

Sampo

Yhtiöpäivitys

24/10/2019

- Tarkistamme tavoitehintamme 37,0 euroon (aik. 41,0 euroa) ja toistamme lisää-suosituksen
- Nordean raju osingonleikkaus pakotti Sammon leikkaamaan omaa osinkoaan
- Osakkeen arvostus linjassa osien summan kanssa ja tuotto-odotus nojaa osinkoon sekä sen hitaaseen kasvuun 2020 jälkeen

Musta torstai pisti osinkoennusteet uusiksi

Tarkistamme Sammon tavoitehintamme 37,0 euroon (aik. 41,0 euroa) ja toistamme lisää-suosituksemme. Torstai oli Sammolle musta päivä, kun Nordean odotuksia suurempi osingonleikkaus pakotti myös Sammon leikkaamaan omaa osinkoaan ja päättämään 10 vuotisen osingon kasvuputken. Sampoa hinnoitellaan linjassa sen osien summan kanssa, joka on mielestämme perusteltua heikentyneiden osinkonäkymien johdosta. Osakkeen tuotto nojaa käytännössä täysin osinkoon sekä lievään osingon kasvuun. Päivitetty osinko on kuitenkin edelleen varsin turvallinen ja ennustettava ja näin ollen pidämme tätä varsin vaatimatonta tuotto-odotusta riittävänä.

Torstai ei ollut Sammon päivä

Nordea kertoi torstaina kohtuullisesta Q3-tuloksesta, uusista taloudellisista tavoitteista sekä askelmerkeistä tuloskäänteen aikaan [saamiseksi](#). Vaikka Nordea onnistuikin valamaan markkinoihin uskoa uusilla uskottavilla tavoitteillaan sekä uuden johdon vakuuttavalla tiekartalla (kurssi päättyi lopulta pienelle plussalle), oli Nordean osinkopäätös myrkyä Sammolle. Nordean osingon leikkaus oli vielä markkinaodotuksia rajumpi (0,40e vs. 0,49e) ja tämä on ostosi ristiriidassa Sammon omien [aiempien kommenttien](#) kanssa. Sammon hallitus reagoi välittömästi Sammon heikentyneisiin näkymiin ja kertoi, että ensi kevään osinko tulee olemaan 2,1-2,3 euroa per osake. Markkinan konsensus oli ennen ilmoitusta ~2,80 euroa ja yli 8 %:n osinkotuotto kertoi selvää kieltä siitä, että markkina ei uskonut osingon kestävyYTEEN. Mielestämme ratkaisu on looginen, sillä osingon kasvattaminen taseen puskureita syömällä ei luonnollisesti ole kestävä tie. Käytännössä katsoen Sampo tekee osinkoonsa selvän tasokorjauksen, jonka jälkeen yhtiö voi taas jatkossa alkaa kasvattamaan osinkoaan, Nordean tuloskehityksen sen salliessa. Myös Topdanmark raportoi odotuksia heikomman Q3-tuloksen, mutta se jäi lopulta sivurooliin. Kokonaisuutena torstai 24.10.2019 oli päivä jonka Sammon johto todennäköisesti haluaisi unohtaa mahdollisimman nopeasti.

Osinkoennusteita leikattu selvästi

Olemme tarkistaneet Sammon ennusteitamme alaspäin Nordean ja Topdanmarkin osalta. Ifn sekä Mandatumin ennusteemme ovat pysyneet ennallaan. Sammon tulos tulee tänä vuonna laskemaan selvästi Nordea-osinkoon liittyvien kertaerien sekä Nordean surkean tuloksen johdosta. Lähivuosien osalta tulosennusteiden muutokset jäivät kuitenkin maltillisiksi ja odotamme voiton ennen veroja säilyvän 1900-2000 MEUR:n tuntumassa. Osingon osalta olemme korjanneet ennusteitamme alas merkittävästi. Ennustamme nyt osingon olevan ensi keväänä 2,2 euroa ja kasvavan tästä 0,10 eurolla (noin 4 %) vuodessa. Ennusteemme tarkoittavat lähes 100 %:n kassavirran jakosuhdetta, eli yhtiö jakaa koko tuloksensa ulos osinkoina. Taso on jälleen kestäväällä pohjalla ja ne eivät edellytä taseen käyttöä osingon rahoittamiseksi.

Tuotto-odotus nojaa osinkoon sekä lievään osingon kasvuun

Sammon osien summa on päivitetyn laskelmamme perusteella 36,7 euroa (aik. 35,7e). Taustalla ovat Nordean sekä Topdanmarkin kurssiliikkeet ja muilta osin arvot ovat pysyneet ennallaan. Näkemyksemme mukaan markkinalla ei ole perusteita hinnoitella Sampoa yli tai alle sen osien summan ja näin ollen nykyinen kurssi on lähellä Sammon käypää arvoa. Osien summan nousu vaatii taakseen Nordean elpymistä tai onnistuneita yritysjärjestelyitä. Lähivuosien tuotto-odotus nojaaakin täysin osinkoon (2019e: 6,2 %) sekä lievään osingon kasvuun (4 % p.a.). Tuotto-odotus on edelleen riittävä perustelemaan positiivisen suosituksen, vaikka tuotto-odotus jääkin selvästi aiempaa alemmas.

Analytytikot



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

Suositus ja tavoitehinta

Lisää

(aik. Lisää)



37,00 EUR

(aik. 41,00 EUR)

Osakekurssi: 35,76 EUR

Potentiaali: 3,5 %

Ohjeistus

(Ennallaan)

Sampo odottaa liiketoiminta-alueidensa raportoivan hyvän toiminnallisen tuloksen vuonna 2019. Ifn yhdistetyn kulusuhteen odotetaan olevan 84-86 %.

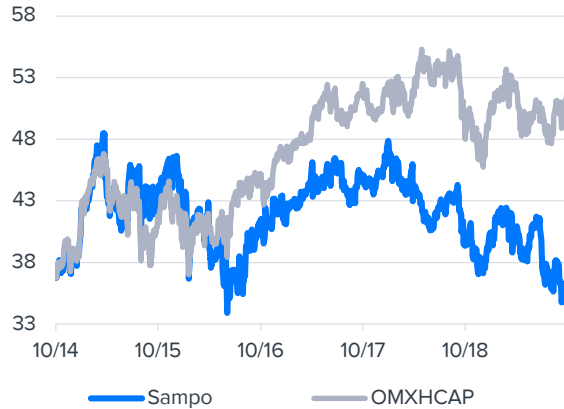
Avainluvut

	2018	2019e	2020e	2021e
PTP	2095	1570	1917	2031
kasvu-%	-16 %	-25 %	22 %	6 %
Nettotulos	1687	1195	1510	1616
EPS (oik.)	2,68	2,15	2,72	2,91
Oma pääoma/osake	22,3	21,6	22,1	22,7
Osinko/osake	2,85	2,20	2,30	2,40

P/E (oik.)	15,1	16,4	13,0	12,1
P/B	1,8	1,6	1,6	1,5
Osinkotuotto-%	7,1 %	6,2 %	6,5 %	6,8 %
Osinko/tulos-%	106 %	102 %	85 %	82 %

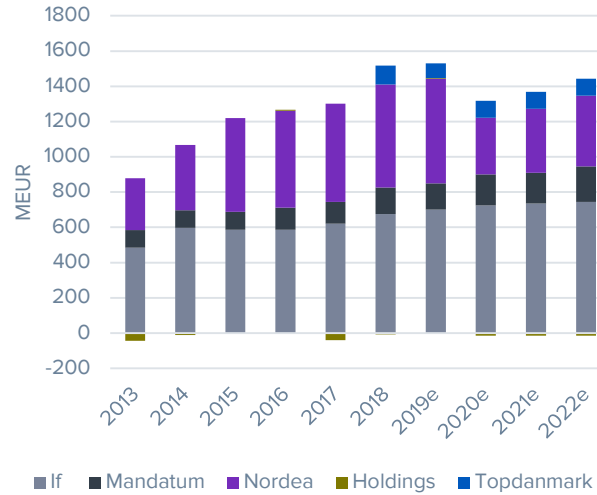
Lähde: Inderes

Osaakekurssi



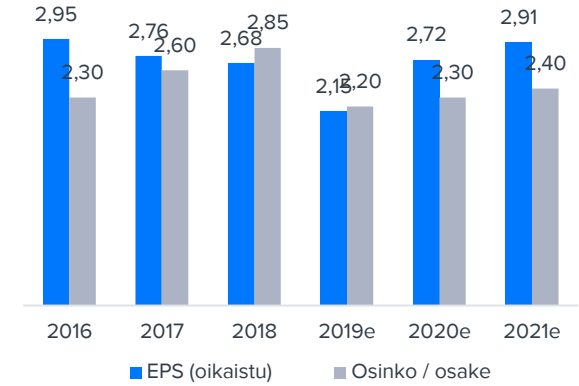
Lähde: Thomson Reuters

Sammon sisäiset osingot



■ If ■ Mandatum ■ Nordea ■ Holdings ■ Topdanmark

Osaakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



Arvoajurit

- Vakuutusliiketoiminta erinomaisessa kunnossa
- Nordean tulosparannuksen onnistuminen
- Yritysjärjestelyt



Riskitekijät

- Nordean strategian epäonnistuminen
- Arvostustasot rajaavat mahdollisuuksia M&A-markkinalla
- Korkotason pysyminen alhaisena odotettua pidempään



Arvostus

- Osinkotuotto hieman historiallista tasoa ylempi
- Osakkeen hinta perustellusti linjassa osien summan kanssa
- Osien summan kasvu nojaa Nordean kurssikehitykseen tai yritysjärjestelyihin
- Tuotto-odotus nojaa osinkoon ja maltilliseen osingon kasvuun

MCAP
19565
MEUR

Osinko-%
6,2%
2019e

Osinko-%
6,5%
2020e

P/E (oik.)
1,6
2019e

Osinkoennusteita leikattu selvästi

Ennustemuutokset MEUR / EUR	2019e			2020e			2021e		
	Vanha	Uusi	Muutos %	Vanha	Uusi	Muutos %	Vanha	Uusi	Muutos %
If	888	888	0 %	918	918	0 %	939	939	0 %
Mandatum	258	258	0 %	235	235	0 %	240	240	0 %
Nordea	521	319	-39 %	569	523	-8 %	607	604	-1%
Holdings	-128	-128	0 %	-15	-15	0 %	-15	-15	0 %
Topdanmark	271	233	-14 %	255	255	0 %	263	263	0 %
Tulos ennen veroja	1809	1570	-13 %	1963	1917	-2 %	2034	2031	0 %
EPS (oikaistu)	2,57	2,16	-16 %	2,80	2,72	-3 %	2,91	2,91	0 %
Osinko / osake	2,95	2,20	-25 %	3,00	2,30	-23 %	3,05	2,40	-21%

Lähde: Inderes

Tulosennusteiden muutokset:

- 2019 tulos poikkeuksellisen huono kertaeristä ja Nordean heikkoudesta johtuen
- 2020-2021 tulosnäkyvä vakaa, tuloskasvu Nordean harteilla
- If, Mandatum ja Topdanmark jatkavat erinomaista tuloksentekoaan, mutta vaikea korkomarkkina tekee tuloskasvuun hankalaksi
- Ennustamme Nordealle kohtuullista onnistumista strategiassa, joka näkyy tuloksen asteittaisena elpymisenä
- Ennusteemme eivät huomioi Nordean mahdollisia omien osakkeiden ostoja, joita pidämme epätodennäköisenä Sammon vakavaraisuusasemasta johtuen (Sampo ei halua/voi nostaa Nordea omistustaan yli 20 %:n)

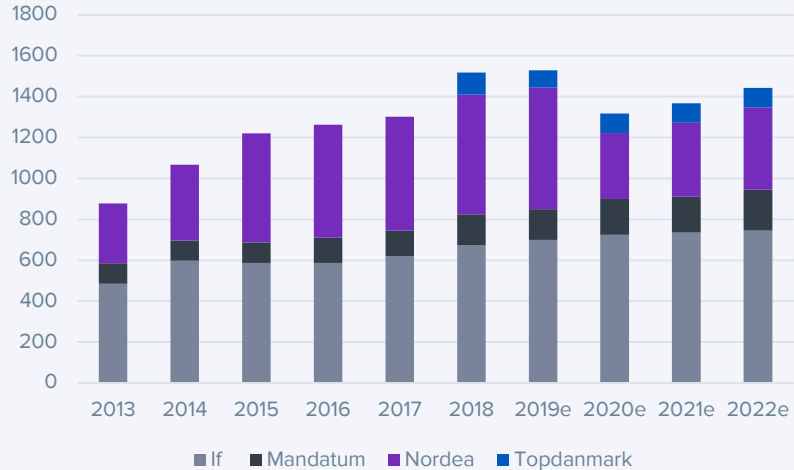
Osinkoennusteiden muutokset:

- 2019e osinko linjassa yhtiön ohjeistuksen (2,1-2,3e) kanssa
- Osinko lasketaan tasolle josta sitä voidaan jälleen lähteä 2020 alkaen kasvattamaan
- Osingon kasvun kulmakerroin on riippuvainen Nordean osingoista, muiden tulosyksiköiden osingon kasvupotentiaali rajallinen
- Sampo tulee päivittämään osinkopolitiikkansa 2020 keväällä. Yhtiö todennäköisesti kertoo tavoittelevansa kasvavaa osinkoa ja emme yllätyisi, mikäli yhtiö siirtyisi useamman kerran vuodessa jaettavaan osinkoon
- Osingonjakosuhteemme on lähes 100 %, mutta aiemmasta poiketen osinko on kestäväällä pohjalla

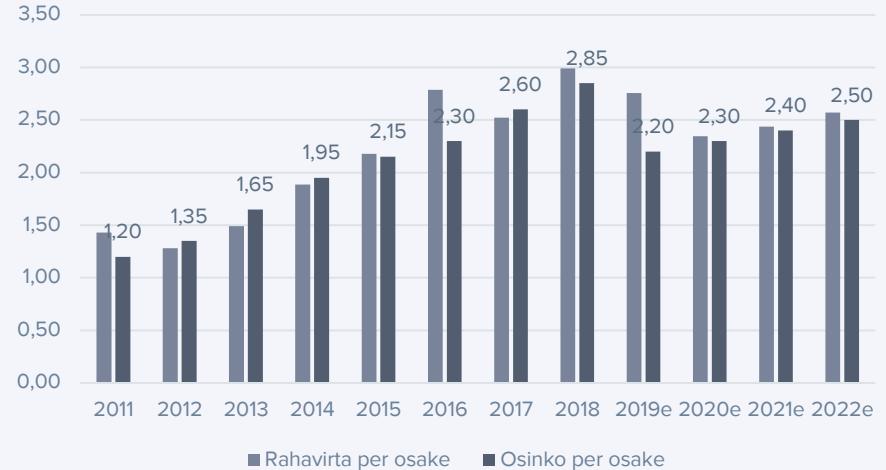
Osinkograafit löytyvät seuraavalta sivulta

Osinkoennusteet graafeina

Sammon sisäiset osingot MEUR



Osinko ja rahavirta per osake



Sammon kassavirrat MEUR	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e	2022e
If	500	544	485	597	587	586	620	675	700	725	735	745
If lisäosinko						293						
Mandatum	100	0	100	100	100	125	125	150	150	175	175	200
Mandatum lisäosinko							150	150				
Nordea	250	224	293	370	533	551	557	585	594	322	362	402
Holdings	-50	-50	-44	-11	-1	5	-40	-7	2	-15	-15	-15
Topdanmark								107	84	96	96	96
Yhteensä	800	718	834	1056	1219	1560	1412	1660	1530	1303	1353	1428
Rahavirta per osake	1,43	1,28	1,49	1,89	2,18	2,79	2,52	2,99	2,76	2,35	2,44	2,57
Osinko per osake	1,20	1,35	1,65	1,95	2,15	2,30	2,60	2,85	2,20	2,30	2,40	2,50
Rahavirran jakosuhte-%	84 %	105 %	111 %	103 %	99 %	83 %	103 %	95 %	80 %	98 %	99 %	97 %
Osingon kasvu-%		12,5 %	22,2 %	18,2 %	10,3 %	7,0 %	13,0 %	9,6 %	-22,8 %	4,5 %	4,3 %	4,2 %

HUOM: Osingot laskettu kalenterivuoden aikana saaduista osingosta

Tuotto-odotus osingon varassa

Osien summan preemio ei enää perusteltu

Olemme tarkistaneet näkemyksemme Sammon osien summasta 36,7 euroon (aik. 35,7 euroa). Taustalla ovat Nordean sekä Topdanmarkin kurssiliikkeet ja muilta osin arvot ovat pysyneet ennallaan. Käytämme osien summa laskelmassamme Nordean ja Topdanmarkin käypinä arvoina niiden osakekursseja. If:n ja Mandatumin arvot laskemme niiden verrokkiryhmien perusteella. Sammon tekemät sijoitukset on huomioitu niiden kirjanpitoarvoilla.

Olemme aiemmin perustelleet osien summaa korkeampaa tavoitehintaa sillä, että Sammon osat ovat yhdessä arvokkaammat kuin erikseen johtuen niiden toisiaan tasaavasta riskiprofilista ja kokonaisuuden poikkeuksellisen ennustettavista sekä vakaista kassavirroista. Tämä näkemys ei mielestämme ole enää validi Sammon ja Nordean osingon leikkauksien seurauksena. Näkemyksemme mukaan osien summa antaa hyvän kuvan Sammon käyvästä arvosta, mutta emme näe perusteluita että osaketta tulisi hinnoitella yli/alle tämän tason.

Osinkotuotto edelleen kohtuullisen hyvä

Päivitetyn osinkoennusteemme myötä Sammon osinkotuotto (6,2 %) on laskenut selvästi lähemmäs tämän vuosikymmenen keskiarvoa (5,5 %). Taso on hieman verrokkiryhmää (sivu 9) korkeampi, mutta pidämme tätä perusteltuna Sammon osinkoon liittyvän epävarmuuden johdosta (uusi politiikka keväällä 2020 ja Nordean käänteen onnistuminen).

Myös osinkomallin (DDM) mukainen arvo Sammolle on laskenut merkittävästi isojen ennusteleikkausten myötä. Päivitetty arvo on 39,8 euroa (aik. 49e) ja tämä tukee myös näkemystämme osakkeen selvästi kaventuneesta nousuvarasta.

Kokonaisuutena osinko on kuitenkin edelleen hyvällä tasolla ja korostamme, että osinko on vihdoin kestäväällä pohjalla. Näin ollen osinko on varsin turvallinen ja ennustettava, vaikka sijoittajien luottamus Sammon osinkoja kohtaan voikin ymmärrettävistä syistä olla koetuksella 10 vuotisen osingon kasvuputken katkeamisen jälkeen.

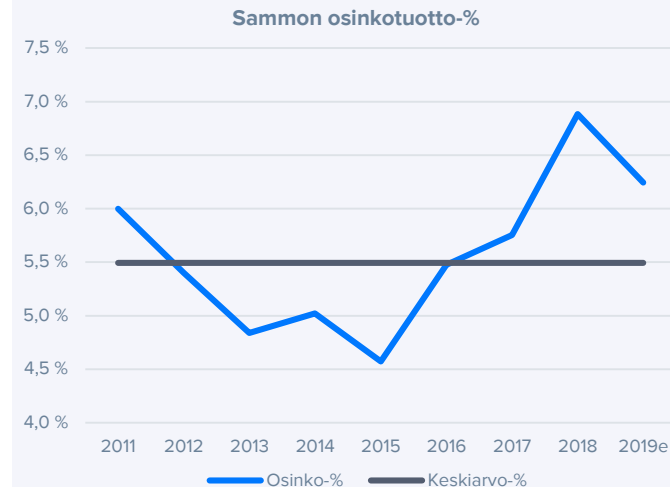
Tuotto-odotus nojaa täysin osinkoon

Näkemyksemme mukaan Sammon osake on tällä hetkellä oikein hinnoiteltu ja lähivuosien tuotto-odotus nojaa osinkoon (2019e: 6,2 %) sekä osingon maltilliseen kasvuun (2020 alk. ~4 % p.a.). Tästä korkeampi tuotto-odotus vaatisi mielestämme osien summan kasvua, jossa paino nojaa käytännössä täysin Nordean käänteen onnistumisen ja/tai yritysjärjestelyiden varassa.

Arvostustaso	2019e	2020e	2021e
Osakekurssi	35,2	35,2	35,2
Osakemäärä, milj. kpl	555,4	555,4	555,4
Markkina-arvo	19565	19565	19565
P/E (oik.)	16,4	13,0	12,1
P/E	16,4	13,0	12,1
P/B	1,6	1,6	1,5
Osinko/tulos (%)	102,3 %	84,6 %	82,5 %
Osinkotuotto-%	6,2 %	6,5 %	6,8 %

Lähde: Inderes

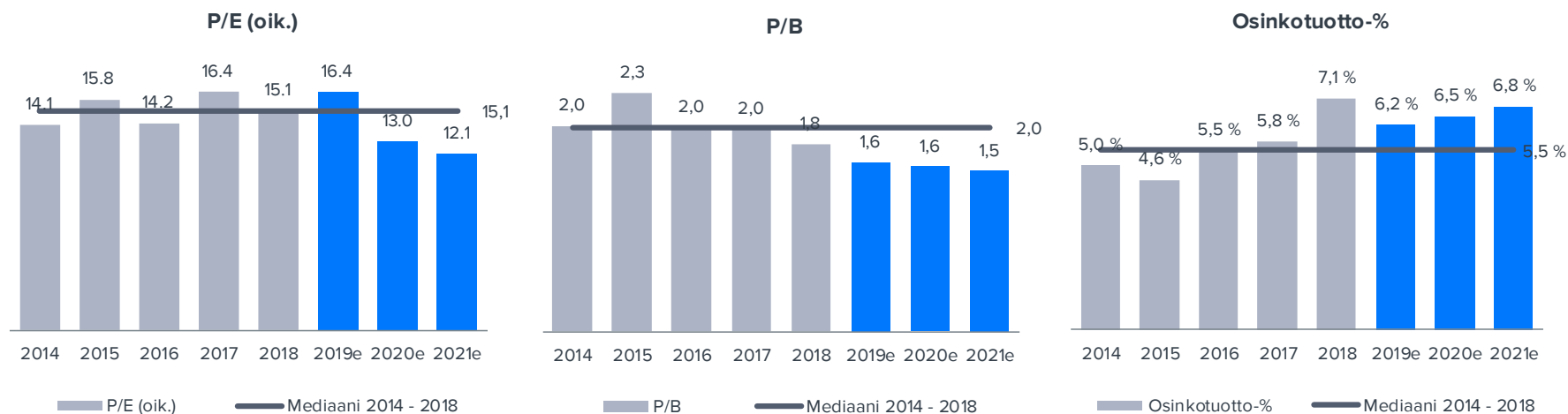
Osien summa	Uusi	Vanha
If	12500	12500
Mandatum	2580	2580
Nordea	5337	4575
Topdanmark	1758	1945
Nettovelka (sis. muut sijoitukset)	-1797	-1797
Yhteensä (MEUR)	20378	19803
Per osake (EUR)	36,7	35,7



Arvostustaulukko

Arvostustaso	2014	2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e	2022e
Osakekurssi	38,8	47,0	42,0	45,2	40,4	35,2	35,2	35,2	35,2
Osakemäärä, milj. kpl	560,0	560,0	560,0	555,4	555,4	555,4	555,4	555,4	555,4
Markkina-arvo	21739	26320	23520	25091	22436	19565	19565	19565	19565
P/E (oik.)	14,1	15,8	14,2	16,4	15,1	16,4	13,0	12,1	11,5
P/E	14,1	15,8	14,2	11,2	13,3	16,4	13,0	12,1	11,5
P/B	2,0	2,3	2,0	2,0	1,8	1,6	1,6	1,5	1,5
Osinko/tulos (%)	70,9 %	72,4 %	78,0 %	64,5 %	93,8 %	102,3 %	84,6 %	82,5 %	81,5 %
Osinkotuotto-%	5,0 %	4,6 %	5,5 %	5,8 %	7,1 %	6,2 %	6,5 %	6,8 %	7,1 %

Lähde: Inderes



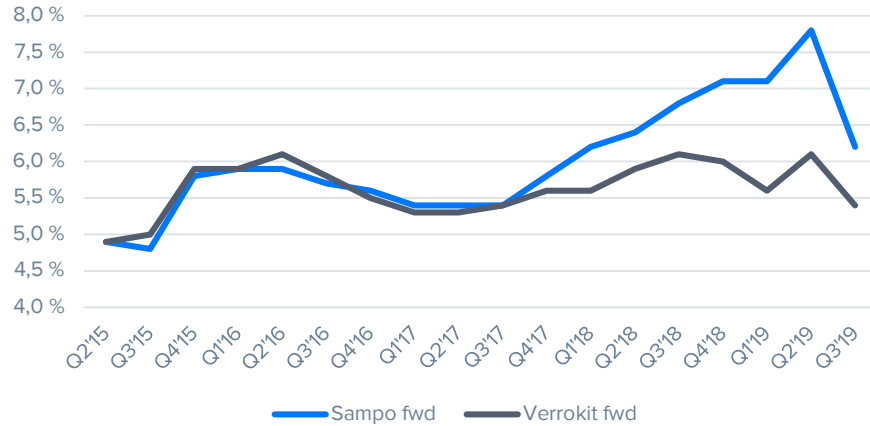
Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	P/E		Osinkotuotto-%		P/B
				2019e	2020e	2019e	2020e	2019e
Aviva	426,40	19096	14342	7,1	7,1	7,4	7,7	1,0
Prudential	91,57	33077	39203	7,6	7,1	4,3	4,7	0,8
Nordea	6,63	26722	158773	10,5	9,6	7,7	8,9	0,8
RSA Insurance Group	531,20	6283	6679	13,6	11,6	4,2	5,0	1,5
AXA	24,30	58274	57633	8,7	8,2	6,2	6,5	0,9
Allianz	223,50	93911	111425	11,6	10,9	4,3	4,6	1,3
Topdanmark	313,80	3784	4014	17,4	18,0	5,5	5,4	4,4
Gjensidige	173,35	8487	8546	18,1	20,5	4,2	5,4	3,5
Zurich Insurance Group	393,50	53003	59584	14,3	13,0	5,1	5,4	1,7
Tryg	190,20	7641	8830	20,8	21,9	4,2	4,4	4,8
Direct Line Insurance	289,10	4566	4218	10,2	10,6	9,0	9,4	1,5
SEB	96,94	19486	77842	10,9	10,5	6,9	7,2	1,4
Handelsbanken	97,00	17349	121174	11,1	11,0	6,0	6,4	1,2
Storebrand	65,16	2987	5636	12,8	11,5	5,1	6,3	0,9
Assicurazioni Generali	18,47	28855	38591	10,8	10,7	5,2	5,5	1,1
Aegon	4,07	8463	7527	6,0	5,6	7,5	8,0	0,4
Sampo (Inderes)	35,23	19565	23347	16,4	13,0	6,2	6,5	1,6
Keskiarvo				12,0	11,7	5,8	6,3	1,7
Mediaani				11,0	10,8	5,4	5,9	1,2
Erotus-% vrt. mediaani				49 %	20 %	16 %	11 %	31 %

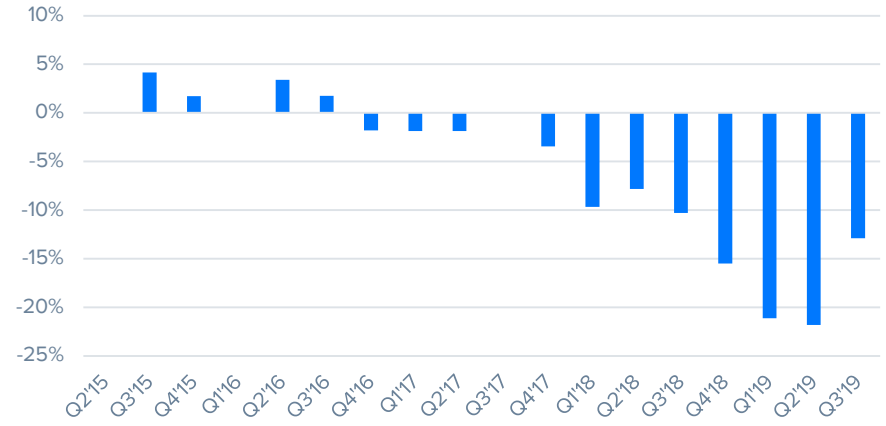
Lähde: Thomson Reuters / Inderes. Huomautus: Inderesin käyttämä markkina-arvo ei ota huomioon yhtiön hallussa olevia omia osakkeita.

Sammon arvostus suhteessa verrokkeihin

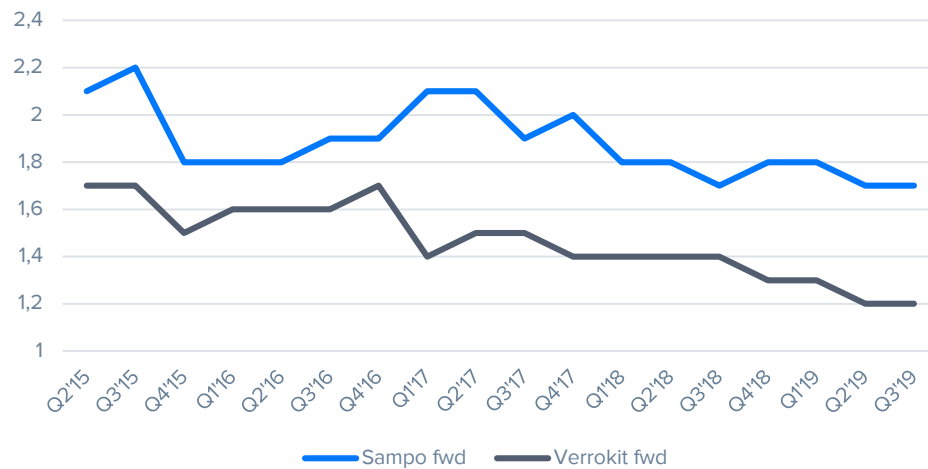
Sammon fwd osinkotuotto vs. verrokkit



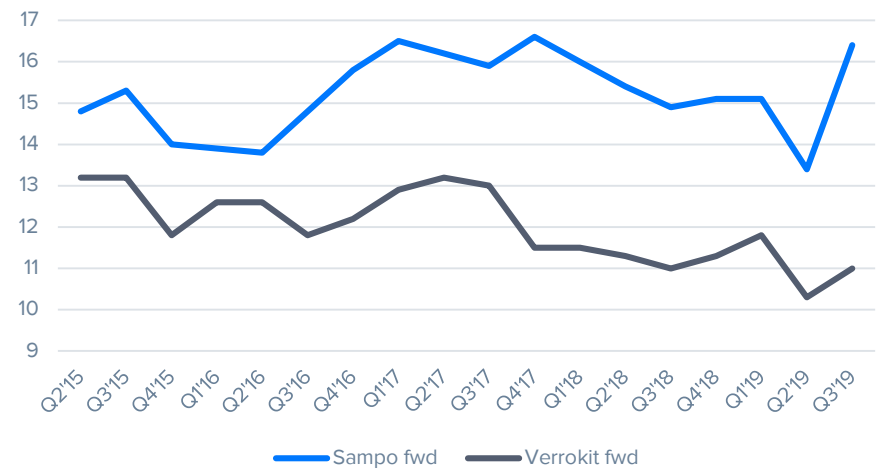
Osinkotuoton premio/alennus



Sammon fwd P/B vs. verrokkit



Sammon fwd P/E vs. verrokkit



Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2017	Q1'18	Q2'18	Q3'18	Q4'18	2018	Q1'19	Q2'19	Q3'19e	Q4'19e	2019e	2020e	2021e	2022e
Vakuutusmaksutulo	5815	2598	1858	1562	1890	7908	2681	1898	1789	2036	8404	8368	8570	8779
If	4357	1518	1046	865	896	4325	1537	1081	891	923	4432	4520	4611	4703
Mandatum	960	243	285	153	393	1074	238	291	160	414	1102	1184	1243	1305
Topdanmark	498	837	527	544	601	2509	906	526	738	700	2870	2663	2716	2771
Käyttökate	2482	445	728	493	429	2095	475	506	96,3	493	1570	1917	2031	2128
Poistot ja arvonalennukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Liikevoitto ilman kertaeriä	1776	445	531	493	429	1898	475	506	96,3	493	1570	1917	2031	2128
Liikevoitto	2482	445	728	493	429	2095	475	506	96,3	493	1570	1917	2031	2128
If	819	193	222	211	222	848	198	242	219	229	888	918	939	951
Mandatum	237	73	240	72	65	450	72	65	61	60	258	235	240	245
Nordea	617	165	223	139	98	625	83	139	-65	161	319	523	604	684
Holdings	-40	-46	-2	6	35	-7	29	7	-159	-5	-128	-15	-15	-15
Topdanmark	848	60	45	65	29	199	92	54	40	47	233	255	263	263
Tulos ennen veroja	2482	445	728	493	429	2095	475	506	96,3	493	1570	1917	2031	2128
Verot	-243	-70	-101	-76	-70	-317	-82	-79	-37	-72	-270	-302	-309	-324
Vähemmistöosuudet	0,0	-27,0	-21,0	-28,0	-15,0	-91,0	-30,4	-23,9	-19,7	-27,4	-101,3	-104,2	-104,8	-100,0
Nettotulos	2239	348	606	389	344	1687	363	403	39,3	393	1199	1510	1616	1704
EPS (oikaistu)	2,76	0,63	0,74	0,70	0,62	2,68	0,65	0,73	0,07	0,71	2,16	2,72	2,91	3,07
EPS (raportoitu)	4,03	0,63	1,09	0,70	0,62	3,04	0,65	0,73	0,07	0,71	2,16	2,72	2,91	3,07
Tunnusluvut	2017	Q1'18	Q2'18	Q3'18	Q4'18	2018	Q1'19	Q2'19	Q3'19e	Q4'19e	2019e	2020e	2021e	2022e
Liikevaihdon kasvu-%	7,5 %	46,6 %	50,6 %	43,7 %	9,8 %	36,0 %	3,2 %	2,2 %	14,5 %	7,7 %	6,3 %	-0,4 %	2,4 %	2,4 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	-5,1%	3,5 %	22,1%	3,9 %	-1,6 %	6,9 %	6,7 %	-4,6 %	-80,5 %	14,9 %	-17,3 %	22,1 %	5,9 %	4,8 %
Käyttökate-%	42,7 %	17,1 %	39,2 %	31,6 %	22,7 %	26,5 %	17,7 %	26,7 %	5,4 %	24,2 %	18,7 %	22,9 %	23,7 %	24,2 %
Oikaistu liikevoitto-%	30,5 %	17,1 %	28,6 %	31,6 %	22,7 %	24,0 %	17,7 %	26,7 %	5,4 %	24,2 %	18,7 %	22,9 %	23,7 %	24,2 %
Nettotulos-%	38,5 %	13,4 %	32,6 %	24,9 %	18,2 %	21,3 %	13,5 %	21,2 %	2,2 %	19,3 %	14,3 %	18,0 %	18,9 %	19,4 %

Lähde: Inderes

Tase

Vastaavaa	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Pysyvät vastaavat	44332	44422	44424	44426	44428
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aineettomat hyödykkeet	2121	2143	2144	2145	2146
Käyttöomaisuus	158	162	163	164	165
Sijoitukset osakkuusyhtiöihin	7765	8065	8065	8065	8065
Muut sijoitukset	23487	23357	23357	23357	23357
Muut pitkäaikaiset varat	10783	10671	10671	10671	10671
Laskennalliset verosaamiset	18,0	24,0	24,0	24,0	24,0
Vaihtuvat vastaavat	4971	4918	4256	4104	4441
Vaihto-omaisuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut lyhytaikaiset varat	1940	2263	2263	2263	2263
Myyntisaamiset	297	294	312	311	319
Likvidit varat	2734	2361	1681	1529	1859
Taseen loppusumma	49303	49340	48680	48530	48869

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Oma pääoma	13508	13014	12626	12915	13254
Osakepääoma	98,0	98,0	98,0	98,0	98,0
Kertyneet voittovarot	10692	10944	10556	10845	11184
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	2058	1344	1344	1344	1344
Vähemmistöosuus	660	628	628	628	628
Pitkäaikaiset velat	34478	35017	34745	34306	34306
Laskennalliset verovelat	638	487	487	487	487
Varaukset	33,0	18,0	18,0	18,0	18,0
Lainat rahoituslaitoksilta	3649	4711	4439	4000	4000
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	30158	29801	29801	29801	29801
Lyhytaikaiset velat	1317	1309	1309	1309	1309
Lainat rahoituslaitoksilta	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut lyhytaikaiset velat	1317	1309	1309	1309	1309
Taseen loppusumma	49303	49340	48680	48530	48869

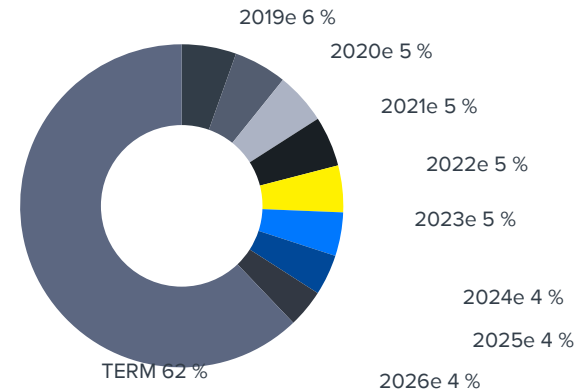
DCF-laskelma

DDM-arvonmääritys (MEUR)	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	TERM	
Sammon saamat osingot	1530	1303	1353	1428	1464	1501	1538	1577	1600	
-Sammon saamien osinkojen kasvu-%	-7,8 %	-14,8 %	3,9 %	5,6 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	1,5 %	
Sammon jakama osinko	1222	1277	1333	1388	1388	1388	1388	1388	24402	
-Osingonjako-%	80 %	98 %	99 %	97 %	95 %	93 %	90 %	88 %		
Sammon osingon kasvu-%	4,5 %	4,5 %	4,3 %	4,2 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	1,5 %	
Disk. osinko	1206	1175	1143	1110	1035	964	899	838	13731	
Disk. Kum osinko	22100	20895	19720	18577	17467	16432	15468	14569	13731	
<hr/>										
Oman pääoman arvo, DDM	22100									
Per osake EUR	39,8									

Pääoman kustannus

Riskitön korko	3,0%
Markkinoiden riskipreemio	4,8%
Yrityksen Beta	0,90
Likviditeettipreemio	0,0%
Pääoman kustannus	7,3%
WACC-%	6,8%

Rahavirran jakauma jaksoittain



Yhteenveto

Tuloslaskelma	2016	2017	2018	2019e	2020e
Vakuutusmaksutulo	5408	5815	7908	8404	8368
Voitto ennen veroja	1872	2482	2095	1570	1917
Nettovoitto	1651	2239	1687	1195	1510
Kertaluontoiset erät	0	706	197	0	0

Tase	2016	2017	2018	2019e	2020e
Taseen loppusumma	37954	49303	49340	48680	48530
Oma pääoma	11934	13508	13014	12626	12915
Nettovelat	1265	915	2350	2758	2471
ROE-%	14,1%	18,1%	13,4 %	9,8 %	12,4 %

Kassavirta MEUR	2016	2017	2018	2019e	2020e
If osinko	586	620	675	700	725
Mandatum osinko	125	125	150	150	175
Nordea osinko	551	557	585	594	322
Topdanmark osinko	0	0	107	84	96
Holdings kulut	5	-40	-7	2	-15
Osingot Sammolle	1267	1262	1510	1530	1303
Sammon jakama osinko	1288	1444	1583	1222	1277

Osakekohtaiset luvut	2016	2017	2018	2019e	2020e
EPS (raportoitu)	2,95	4,03	3,04	2,15	2,72
EPS (oikaistu)	2,95	2,76	2,68	2,15	2,72
Kassavirta/osake	2,26	2,27	2,72	2,76	2,35
Osinko / osake	2,30	2,60	2,85	2,20	2,30
Osinko/kassavirta	102 %	114 %	105 %	80 %	98 %
Omapääoma / osake	21,3	23,1	22,3	21,6	22,1

If tunnusluvut	2016	2017	2018	2019e	2020e
Vakuutusmaksutulo	4292	4358	4325	4432	4520
Vakuutusmaksutulon kasvu-%	-2,0 %	1,5 %	-0,8 %	2,5 %	2,0 %
Sijoitustuotot	173	215	229	235	220
Yhdistetty kulusuhde-%	84,4 %	85,7 %	85,2 %	85,1 %	84,3 %
Riskisuhde-%	62,3 %	63,3 %	63,3 %	63,2 %	63,4 %
Kulusuhde-%	22,1 %	22,5 %	21,9 %	21,9 %	20,9 %

Suurimmat omistajat	%-osakkeista
Solidium	10,1 %
Varma	4,0 %
Björn Wahroos	1,5 %
VER	0,7 %
Ilmarinen	0,7 %
Kaleva	0,5 %

Lähde: Inderes

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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

Mahdolliset kannanotot, arviot ja ennusteet ovat esittäjiensä näkemyksiä. Inderes ei vastaa esitettyjen tietojen sisällöstä tai paikkansapitävyydestä. Inderes tai sen työntekijät eivät myöskään vastaa tämän raportin perusteella tehtyjen päätösten taloudellisesta tuloksesta tai muista vahingoista (välittömät ja välilliset vahingot), joita tietojen käytöstä voi aiheutua. Raportilla esitettyjen tietojen perustana oleva informaatio voi muuttua nopeastikin. Inderes ei sitoudu ilmoittamaan esitettyjen tietojen/kannanottojen mahdollisista muutoksista.

Tuotetut raportit on tarkoitettu informatiiviseen käyttöön, joten raportteja ei tule käsittää tarjoukseksi tai kehotukseksi ostaa, myydä tai merkitä sijoitustuotteita. Asiakkaan tulee myös ymmärtää, että historiallinen kehitys ei ole tae 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 tämänhetkisen hinnan ja 12 kuukauden tavoitehintamme väliseen prosenttieroön. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituskin myy, vähennä, lisää ja

osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään neljä 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 arvon mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmääritysmenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF) ja lisäarvomalli (EVA), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmääritysmenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

Inderesin suosituspolitiikka perustuu seuraavaan jakaumaan suhteessa osakkeen nousuvaraan 12-kk tavoitehintaan:

Osta	>15 %
Lisää	5-15 %
Vähennä	-5-5 %
Myy	< -5 %

Inderesin tutkimusta laatineilla analytikoilla tai Inderesin työntekijöillä ei voi olla 1) merkittävän taloudellisen edun ylittäviä omistuksia tai 2) yli 1 %:n omistusosuuksia missään tutkimuksen kohteena olevissa yhtiössä. Inderes Oy voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoitavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oy:n omistukset esitetään yksilöitynä mallisalkussa. Inderes Oy:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin laatineen analyytikon palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oy: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 Corporate Broking -palveluita, joiden tavoitteena on parantaa yhtiön ja pääomamarkkinoiden välistä kommunikaatiota. Näitä palveluita ovat sijoittajatilaisuuksien ja -tapahtumien järjestäminen, sijoittajaviestintään liittyvä neuvonanto, sijoitustutkimusraporttien laatiminen.

Suositushistoria (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
12/02/2015	Lisää	45,00 €	43,00 €
07/05/2015	Lisää	45,00 €	42,70 €
13/08/2015	Lisää	48,00 €	45,27 €
14/09/2015	Lisää	48,00 €	44,60 €
06/11/2015	Lisää	48,00 €	45,30 €
10/02/2016	Lisää	45,00 €	39,17 €
12/05/2016	Lisää	43,00 €	39,00 €
10/08/2016	Lisää	43,00 €	38,06 €
10/10/2016	Lisää	43,00 €	40,47 €
03/11/2016	Lisää	44,00 €	40,67 €
09/02/2017	Lisää	46,00 €	42,15 €
16/03/2017	Lisää	46,00 €	43,15 €
12/05/2017	Lisää	47,00 €	45,60 €
09/08/2017	Lisää	47,00 €	45,28 €
03/11/2017	Lisää	47,00 €	45,18 €
08/02/2018	Lisää	48,00 €	46,78 €
11/05/2018	Lisää	46,00 €	43,86 €
09/08/2018	Lisää	46,00 €	42,94 €
08/11/2018	Lisää	46,00 €	41,20 €
08/02/2019	Lisää	46,00 €	42,16 €
09/05/2019	Lisää	43,00 €	39,69 €
08/08/2019	Lisää	42,00 €	37,69 €
25/10/2019	Lisää	37,00 €	35,76 €

Inderes on kaikille osakesijoittajille avoin analyysipalvelu ja yhteisö. Toimintaamme ohjaavat viisi periaatetta: riippumattomuus, laadukas analyysi, intohimo osakemarkkinoita kohtaan, pääomamarkkinoiden avoimuuden parantaminen sekä toiminta yhteisönä yhteisen hyvän edistämiseksi. Tavoittemme on vaikuttaa positiivisesti yhteiskuntaan edistämällä kotimaista omistajuutta ja kansankapitalismia. Yhteisöömme kuuluvat sijoittajat oppivat tuntemaan kohdeyhtiöt paremmin, ymmärtävät omistajuuden merkityksen ja voivat kehittyä paremmiksi sijoittajiksi. Pörssiyrityksille varmistamme, että yhtiöstä on jatkuvasti sijoittajien ja omistajien saatavilla laadukasta tietoa päätöksentekoon. Inderes-yhteisöön kuuluu yli 35 000 aktiivista sijoittajaa ja yli 100 kotimaista pörssiyritystä, jotka haluavat pitää omistajiensa tietotarpeista huolta. Palvelemme yhteisöämme yli 20 työntekijän tiimillä intohimosta osakesijoittamiseen.

Inderes Oy

Itämerentori 2
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

Palkittua analyysiä osoitteessa www.inderes.fi

Palkinnot



STARMINE
ANALYST AWARDS
FROM REFINITIV



THOMSON REUTERS
ANALYST AWARDS
WINNER



2012, 2016, 2017, 2018,
2019

Suositus- ja
ennustetarkkuus



2014, 2016, 2017, 2019

Suositustarkkuus



2014, 2015, 2016, 2018,
2019

Suositus- ja
ennustetarkkuus



2012, 2016, 2018, 2019

Suositustarkkuus



2015, 2018

Suositus- ja
ennustetarkkuus



2017, 2019

Suositustarkkuus



2017

Suositustarkkuus



2018

Ennustetarkkuus



2019

Suositustarkkuus

**Analyysi kuuluu
kaikille.**