

Kärsivällisyys Nordean kanssa alkaa olla koetuksella

Sammon eilinen Q3-raportti oli odotetun hyvä ja tulosenusteemme ovat pysyneet ennallaan. Olemme tarkistaneet osinkoennusteitamme lievästi ylöspäin ja osinkotuotto alkaa lähennellä erittäin houkuttelevaa 7 %:n tasoa. Matalariskisen osingon sekä yritysjärjestelyoption ansiosta pidämme osakkeen tuotto-odotusta edelleen hyvänä ja toistamme 46,0 euron tavoitehintamme sekä lisää-suosituksemme.

Odotuksien mukainen Q3-tulos

Sammon Q3-raportti osui pitkälti ennusteisiin. Yhtiön voitto ennen veroja oli 490 MEUR ja se ylitti konsensuksen 467 MEUR:n ennusteen (Inderes 472 MEUR). Tulositylitys johtui odotuksia paremmista sijoitustuotoista Mandatumissa sekä konsernin omissa sijoitustoiminnassa ja operatiivisesti tulos oli linjassa odotuksien kanssa. If numerot olivat odotetun hyvät ja yhtiö jatkoi alkuvuoden aikana nähtyä vahvaa orgaanista kasvuaan myös Q3:lla. Yhtiö korotti If:n osinkoa 9 %:lla 675 MEUR:oon ja lisäksi Mandatum jakoi emoyhtiölle 150 MEUR:n lisäosingon Danskelta saadun kertakorvauksen seurauksena. Etenkin If:n osingon korotus oli selkeä positiivinen yllätys ja se vahvistaa lähivuosien osinkonäkymiä.

Kärsivällisyys Nordean kanssa alkaa olla koetuksella

Nordean heikko tulos oli ennakkoon tiedossa ja luonnollisesti myös Sampo oli pettynyt kehitykseen. Stadighin kommentit Nordeasta olivat kuitenkin yllättävän negatiivisia suhteessa esimerkiksi Q2:n varsin myönteisiin kommentteihin. Stadigh kutsui nykyistä Nordean tilannetta pohjanoteeraukseksi ja totesi, että vaikka Sampo onkin kärsivällinen omistaja, alkaa myös sen kärsivällisyys olla koetuksella. Nordean osingon suhteen Stadigh piti sen jatkuvaa kasvua ”itsestään selvänä” vaatimuksena ja totesi olevansa ”hyvin pettynyt” mikäli Nordea ei nosta osinkoaan ensi keväänä.

Osinkovirta vahvistuu

Olemme pitäneet tulosenusteemme ennallaan ja odotamme Sammolta lähivuosilta noin 2000 MEUR:n kertatuotoista oikaistua tulosta. Tuloksen kasvuajurit ovat vähissä ja tuloksen selkeä kasvu nykytasolta vaatisi näkemyksemme mukaan korkojen nousua tai vaihtoehtoisesti Nordean tuloksen selkeää parantumista. Osinkoennusteemme ovat kohonneet 2-3 %:lla lähivuosille johtuen If:n tekemästä osingon tasokorotuksesta. Osinko tulee pysymään kasvussa lähivuosina, mutta näkemyksemme mukaan yhtiö joutuu 2020 alkaen tukemaan osingon kasvua omasta taseestaan osingon ylittäessä saadun kassavirran. Summat ovat kuitenkin pieniä ja vakavaraisena toimijana Sammolla on tähän hyvinkin varaa. Osingon kasvu tulee kuitenkin väistämättä hidastumaan selvästi ilman tuloksen kääntymistä kestäväan kasvuun.

Arvostuksessa pitkistä aikaa nousuvaraa

Olemme tarkistaneet arviotamme Sammon osien summasta 39 euroon (aik. 40e) johtuen Nordean kurssilaskusta. Pidämme edelleen perusteltuna, että Sampo hinnoitellaan preemiolla suhteessa sen osien summaan johtuen sen osien toisiaan tasaavasta riskiprofilista. Yhtiön osinkotuotto alkaa lähennellä kurssilaskun jälkeen 7 %:n tasoa ja pidämme tätä erittäin houkuttelevana, varsinkin kun osinko tulee vielä lähivuodet pysymään kasvussa. Mielestämme markkina hinnoittelee Sammon osakkeeseen turhan paljon Nordean heikkoutta ja näemmekin arvostustasossa pitkistä aikaa kohtuullista nousuvaraa. Osakkeen kokonaistuottoa tukee myös positiivinen yritysjärjestelyoptio.

Analyttikko

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



Suositus

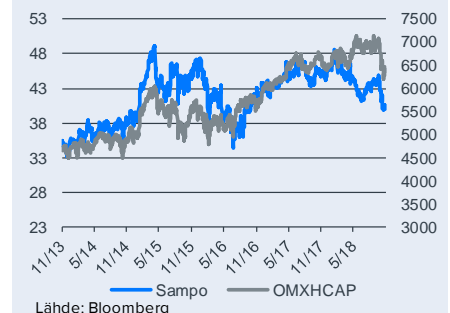
Lisää



Edellinen: Lisää

Tavoitehintaa 46,00 EUR

Edellinen: 46,00



Eiillisen päätös 41,05 EUR

12 kk vaihteluväli 39,49-48,92 EUR

Potentiaali 12,1 %

Ohjeistus

Sampo odottaa liiketoiminta-alueidensa raportoivan hyvän toiminnallisen tuloksen vuonna 2018. If:n yhdistetyn kulusuhteen odotetaan olevan 85-87 %.

Ohjeistusmuutos: Tarkennus

Avainluvut

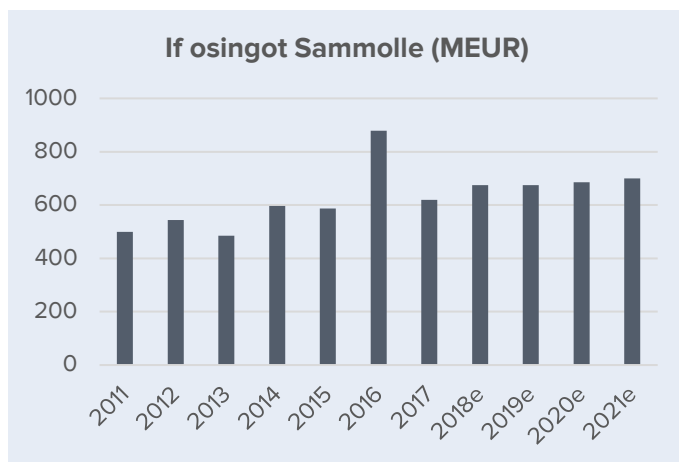
	PTP	EPS	DPS	Osinko/ rahavirta	Rahavirta	Rahavirta	NAV	P/B	EV/ EBIT	P/E	Osinko- tuotto
	MEUR	EUR	EUR	(-%)	MEUR	EUR	(x)	(x)	(x)	(x)	%
2016	1 872	2,95	2,30	82 %	1568	2,80	21,3	2,0	13,2	14,2	5,5 %
2017	2 482	4,03	2,60	94 %	1547	2,76	23,1	2,0	11,0	16,4	5,8 %
2018e	2 131	3,10	2,80	96 %	1624	2,92	23,6	1,7	17,3	14,9	6,8 %
2019e	1 957	2,85	3,00	109 %	1524	2,74	23,7	1,7	14,0	14,4	7,3 %
2020e	2 024	2,95	3,10	109 %	1573	2,83	23,6	1,7	12,2	13,9	7,6 %
Markkina-arvo, MEUR			22797	OPO / osake 2018e, EUR			23,64	CAGR EPS, 2017-2020, %			-9,9 %
Nettovelka 2018e, MEUR			738	P/B 2018e			1,7	CAGR osinko, 2017-2020, %			6,0 %
Yritysarvo (EV), MEUR			24681	Nettovelkaisuusaste 2018e, %			5,4 %	ROE 2018e, %			13,3 %

Odotetun hyvä Q3-raportti

Tulos linjassa odotuksien kanssa

Sammon Q3-raportti osui pitkälti ennusteisiin. Yhtiön voitto ennen veroja oli 490 MEUR ja se ylitti konsensuksen 467 MEUR:n ennusteen (Inderes 472 MEUR). Tulositylitys johtui odotuksia paremmista sijoitustuotoista Mandatumissa sekä konsernin omassa sijoitustoiminnassa ja operatiivisesti tulos oli linjassa odotuksien kanssa.

If:n tulos oli jälleen erittäin hyvä (Q3'18: 211 MEUR) ja vakuutustekninen suorittaminen erinomaista (Q3'18 yhdistetty kulusuhde: 85,8 %), vaikka yhtiö kärsikin katsauskaudella normaalia enemmän suurvahingoista. Ilahduttavaa oli myös se, että If jatkoi alkuvuonna nähtyä vahvaa orgaanista kasvuaan. Kasvun taustalla ovat sekä volyyymi, että hinnoittelu. Korostamme, että If:n kasvussa kyse ei ole kasvun haalimisesta kannattavuuden kustannuksella. Epäsuotuisista valuuttakursseista johtuen tämä kasvu ei heijastu If:n raportoituuihin numeroihin. Yhtiö myös korotti If:n osinkoa 9 %:lla 675 MEUR:oon. Historiallisesti If:n osingon korotukset ovat olleet pysyviä (pl. 2016 lisäosinko) ja Stadighin toimitusjohtaja kaudella If:n osinkovirta on kasvanut keskimäärin 7 % vuodessa. Olemmekin nostaneet If:n osinkoennusteita tämän myötä. Sampo tarkensi odotetusti ohjeistustaan ja odottaa nyt If:n yhdistetyn kulusuhteen olevan 85-87 %.



Mandatumin tulos oli odotuksia vahvempi johtuen hyvistä sijoitustuotoista. Myös kustannusliikkeen tulos säilyi vahvana. Mandatum jakoi emoyhtiölle 150 MEUR:n lisäosingon Danskelta

Ennustetaulukko MEUR / EUR	Q3'17	Q3'18	Q3'18e	Q3'18e	Konsensus		Erotus (%)	2018e
	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Tot. vs. Inderes	Inderes
Voitto ennen veroja	1181	490	472	467	446	491	4 %	2131
IF PTP	202	211	217	209	180	231	-3 %	846
Mandatum PTP	64	72	55	57	44	75	31 %	440
Holdings PTP (sis. Nordea)	169	143	138	139	127	153	4 %	635
Topdanmark	744	65	62	63	39	80	5 %	210
EPS (oikaistu)	0,74	0,69	0,68	0,68	0,64	0,73	1 %	2,76

Lähde: Inderes & Vara (konsensus)

saadun kertakorvauksen seurauksena ja koko vuodelta Mandatumin osinko on nyt 300 MEUR.

Kärsivällisyys Nordean kanssa alkaa olla koetuksella

Nordean heikko tulos oli jo ennakkoon tiedossa ja luonnollisesti myös Sampo oli pettynyt Nordean kehitykseen. Stadighin kommentit Nordeasta olivat kuitenkin jopa yllättävän negatiivisia suhteessa esimerkiksi Q2:n varsin myönteisiin kommentteihin. Stadigh kutsui nykyistä Nordean tilannetta pohjanoteeraukseksi ja totesi, että vaikka Sampo onkin kärsivällinen omistaja, alkaa myös sen kärsivällisyys olla koetuksella.

Stadigh toisti luottonsa Nordean strategiaa kohtaan ja totesi, että Nordean oman pääoman tuoton pitää olla selvästi nykyistä korkeampi, jotta se täyttää Sammon tavoitteet. Nordean osingon suhteen Stadigh piti osingon jatkuvaa kasvua "itsestään selvänä" vaatimuksena pääomistajalta ja totesi olevansa "hyvin pettynyt", mikäli Nordea ei nosta osinkoaan ensi keväänä.

Sammon osingon suhteen Stadighin kommentit jatkoivat alkuvuoden linjaa. Stadigh totesi, että osinkoa tullaan korottamaan ja Sampo haluaa säilyttää osingon tasaisen kasvun. Viesti on mennyt markkinoilla hyvin läpi, sillä yksikään analyytikko ei ennusta osingon pysymistä paikallaan (tai laskua) lähivuosille.

Konsernin suorien sijoitustensa (Nordax, Saxo, Asiakastieto, Nets ja Intrum) osalta yhtiö totesi, että se ei enää aktiivisesti etsi uusia sijoituksia ja oli tyytyväinen nykyisiin noin 1 miljardin euron sijoituksiin. Sampo on valmis kasvattamaan suorien sijoitusten määrää 1,5 miljardiin, mutta osa tästä rahasta on korvamerkitty nykyisten kohteiden jatkorahoitukseen.

Ei isoja ennustemuutoksia

Tuloskasvua vaikea löytää

Odotamme Sammolta lähivuosilta vakaata noin 2000 MEUR:n tulosta ennen veroja kertaeristä oikaistuna. Tuloksen kasvuajurit ovat vähissä johtuen laskevista sijoitustuotoista, Nordean vaisuhkoista tulonäkymistä ja jo valmiiksi erinomaisesta vakuutusteknisestä tuloksesta. Mielestämme tuloksen selkeä kasvu vaatisi taakseen korkojen nousua tai vaihtoehtoisesti Nordean tuloskunnan selkeää parantumista. Korkojen nousun suhteen näkymä on varsin vaisu, sillä EKP tulee pitämään korot alhaalla vielä ainakin vuoden ja taloussykli uhkaa kääntyä, ennen kuin korkotaso ehtii Euroopassa elpyä. Lisäksi korostamme, että mikäli korkotaso nousisi Euroopassa selvästi, tarkoittaisi se todennäköisesti nykyisen härkämärkinän päättymistä ja tällä olisi selkeä negatiivinen vaikutus Sammon tulokseen.

Nordean osalta Q3-raportti herätti jälleen huolia yhtiön lähivuosien tulospotentialista. Markkina on edelleen hyvin skeptinen Nordean tulonäkymien suhteen ja konsensus ei odota oleellista tuloskasvua. Vaikka huolet Nordean oman IT-projektin onnistumisen suhteen ovat vähentyneet, ovat markkinan huolet pankkisektorin murroksesta ja perinteisten pankkien roolista kasvaneet. Tämän seurauksena myös markkinan tulosestimateet ovat pysyneet vaatimattomalla tasolla.

Osinkoennusteita nostettu jälleen

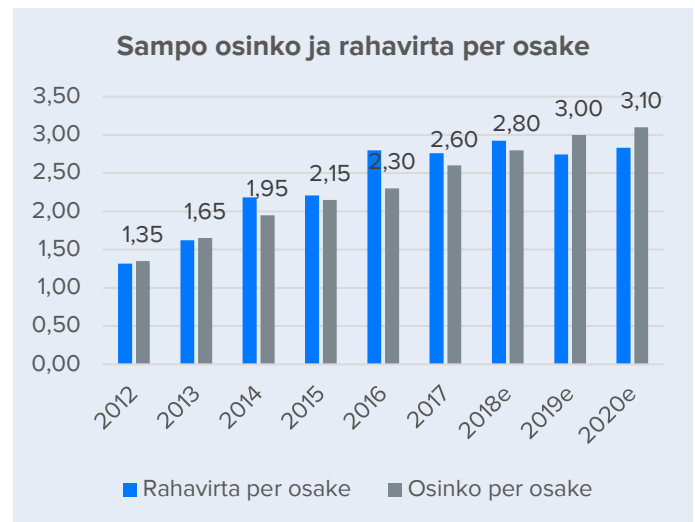
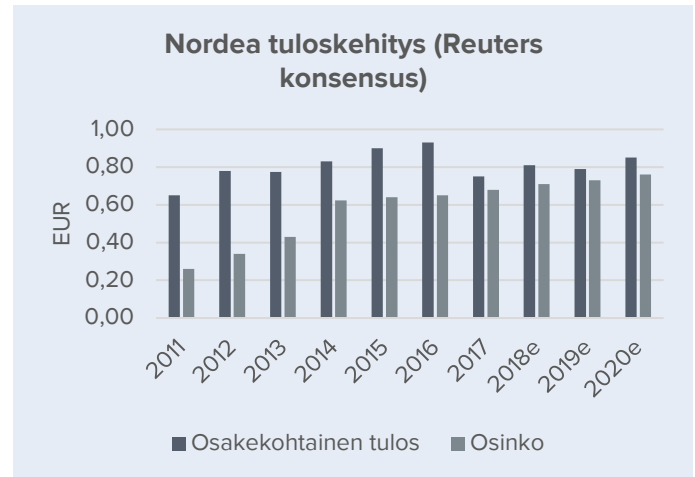
Osinkoennusteemme ovat nousseet hieman ja ennustamme nyt 2018 ja 2019 osingoiksi 2,80 euroa (aik. 2,75 euroa) ja 3,00 euroa (aik. 2,85 euroa). Ennustenostojen taustalla on etenkin If:n kohonnut voitonjako sekä johdon varsin positiiviset kommentit voitonjakoon liittyen viimekvartaaleina. Osinkoennusteemme ovat lievästi ennen Q3-tulosta laaditun konsensuksen yläpuolella ja odotammekin konsensuksen korjaavan lievästi osinkoennusteitaan ylöspäin Q3-raportin myötä.

Yhtiön kassavirta tulee 2018 osalta olemaan erittäin hyvä johtuen Mandatumin lisäosingosta. 2019 jälkeen yhtiö joutuu kuitenkin tukemaan osinkoa myös taseellaan (osinko yli kassavirran). Taseesta tarvittavat summat ovat pieniä ja yhtiöllä on tähän ylikapitalisoituneen taseensa puolesta varaa. Laskelmiemme mukaan vuosien 2018-2021 ennustamiimme osinkoihin yhtiö tarvitsee taseestaan noin 400 MEUR. Summa on Sammon mittakaavassa hyvin vaatimaton ja esimerkiksi

Ennustemuutokset MEUR / EUR	2017e		Muutos %	2019e		Muutos %	2020e		Muutos %
	Vanha	Uusi		Vanha	Uusi		Vanha	Uusi	
Tulos ennen veroja	2143	2131	-1 %	1962	1957	0 %	2013	2024	1 %
If	857	846	-1 %	858	849	-1 %	857	857	0 %
Mandatum	423	440	4 %	210	223	6 %	215	225	5 %
Nordea	708	684	-3 %	688	681	-1 %	731	731	0 %
Holdings (excl. Nordea)	-62,0	-49,0		-25	-27	8 %	-25	-25	0 %
EPS (ilman kertaeriä)	2,79	2,76	-1 %	2,86	2,85	0 %	2,94	2,95	0 %
Osakekohtainen osinko	2,75	2,80	2 %	2,90	3,00	3 %	3,00	3,10	3 %

Lähde: Inderes

viimeisen 12kk aikana tehtyjen suorien finanssisijoitusten kohtuullinen menestys riittäisi helposti paikkaamaan tämän. Yhtiön johto on useaan otteeseen todennut, että osinkoa voidaan tarvittaessa tukea taseen kautta. Pitkällä aikavälillä on kuitenkin selvää, että Sammon kestävä osingon kasvattaminen nykytasolta vaatii korkeampaa tulosta, jossa katseet kohdistuvat jälleen Nordeaan, korkojen nousuun tai yritysjärjestelyihin.



Osinko alkaa olla hyvin houkuttelevalla tasolla

Preemio osien summaan perusteltu

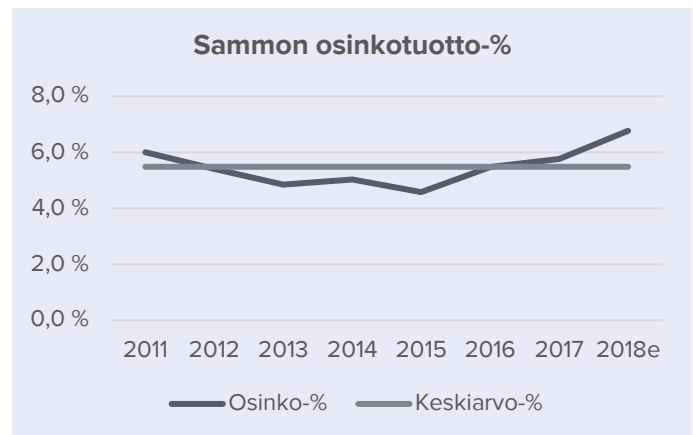
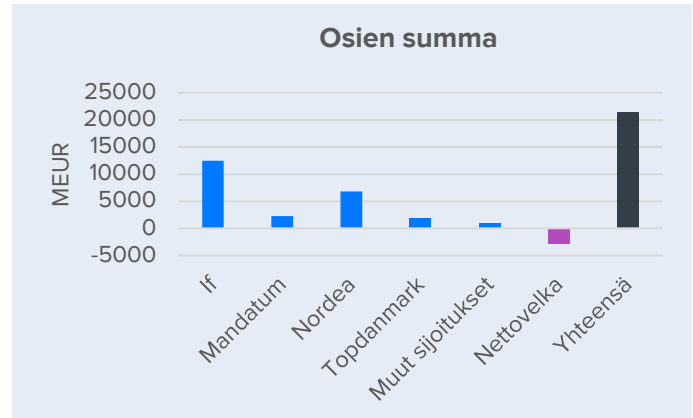
Olemme tarkistaneet arviotamme Sammon osien summasta 39 euroon (aik. 40e) johtuen Nordean kurssilaskusta. Pidämme edelleen perusteltuna, että Sampoja hinnoitellaan preemiolla suhteessa sen osien summaan johtuen sen osien toisiaan tasaavasta riskiprofilista. Toisin sanoen osat ovat arvokkaammat yhdessä kuin erikseen, koska yhdessä osat tekevät Sammon riskitasosta poikkeuksellisen matalan, joka heijastuu mm. matalana tulosvolatiliteettina sekä vakaana osinkona.

Yhtiön osinkotuotto alkaa lähennellä kurssilaskun jälkeen 7 %:n tasoa ja pidämme tätä erittäin houkuttelevana, varsinkin kun osinko tulee vielä lähivuodet pysymään kasvussa (lähivuosien kasvu noin 4 %). Osinkoon liittyy mielestämme poikkeuksellisen matala riski ja näin ollen selvästi verokkiryhmää korkeampi osinkotuotto (+12 %) ei mielestämme ole perusteltu. Historiallisesti Sammon osinkotuotto on ollut vertailuryhmän alapuolella.

Kokonaisuutena mielestämme markkina hinnoittelee Sammon osakkeeseen turhan paljon Nordean heikkoutta ja näemmekin arvostustasossa pitkää aikaa kohtuullista nousuvaraa. Osakkeen kohtuullinen nousuvara yhdessä vahvan osingon kanssa ovat nostaneet osakkeen tuotto-odotuksen hyvälle tasolle ja tuotto-odotusta tukee myös positiivinen yritysjärjestelyoptio.

Yritysjärjestelyoptio on viimeisen kahden vuoden aikana nostanut päätään selvästi ja Sampo on toteuttanut useita transaktioita, joista osoituksena mm. Topdanmark ostotarjous, Nordax, Nets ja Saxo. Lisäksi ABN Amron ja Nordean fuusiotunnustelu on terve muistutus siitä, että myös suuremmat järjestelyt ovat Sammon tapauksessa aina mahdollisia. Sammon

näytöt yritysjärjestelyistä ja omistaja-arvon luonnista ovat poikkeuksellisen hyvät ja mielestämme yritysjärjestelyoptio arvo on sijoittajille selvästi positiivinen.



Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo	Yritysarvo	P/E		Osinkotuotto-%		P/B
	MEUR	MEUR	MEUR	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e
Sampo	41,05	22238	24658	13,1	13,9	7,0	7,4	1,7
Aviva	422,00	18701		7,4	7,1	7,1	7,8	1,0
Prudential	98,38	35905	40427	8,0	7,5	3,6	4,0	0,9
Nordea	7,88	31603	164323	10,5	10,0	9,1	9,6	1,0
RSA Insurance Group	531,60	6274	6467	13,2	10,9	4,4	5,8	1,4
AXA SA	22,26	53255	43879	8,3	7,6	6,1	6,5	0,8
Allianz	185,56	77956	95729	10,2	9,6	4,9	5,2	1,2
Topdanmark	323,80	3843	3916	19,9	19,4	4,9	5,0	4,9
Gjensidige	134,10	6898	6856	19,7	14,8	5,7	5,8	2,9
Zurich Insurance Group	313,00	40966	47309	12,9	11,0	6,3	6,6	1,4
Tryg	164,50	6511	7000	23,6	19,8	4,1	4,7	4,0
Direct Line Insurance	319,20	5064	4686	10,4	9,9	8,9	9,1	1,6
SEB	95,08	20032	56292	11,0	11,0	6,9	6,7	1,4
Handelsbanken	100,30	18680	117509	11,5	11,5	6,4	6,6	1,4
Storebrand	71,00	3449	6002	12,0	12,4	4,9	5,6	1,1
Assicurazioni Generali	14,45	22312	33435	9,1	8,9	6,2	6,6	0,9
Aegon	5,47	11376	16717	8,0	7,2	5,3	5,5	0,6
Sampo (Inderes)	41,05	22797	24681	14,9	14,4	6,8	7,3	1,7
Keskiarvo				12,3	11,3	6,0	6,4	1,7
Mediaani				11,0	10,9	6,1	6,5	1,4
Erotus-% vrt. mediaani				36 %	32 %	12 %	12 %	28 %

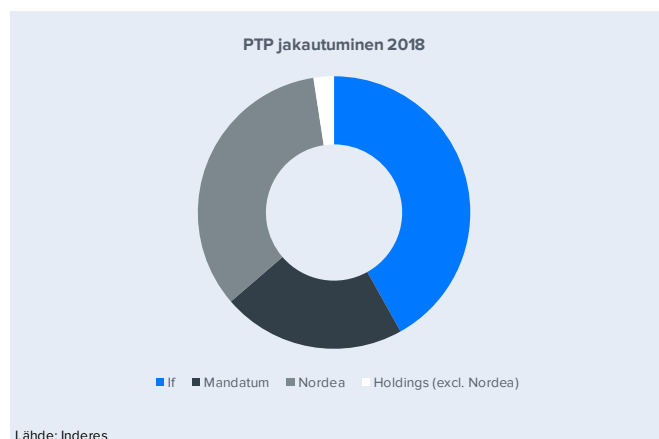
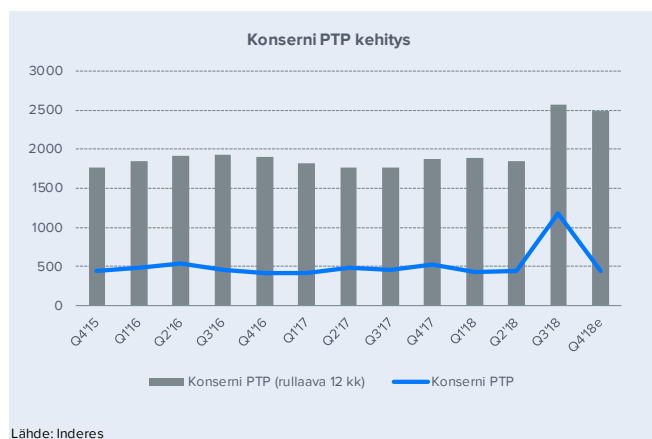
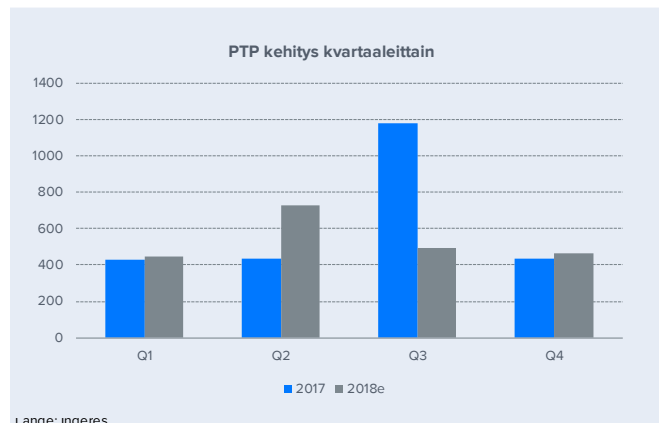
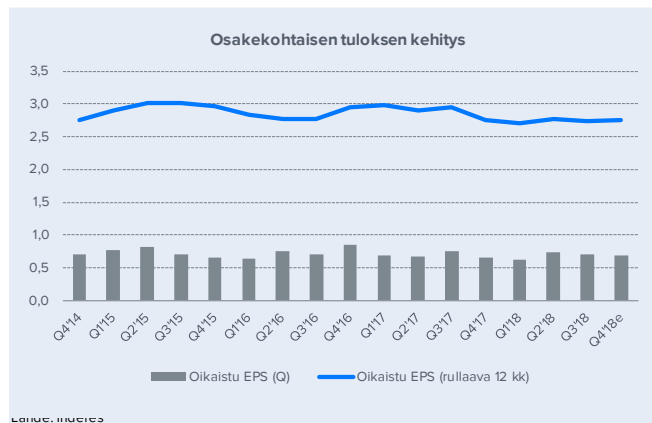
Lähde: Reuters / Inderes. Huomautus: Inderesin käyttämä markkina-arvo ei ota huomioon yhtiön hallussa olevia omia osakkeita.

Tuloslaskelma ja ennusteet vuosineljänneksittäin

Tuloskehitys kvartaalitasolla	2016	Q1'17	Q2'17	Q3'17	Q4'17	2017	Q1'18	Q2'18	Q3'18	Q4'18e	2018e	2019e	2020e
Vakuutusmaksutulot	5408	1772	1234	1087	1722	5815	2598	1858	1562	1745	7763	7809	8045
<i>If</i>	4292	1543	1040	880	894	4357	1518	1046	865	907	4336	4381	4468
<i>Mandatum</i>	1116	229	194	207	330	960	243	285	153	330	1011	1061	1114
<i>Topdanmark</i>	0	0	0	0	498	498	837	527	544	508	2416	2368	2463
Käyttökate	1872	430	435	1181	436	2482	445	728	493	465	2131	1957	2024
Poistot ja arvonalennukset	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Liikevoitto ilman kertaeriä	1872	430	435	475	436	1776	445	531	493	465	1934	1957	2024
Liikevoitto	1872	430	435	1181	436	2482	445	728	493	465	2131	1957	2024
<i>If</i>	828	181	221	202	215	819	193	222	211	220	846	849	857
<i>Mandatum</i>	210	54	62	64	57	237	73	240	72	55	440	223	225
<i>Nordea</i>	773	171	151	169	126	617	165	223	139	157	684	681	731
<i>Holdings (excl. Nordea)</i>	6	3	-30	0	-13	-40	-46	-2	6	-7	-49	-27	-25
<i>Topdanmark</i>	55	21	31	744	52	848	60	45	65	40	210	230	235
Nettorahoituskulut	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Tulos ennen veroja	1872	430	435	1181	436	2482	445	728	493	465	2131	1957	2024
Verot	-221	-51	-61	-59	-72	-243	-70	-101	-72	-68	-311	-277	-286
Vähemmistöosuudet	0	0	0	0	0	0	-27	-21	-27	-18	-93	-98	-98
Nettotulos	1651	379	374	1122	364	2239	348	606	395	380	1728	1582	1639
EPS (oikaistu)	2,95	0,68	0,67	0,75	0,66	2,76	0,63	0,74	0,71	0,68	2,76	2,85	2,95
EPS (raportoitu)	2,95	0,68	0,67	2,00	0,65	4,00	0,62	1,08	0,70	0,68	3,09	2,85	2,95

Tunnusluvut	2016	Q1'17	Q2'17	Q3'17	Q4'17	2017	Q1'18	Q2'18	Q3'18	Q4'18e	2018e	2019e	2020e
<i>Liikevaihdon kasvu-%</i>	-2,1%	0,6%	-4,2%	5,7%	29,5%	7,5%	46,6%	50,6%	43,7%	1,4%	33,5%	0,6%	3,0%
<i>Oikaistun liikevoiton kasvu-%</i>	-1,2%	3,4%	-8,6%	5,2%	-17,6%	-5,1%	3,5%	22,1%	3,9%	6,7%	8,9%	1,1%	3,4%
<i>Käyttökate-%</i>	34,6%	24,3%	35,3%	108,6%	25,3%	42,7%	17,1%	39,2%	31,6%	26,7%	27,5%	25,1%	25,2%
<i>Oikaistu liikevoitto-%</i>	34,6%	24,3%	35,3%	43,7%	25,3%	30,5%	17,1%	28,6%	31,6%	26,7%	24,9%	25,1%	25,2%
<i>Nettotulos-%</i>	30,5%	21,4%	30,3%	103,2%	21,1%	38,5%	13,4%	32,6%	25,3%	21,7%	22,3%	20,3%	20,4%

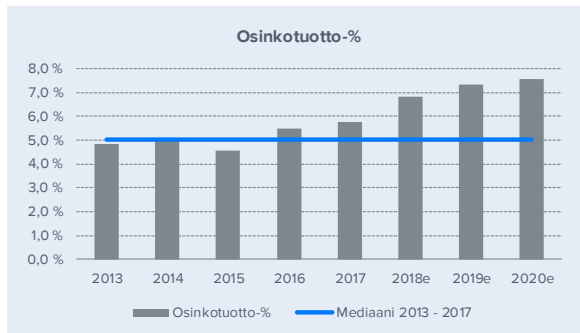
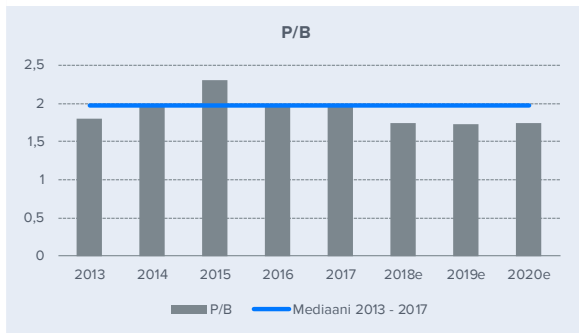
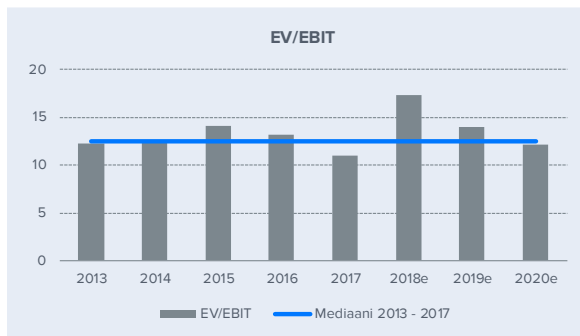
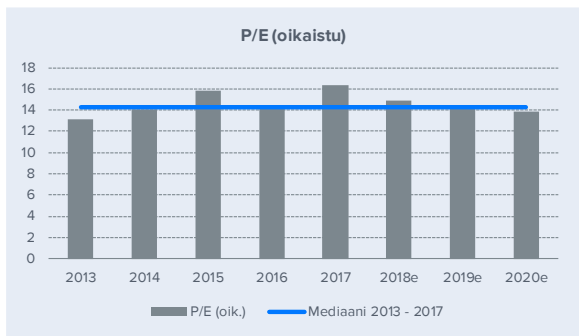
Lähde: Inderes



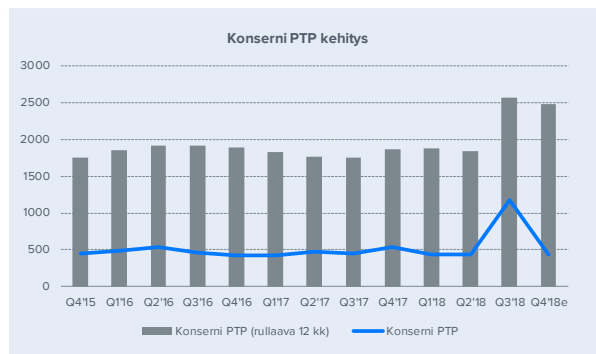
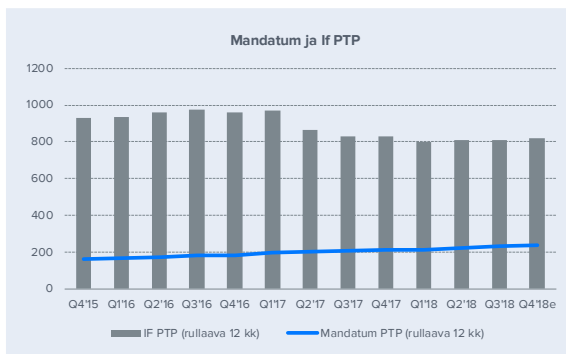
Arvostus

Arvostustaso	2013	2014	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Osakekurssi	34,10	38,82	47,00	42,00	45,18	41,05	41,05	41,05
Markkina-arvo	19096	21739	26320	23520	25091	22797	22797	22797
Yritysarvo (EV)	20504	22088	26698	24785	27295	24681	24656	24699
P/E (oik.)	13,1	14,1	15,8	14,2	16,4	14,9	14,4	13,9
P/E	13,1	14,1	15,8	14,2	11,2	13,2	14,4	13,9
P/Kassavirta	19,4	8,8	19,1	35,2	37,3	13,3	13,6	13,2
P/B	1,8	2,0	2,3	2,0	2,0	1,7	1,7	1,7
P/S	3,4	3,9	4,8	4,3	4,3	2,9	2,9	2,8
EV/Liikevaihto	3,6	4,0	4,8	4,6	4,7	3,2	3,2	3,1
EV/EBITDA	12,3	12,6	14,1	13,2	11,0	17,3	14,0	12,2
EV/EBIT	12,3	12,6	14,1	13,2	11,0	17,3	14,0	12,2
Osinko/tulos (%)	63,5 %	70,9 %	72,4 %	78,0 %	64,5 %	90,3 %	105,3 %	105,0 %
Osinkotuotto-%	4,8 %	5,0 %	4,6 %	5,5 %	5,8 %	6,8 %	7,3 %	7,6 %

Lähde: Inderes



Tulostrendi (rullaava 12 kk)

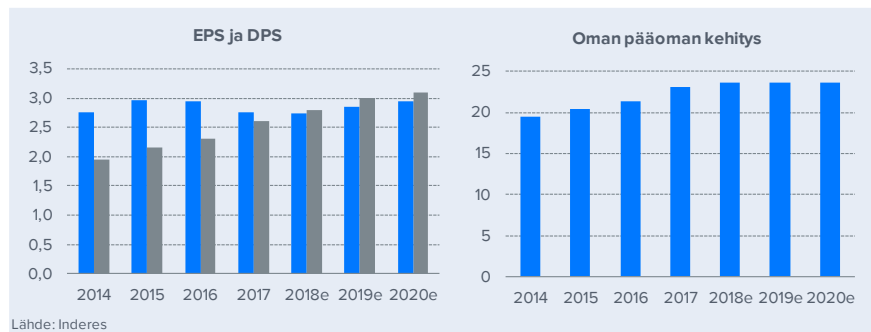


Tase ja kassavirtalaskelma

Tase

Vastaavaa (MEUR)	2015	2016	2017	2018e	2019e
Pysyvät vastaavat	31693	33372	44332	44334	44336
Liikearvo	0	0	0	0	0
Aineettomat oikeudet	724	612	2121	2122	2123
Käyttöomaisuus	26	27	158	159	160
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	7679	8107	7765	7765	7765
Muut sijoitukset	17381	17879	23487	23487	23487
Muut pitkäaikaiset varat	5847	6720	10783	10783	10783
Laskennalliset verosaamiset	36	27	18	18	18
Vaihtuvat vastaavat	3947	4582	4971	4277	4024
Varastot	0	0	0	0	0
Muut lyhytaikaiset varat	1708	1761	1940	1940	1940
Myyntisaamiset	242	239	297	397	399
Likvidit varat	1997	2582	2734	1941	1685
Taseen loppusumma	35640	37954	49303	48611	48360

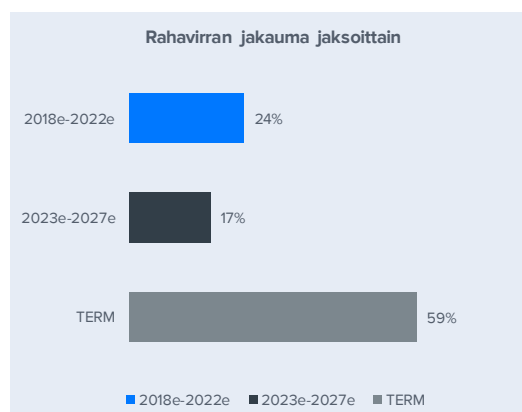
Vastattavaa (MEUR)	2015	2016	2017	2018e	2019e
Oma pääoma	11411	11934	12848	13127	13154
Osakepääoma	98	98	98	98	98
Kertyneet voittovarot	9325	9700	10692	10971	10998
Omat osakkeet	0	0	0	0	0
Uudelleenarvostusrahasto	0	0	0	0	0
Muu oma pääoma	1988	2136	2058	2058	2058
Vähemmistöosuus	0	0	660	660	660
Pitkäaikaiset velat	23182	25008	34478	33508	33229
Laskennalliset verovelat	468	527	638	638	638
Varaukset	51	35	33	33	33
Lainat rahoituslaitoksilta	2375	3847	3649	2679	2400
Vaihtovelkakirjalainat	0	0	0	0	0
Muut pitkäaikaiset velat	20288	20599	30158	30158	30158
Lyhytaikaiset velat	1047	1012	1317	1317	1317
Lainat rahoituslaitoksilta	0	0	0	0	0
Lyhytaikaiset korottomat velat	0	0	0	0	0
Muut lyhytaikaiset velat	1047	1012	1317	1317	1317
Taseen loppusumma	35640	37954	49303	48611	48360



DCF-laskelma

Kassavirtalaskelma (MEUR)	2017	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	TERM
Liikevoitto	2482	2131	1957	2024	1981	1933	1972	1924	1962	1910	1939	
+ Kokonaispoistot	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
- Maksetut verot	-123	-315	-277	-286	-280	-273	-279	-272	-277	-270	-274	
- verot rahoituskuluista	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
+ verot rahoitustuotoista	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
- Käyttöpääoman muutos	68	-100	-2	-12	-10	-8	-9	-9	-9	-9	-7	
Operatiivinen kassavirta	2427	1717	1678	1725	1691	1651	1684	1643	1676	1631	1658	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	9557	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
- Bruttoinvestoinnit	-1131	-2	-2	-2	-2	-2	-2	-2	-2	-2	-2	
Vapaa operatiivinen kassavirta	673	1715	1676	1723	1689	1649	1682	1641	1674	1629	1656	
+/- Muut	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
Vapaa kassavirta	673	1715	1676	1723	1689	1649	1682	1641	1674	1629	1656	33210
Diskontattu vapaa kassavirta	1699	1558	1504	1383	1267	1213	1110	1063	971	926	18571	
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta	31265	29566	28008	26504	25121	23854	22641	21531	20468	19497	18571	
Velaton arvo DCF	31265											
- Korolliset velat		-3649										
+ Rahavarat		2734										
- Vähemmistöosuus		-1146										
- Osinko/pääomapalautus		-1444										
Oman pääoman arvo DCF	27760											
Oman pääoman arvo DCF per osake	50,0											

Pääoman kustannus (WACC)	
Vero-% (WACC)	12,5 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	12,0 %
Vieraan pääoman kustannus	3,5 %
Yrityksen Beta	0,85
Markkinoiden riski-premio	4,75 %
Likviditeettipremio	0,00 %
Riskitön korko	3,0 %
Oman pääoman kustannus	7,0 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	6,6 %



Tiivistelmä

Tulos	2015	2016	2017	2018e	2019e
PTP If	960	828	819	846	849
PTP Mandatum	181	210	237	440	223
PTP Nordea	751	773	617	684	681
PTP Holdings	2	6	-40	-49	-27
PTP Topdanmark	0	55	848	210	230
PTP yhteensä	1894	1872	2482	2131	1957
Nettovoitto	1662	1651	2239	1723	1582

Kassavirta	2015	2016	2017	2018e	2019e
Osingot If	587	879	620	675	675
Osingot Mandatum	100	125	275	300	160
Osingot Nordea	551	559	585	611	628
Osingot Topdanmark	0	0	107	86	88
Konsernikulut	-1	5	-40	-48	-27
Kassavirta konserni	1237	1568	1547	1624	1524
Kassavirta per osake	2,21	2,80	2,76	2,92	2,74
Osinko per osake	2,15	2,30	2,60	2,80	3,00
Osinko kassavirrasta-%	97 %	82 %	94 %	96 %	109 %

Yhtiökuvaus

Sampo on Pohjoismaiden johtava finanssikonserni. Sampo-konsernin kuuluvat emoyhtiöt Sampo Oyj ja tytäryhtiöt If, Mandatum Life ja Topdanmark. Sammolla on lisäksi kaksi osakkuusyhtiötä, Nordea ja Nordax.

Osakekohtaiset luvut	2015	2016	2017	2018e	2019e
EPS	2,97	2,95	4,03	3,10	2,85
EPS oikaistu	2,97	2,95	2,76	2,75	2,85
Tasearvo per osake	20,4	21,3	23,1	23,6	23,7
Osinko per osake	2,15	2,30	2,60	2,80	3,00
Voitonjako (osinko/EPS), %	72	78	65	90	105
Osinkotuotto, %	4,6	5,5	5,8	6,8	7,3

Tunnusluvut	2015	2016	2017	2018e	2019e
P/E	15,8	14,2	11,2	13,2	14,4
P/B	2,3	2,0	2,0	1,7	1,7
P/Liikevaihto	4,8	4,3	4,3	2,9	2,9
P/CF	15,0	14,4	10,3	13,3	13,6
EV/Liikevaihto	4,8	4,6	4,7	3,2	3,2
EV/EBITDA	14,1	13,2	11,0	11,6	12,6
EV/EBIT	14,1	13,2	11,0	11,6	12,6

Suurimmat omistajat

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

Suositus historia, viimeiset 12 kk

Päivämäärä	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
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 €

Vastuuvapauslauseke

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 prosenttiero. Suosituspolitiikka on neliportainen suositukseen 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 arvion mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmäärittämenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF) ja lisäärvo malli (EVA), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi.

Käytettävät arvonmäärittämenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

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

Suositus	Nousuvara 12-kk tavoitehintaan
Osta	>15 %
Lisää	5-15 %
Vähennä -	5-5 %
Myy	< -5 %

Inderesin tutkimusta laatineilla analyytikoilla tai Inderesin työntekijöillä ei voi olla 1) merkittävän taloudellisen edun ylittäviä omistuksia tai 2) yli 1 %:n omistusosuuksia missään tutkimuksen kohteena olevissa yhtiössä. Inderes Oy voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoittavassa 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, sijoittajaviestinnän liittyvä neuvonanto, sijoitustutkimusraporttien laatiminen. Lisätietoa Inderesin tutkimuksesta: <http://www.inderes.fi/research-disclaimer/>