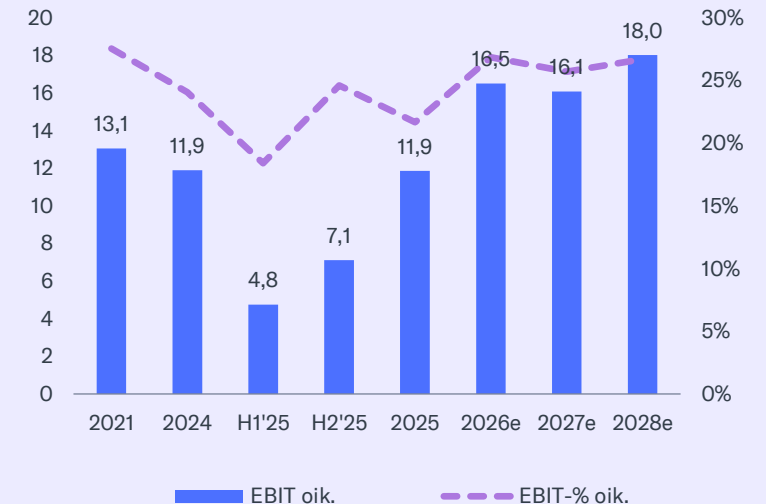
2027: varainhoidon näytön paikka

2027 on vuosi, jona yhtiön pitäisi pystyä näyttämään varainhoidossa selkeää edistymistä ja varainhoidon numeroiden pitäisi alkaa olla näkyviä myös konsernitasolla. Strukturoitujen tuotteiden osalta yhtiöllä on kova työ tehtävä ylläpitää 2026 ennätysvolyyymiä, etenkin jos markkinatilanne heikkenisi. Rahastojen osalta odotamme 2027 nettomerkitöjen parantuvan 2026 hyvin vaatimattomalta tasolta, mutta jäävän edelleen vaatimattomalle tasolle. Emme sisällytä ennusteisiimme kiinteistörahaston onnistunutta lanseerausta, johtuen vaikeasta markkinatilanteesta ja sektorin tuotteiden ylitarjonnasta. Onnistunut lanseeraus olisi erittäin positiivista, sillä vaikka tuote olisikin kokoluokaltaan pieni, tarjoaisi se yhtiölle uuden kasvualueen rahastopuolella. Odotamme 2027 liikevaihdon kasvun hidastuvan reippaasti (+2 %), kun strukturoitujen tuotteiden myynti ei kasva. Huomautamme, että strukturoitujen tuotteiden säilyminen 2026 ennätystasolla olisi jo itsessään erinomainen suoritus.

Palkkioiden kehitys (MEUR)



Liikevoitto (MEUR) ja kannattavuus-%



Ennusteet 3/4

Liikevoittomarginaali pysyy 2026 suunnilleen saavutetulla tasolla. Mielestämme yhtiön on erinomaisesti resursoitu ja yhtiön pitäisi kyetä taklaamaan iso osa kulujen kasvusta tehostamisella muualla. Liikearvopoistoista oikaistu liikevoitto pysyy ennusteissamme noin 16 MEUR:ssa.

2027 osalta ylivoimaisesti tärkeintä olisi se, että yhtiö onnistuu todistamaan uuden varainhoitomallinsa toimivuuden ja saada sillä konkreettista kasvua aikaan. Tämä tarjoaisi yhtiön kasvulle kauan kaivatun piristysruiskeen ja nostaisi yhtiön rakenteellista kasvupotentiaalia. Vaihtoehtoisesti mikäli varainhoito ei edelleenkään ota tuulta alleen, tulisi yhtiön saada rahastot takaisin reippaaseen kasvuun.

Pitkän aikavälin ennusteet

Pidemmällä aikavälillä yhtiön kasvu riippuu käytännössä täysin yhtiön kyvystä saada varainhoito ja rahastoliiketoiminta kasvuun. Meidän on vaikea nähdä, että yhtiö pystyisi pitkällä aikavälillä kasvamaan strukturoiduilla tuotteilla merkittävästi ja näin ollen kasvun painopiste pitää saada siirrettyä jatkuvaan liikevaihtoon. Ennustamme Alexandrian orgaanisen liikevaihdon kasvun olevan ~8 % 2028–2029 ja kasvu tulee 60 %:sesti jatkuvasta liikevaihdosta. Huomautamme, että myös tällä periodilla varainhoitopalkkioiden kasvu on strategisessa mielessä tärkein asia. Vaikka varainhoitopalkkiot ovatkin ennusteissamme 2029 vaatimattomat 4,5 MEUR, tarkoittaisi tämä 400–500 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.

Yhtiön kannattavuuden odotamme parantuvan maltillisesti.

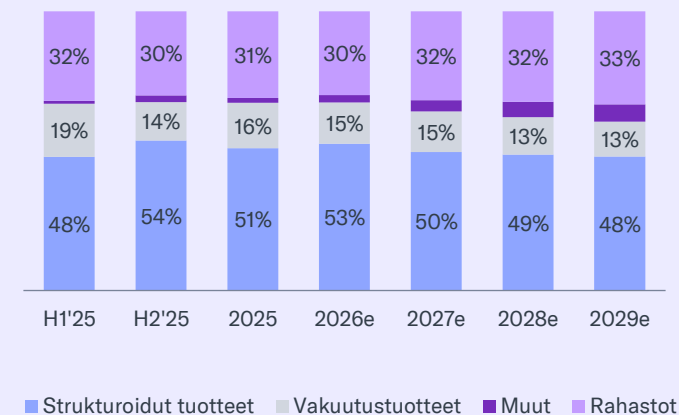
Kannattavuuden skaalautumisen kannalta keskeistä olisi liikevaihdon kasvutahdin kiihtyminen. Vaikka yhtiöllä ei olekaan merkittäviä kulupaineita, tulee kulujen ”normaalikasvu” (palkkainflaatio, varainhoidon rekrypanostukset, muu inflaatio yms.) olemaan luokkaa 5 % per vuosi. Mikäli yhtiö onnistuu kiihdyttämään kasvun selvästi yli 10 %:iin, alkaisi myös kannattavuus skaalautua enemmän. Nykyisillä ennusteillamme kannattavuus on 2029 28 %, joka alkaa olla jo kohtuullisen hyvä taso, kun huomioidaan että se tehdään ilman tuottopalkkioita. Näkemyksemme mukaan yhtiöllä pitäisi kuitenkin olla edellytyksiä selvästi tätä parempiin tasoihin, tiukemmalla kulukontrollilla ja liikevaihdon reippaammalla kasvulla. Huomautamme, että yhtiön liiketoiminnan rakenne huomioiden (muuttuvien kulujen osuus korkea) sen kannattavuuspotentiaali on keskimääräistä listattua verrokkaa jonkin verran alhaisempi.

Palkkioiden jakauma paranee ennusteissamme ja jatkuvien palkkioiden osuus olisi 2029 noin 40 %. Suhde on edelleen varsin alhainen, mutta korostamme, että tässä vaiheessa yhtiöllä olisi näytöt varainhoidon onnistuneesta ylösajosta ja luottamus mixin parantumista kohtaan olisi parantunut. Lisäksi strukturoiduissa tuotteissa on havaittavissa tiettyjä jatkuvia piirteitä ja näin ollen jatkuvan toiminnan poikkeuksellisen matala osuus suhteessa verrokkeihin antaa turhan negatiivisen kuvan tuottojen jakaumasta.

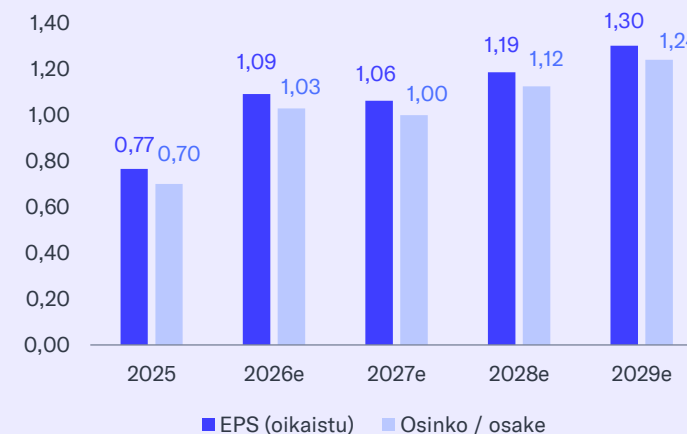
Osinkoennusteet

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.

Palkkioiden mixin muutos



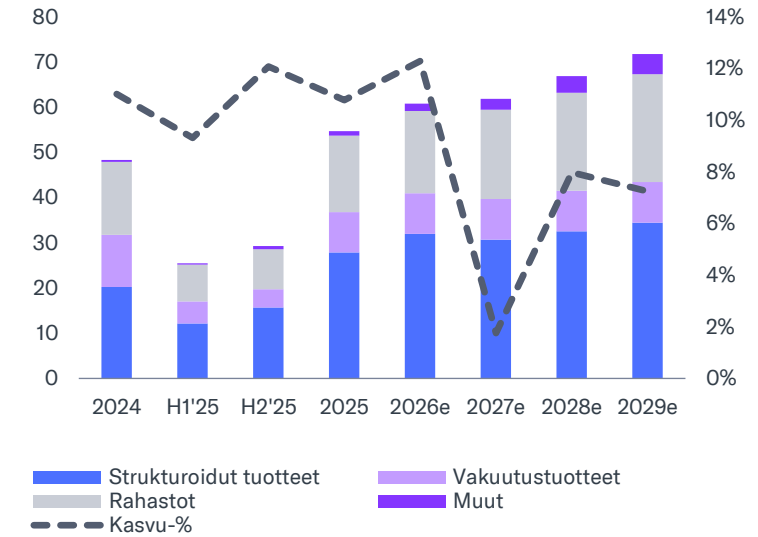
EPS ja osinkoennusteet



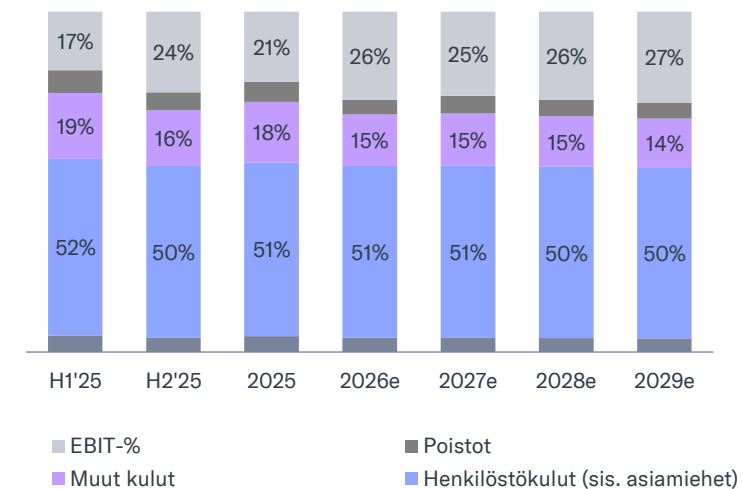
Ennusteet 4/4

MEUR	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	2029e
Sijoituspalvelutoiminnan tuotot	44,5	49,4	54,7	61,5	62,5	67,5	72,4
<i>Kasvu-%</i>	16,5 %	11,0 %	10,8 %	12,3 %	1,8 %	8,0 %	7,2 %
<i>Strukturoidut tuotteet</i>	17,3	20,2	27,9	32,0	30,7	32,6	34,5
<i>Vakuutustuotteet</i>	10,1	11,6	8,9	9,0	9,0	9,0	9,0
<i>Muut</i>	0,4	0,4	1,0	1,6	2,5	3,7	3,7
<i>Rahastot</i>	14,3	16,2	17,0	18,2	19,7	21,7	23,9
Palkkiokulut	-16,0	-18,7	-21,6	-24,1	-24,0	-25,8	-27,5
<i>Asiamiehet</i>	-14,2	-16,6	-19,1	-21,5	-21,3	-23,0	-24,6
<i>Muut</i>	-1,8	-2,1	-2,6	-2,6	-2,7	-2,8	-2,9
Korkokulut	-0,2	-0,2	-0,3	-0,3	-0,2	-0,2	-0,2
Henkilöstökulut	-7,4	-8,0	-8,9	-9,6	-10,4	-11,1	-11,9
Muut hallintokulut	-6,2	-7,3	-7,6	-8,0	-8,3	-8,6	-8,9
Poistot	-3,2	-3,2	-3,2	-2,7	-3,2	-3,0	-3,2
Liiketoiminnan muut kulut	-1,0	-1,0	-1,8	-1,0	-1,1	-1,2	-1,3
Liikevoitto	10,4	11,2	11,2	15,8	15,4	17,6	19,4
<i>Liikevoitto-%</i>	25 %	23 %	21 %	26 %	25 %	26 %	27 %
Liikevoitto oik.	11,1	11,9	11,9	16,5	16,1	18,3	20,1
<i>Liikevoitto oik. -%</i>	25 %	24 %	22 %	27 %	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	11,5	11,3	13,0	14,4
EPS oik.	0,84	0,84	0,77	1,09	1,06	1,21	1,32
<i>EPS kasvu-%</i>	90 %	-1 %	-8 %	42 %	-3 %	14 %	9 %
Osinko	0,78	0,79	0,70	1,03	1,00	1,15	1,26
<i>Osingonjakosuhde-%</i>	93 %	95 %	91 %	94 %	94 %	95 %	95 %
Jatkuvat palkkiot-%	34 %	33 %	33 %	36 %	36 %	38 %	39 %
Kertatuotot-%	66 %	67 %	67 %	64 %	64 %	62 %	61 %
Strukturoitujen tuotteiden volyyymi	256	301	414	474	459	486	515
Rahastopääomien kasvu (nettomerkinnot + arvonnousu)	120	110	74	71	109	129	151
Rahastopääomat	924	1034	1108	1180	1289	1418	1569
Henkilöstömäärä (sis. asiamiehet) kpl	208	211	216	218	224	230	236
Liikevaihto/työntekijä tEUR	203	229	250	279	277	291	304
Kulut/työntekijä (sis. asiamiehet) tEUR	-104	-116	-129	-143	-141	-148	-155

Palkkioiden kehitys (MEUR)



Kulurakenteen kehitys



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 (13,5e) on linjassa käyvän arvon näkemyksemme kanssa. Tarkastelemme eri arvonmääritysmenetelmiä tarkemmin seuraavilla sivuilla.

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

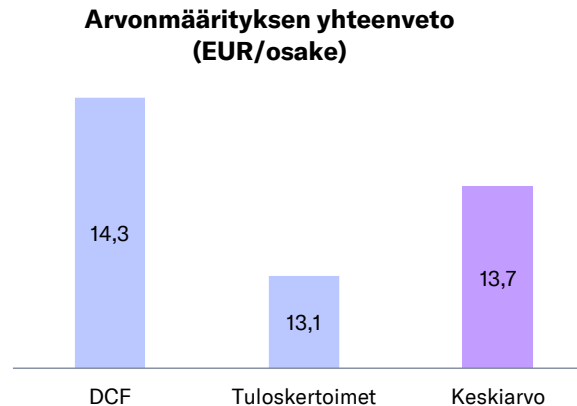
Sijoittajien on tärkeä ymmärtää, että Alexandrialle soveltamamme tuottovaatimus on absoluuttisesti korkea ja verrokkiryhmämme korkeimpia. Näkemyksemme mukaan keskeiset yhtiön riskitasoa nostavat tekijät ovat:

- 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 ylösajo sekä rahastojen jatkuva kasvu loisivat yhtiölle arvoa sekä

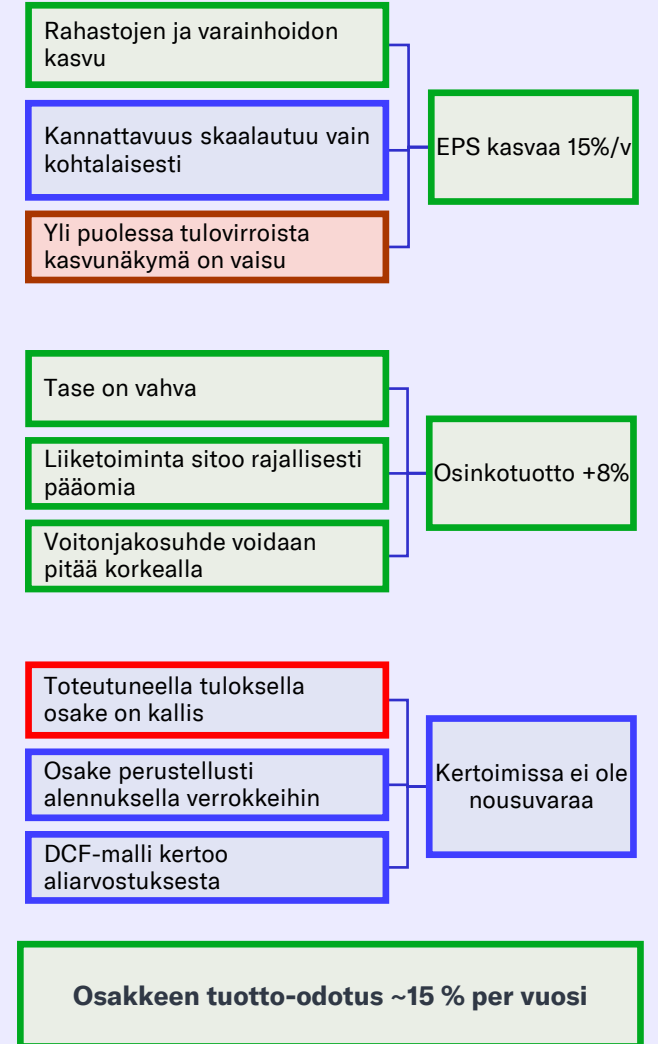
tuloskasvun että riskiprofiilin laskun kautta.

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 2025-2029e

■ Positiivinen ■ Neutraali ■ Negatiivinen



Arvonmääritys 2/3

Verrokkiryhmä

Alexandrialle on tarjolla Helsingin pörssissä poikkeuksellisen laaja ja laadukas verrokkiryhmä. 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 alle 10 % tilikauden tuloksesta.

P/E-kertoimilla Alexandriaa hinnoitellaan vuosien 2026 ja 2027 ennusteilla noin 25 %:n alennuksella suhteessa verrokkiryhmään. EV/EBIT-kertoimien osalta alennus on noin 35 %. Osinkotuotto on verrokkiryhmän kärkeä ja tästä

laskettuna alennus suhteessa verrokkiryhmään on hieman alle 40 %.

Vaikka Alexandriaa onkin perusteltua hinnoitella alennuksella suhteessa sen verrokkeihin, on nykyinen alennus todella reipas. Historiallisesti alennus on ollut nykyistä alhaisempi (kuvaajat sivulla 39), vaikka Alexandrian suoriutuminen on mennyt parempaan suuntaan, mikä puoltaisi ennemmin aiempaa pienempää alennusta.

Kokonaisuutena näemmekin, että nykyistä alhaisempi alennus olisi perusteltua. Historiassa olemme soveltaneet analyysissämme 20 %:n alennusta, joka on mielestämme oikea pallokenttä yhtiön hyväksyttävälle alennukselle suhteessa kotimaisiin verrokkeihin.

Soveltamalla 2026-2027 EV/EBIT-kertoimia, P/E-kertoimia sekä osinkotuottoa identtisillä painoarvoilla, saamme Alexandrian osakekohtaiseksi arvoksi hieman yli 16e. 20 %:n alennusta soveltamalla olisi osakkeen käypä arvo noin 13

euroa per osake.

Kotimaisen verrokkiryhmän arvostus on kohonnut viimeisen vuoden aikana, ja se on tällä hetkellä selvästi yli historiallisten tasojen. Yhtiöiden laatu on kuitenkin jatkanut parantumistaan ja samalla toimialan väkevät kasvufundamentit ovat vahvistuneet entisestään. Näin ollen pidämmekin sektorin nykyistä arvostustasoa edelleen varsin neutraalina.

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
			2026e	2027e	2026e	2027e	2026e	2027e	2026e	2027e	2026e	2026e	
Aktia	858								10,8	9,8	6,0	6,4	1,2
CapMan	313	316	9,2	6,8	8,9	6,7	4,3	3,6	13,1	10,2	7,4	7,9	1,6
eQ	392	365	11,4	11,3	11,0	10,9	5,4	5,2	15,5	15,2	6,5	6,8	5,4
Evli	646	617	11,1	10,1	10,5	9,7	4,8	4,5	16,5	14,7	5,4	5,8	3,8
Taaleri	213	170	7,2	5,5	6,9	5,4	2,8	2,6	14,0	9,3	5,3	5,9	0,9
Titanium	65	52	8,7	11,5	7,9	10,0	2,6	2,7	13,2	16,5	7,3	5,9	4,3
United Bankers	226	226	12,8	10,7	11,0	9,4	3,7	3,3	17,2	14,2	5,9	6,3	3,5
Mandatum	2773	2699	21,1	15,9	21,1	15,9	15,2	15,3	25,1	18,1	15,4	10,4	3,3
Alexandria (Inderes)	139	120	7,4	7,5	6,5	6,5	2,0	1,9	11,3	11,6	8,4	8,1	3,4
Keskisarvo			11,6	10,3	11,0	9,7	5,5	5,3	15,7	13,5	7,4	6,9	3,0
Mediaani			11,1	10,7	10,5	9,7	4,3	3,6	14,7	14,4	6,2	6,4	3,4
Erotus-% vrt. mediaani			-34 %	-30 %	-38 %	-33 %	-54 %	-46 %	-23 %	-20 %	34 %	27 %	-2 %

Lähde: Refinitiv / Inderes

Arvonmääritys 3/3

Absoluuttiset arvostuskertoimet

Toteutuneella 2025 tuloksella Alexandrian P/E-kerroin on +15x ja EV/EBIT +10x. Tasot ovat mielestämme korkeita ja yhtiön hyväksyttävä arvostustaso on tätä alhaisempi.

2026 tuloskasvu on kuitenkin jo pitkälti kirjoissa, sillä yhtiö tulee tekemään erinomaisen tuloksen H1:llä ja viimeisen 12kk osalta liikearvoista oikaistu P/E-kerroin laskee +11x tasolle ja vastaava EV/EBIT alle 8x tasolle. Nämä tasot ovat mielestämme edelleen houkuttelevia, vaikka yhtiön hyväksyttävä arvostustaso onkin keskeisiä verrokkeja alhaisempi. Eteenpäin katsova arvostus on myös linjassa yhtiön pörssihistorian mediaanin kanssa.

Näkemyksemme mukaan yhtiölle hyväksyttävä P/E-kerroin on tasolla 11–13x, joka on linjassa esimerkiksi Titaniumille hyväksymiemme tasojen kanssa. Olemme nostaneet hyväksymäämme arvostushaarukkaa napsun ylöspäin (aik. 10-12x), sillä vaikka yhtiön tuottojen mix on itseasiassa heikentynyt, on yhtiön oma performanssi parantunut jatkuvasti ja varainhoidon onnistumisen todennäköisyydet ovat kasvaneet. Suhteessa tähän arvostus on hyvin linjassa.

Alexandrialle ennustamamme osinkotuotto on lähivuodet vahvalla yli 8 %:n tasolla, 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 voitaisiin alkaa hinnoitella korkeammilla kertoimilla. Näin ollen arvostus tukeekin näkemystämme osakkeen hyvästä riski-/tuottosuhteesta.

DCF-malli

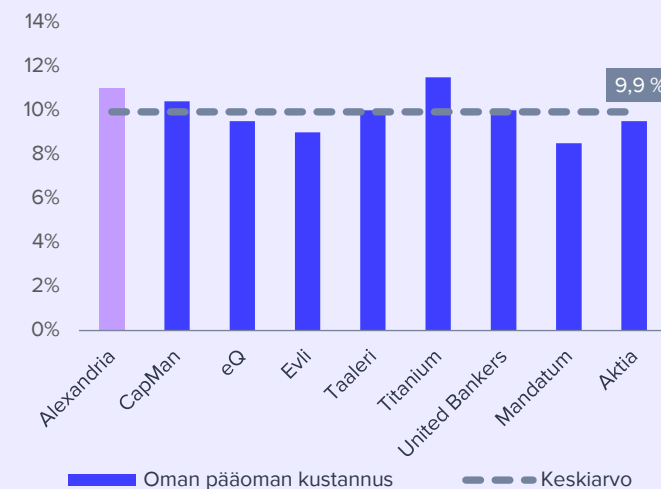
DCF-laskelmissamme lähdemme oletuksesta, että Alexandrian kasvu jatkuu vakaana ja oikaistu liikevoittomarginaali paranee vuoteen 2029 asti. Tämän jälkeen kannattavuus lähtee asteittaiseen laskuun ja on ennustejakson loppupäässä 23 %. Taso on yli yhtiön historiallisen tason, mutta pidämme sitä perusteltuna, sillä kannattavuuden pitäisi olla tehnyt kestävä tasokorjaus viimeisen 12kk aikana. Taso ei edelleenkään 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 14,3e. Tarkempi DCF-malli oletuksineen löytyy raportin liitteistä. 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.

Arvostustaso	2026e	2027e	2028e
Osakekurssi	12,3	12,3	12,3
Osakemäärä, milj. kpl	11,2	11,3	11,4
Markkina-arvo	137	139	140
Yritysarvo (EV)	122	120	112
P/E (oik.)	11,3	11,6	10,4
P/E	12,0	12,3	10,9
P/B	3,4	3,4	3,3
P/S	2,2	2,2	2,1
EV/Liikevaihto	2,0	1,9	1,7
EV/EBITDA	6,5	6,5	5,4
EV/EBIT (oik.)	7,4	7,5	6,2
Osinko/tulos (%)	100,0 %	100,0 %	100,0 %
Osinkotuotto-%	8,4 %	8,1 %	9,1 %

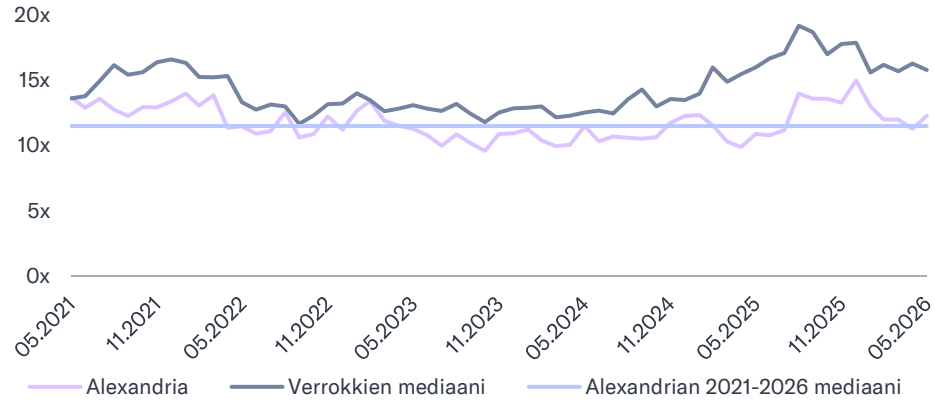
Lähde: Iderecs

Verrokkien oman pääoman kustannus

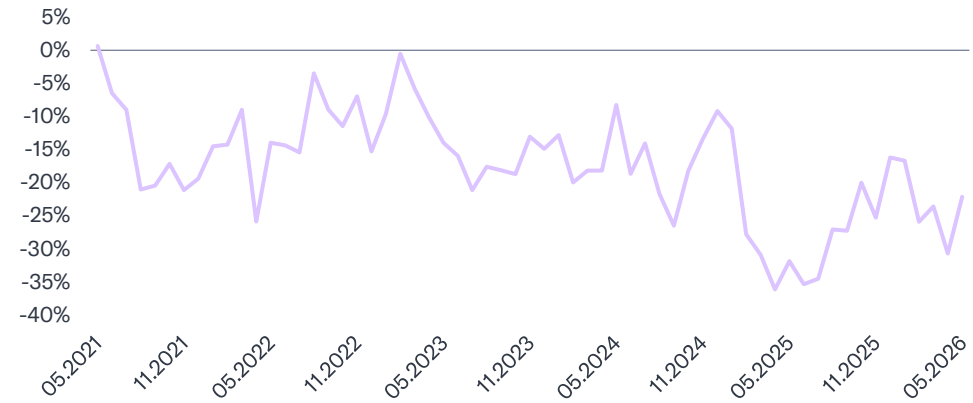


Alexandrian arvostus suhteessa verrokkeihin

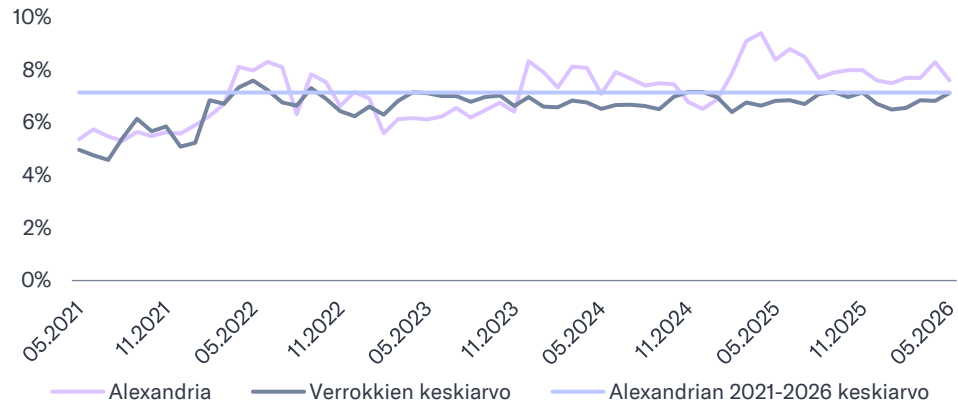
Alexandrian ja verrokkien P/E-kerroin



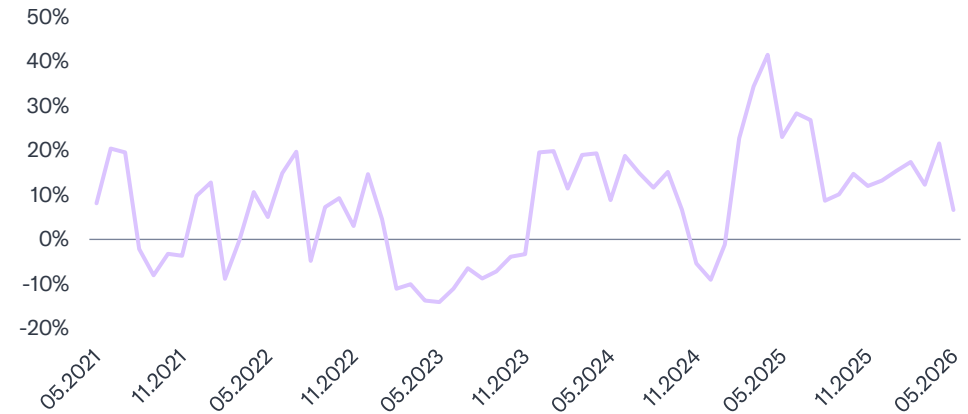
Alexandrian P/E-kerroin vs. verrokkien mediaani



Alexandrian ja verrokkien osinkotuotto-%



Alexandrian osinkotuotto-% vs. verrokkien keskiarvo



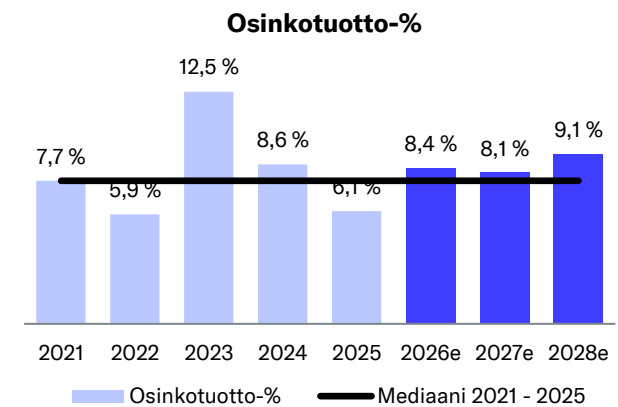
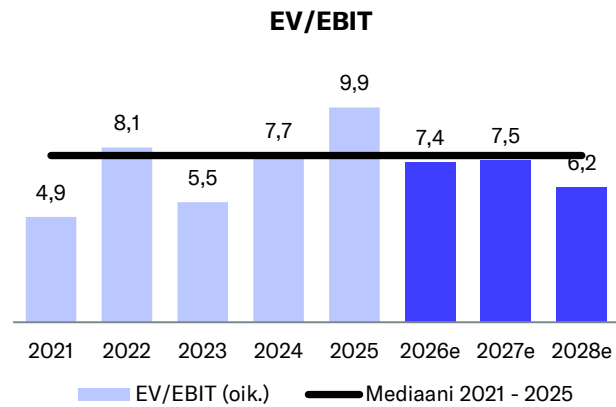
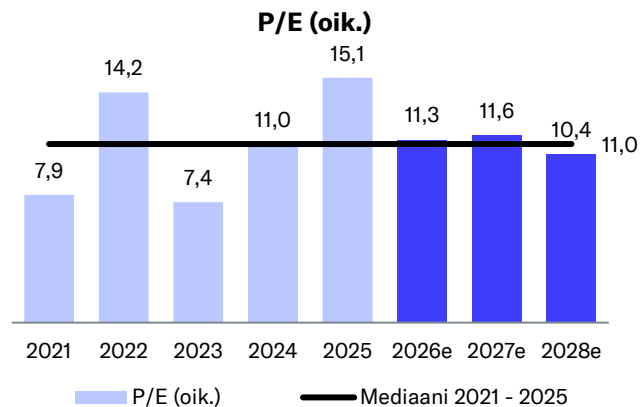
Verrokkiryhmässä mukana CapMan, Alexandria, eQ, Evli, Taaleri, Titanium, Mandatum ja United Bankers

Lähde: Bloomberg 11.6.2026

Arvostustaulukko

Arvostustaso	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	2029e
Osakekurssi	8,05	6,28	6,24	9,20	11,6	12,3	12,3	12,3	12,3
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	137	139	140	141
Yritysarvo (EV)	63	50	61	91	118	122	120	112	112
P/E (oik.)	7,9	14,2	7,4	11,0	15,1	11,3	11,6	10,4	9,4
P/E	9,2	17,0	8,1	12,0	16,6	12,0	12,3	10,9	9,9
P/B	2,7	2,4	1,9	2,8	3,4	3,4	3,4	3,3	3,2
P/S	1,7	1,7	1,5	1,9	2,3	2,2	2,2	2,1	1,9
EV/Liikevaihto	1,3	1,3	1,4	1,8	2,2	2,0	1,9	1,7	1,5
EV/EBITDA	4,3	5,8	4,6	6,3	8,2	6,5	6,5	5,4	4,9
EV/EBIT (oik.)	4,9	8,1	5,5	7,7	9,9	7,4	7,5	6,2	5,6
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 %	8,4 %	8,1 %	9,1 %	10,1 %

Lähde: Inderes



Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
			2026e	2027e	2026e	2027e	2026e	2027e	2026e	2027e	2026e	2027e	2026e
Aktia	858								10,8	9,8	6,0	6,4	1,2
CapMan	313	316	9,2	6,8	8,9	6,7	4,3	3,6	13,1	10,2	7,4	7,9	1,6
eQ	392	365	11,4	11,3	11,0	10,9	5,4	5,2	15,5	15,2	6,5	6,8	5,4
Evli	646	617	11,1	10,1	10,5	9,7	4,8	4,5	16,5	14,7	5,4	5,8	3,8
Taaleri	213	170	7,2	5,5	6,9	5,4	2,8	2,6	14,0	9,3	5,3	5,9	0,9
Titanium	65	52	8,7	11,5	7,9	10,0	2,6	2,7	13,2	16,5	7,3	5,9	4,3
United Bankers	226	226	12,8	10,7	11,0	9,4	3,7	3,3	17,2	14,2	5,9	6,3	3,5
Mandatum	2773	2699	21,1	15,9	21,1	15,9	15,2	15,3	25,1	18,1	15,4	10,4	3,3
Alexandria (Inderes)	139	120	7,4	7,5	6,5	6,5	2,0	1,9	11,3	11,6	8,4	8,1	3,4
Keskiarvo			11,6	10,3	11,0	9,7	5,5	5,3	15,7	13,5	7,4	6,9	3,0
Mediaani			11,1	10,7	10,5	9,7	4,3	3,6	14,7	14,4	6,2	6,4	3,4
Erotus-% vrt. mediaani			-34 %	-30 %	-38 %	-33 %	-54 %	-46 %	-23 %	-20 %	34 %	27 %	-2 %

Lähde: Refinitiv / Inderes

Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2024	H1'25	H2'25	2025	H1'26e	H2'26e	2026e	2027e	2028e	2029e
Liikevaihto	49,4	25,8	28,9	54,7	31,7	29,7	61,5	62,5	67,5	72,4
Käyttökate	14,3	6,0	8,3	14,3	10,3	8,5	18,8	18,6	20,7	22,6
Poistot ja arvonalennukset	-3,2	-1,7	-1,5	-3,2	-1,5	-1,5	-3,0	-3,2	-3,0	-3,2
Liikevoitto ilman kertaeriä	11,8	4,7	7,1	11,9	9,1	7,4	16,5	16,1	18,3	20,1
Liikevoitto	11,1	4,4	6,7	11,1	8,8	7,0	15,8	15,4	17,6	19,4
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	8,8	7,0	15,8	15,4	17,6	19,4
Verot	-2,4	-1,2	-1,4	-2,5	-1,8	-1,5	-3,3	-3,1	-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	6,4	5,1	11,5	11,3	13,0	14,4
EPS (oikaistu)	0,84	0,31	0,48	0,77	0,61	0,48	1,09	1,06	1,21	1,32
EPS (raportoitu)	0,77	0,27	0,44	0,70	0,58	0,45	1,03	1,00	1,15	1,26

Tunnusluvut	2024	H1'25	H2'25	2025	H1'26e	H2'26e	2026e	2027e	2028e	2029e
Liikevaihdon kasvu-%	11,3 %	9,3 %	12,0 %	10,7 %	22,9 %	2,9 %	12,4 %	1,8 %	8,0 %	7,2 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	7,2 %	-17,6 %	17,9 %	0,6 %	92,3 %	3,6 %	39,1 %	-2,6 %	14,1 %	9,8 %
Käyttökate-%	28,9 %	23,4 %	28,6 %	26,2 %	32,4 %	28,7 %	30,6 %	29,7 %	30,6 %	31,3 %
Oikaistu liikevoitto-%	23,9 %	18,4 %	24,7 %	21,7 %	28,7 %	24,8 %	26,9 %	25,7 %	27,2 %	27,8 %
Nettotulos-%	16,2 %	11,0 %	16,8 %	14,1 %	20,3 %	17,0 %	18,7 %	18,0 %	19,3 %	19,9 %

Lähde: Inderes

Tase

Vastaavaa	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Pysyvät vastaavat	13,3	11,7	11,5	11,1	10,9
Liikearvo	5,7	5,0	4,3	3,6	2,9
Aineettomat hyödykkeet	1,0	0,6	0,8	0,9	0,9
Käyttöomaisuus	5,5	5,7	6,0	6,2	6,8
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	0,0	0,0	0,0	0,0
Vaihtuvat vastaavat	31,1	42,8	38,9	39,2	41,3
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	20,7	18,4	15,6	13,5
Likvidit varat	14,3	22,0	20,5	23,5	27,8
Taseen loppusumma	44,4	54,4	50,4	50,2	52,2

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Oma pääoma	33,9	37,2	40,9	40,7	42,5
Osakepääoma	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Kertyneet voittovarot	17,1	16,5	20,2	20,0	21,8
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	3,1	3,4
Korolliset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	2,6	4,1	3,1	3,1	3,4
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	44,4	54,4	50,4	50,2	52,2

DCF-laskelma

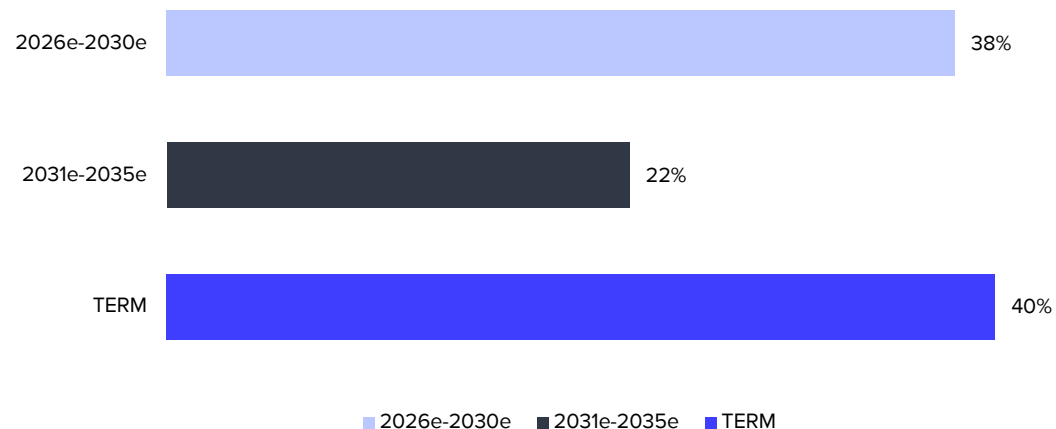
DCF-laskelma	2025	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	2034e	2035e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	10,7 %	12,4 %	1,8 %	8,0 %	7,2 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %
Liikevoitto-%	20,3 %	25,7 %	24,6 %	25,7 %	26,5 %	26,0 %	25,0 %	25,0 %	24,0 %	23,0 %	23,0 %	23,0 %
Liikevoitto	11,1	15,8	15,4	17,3	19,2	19,3	19,0	19,5	19,2	18,8	19,3	
+ Kokonaispoistot	3,2	3,0	3,2	3,3	3,4	3,5	3,6	3,6	2,9	3,0	3,0	
- Maksetut verot	-2,5	-3,3	-3,1	-3,4	-3,8	-3,8	-3,7	-3,8	-3,6	-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	-2,5	1,3	2,9	2,4	-0,7	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	
Operatiivinen kassavirta	9,3	16,8	18,4	19,6	18,1	18,7	18,6	19,0	18,2	17,9	18,4	
+ 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	-4,3	
Vapaa operatiivinen kassavirta	10,4	14,0	15,6	16,7	15,2	15,7	15,6	16,0	15,2	14,8	14,0	
+/- 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	10,4	14,0	15,6	16,7	15,2	15,7	15,6	16,0	15,2	14,8	14,0	169
Diskontattu vapaa kassavirta		13,3	13,3	12,8	10,5	9,8	8,7	8,1	6,9	6,1	5,2	62,7
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		157	144	131	118	108	97,7	89,0	80,9	74,0	67,9	62,7
Velaton arvo DCF		157										
- Korolliset velat		-6,8										
+ Rahavarat		22,0										
+ Osakkuusyhtiöt		0,0										
-Vähemmistöosuus		-5,0										
-Osinko/pääomapalautus		-7,7										
Oman pääoman arvo DCF		160										
Oman pääoman arvo DCF per osake		14,3										

Pääoman kustannus (WACC)

Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste 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 %

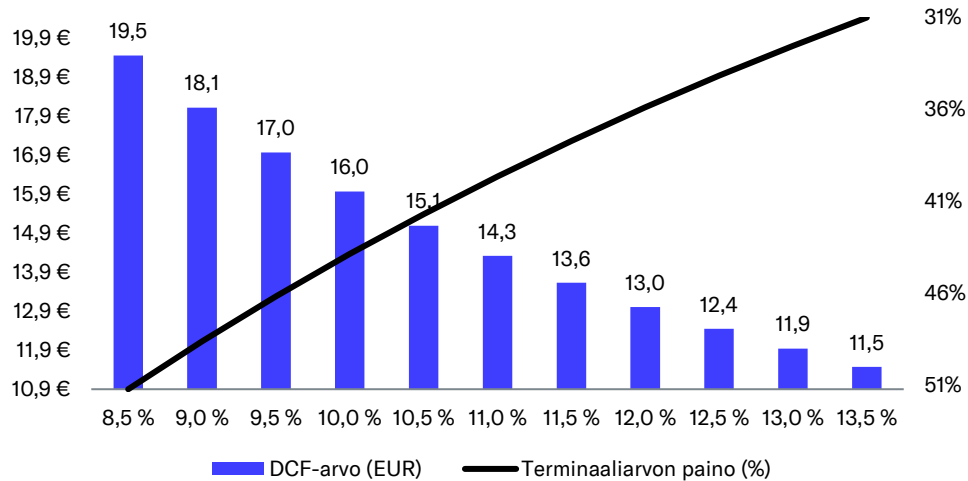
Lähde: Inderes

Rahavirran jakauma jaksoittain

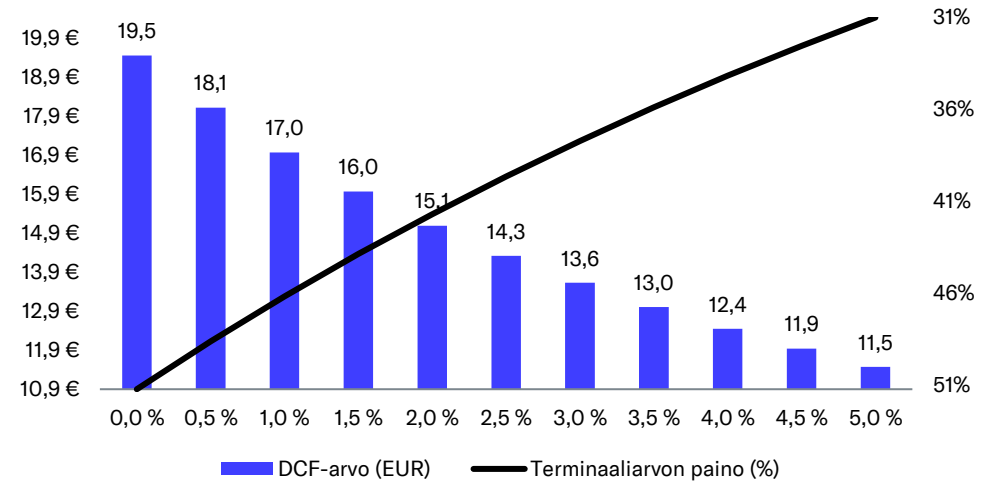


DCF:n herkkyysselkelyt ja avainoletukset graafeina

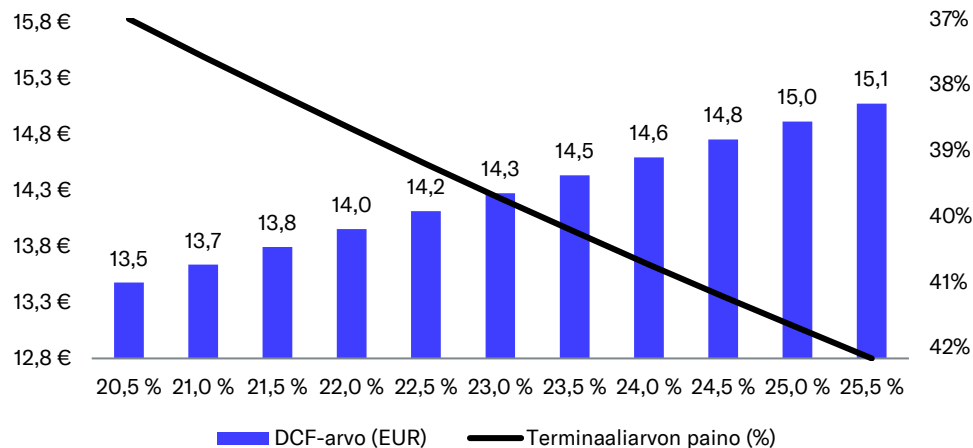
DCF-arvon herkkyys muutoksille WACC-%:ssa



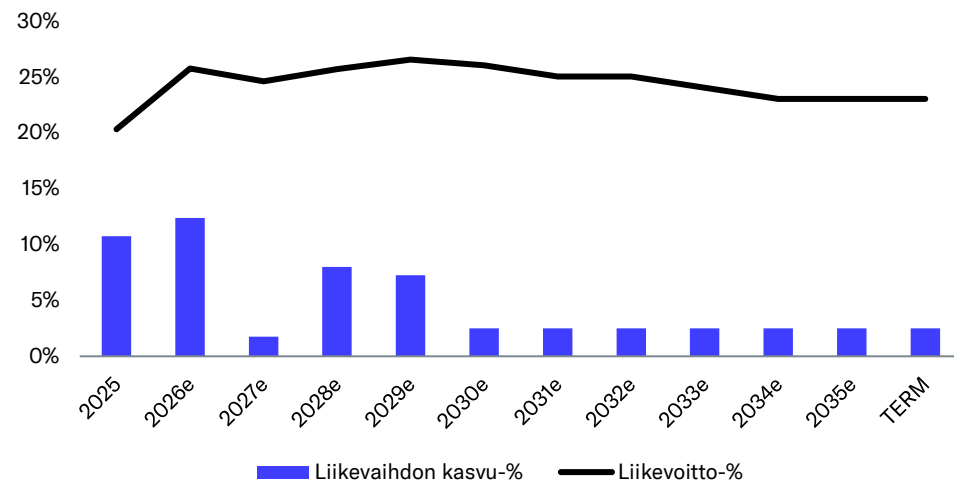
DCF-arvon herkkyys muutoksille riskittömässä korossa



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	2023	2024	2025	2026e	2027e
Liikevaihto	44,4	49,4	54,7	61,5	62,5
Käyttökate	13,2	14,3	14,3	18,8	18,6
Liikevoitto	10,3	11,1	11,1	15,8	15,4
Voitto ennen veroja	10,3	11,1	11,1	15,8	15,4
Nettovoitto	8,1	8,0	7,7	11,5	11,3
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	50,4	50,2
Oma pääoma	34,3	33,9	37,2	40,9	40,7
Liikearvo	6,4	5,7	5,0	4,3	3,6
Nettovelat	-6,4	-10,1	-15,2	-20,5	-23,5

Kassavirta	2023	2024	2025	2026e	2027e
Käyttökate	13,2	14,3	14,3	18,8	18,6
Nettokäyttöpääoman muutos	-2,3	-6,7	-2,5	1,3	2,9
Operatiivinen kassavirta	9,1	5,2	9,3	16,8	18,4
Investoinnit	-8,1	7,3	-1,6	-2,8	-2,8
Vapaa kassavirta	-5,4	12,7	10,4	14,0	15,6

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

Lähde: Inderes

Osakekohtaiset luvut	2023	2024	2025	2026e	2027e
EPS (raportoitu)	0,77	0,77	0,70	1,03	1,00
EPS (oikaistu)	0,84	0,84	0,77	1,09	1,06
Operat. Kassavirta / osake	0,88	0,50	0,84	1,51	1,63
Operat. Vapaa kassavirta / osake	-0,52	1,22	0,94	1,25	1,38
Omapääoma / osake	3,29	3,25	3,36	3,67	3,61
Osinko / osake	0,78	0,79	0,70	1,03	1,00

Kasvu ja kannattavuus	2023	2024	2025	2026e	2027e
Liikevaihdon kasvu-%	16 %	11 %	11 %	12 %	2 %
Käyttökateen kasvu-%	53 %	8 %	0 %	31 %	-1 %
Liikevoiton oik. kasvu-%	77 %	7 %	1 %	39 %	-3 %
EPS oik. kasvu-%	90 %	-1 %	-8 %	42 %	-3 %
Käyttökate-%	29,8 %	28,9 %	26,2 %	30,6 %	29,7 %
Oik. Liikevoitto-%	24,8 %	23,9 %	21,7 %	26,9 %	25,7 %
Liikevoitto-%	23,2 %	22,5 %	20,3 %	25,7 %	24,6 %
ROE-%	26,1 %	23,5 %	21,7 %	29,4 %	27,6 %
ROI-%	30,0 %	28,7 %	27,0 %	37,2 %	37,7 %
Omavaraisuusaste	76,1 %	76,4 %	68,4 %	81,3 %	81,1 %
Nettovelkaantumisaste	-18,7 %	-29,8 %	-40,9 %	-50,0 %	-57,8 %
Nettovelka/käyttökate	-0,5	-0,7	-1,1	-1,1	-1,3
EBITDA/nettorahoituskulut					

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

Suositushistoria (>12 kk)

Raporteilla esitettävä informaatio on hankittu useista eri julkisista lähteistä, joita Inderes pitää luotettavina. Inderesin pyrkimyksenä on käyttää luotettavaa ja kattavaa tietoa, mutta Inderes ei takaa esitettyjen tietojen virheettömyyttä. Mahdolliset kannanotot, arviot ja ennusteet ovat esittäjensä 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 kehoitukseksi ostaa, myydä tai merkitä sijoitustuotteita. Asiakkaan tulee myös ymmärtää, että historiallinen kehitys ei ole tae tulevasta. Tehdessään päätöksiä sijoitustoimenpiteistä, asiakkaan tulee perustaa päätöksensä omaan tutkimukseensa, sekä arvioonsa sijoituskohteen arvoon vaikuttavista seikoista ja ottaa huomioon omat tavoitteensa, taloudellinen tilanteensa sekä tarvittaessa käytettävä neuvonantaja. Asiakas vastaa sijoituspäätöksensä tekemisestä ja niiden taloudellisesta tuloksesta.

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

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

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

Osta Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on erittäin houkutteleva

Lisää Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on houkutteleva

Vähennä Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on heikko

Myy Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on erittäin heikko

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

Inderesin tutkimusta laatineilla analyytikoilla tai Inderesin työntekijöillä ei voi olla 1) merkittävän taloudellisen edun ylittäviä omistuksia tai 2) yli 1 %:n omistusosuuksia missään tutkimuksen kohteena olevissa yhtiöissä. Inderes Oyj voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoittavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oyj:n omistukset esitetään yksilöityinä mallisalkussa. Inderes Oyj:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin laiteinen 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.

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 €



TIETO ON SJOITTAJAN PERUSOIKEUS

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

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

Pörssiyhtiöille tuotamme ratkaisuja, joiden avulla toteuttaa tehokasta ja avointa sijoittajaviestintää. Inderesin tuotetarjooma kattaa kaikki keskeiset pörssiyhtiön 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](https://www.inderes.fi)

[inderes.se](https://www.inderes.se)

**inde
res.**