

# Sampo

## Yhtiöraportti

10.5.2023 20:15



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



**Kasper Mellas**  
+358 45 6717 150  
kasper.mellas@inderes.fi

inde  
res.

# Väkevä startti vuoteen

Sammon vuosi sai lentävän lähdön ja Q1-raportti oli kaikilta osin erinomainen. Olemme tarkistanee ennusteitamme lievästi ylöspäin, mutta iso kuva on pysynyt ennallaan. Odotamme Sammolta edelleen varovaista tuloskasvua ja vuolasta osinkovirtaa. Tarkistamme Sammon tavoitehintamme 47,0 euroon (aik. 46e) lievästi kohonneen osien summan seurauksena. Osake vaikuttaa oikein hinnoitellulta kaikkien arvostusmenetelmien perusteella ja toistamme vähennä-suosituksemme tuotto-odotuksen nojattessa etenkin osinkoon.

## Q1-raportti oli kaikilta osin hyvä

Sammon tulos ennen veroja oli 359 MEUR ylittäen lievästi konsensuksen 342 MEUR:n ennusteen (Inderes 335 MEUR). Tästä on kiittäminen erityisesti Ifiä, jonka suoritus oli jälleen erinomainen. Ifin maksutulo jatkoi vahvaa kasvuaan 6,1%:lla valuuttakurssimuutoksista oikaistuna hinnankorotusten vetämänä. Myös yhdistetty kulusuhde kehittyi odotuksiamme suotuisammin ollen Q1:illä 82,4 %. Vahvan kannattavuuskehityksen johdosta vakuutuspalvelutulos ylitti meidän ja konsensuksen odotukset (217 MEUR vs. 194 konsensus). Alkuvuoden vahvan kehityksen johdosta If myös päivitti yhdistetyn kulusuhteen ohjeistustaan 82–84 %:iin (aik. alle 85 %). Muutos oli yllättävänkin suuri ja mielestämme kertoo yhtiön näkevän markkinatilanteen suotuisana myös loppuvuonna. Hastingsin kehitys oli kaksijakoista. Yhtiö ei ole saanut vietyä korvauskuluinflaatiota tuotteidensa hintoihin täysimääräisesti, mutta kasvu oli erittäin vahvaa (+39 %). Topdanmarkin tulos oli jo entuudestaan tiedossa yhtiön julkaistua Q1-raporttinsa aiemmin. Mandatum puolestaan raportoidaan nykyisin lopetettuna toimintona.

## Ennustemuutokset ovat jääneet Q1-raportin jäljiltä pieniksi

Olemme tehneet vain pieniä tarkistuksia ylöspäin ennusteissamme johtuen kohonneista sijoitustuotoista. Arviomme mukaan Sammon normaali tulostaso on nykyisellä rakenteella 2,5–2,8e/osake (aik. 2,4-2,6e). Ottaen huomioon liiketoimintojen hurja tuloskunto, ei tähän tasoon ole syytä olettaa suurempia tasokorjauksia. Keskeinen ennusteriski liittyy edelleen tuloksen mixin heikentymiselle kasvavien sijoitustuottojen nostaessa todennäköisyyttä kilpailupaineen kasvun kautta supistuvalla vakuutuspalvelutulokselle. Yhtiö kertoi Q1-raportin yhteydessä, että se tulee myymään PE-sijoituksista Saxon sekä Enenton Manadatumille jakautumisen yhteydessä. Tämä on Sammon kannalta järkevää, sillä yhtiö saa purettua osan PE-sijoituksista nopealla aikataululla. Olemme pitäneet arviomme ylimääräisestä pääomasta ennallaan (noin 2e/osake), ja arvio on edelleen varsin konservatiivinen. Odotamme yhtiön purkavan tätä pääomaa asteittain, kun PE-sijoituksista vapautuu pääomaa. Perusosion osalta ennusteemme ovat ennallaan ja odotamme vakaata osingon kasvua.

## Osinkoon nojaava tuotto-odotus ei ole riittävän houkutteleva

Näkemyksemme Sammon osien summasta on noussut marginaalisesti noin 47 euroon (aik. 46e) johtuen muutoksista PE-sijoitusten arvoissa sekä emoyhtiön kassapositionissa. Operatiivisten osien arvot ovat ennallaan. Osien arvo nojaa edelleen vahvasti Ifiin, jonka osuus koko konsernin arvosta on noin 70 %. Tulospohjaisesti osake ei edelleenkään näytä erityisen houkuttelevalta (P/E 2023–2024e 16–18x), etenkin kun huomioidaan kohonnut korkotaso, joka painaa hyväksyttävää valuaatioita kautta linjan. Myös suhteellisesti Sampo hinnoitellaan linjassa sen keskeisten verrokkien (Tryg & Gjensidige) kanssa. Mielestämme osakkeen tuotto-odotus nojaakin pitkälti osinkotuottoon, joka on lähivuosille keskimäärin yli 5 %:n tasolla. Emme pidä tätä enää riittävänä korvauksena, etenkin kun sijoittajat kantavat kohonneen korkotason myötä riskiä myös kertoimien laskusta.

## Suositus

### Vähennä

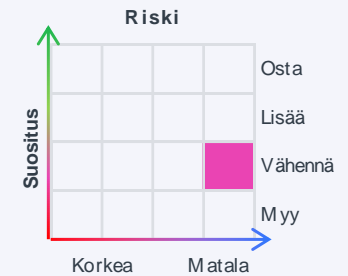
(aik. Vähennä)

**47,00 EUR**

(aik. 46,00 EUR)

### Osakekurssi:

46,15



## Avainluvut

	2022	2023e	2024e	2025e
<b>PTP</b>	1924	1476	1585	1659
<b>kasvu-%</b>	-39 %	-23 %	7 %	5 %
<b>Nettotulos</b>	1426	1050	1150	1209
<b>EPS (oik.)</b>	3,71	2,42	2,73	2,89
<b>Osinko/osake</b>	2,60	2,90	2,00	2,10

<b>P/E (oik.)</b>	13,1	19,1	16,9	15,9
<b>P/B</b>	2,8	2,6	2,6	2,5
<b>Osinkotuotto-%</b>	5,3 %	6,3 %	4,2 %	4,5 %
<b>Osinko/tulos-%</b>	70 %	120 %	73 %	73 %

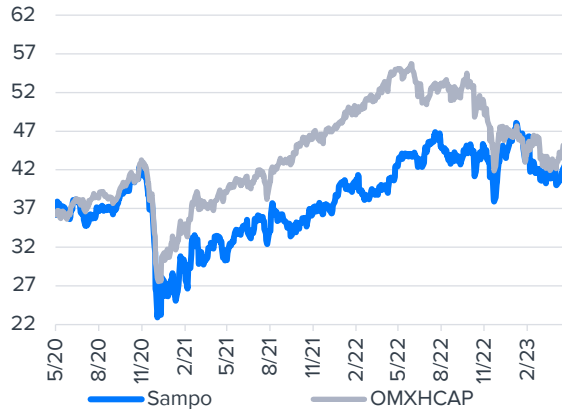
Lähde: Inderes

## Ohjeistus

(Noussut)

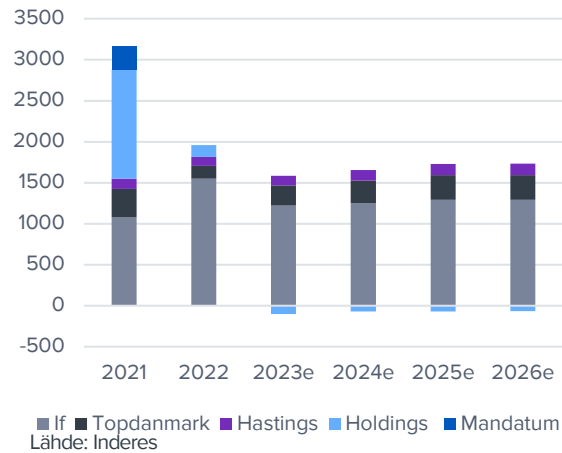
Sammon vahinkovakuutusliiketoimintojen odotetaan yltävän vuosille 2021–2023 asetettujen tavoitteiden mukaisiin underwriting-marginaaleihin. Konsernitasolla tavoite on alle 86 %:n yhdistetty kulusuhde, ja Ifin tavoite on alle 85 %. Hastings tavoittelee alle 88 %:n operatiivista kulusuhdetta. Q1 vahvan kehityksen myötä Ifin 2023 yhdistetyn kulusuhteen arvioidaan olevan 82–84 %.

## Osakekurssi



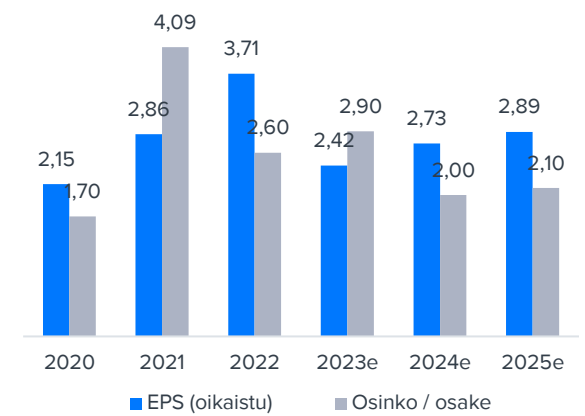
Lähde: Millistream Market Data AB

## Sammon PTP jakauma (MEUR)



■ If ■ Topdanmark ■ Hastings ■ Holdings ■ Mandatum  
Lähde: Inderes

## Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



### Arvoajurit

- Vakuutustoimintojen kannattava kasvu
- Pääoman vapautuminen ei-ydinliiketoiminnoista
- Korkojen nousu parantaisi sijoitustuottoja
- Topdanmarkin hankinta
- Muut yritysjärjestelyt



### Riskitekijät

- Korkojen nousu saattaa heikentää vakuutusteknistä tulosta ja painaa vakuutusyhtiöiden hyväksyttäviä kertoimia
- Pohjoismaiden vakuutusmarkkinan kiristyvä kilpailutilanne

Arvostustaso	2023e	2024e	2025e
Osakekurssi	46,1	46,1	46,1
Osakemäärä, milj. kpl	508,3	496,7	491,4
Markkina-arvo	23170	23170	23170
P/E (oik.)	19,1	16,9	15,9
P/E	19,1	16,9	15,9
P/B	2,6	2,6	2,5
Osinko/tulos (%)	118,5 %	72,5 %	72,6 %
Osinkotuotto-%	6,3 %	4,2 %	4,5 %

Lähde: Inderes

# Vahva startti vuodelle

Sampo raportoi keskiviikkona odotuksiamme vahvemman Q1-tuloksen. Tästä on kiittäminen erityisesti Ifiä, jonka liiketoiminta kehittyi erinomaisesti kilpailutilanteen säilyttyä vakaana sen keskeisillä markkinoilla. Konsernin tulos ennen veroja oli 359 MEUR.

## Ifin kehitys jatkui odotuksia vahvempaan

Ifin maksutulo jatkoi vahvaa kasvuaan 6,1%:lla valuuttakurssimuutoksista oikaistuna. Kasvua ajoivat edelleen pääosin hinnankorotukset. Yhtiön mukaan inflaatio korvauskulujen osalta oli noin 4–5 %, joten hinnankorotukset näyttävät menevän edelleen tehokkaasti läpi Ifin henkilöasiakasvaihtuvuuden säilyttyä viime vuosien tasolla. Tämä tukeekin käsitystämme siitä, että kilpailutilanne pohjoismaisella vakuutusmarkkinalla on yhä varsin seesteinen.

Myös yhdistetty kulusuhde kehittyi odotuksiamme suotuisammin ollen Q1:llä 82,4 %. Tämä oli seurausta odotuksia matalammasta riskisuhteesta, joka laski 61,5 %:iin vertailukauden 63,4 %:sta. Myös sää- ja suurvahingoista oikaistuna korvauskulut laskivat

edellisvuodesta. Vahvan kannattavuuskehityksen johdosta vakuutuspalvelutulos ylitti meidän ja konsensuksen odotukset (217 MEUR vs. 194 konsensus). Alkuvuoden vahvan kehityksen johdosta If myös päivitti yhdistetyn kulusuhteen ohjeistustaan 82–84 %:iin (aik. alle 85 %). Muutos oli yllättävänkin suuri ja mielestämme kertoo yhtiön näkevän markkinatilanteen suotuisana myös loppuvuonna.

IFRS 9 -standardin voimaantulon myötä sijoitustuotot vaikuttavat täysimääräisesti Ifin tulokseen nettorahoitustulos-erässä. IFRS 17 - standardin käyttöönotosta johtuen myös diskonttokoron muutokset näkyvät nykyisin nettorahoitustuloksessa, kun ne aiemmin kirjattiin osaksi vahinkosuhdetta. Muilta osin kirjanpitostandardien käyttöönotolla ei ollut olennaisia vaikutuksia.

Ifin Q1-nettorahoitustulos oli 126 MEUR konsensuksen odotuksen oltua 110 MEUR (Inderes 90), joten myös Ifin tulos ennen veroja oli ennusteita vahvempi 337 MEUR.

## Muut segmentit eivät tarjonneet yllätyksiä

Hastingsin kehitys oli kaksijakoista. Yhtiö ei ole saanut vietyä korvauskuluinflaatiota tuotteidensa hintoihin täysimääräisesti ja tämän seurauksena Hastingsin vahinkosuhte nousi 66,1 %:iin (Q1'22: 55 %), mikä alleviivaakin näkemyksemme mukaan keskeistä eroa Iso-Britannian ja Pohjoismaiden kilpailun kireydessä. Vakuutusmaksutulon todella vahva kehitys (+ 39 %) kuitenkin paikkasi osaltaan kulujen nousua ja vakuutuspalvelutulos pysyi vertailukauden tasolla. Tulos ennen veroja kuitenkin laski 20 MEUR:oon (Q1'22: 21) diskonttokoron muutoksesta johtuen.

Topdanmarkin tulos oli jo entuudestaan tiedossa yhtiön julkaistua [Q1-raporttinsa](#) aiemmin. Mandatum puolestaan raportoidaan nykyisin lopetettuna toimintona. Konsernitoiminnoissa yhtiö teki pienet alakirjaukset Enentossa sekä Nexissä ja näiden negatiivinen vaikutus oli noin 40 MEUR. Tästä oikaistuna olisi tulositylitys ollut vielä selvästi voimakkaampi.

Ennustetaulukko	Q1'22	Q1'23	Q1'23e	Q1'23e	Konsensus		Erotus (%)		2023e
MEUR / EUR	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Tot. vs. Inderes	Inderes	
Tulos ennen veroja	692	359	335	342	232	- 490	7 %	1924	
If	495	337	268	281	224	- 362	26 %	1550	
Topdanmark	15	63	69	58	42	- 94	-9 %	157	
Hastings	21	10	17	15	-5	- 29	-41 %	0	
Holdings	164	-45	-19	-16	-64	- 25	137 %	253	
EPS (rap.)	1,43	0,53	0,55	0,57	0,53	- 0,73	-4 %	2,44	

Lähde: Inderes & Vara (konsensus)

Johdon tulossa haastattelu katsottavissa oheisesta linkistä:



# Ennusteita tarkistettu hieman ylöspäin

## Ennustemuutokset

- Olemme tehneet ennusteisiimme huomattavia muutoksia johtuen IFRS 9 ja IFRS 17 -kirjanpitostandardien vaikutuksista. Lisäksi olemme poistaneet Mandatumin operatiivisesta tuloksesta ja se näkyy enää osakekohtaisessa tuloksessa. Huomioimme, että Mandatum näkyy EPS:ssä myös Q4'23 jälkeen, vaikka jakautumisen odotetaan tapahtuvan lokakuussa 2023.
- Konsernitasolla ennustemuutokset ovat jääneet suhteellisen pieniksi ja kokonaisuutena olemme tarkistaneet ennusteitamme jonkin verran ylöspäin johtuen etenkin sijoitustuotoista.
- Olemme pitäneet ennallaan arviomme ylimääräisestä voitonjaosta ja odotamme 2024 keväältä 1e/osake lisäosinkoa sekä uutta noin 500 MEUR:n omien osakkeiden osto-ohjelmaa. Huomautamme, että tämä voitonjako on ainakin osittain riippuvainen PE-sijoitusten irtaantumisista, joskin tämä ongelma poistuu osittain kun Saxo sekä Enento myydään Mandatumille. Yhtiön tase on näidenkin voitonjakojen jälkeen erittäin vahva ja yhtiö väläytteli konferenssipuhelussa solvenssirajojen laskua Mandatumin jakautumisen jälkeen. Näin ollen ylimääräistä pääomaa saattaa olla tulossa jakoon lisää vielä myöhemmin.

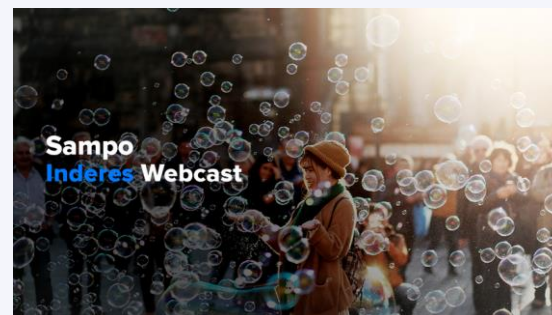
## Operatiiviset tulosajurit

- Sammon tuloskunto on jatkanut nousuaan kohonneiden tulosennusteiden sekä laskeneen osakemäärän myötä (takaisinostot). Yhtiön normaali tuloskunto on nykyrakenteella arviomme mukaan 2,5–2,8e per osake (sis. Mandatum aik. 2,4-2,6e). Tulotaso on noussut hieman johtuen etenkin sijoitustuotoista. Tämä taso kasvaa vakaasti operatiivisen tuloskasvun sekä omien ostojen vetämänä, mutta suurempia tasokorjauksia ei ole syytä odottaa.
- Lisäosinkojen ja taseen uudelleenjärjestelyn jälkeen Sammon osinkokapasiteetti on hyvin lähellä sen EPS-tasoa.
- Keskeinen huoli tuloskehityksessä liittyy mielestämme vakuutustekniseen tulokseen, nyt kun korot ovat nousseet järkeville tasoille. Suhtaudumme epäilevästi tilanteeseen, jossa korkojen nousun myötä elpyvät sijoitustuotot sataisivat täysimääräisesti sektorin yhtiöiden laariin ja niiden tulotaso tekisi näin jälleen tasokorjauksen ylöspäin. Vaikka mahdollinen tulomixin muutos tuskin heijastuisi absoluuttiseen tulotasoon, asettaisi se paineita sektorin kohonneille arvostuskertoimille, kun tuloksen ennustettavuus heikkenisi. Isossa kuvassa uskomme sektorin kuitenkin siirtyneen pysyvästi matalampien yhdistettyjen kulusuhteiden aikaan ja paluuta vuosikymmenen takaisin yhdistettyihin kulusuhteisiin ei ole syytä odottaa.

Ennustemuutokset	2023e	2023e	Muutos	2024e	2024e	Muutos	2025e	2025e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevoitto ilman kertaeriä	1747	1476	-16 %	1820	1585	-13 %	1835	1659	-10 %
Liikevoitto	1747	1476	-16 %	1820	1585	-13 %	1835	1659	-10 %
If	1258	1222	-3 %	1290	1249	-3 %	1282	1293	1 %
Topdanmark	251	246	-2 %	265	276	4 %	271	298	10 %
Hastings	85	117	38 %	101	132	31 %	106	137	29 %
Holdings	-93	-103	11 %	-92	-72	-22 %	-89	-69	-22 %
Mandatum	246	0	-100 %	255	0	-100 %	265	0	-100 %
Tulos ennen veroja	1747	1476	-16 %	1820	1585	-13 %	1835	1659	-10 %
EPS (oikaistu)	2,49	2,44	-2 %	2,65	2,73	3 %	2,70	2,89	7 %
Osinko / osake	2,90	2,90	0 %	2,00	2,00	0 %	2,10	2,10	0 %

Lähde: Inderes

Q1-tulosinfo katsottavissa oheisesta linkistä:



# Arvostus edelleen neutraali

## Osien summa ennallaan

Näkemyksemme Sammon osien summasta on noussut marginaalisesti noin 47 euroon (aik. 46e) johtuen muutoksista PE-sijoitusten arvoissa sekä emoyhtiön kassapositiona. Operatiivisten osien arvot ovat ennallaan. Osien arvo nojaa edelleen vahvasti lfiin, jonka osuus koko konsernin arvosta on noin 70 %. Ajureita nykyistä korkeammalle osien summalle olisivat:

- Orgaaninen tuloskasvu vakuutustoiminnoissa
- Topdanmark-ostosta syntyvät synergiat
- Onnistuneet PE-irtaantumiset
- Muut yritysjärjestelyt

Tuloskasvun osalta emme näe realistista polkua merkittävälle tulosloikalle (myös yhtiön tavoitteet indikoivat tätä), joten ollen meidän on vaikea nähdä osien summan kohoavan enää merkittävästi nykytasolta ilman merkittäviä uusia yritysjärjestelyitä, jotka eivät nyt ole yhtiön agendalla (pois lukien mahdollinen myöhempi Topdanmarkin ostotarjous).

## Tulos pohjaisesti osake hinnoiteltu neutraalisti

Tulos pohjaisesti osake ei edelleenkään näytä erityisen houkuttelevalta (P/E 2023–2024e 17–19x), etenkin kun huomioidaan kohonnut korkotaso, joka painaa hyväksyttävii valuaatioita kautta linjan. Myös suhteellisesti Sampo hinnoitellaan linjassa sen keskeisten verrokkien (Tryg & Gjensidige) kanssa.

Koska tietyt Sammon osat (Mandatum & Hastings) tulee mielestämme perustellusti arvottaa alle laadukkaiden pohjoismaisten vakuutusyhtiöiden kertomien, antaa markkina tällä hetkellä lfiille preemioarvostuksen suhteessa keskeisiin verrokkeihin. Mielestämme tämä on perusteltua yhtiön

kiistatta ollessa pohjoismaiden paras vakuutusyhtiö. Meidän on kuitenkin vaikea keksiä perusteluja sille, että koko Sampo hinnoiteltaisiin preemiolla suhteessa verrokkeihin, joten myös tässä mielessä arvostus näyttää tässä mielessä neutraalilta.

Huomautamme, että vaikka pidämme Mandatumin irrottamista omaksi pörssiyhtiöksi fiksuna strategisena liikkeenä, emme näe sillä olevan nostavaa vaikutusta Sammon nykyiseen arvostustasoon arvostuksen ollessa jo valmiiksi linjassa keskeisten verrokkien kanssa. Mikäli Mandatumin listauksen jälkeinen hinta olisi yli osien summamme, olisi tällä luonnollisesti positiivinen vaikutus näkemyksemme yhtiön arvosta.

## Myös osinkomalli tukee näkemystämme

DDM-mallimme (s. 11) mukainen arvo osakkeelle on noin 46 euroa, kun huomioidaan ennustamamme omien osakkeiden ostot. Siten myös osinkomalli tukee näkemystämme osakkeen neutraalista hinnoittelusta. Huomautamme, että diskonttokoron taso on edelleen absoluuttisesti hyvin matala (WACC 6,7%), joten mahdollinen korkojen nousun jatkuminen ja tätä seuraava diskonttokoron kohoaminen leikkaisi reippaasti DDM:n indikoimaa arvoa.

## Arvostus vaikuttaa neutraalilta

Kokonaisuutena pidämme Sammon nykyistä arvostusta varsin neutraalina ja meidän on vaikea nähdä kertoimissa oleellista liikkumavaraa ylöspäin. Näin ollen Sammon omistajien tuotto nojaakin lähivuosina ennen kaikkea yhtiön maksamaan osinkovirtaan, joka tulee olemaan vuolas, kun perusosinko kasvaa ja viimeiset ylimääräiset pääomat palautetaan. Emme pidä osinkovirtaa riittävänä korvauksena nykyisessä korkoympäristössä, varsinkin kun sijoittajat kantavat riskiä myös arvostuskertomien laskusta.

Arvostustaso	2023e	2024e	2025e
Osakekurssi	45,5	45,5	45,5
Osakemäärä, milj. kpl	508,3	496,7	491,4
Markkina-arvo	22854	22854	22854
P/E (oik.)	17,9	17,1	16,2
P/E	17,9	17,1	16,2
P/B	2,6	2,6	2,5
Osinko/tulos (%)	112,7 %	74,4 %	74,5 %
Osinkotuotto-%	6,4 %	4,3 %	4,5 %

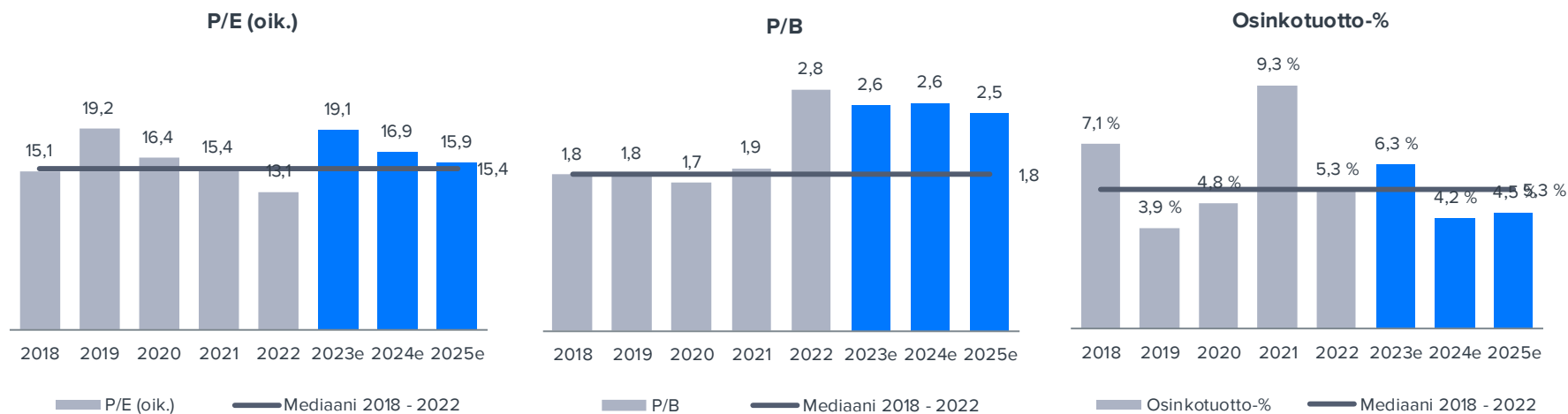
Lähde: Inderes

Osien summa	Uusi	Vanha
If	16500	16500
Mandatum	2356	2356
Topdanmark	2058	2163
Hastings	1800	1800
Nettovelka (sis. muut sijoitukset)	1118	878
<b>Yhteensä (MEUR)</b>	<b>23832</b>	<b>23698</b>
Per osake (EUR)	46,8	46,1

# Arvostustaulukko

Arvostustaso	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
Osakekurssi	40,4	38,9	35,3	44,1	48,8	46,1	46,1	46,1	46,1
Osakemäärä, milj. kpl	556,6	556,6	556,6	554,3	530,3	508,3	496,7	491,4	491,4
Markkina-arvo	22436	21609	19593	24109	25108	23170	23170	23170	23170
P/E (oik.)	15,1	19,2	16,4	15,4	13,1	19,1	16,9	15,9	15,8
P/E	13,3	19,2	>100	9,5	12,3	19,1	16,9	15,9	15,8
P/B	1,8	1,8	1,7	1,9	2,8	2,6	2,6	2,5	2,4
Osinko/tulos (%)	93,8 %	73,7 %	2484,5 %	87,3 %	63,5 %	118,5 %	72,5 %	72,6 %	90,0 %
Osinkotuotto-%	7,1 %	3,9 %	4,8 %	9,3 %	5,3 %	6,3 %	4,2 %	4,5 %	5,6 %

Lähde: Inderes



# Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Markkina-arvo	P/E		Osinkotuotto-%		P/B
	MEUR	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e
Tryg	13435	19,5	17,7	5,2	5,4	2,4
Gjensidige	7840	16,0	15,2	5,1	5,3	3,6
Topdanmark	4258	22,4	20,7	4,4	4,9	5,0
ALM	2586	28,2	18,9	5,6	7,0	1,4
Storebrand	3310	11,3	9,5	4,9	5,3	1,0
Admiral	7759	17,6	15,6	5,4	6,0	6,3
Direct Line	2368	9,0	6,5	7,3	10,5	0,9
Zurich Insurance Group	66639	12,4	11,5	5,8	6,2	2,5
Allianz	87015	9,1	8,3	5,6	6,0	1,5
Assicurazioni Generali	29587	9,3	8,6	6,4	6,8	1,5
<b>Sampo (Inderes)</b>	<b>23170</b>	<b>19,1</b>	<b>16,9</b>	<b>6,3</b>	<b>4,2</b>	<b>2,6</b>
<b>Keskiarvo</b>		<b>15,5</b>	<b>13,2</b>	<b>5,6</b>	<b>6,3</b>	<b>2,6</b>
<b>Mediaani</b>		<b>14,2</b>	<b>13,3</b>	<b>5,5</b>	<b>6,0</b>	<b>2,0</b>
<b>Erotus-% vrt. mediaani</b>		<b>35 %</b>	<b>27 %</b>	<b>15 %</b>	<b>-29 %</b>	<b>33 %</b>

Lähde: Refinitiv / Inderes



# Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2021	Q1'22	Q2'22	Q3'22	Q4'22	2022	Q1'23	Q2'23e	Q3'23e	Q4'23e	2023e	2024e	2025e	2026e
<b>Vakuutusmaksutulo</b>	<b>9746</b>	<b>1863</b>	<b>2771</b>	<b>1848</b>	<b>1785</b>	<b>8267</b>	<b>1969</b>	<b>2078</b>	<b>2135</b>	<b>2034</b>	<b>8217</b>	<b>8655</b>	<b>9013</b>	<b>9329</b>
If	4855	1222	2044	1081	1085	5432	1235	1322	1349	1320	5226	5435	5598	5766
Topdanmark	2694	312	343	334	318	1307	318	342	349	347	1357	1512	1571	1571
Hastings	830	329	384	433	382	1528	416	414	437	367	1634	1708	1844	1992
Mandatum	1367	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
<b>Liikevoitto ilman kertaeriä</b>	<b>2190</b>	<b>664</b>	<b>769</b>	<b>341</b>	<b>12,0</b>	<b>1786</b>	<b>359</b>	<b>364</b>	<b>382</b>	<b>371</b>	<b>1476</b>	<b>1585</b>	<b>1659</b>	<b>1668</b>
<b>Liikevoitto</b>	<b>3172</b>	<b>692</b>	<b>844</b>	<b>341</b>	<b>47,0</b>	<b>1924</b>	<b>359</b>	<b>364</b>	<b>382</b>	<b>371</b>	<b>1476</b>	<b>1585</b>	<b>1659</b>	<b>1668</b>
If	1077	495	732	264	59	1550	337	288	300	297	1222	1249	1293	1293
Topdanmark	346	15	45	32	65	157	63	54	67	62	246	276	298	298
Hastings	127	21	25	54	7	107	10	40	34	33	117	132	137	142
Holdings	1331	164	39	-9	-48	146	-45	-18	-19	-21	-103	-72	-69	-65
Mandatum	291	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Tulos ennen veroja</b>	<b>3172</b>	<b>692</b>	<b>844</b>	<b>341</b>	<b>47,0</b>	<b>1924</b>	<b>359</b>	<b>364</b>	<b>382</b>	<b>371</b>	<b>1476</b>	<b>1585</b>	<b>1659</b>	<b>1668</b>
Verot	-423	-107	-62	-86	-129	-384	-91	-78	-82	-80	-331	-336	-348	-350
Vähemmistöosuudet	-181	-11	-20	-14	-69	-114	-26	-20	-26	-24	-96	-98	-101	-104
<b>Nettotulos</b>	<b>2568</b>	<b>773</b>	<b>563</b>	<b>241</b>	<b>530</b>	<b>2107</b>	<b>271</b>	<b>312</b>	<b>326</b>	<b>321</b>	<b>1229</b>	<b>1354</b>	<b>1421</b>	<b>1433</b>
<b>EPS (oikaistu)</b>	<b>2,86</b>	<b>1,37</b>	<b>0,92</b>	<b>0,46</b>	<b>0,93</b>	<b>3,71</b>	<b>0,53</b>	<b>0,61</b>	<b>0,64</b>	<b>0,64</b>	<b>2,44</b>	<b>2,73</b>	<b>2,89</b>	<b>2,92</b>
<b>EPS (raportoitu)</b>	<b>4,63</b>	<b>1,43</b>	<b>1,06</b>	<b>0,46</b>	<b>1,00</b>	<b>3,97</b>	<b>0,53</b>	<b>0,61</b>	<b>0,64</b>	<b>0,64</b>	<b>2,42</b>	<b>2,73</b>	<b>2,89</b>	<b>2,92</b>

# Tase

Vastaavaa	2021	2022	2023e	2024e	2025e
<b>Pysyvät vastaavat</b>	<b>50970</b>	<b>33447</b>	<b>33469</b>	<b>33507</b>	<b>33545</b>
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aineettomat hyödykkeet	3794	3494	3529	3564	3599
Käyttöomaisuus	375	355	358	361	364
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	777	16,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	26274	19635	19635	19635	19635
Muut pitkäaikaiset varat	19711	9930	9930	9930	9930
Laskennalliset verosaamiset	39,0	17,0	17,0	17,0	17,0
<b>Vaihtuvat vastaavat</b>	<b>10091</b>	<b>8587</b>	<b>8457</b>	<b>8317</b>	<b>8718</b>
Vaihto-omaisuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut lyhytaikaiset varat	2977	2272	2272	2272	2272
Myyntisaamiset	2295	3242	2465	2596	2704
Likvidit varat	4819	3073	3720	3448	3742
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>61061</b>	<b>42034</b>	<b>41926</b>	<b>41824</b>	<b>42263</b>

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2021	2022	2023e	2024e	2025e
<b>Oma pääoma</b>	<b>13464</b>	<b>9543</b>	<b>9435</b>	<b>9333</b>	<b>9772</b>
Osakepääoma	98,0	98,0	98,0	98,0	98,0
Kertyneet voittovarot	9952	7784	7676	7574	8013
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	2738	1087	1087	1087	1087
Vähemmistöosuus	676	574	574	574	574
<b>Pitkäaikaiset velat</b>	<b>45129</b>	<b>30435</b>	<b>30435</b>	<b>30435</b>	<b>30435</b>
Laskennalliset verovelat	855	514	514	514	514
Varaukset	9,0	6,0	6,0	6,0	6,0
Lainat rahoituslaitoksilta	4346	0,0	0,0	0,0	0,0
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	39919	29915	29915	29915	29915
<b>Lyhytaikaiset velat</b>	<b>2468</b>	<b>2056</b>	<b>2056</b>	<b>2056</b>	<b>2056</b>
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	2468	2056	2056	2056	2056
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>61061</b>	<b>42034</b>	<b>41926</b>	<b>41824</b>	<b>42263</b>

# DDM-laskelma

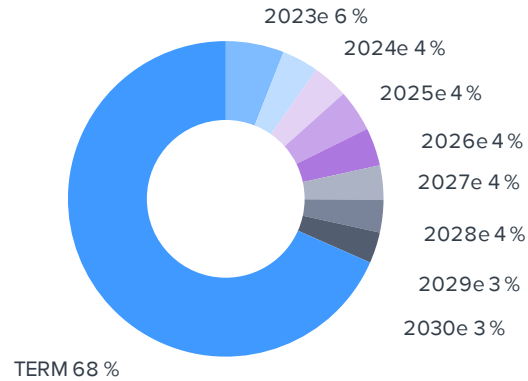
DDM-arvonmääritys (MEUR)	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	TERM
Sammon tulos	1229	1354	1421	1433	1397	1349	1378	1406	1406
Sammon jakama osinko	1457	982	1031	1290	1257	1215	1240	1266	24594
-Osingonjako-%	119 %	73 %	73 %	90 %	90 %	90 %	90 %	90 %	
Sammon osingon kasvu-%	8,9 %	8,9 %	-32,6 %	5,0 %	25,1 %	-2,5 %	-3,4 %	2,1 %	2,0 %
Disk. osinko	1392	875	857	1000	908	818	779	741	15946
Disk. Kum osinko	23316	21924	21049	20192	19192	18284	17466	16687	15946

Oman pääoman arvo, DDM	23316
<b>Per osake EUR</b>	<b>46,4</b>

## Pääoman kustannus

Riskitön korko	2,5%
Markkinoiden riskipreemio	4,8%
Yrityksen Beta	1,00
Likviditeettipreemio	0,0%
<b>Oman pääoman kustannus</b>	<b>7,3%</b>
WACC-%	6,7%

## Rahavirranjakauma jaksoittain



# Yhteenveto

Tuloslaskelma	2020	2021	2022	2023e	2024e	Osakekohtaiset luvut	2020	2021	2022	2023e	2024e
Vakuutusmaksutulo	8412	9746	8267	<b>8217</b>	<b>8655</b>	EPS (raportoitu)	0,07	4,63	3,97	<b>2,42</b>	<b>2,73</b>
Voitto ennen veroja	380	3172	1924	<b>1476</b>	<b>1585</b>	EPS (oikaistu)	2,15	2,86	3,71	<b>2,42</b>	<b>2,73</b>
Nettovoitto	38	2568	2107	<b>1229</b>	<b>1354</b>	Osinko / osake	1,70	4,10	2,60	<b>2,90</b>	<b>2,00</b>
Kertaluontoiset erät	-1161	982	138	<b>0</b>	<b>0</b>	Omapääoma / osake	20,5	23,1	16,9	<b>17,4</b>	<b>17,6</b>
Tase	2020	2021	2022	2023e	2024e	If tunnusluvut	2020	2021	2022	2023e	2024e
Taseen loppusumma	56529	61061	42034	<b>41926</b>	<b>41824</b>	Vakuutusmaksutulo	4589	4772	5024	<b>5226</b>	<b>5435</b>
Oma pääoma	12258	13464	9543	<b>9435</b>	<b>9333</b>	Vakuutusmaksutulon kasvu-%	4,6 %	6,0 %	5,3 %	<b>4,0 %</b>	<b>4,0 %</b>
ROE-%	0,3 %	21,2 %	19,4 %	<b>13,8 %</b>	<b>15,4 %</b>	Sijoitustuotot	90	174	278	<b>584</b>	<b>501</b>
						Yhdistetty kulusuhde-%	82,1 %	81,3 %	86,6 %	<b>82,8 %</b>	<b>82,9 %</b>
						Riskisuhde-%	60,7 %	59,9 %	65,0 %	<b>61,4 %</b>	<b>61,7 %</b>
						Kulusuhde-%	21,5 %	21,4 %	21,6 %	<b>21,4 %</b>	<b>21,2 %</b>

Lähde: Inderes

# Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

Raporteilla esitettävä informaatio on hankittu useista eri julkisista lähteistä, joita Inderes pitää luotettavina. Inderesin pyrkimyksenä on käyttää luotettavaa ja kattavaa tietoa, mutta Inderes ei takaa esitettyjen tietojen virheettömyyttä. Mahdolliset kannanotot, arviot ja ennusteet ovat esittäjiensä näkemyksiä. Inderes ei vastaa esitettyjen tietojen sisällöstä tai paikkansapitävyydestä. Inderes tai sen työntekijät eivät myöskään vastaa raporttien perusteella tehtyjen sijoituspäätösten taloudellisesta tuloksesta tai muista vahingoista (välttämät 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 12 kuukauden kokonaistuotto-odotukseen (sis. kurssinousu ja osingot) ja huomioi Inderesin näkemyksen tuotto-odotukseen liittyvästä riskistä. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituksiin 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 arvon mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmääritysmenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF), arvostuskertoimet, vertailuryhmäänalyysi 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 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 laatineen analyytikon palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oyj:llä ei ole investointipankkiliikeytoimintaa.

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 sijoittajatalaisuuksien 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/>

## Suositushistoria (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
17/03/2020	Osta	30,00 €	23,83 €
30/04/2020	Osta	34,00 €	30,85 €
07/05/2020	Lisää	33,00 €	30,40 €
16/06/2020	Osta	34,00 €	30,40 €
06/08/2020	Osta	35,00 €	30,30 €
09/10/2020	Osta	38,00 €	35,20 €
05/11/2020	Osta	38,00 €	34,14 €
20/01/2021	Osta	38,00 €	35,28 €
12/02/2021	Osta	41,00 €	36,04 €
25/02/2021	Osta	41,00 €	36,95 €
07/04/2021	Osta	43,00 €	39,23 €
06/05/2021	Osta	44,00 €	39,85 €
05/08/2021	Osta	45,00 €	42,39 €
24/09/2021	Osta	46,00 €	43,35 €
04/11/2021	Lisää	48,00 €	46,73 €
09/12/2021	Lisää	48,00 €	44,09 €
10/02/2022	Lisää	49,00 €	45,35 €
05/05/2022	Lisää	48,00 €	45,85 €
23/05/2022	Lisää	44,00 €	41,76 €
04/08/2022	Lisää	46,00 €	43,71 €
27/10/2022	Vähennä	46,00 €	46,67 €
03/11/2022	Vähennä	46,00 €	44,32 €
13/02/2023	Vähennä	46,00 €	45,50 €
11/05/2023	Vähennä	47,00 €	46,15 €

Inderes yhdistää pörssiyritykset ja sijoittajat. Asiakkainamme on yli 400 pohjoismaista pörssiyritystä, jotka haluavat palvella sijoittajia tarjoamalla parempaa sijoittajaviestintää. Yhteisöömme kuuluu yli 70 000 aktiivista sijoittajaa.

Yhteiskunnallisena tavoitteenamme on demokratisoida tieto finanssimarkkinoilla.

Rakennamme pörssiyrityksien tarpeisiin ratkaisuja, joiden avulla voidaan tehdä tehokasta ja oikeat kohderyhmät tavoitettavaa sijoittajaviestintää. Liikevaihdostamme suurin osa muodostuu pörssiyrityksiä asiakkailta, joille tarjottavia päätuotteitamme ovat Tilausanalyysi, Virtuaalitapahtumaratkaisut (Flik), Yhtiökokousratkaisut sekä Teknologia- ja IR-ratkaisut.

Sijoittajayhteisölle tarjoamme palveluita, joiden avulla jäsenet voivat oppia ja kehittyä, tutustua muihin sijoittajiin sekä saada ajantasaista tietoa sijoituspäätösten tueksi.

Inderes on listattu Nasdaq First North markkinapaikalla ja toimii Suomessa, Ruotsissa, Norjassa ja Tanskassa.

### Inderes Oyj

Itämerentori 2

00180 Helsinki

+358 10 219 4690

Palkittua analyysia osoitteessa [inderes.fi](https://www.inderes.fi)



STARMINE  
ANALYST AWARDS  
FROM REFINITIV



THOMSON REUTERS  
ANALYST AWARDS



Juha Kinnunen  
2012, 2016, 2017, 2018, 2019, 2020



Mikael Rautanen  
2014, 2016, 2017, 2019



Sauli Vilén  
2012, 2016, 2018, 2019, 2020



Antti Viljakainen  
2014, 2015, 2016, 2018, 2019, 2020



Olli Koponen  
2020



Joni Grönqvist  
2019, 2020



Erkki Vesola  
2018, 2020



Petri Gostowski  
2020



Atte Riikola  
2020

**Analyysi kuuluu  
kaikille.**