

Mandatum

Seurannan aloitus

12.10.2023 8:00



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



Kasper Mella
+358 45 6717 150
kasper.mella@inderes.fi

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde
res.

Taseen täydeltä osinkoja

Aloitamme Mandatumin seurannan 4,2 euron tavoitehinnalla ja osta-suosituksella. Mandatumin sijoittajatarina nojaa kahteen kulmakiveen: kasvuun pääomakevyessä varainhoidossa sekä merkittävään pääoman vapautumiseen jatkuvasti laskevasta laskuperustekorkoisesta liiketoiminnasta. Ennusteillamme osakkeen arvostus on mielestämme hyvin houkutteleva useista eri kulmista tarkasteltuna ja poikkeuksellisen houkutteleva osinkonäkymä antaa osakkeelle selkeää selkänöjää. Tuloksen kasvattaminen tulee kuitenkin lähivuosina olemaan hankalaa, ja ennustammekin tuloksen pysyvän suunnilleen nykyisellä tasolla.

Suomen johtavia henkivakuutusyhtiötä ja merkittävä varainhoitaja

Mandatum konserniin kuuluu kaksi liiketoiminta-alueita: henkivakuutus ja varainhoito. Henkivakuutuksessa Mandatum tarjoaa yksityis- ja yritysasiakkailleen sijoittamisen, palkitsemisen, eläkevarautumisen ja henkilövakuuttamisen palveluita. Varainhoito puolestaan yhdistää rahastoliiketoiminnan sekä omaisuudenhoidon palvelut instituutioasiakkaille ja varakkaille yksityishenkilöille. Yhtiön strategian kulmakivet nojaavat voimakkaaseen kasvuun vahvasti varainhoitoratkaisuihin painottuvissa pääomakevyissä liiketoiminnoissa sekä merkittävään pääomien vapauttamiseen laskuperustekorkoisesta liiketoiminnasta. Varainhoidossa Mandatum on profiloitunut korkean lisäarvon tuotetalona ja sen ydinosaamista ovat vaihtoehtoiset sijoitukset sekä korkotuotteet. Myös yritysostot kuuluvat keskeisenä osana kasvustrategiaan ja yhtiö on avoimesti liputtanut halustaan olla konsolidoimassa Suomen hajanaista sijoituspalvelumarkkinaa, mikä ei ollut mahdollista osana Sampoa.

Tuloskasvu on kiven alla, mutta osinkonäkymä on poikkeuksellisen houkutteleva

Vaikka varainhoidossa yhtiöllä onkin erittäin hyvät kasvunäkymät, tulee laskuperusteisen liiketoiminnan rakenteellinen lasku aiheuttamaan merkittävän loven yhtiön tulokseen. Näin ollen jo tuloksen ennallaan säilyttämistä voitaisi pitää erinomaisena suorituksena, sillä valtaosa konsernin tuloksesta tulee tällä hetkellä laskuperustekorkoisesta liiketoiminnasta. Ennustammekin tuloksen pysyvän lähivuodet suunnilleen 200 MEUR:n tasolla. Mandatumin tase on puolestaan selvästi ylikapitalisoitunut. Arviomme mukaan yhtiöllä on tällä hetkellä ylimääräistä pääomaa noin 400–700 MEUR ja määrä kohoaa 2025 loppuun mennessä 800–1000 MEUR:oon, kun se irtaantuu PE-sijoituksistaan ja pääomia puretaan laskuperustekorkoisesta kannasta. Hurjat pääomapuskurit sekä hyvä tulospöytä näkymä huomioiden Mandatumilla ei ole mitään ongelmia täyttää 500 MEUR:n kumulatiivista osinkotavoitettaan vuosilta 2024–2026. Pidämmekin tavoitetta konservatiivisena ja ylimääräistä voitonjakoa hyvin todennäköisenä. Ylimääräisen voitonjaon määrä on osin riippuvainen mahdollisista yritysjärjestelyistä.

Osake on kaikilla mittareilla edullinen

Olemme haarukoineet käypää arvoa osien summan, suhteellisen ja absoluuttisen arvostuksen sekä osinkomallin kautta. Keskityimme analyysissämme etenkin osinkomalliin, sillä se huomioi parhaiten korkean voitonjakosuhteen sekä ylipääomitetun taseen purkamisen (arvo 4,2e/osake). Myös tasepohjainen osien summa -analyysi saa tarkastelussamme huomiota (arvo 4,5e). Kaikki arvonmäärittämismenetelmämme indikoivat osakkeen olevan selvästi aliarvostettu. Mandatumin tuotto-odotus nojaa hieman poikkeuksellisesti huomattavilta osin korkeaan osinkotuottoon, sillä tuloskasvuun yltäminen tulee lähivuodet olemaan haasteellista. Kertoimissa pitäisi kuitenkin asteittain olla nousuvaraa tuloksen painopisteen siirtäessä yhä enemmän pääomakevyeen liiketoimintaan.

Suositus

Osta

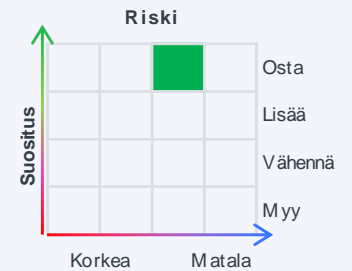
(aik. -)

4,20 EUR

(aik. -)

Osakekurssi:

3,70



Avainluvut

Avaintietotaulukko

	2022	2023e	2024e	2025e
Tulos ennen veroja	75,7	184,7	214,0	205,2
Nettotulos	146,7	171,2	164,2	159,1
EPS (oik.)	0,15	0,29	0,34	0,33
Osinko / osake	0,39	0,33	0,35	0,35
Osingonjakosuhte	265 %	113 %	103 %	107 %
ROE-%	4,4%	8,8%	10,4%	10,0%

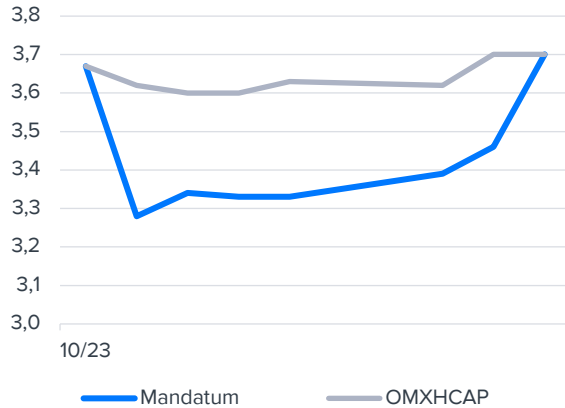
P/E (oik.)	25,1	12,7	10,8	11,3
P/B	1,1	1,1	1,1	1,1
Osinkotuotto-%	10,5 %	8,9 %	9,5 %	9,5 %

Lähde: Inderes

Ohjeistus

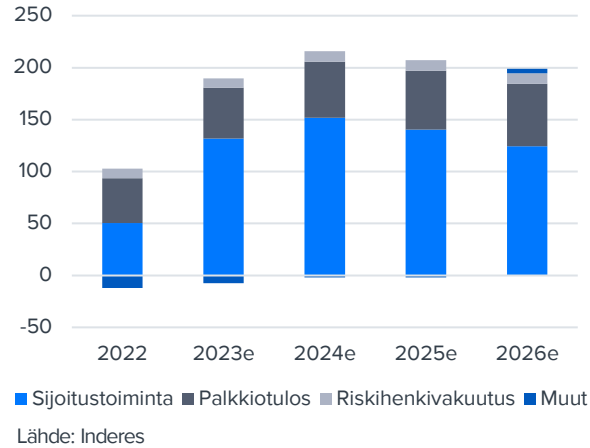
(Ei ohjeistusta)

Osakekurssi



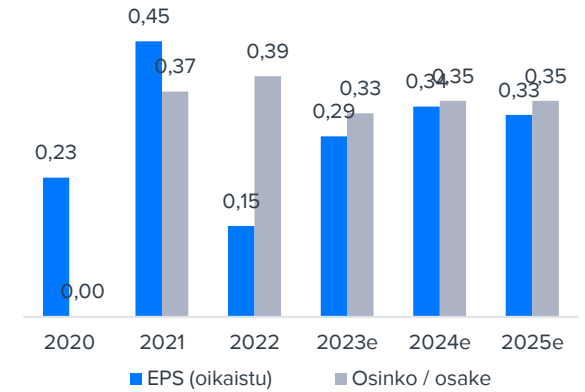
Lähde: Millstream Market Data AB

Mandatumin PTP jakauma (MEUR)



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



*Vuodesta 2022 alkaen IFRS 17 -standardin mukaisesti

Lähde: Inderes



Arvoajurit

- Kasvu pääomakevyessä varainhoidossa
- Suhteellisessa kannattavuudessa selvää parannuspotentiaalia liikevaihdon kasvun myötä
- Korkeiden korkojen myötä laskuperustekorkoinen liiketoiminta on muuttunut selvästi aiempaa houkuttelevammaksi
- Pääoman vapautuminen laskuperustekorkokannasta sekä PE-sijoituksista
- Arvoa luovat yrityskaupat kotimaisella varainhoitosektorilla



Riskitekijät

- Yhtiön tulos edelleen hyvin riippuvainen sijoitustuotoista
- Korkotason lasku heikentäisi vakavaraisuutta ja vaikeuttaisi laskuperusteisen liiketoiminnan hoitamista
- Henkivakuutustoiminnan riskit (etenkin biometriset riskit)
- Rahastojen hyvien tuottotasojen ylläpitäminen
- Haitalliset muutokset sijoitusvakuutusten verolainsäädännössä

Arvostustaso	2023e	2024e	2025e
Osakekurssi	3,70	3,70	3,70
Osakemäärä, milj. kpl	501,8	501,8	501,8
Markkina-arvo	1857	1857	1857
P/E (oik.)	12,7	10,8	11,3
P/E	12,7	10,8	11,3
P/B	1,1	1,1	1,1
Osinko/tulos (%)	112,9 %	102,6 %	107,0 %
Osinkotuotto-%	8,9 %	9,5 %	9,5 %

Lähde: Inderes

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	6–9
Strategia ja taloudelliset tavoitteet	10–12
Henkivakuutusmarkkina	13–16
Varainhoitomarkkina	17–21
Segmentit: Henkivakuutus	22–27
Segmentit: Varainhoito	28–31
Sijoitus- ja riskiprofiili	32–33
Taloudellinen tilanne	34–37
Ennusteet	38–43
Arvonmääritys	44–48
Liitteet	49–51
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	52

Mandatum lyhyesti

Mandatum on suomalainen finansskonserni, joka tarjoaa henkilö- ja yritysasiakkaille laajan valikoiman henki- ja eläkevakuutusratkaisuja sekä varainhoitopalveluja.

2023

Listautuminen Helsingin pörssiin päälistalle

11,2 mrd. euroa

Hallinnoitava asiakasvarallisuus (AUM) H1'23:n lopussa

~500 MEUR

Kumulatiivisesti maksetut osingot vuosien 2020–2022 aikana

32 %

Markkinaosuus Suomen henkivakuutusmarkkinasta vuonna 2022

Tuotekehityksen eturintamassa (1998–2007)

Mandatum Pankki liitetään osaksi Sampo-Leoniaa.

Henki-Sampo tekee strategisen päätöksen keskittyä sijoitussidonnaisiin vakuutuksiin

Sampo Pankin (nykyinen Danske Bank) kanssa solmitaan edustussopimus samalla, kun yhtiö myydään uudelle omistajalle

Fokus vähä pääomaa sitovissa tuotteissa

Päivitetty ”Rahat ja henki” -strategia (2008–2020)

Nykyuotoinen Mandatum syntyy

Varainhoito perustetaan, Henki-Sampo muuttaa nimensä Mandatum Lifeksi ja uusi strategia otetaan käyttöön

Mandatum ostaa eläke- ja henkilöstörahoistoiminnot Silta Oy:ltä ja Keskinäisen Henkivakuutusyhtiön Suomen ryhmäeläkevakuutuskanta siirretään Mandatumille

Mandatum ja Danske Bank solmivat uudistetun yhteistyö- ja edustussopimuksen

Konsernin sisäinen rakenneuudistus (2021–2023)

Perustetaan Mandatum Holding, jonka tytäryhtiöitä ovat Mandatum Life ja uusi omaisuudenhoitoon keskittyvä Mandatum Asset Management

Ostetaan Nordhavenin osakekannustinjärjestelmiin keskittyvä liiketoiminta ja kiinteistörahastoja hallinnoiva Trevian Rahastot AIFM Oy

Mandatumin Baltian henkivakuutusliiketoiminnot myydään

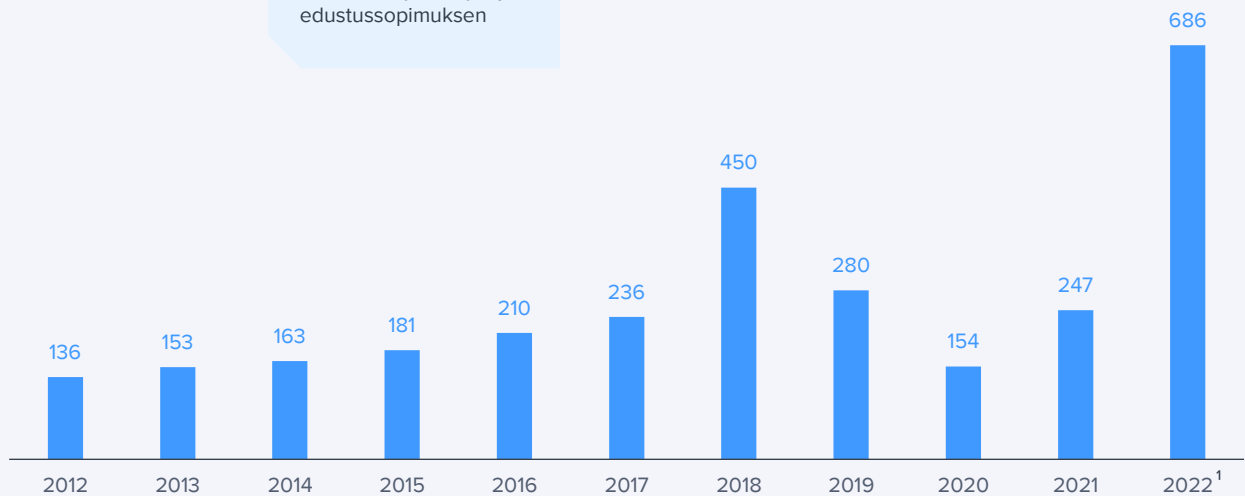
Vakaampi ja pääomakevyempi yhtiö (2023–)

Mandatum listataan pörssiin osittaisjakautumisella

Rakennemuutosta jatketaan laskuperustekorkokannan asteittaisella alasajolla.

Kasvua haetaan erityisesti vähän pääomaa sitovista ja jatkuviin palkkiotuottoihin perustuvista tuotteista

Mahdollisuuksia epäorgaaniseen kasvuun osana varainhoito-markkinan konsolidaatiota



■ Konsernin tulos ennen veroja (MEUR)

Lähde: Mandatum / Inderes

¹Tulos ennen veroja IFRS 17 -standardin mukaisesti

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/2



Vuonna 2022 yhtiön palveluksessa oli noin 660 henkilöä.



Mandatumin hoidossa olevat varat olivat Q2'23 lopussa 20,1 miljardia euroa.¹

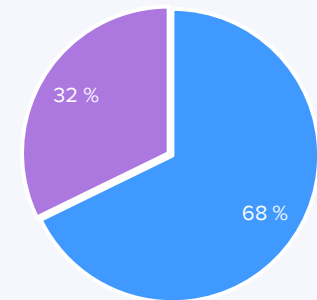


Konsernilla on noin 330 000 henkilöasiakasta ja 20 000 yritysasiakasta.



Suurimmat toiminnot sijaitsevat Suomessa, mutta yhtiöllä on myös kansainvälisiä varainhoitoasiakkaita.

Tulos ennen veroja (H1'2023)



■ Laskuperustekorkoinen ■ Muut

Lähde: Mandatum

¹ Sisältää 4,3 mrd. laskuperustekorkokantaa sekä 4,6 mrd. suuria mandaatteja. Ulkopuolisten asiakkaiden AUM 11,2 mrd. euroa.

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/2

Omistusperusta

Jakautumisen yhteydessä Sammon osakkeenomistajat saivat jakautumisvastikkeena yhden uuden Mandatumin osakkeen jokaista omistamaansa Sammon osaketta kohti, minkä myötä Sammon omistajista tuli Mandatumin omistajia. Tästä syystä Mandatumin omistusrakenne on Sammon tapaan hyvin hajanainen. 10 suurinta Suomeen rekisteröitynyttä omistajaa omistaa osakkeista noin 16 %. Suurimmat omistajat ovat Solidium (6,6 %) sekä kotimaiset eläkeyhtiöt. Hallintarekisteröidyt sijoittajat omistavat Mandatumista noin 60 %. Koska Mandatumilla ei ole selkeää pääomistajaa, johtoryhmän ja hallituksen merkitys korostuu yhtiön toiminnan ohjaamisessa.

Johtoryhmän koostumus

Mandatumin johtoryhmään kuuluu seitsemän jäsentä ja toimitusjohtajana on toiminut Petri Niemisvirta vuodesta 2001 lähtien. Niemisvirta on toiminut vuodesta 2001 alkaen jakautumiseen asti myös Sampo-konsernin johtoryhmän jäsenenä.

Mandatumin talousjohtajaksi on nimitetty Matti Ahokas, joka siirtyi tehtävään Nordean sijoittajasuhdejohtajan paikalta. Konsernin aiempi talousjohtaja Jukka Kurki toimii talousjohtajana siihen saakka, kunnes Ahokas aloittaa tehtävässään. Kurki toimii samalla Mandatum Lifen toimitusjohtajana.

Mandatumin sijoitusjohtajana toimii Juhani Lehtonen, jolla on yli 15 vuoden tausta yhtiöstä. Mandatum Asset Managementin toimitusjohtajana on toiminut vuodesta 2020 alkaen Lauri Vaittinen, jolla on myös pitkä tausta Mandatumilla.

Kokonaisuudessaan johdolla on vahva Mandatum-tausta (johtoryhmän jäsenet ovat olleet yhtiön tai sen edeltäjien palveluksessa laskelmiamme mukaan pääosin yli 20 vuotta) sekä toimialaosaaminen ja arvioimmekin, että johdolla on hyvät edellytykset johtaa Mandatumia nykyisen strategian mukaiseen suuntaan.

Johdon omistukset olivat Sammossa merkittäviä, mutta jakaantumisen yhteydessä Mandatumin euromääräiset omistukset olivat tätä selvästi maltillisempia. Kaupankäynnin alettua johto on kuitenkin ostanut markkinalta varsin runsaasti yhtiön osakkeita. Pörssitiedotteiden pohjalta olemme arvioineet nykyistä tilannetta, joka on esitetty oikeassa sivupalkissa. Nykyiset omistukset ovat jo määrittäneen huomattavia, mitä pidämme luonnollisesti positiivisena, sillä tämä yhdenmukaistaa johdon ja osakkeenomistajien intressejä.

Hallituksen koostumus

Mandatumin hallitus muodostuu kuudesta jäsenestä ja hallituksen päätoimisena puheenjohtajana toimii Patrick Lapveteläinen, jolla on yli 20 vuoden Sampo-tausta useissa johtotehtävissä. Myös Lapveteläisellä on Mandatumissa merkittävä osakeomistus, jota pidämme johdon merkittävien omistusten tapaan positiivisena osakkeenomistajien kannalta. Hallituksen jäsenillä on kaiken kaikkiaan monipuolinen osaaminen eri varainhoito- ja vakuutusalan johtotehtävistä, ja hallitus onkin arviomme mukaan varsin pätevä tekemään strategisia päätöksiä osakkeenomistajien edun mukaisesti.

Suurimmat Suomeen rekisteröityneet osakkeenomistajat (tilanne 10/2023)	Osuus osakkeista
Solidium Oy	6,63 %
Varma	4,43 %
Ilmarinen	1,25 %
Oy Lival AB	0,76 %
Elo	0,74 %
Valtion Eläkerahasto	0,58 %
OP-Henkivakuutus Oy	0,37 %
Svenska litteratursällskapet I Finland r.f.	0,32 %
OP-Suomi -sijoitusrahasto	0,31 %
Sijoitusrahasto Nordea Pohjoismaat	0,26 %
10 suurinta yhteensä	15,65 %

Johdon osakeomistukset (Inderesin arvio 10/2023)	Osakkeiden kappalemäärä
Patrick Lapveteläinen	577 058
Petri Niemisvirta	179 370
Jukka Kurki	31 191
Juhani Lehtonen	16 414
Lauri Vaittinen	4 973
Tarja Tyni	34 652
Petri Vieraankivi	18 639
Sanna Rajaniemi	21 280
Yhteensä	883 577

Mandatumin historia 1/2

Mandatumin lyhyt historia

Mandatumin juuret ulottuvat lähes 150 vuoden päähän ja yhtiöllä on pitkä historia osana Sampoa. Mandatum saavutti laajan tunnettuuden investointipankkina 1990-luvun aikana, mutta nykymuotoisen Mandatumin historia voidaan mielestämme jäljittää 2000-luvun alkuun, kun yhtiö alkoi keskittyä henkivakuutuksiin ja varainhoitoratkaisuihin. Alkuperäinen investointipankki Mandatum päätyi Danske Bankille Sampo Pankin mukana vuonna 2007, mutta Mandatumin nimi jäi Sampo-konsernin haltuun.

Sampo Pankin myyminen Danske Bankille vuonna 2006 muutti Henki-Sammon identiteettiä perustavanlaatuisesti. Tähän asti yhtiö oli rakentanut menestyksensä hyödyntämällä monia jakelukanavia ja valtaosa vakuutusten myynnistä oli tapahtunut Sampo Pankin kautta. Vaikka yhteistyö Danske Bankin kanssa jatkui edustusopimuksen myötä, oli yhtiön panostettava aiempaa vahvemmin omaan palvelu- ja myyntiorganisaatioon.

Vuonna 2008 Henki-Sammon nimi muutettiin Mandatum Lifeksi ja yhtiö otti käyttöön uuden strategian – Rahat ja henki. Henkivakuuttamisen osaksi tuotiin varainhoidon palvelut, minkä myötä yhtiö laajensi oman taseen sijoituksista myös asiakkaiden varojen hoitoon. Varainhoidon etuna tasesijoituksiin nähden on erityisesti liiketoiminnan pääomakeveys. Vuonna 2021 Mandatum toteutti konsernin sisäisen rakenneuudistuksen, jolla haettiin kasvua ja operatiivisia synergioita. Uudistuksen myötä perustettiin Mandatum Holding, jonka alle siirrettiin Sammon omistuksesta Mandatum Life sekä kokonaan uusi omaisuudenhoitoyhtiö Mandatum Asset Management, joka muodostettiin yhdistämällä

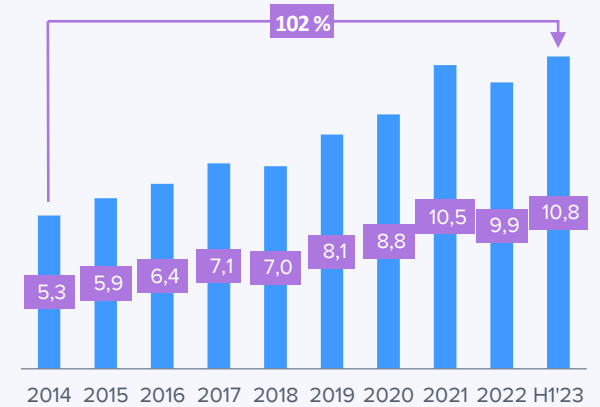
Sammon ja Mandatum Lifen sijoitustoiminnot.

Mandatum on vuoden 2008 strategiauudistuksesta lähtien keskittynyt puhtaasti henkivakuuttamiseen ja varainhoitoon, joiden avulla yhtiö pystyy tarjoamaan asiakkailleen kokonaisvaltaisempaa taloudellista suunnittelua sekä riskienhallintaa. Henkivakuutuspuolella Mandatumin uusmyynti keskittyy sijoitussidonnaisiin vakuutuksiin sekä henkilöriskivakuutuksiin, ja nykyinen tuote- ja palveluvalikoima tarjoaa yhtiölle mielestämme hyvät mahdollisuudet hyödyntää palveluiden ristiinmyynnissä laajaa olemassa olevaa yritysasiakaskuntaansa. Varainhoidossa kasvun painopiste on instituutioasiakkaissa.

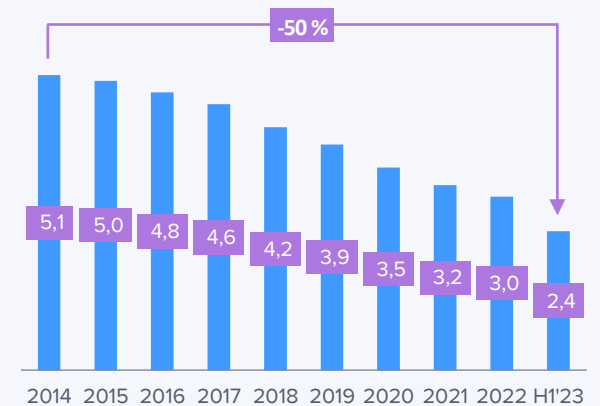
Osittaisjakautuminen

Sampo kertoi keväällä 2023 aikovansa listata Mandatumin pörssiin osittaisjakautumisella, joka toteutettiin vastikään lokakuussa 2023. Mandatum ehti olla jo ennen jakautumista pitkälti erillinen Sammon muusta liiketoiminnasta, eikä sillä ollut oleellisia operatiivisia synergioita Sammon vahinkovakuutustoiminnan kanssa. Mandatumille irtautuminen mahdollistaa joustavuuden toimia itsenäisenä yhtiönä tarjoten mahdollisuuden aiempaa vauhdikkaamman kasvun tavoitteluun niin Suomessa kuin ulkomailla. Osana kasvustrategiaansa yhtiö näkee nyt myös mahdollisuuksia epäorganaiseen kasvuun osana Suomen varainhoitomarkkinan konsolidaatiota. Sammon alaisuudessa suuremmat epäorganiset liikkeet eivät olleet mahdollisia konsernin strategian keskittyessä vahinkovakuuttamiseen. Sammon näkökulmasta Mandatumin irrottaminen taas oli käytännössä viimeinen askel kohti täysiveristä vahinkovakuutusyhtiötä.

Sijoitussidonnaisen vastuuvelan kehitys (mrd. euroa)

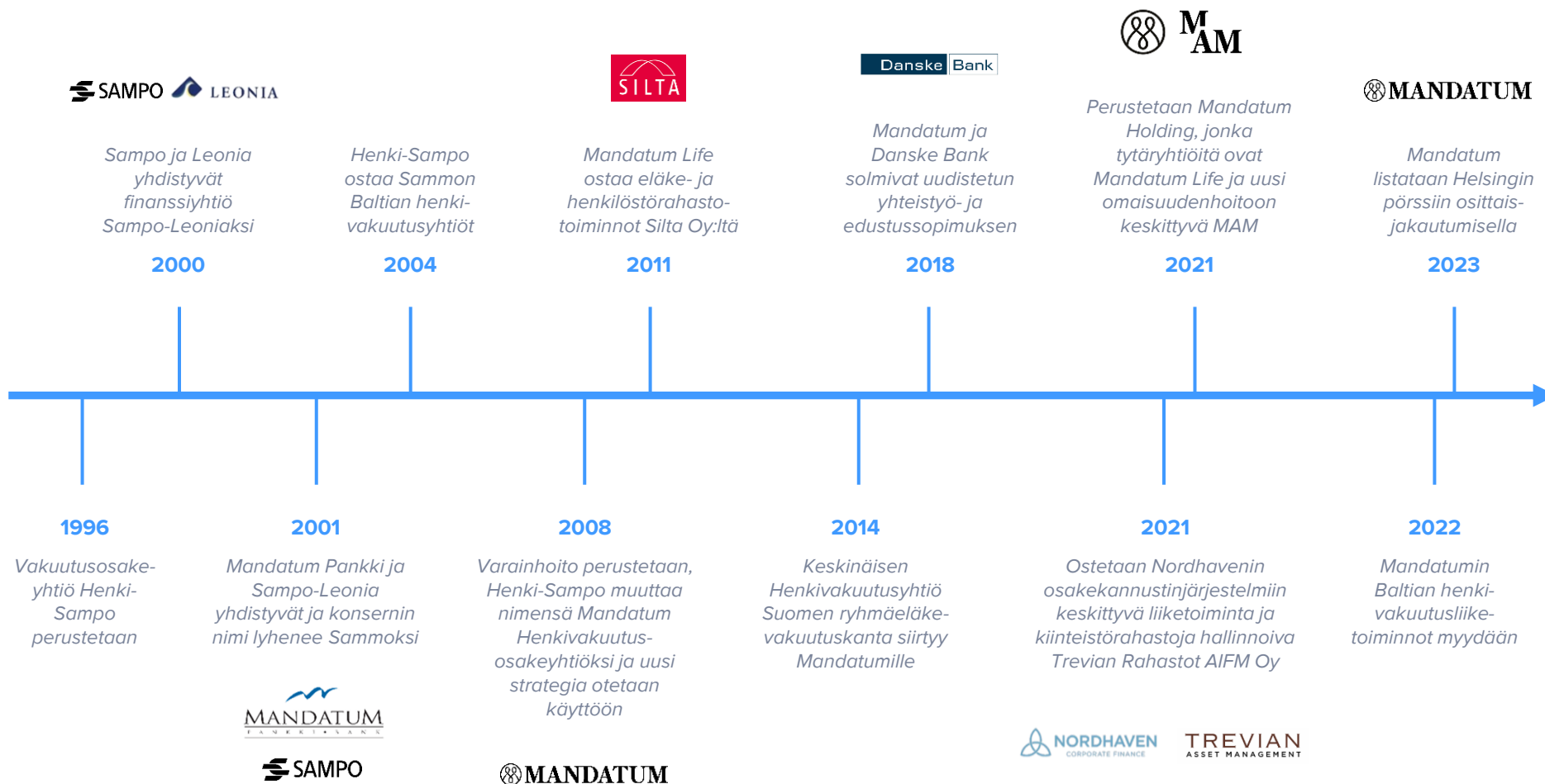


Laskuperustekorollisen vastuuvelan kehitys (mrd. euroa)



Lähde: Mandatum

Mandatumin historia 2/2



Strategia ja taloudelliset tavoitteet 1/3

Taloudelliset tavoitteet

Taloudelliset tavoitteet ovat realistisia

Vuotuisten nettomerkitöjen tavoite tarkoittaa nykyisellä AUM:lla noin 600 MEUR:n vuotuisia nettomerkitöjä. Tämä on linjassa viime vuosina saavutettujen tasojen kanssa ja linjassa keskeisille verrokeille arvioimienne normaalien nettomerkitövolyyymien kanssa. Taso on mielestämme realistinen, etenkin kun huomioidaan yhtiön halu ylläpitää vahvaa palkkiomarginaalia. Ennusteemme ovatkin linjassa tavoitteen kanssa.

Palkkiomarginaalitavoite on varsin väljä, mutta mielestämme se alleviivaa selvästi Mandatumin halua säilyttää nykyiset korkeat palkkiomarginaalinsa. Käytännössä se tarkoittaa myös yhtiön fokuusoitumista korkeamman lisäarvon tuotetarjontaan sekä valikoituun asiakaskuntaan. Marginaalin puolustaminen nykytasolla olisi erittäin hankalaa, jos yhtiö esimerkiksi lähtisi aggressiivisesti hakemaan kasvua perinteisen varainhoidon puolelta.

Kulu/tuotto-suhteen osalta parannustavoite on mielestämme itsestään selvää, sillä varainhoitoliiketoiminta on itsessään erittäin hyvin skaalautuvaa ja yhtiön kulu/tuotto-suhteessa on mielestämme edelleen selvää parannuspotentiaalia. Käytännössä tämä syntyy liikevaihdon kasvusta ja onnistuneesta kulukontrollista. Yhtiöllä on mielestämme hyvät edellytykset onnistua molemmissa tavoitteissa ja ennustammekin kulu/tuotto-suhteen laskevan asteittain tulevina vuosina.

Vastuuvelan supistamisen tavoite perustuu sopimusten erääntymisen ohella johdon aktiivisiin toimiin. Näihin lukeutuu mm. asiakkaille tarjottava

optio siirtää laskuperustekorkoisia säästöjä sijoitussidonnaisiksi. Yhtiö on historiassa kyennyt supistamaan kantaa tavoitetahdilla, joten emme näe syytä olettaa tähän olennaisia poikkeamia myöskään jatkossa. Huomautamme, että nykyisellä korkotasolla paine supistaa vastuuvulkaa omilla toimilla on selvästi aiempaa vähäisempi.

Vakavaraisuustavoite on hyvin linjassa verrokkien kanssa ja pidämme sitä järkevänä tehokkaan pääoman käytön näkökulmasta. Yhtiön nykyinen vakavaraisuus on reippaasti yli tavoitetason ja vakavaraisuus paranee systemaattisesti, kun laskuperustekorkokanta sulaa ja pääomaa sitovista Enentosta ja Saxosta luovutaan. Yhtiö onkin viestinnässään korostanut, että tavoite on keskipitkälle aikavälille. Yhtiö halunnee pitää tasettaan ylikapitalisoituneena myös siitä syystä, että se on avoimesti liputtanut halustaan osallistua Suomen sijoituspalvelukentän konsolidaatioon. Näin ollen emme odota taseen nopeaa purkamista, vaan tase saattaa säilyä ylikapitalisoituneena varsin pitkään, jos yritysostopuolella ei tehdä liikkeitä.

Osingonjakotavoite on varsin poikkeuksellinen, mutta mielestämme perusteltu yhtiön nykytilanne huomioiden. Yhtiö on viestinnässään korostanut 500 MEUR:n tavoitteena olevan ”pyhä”, jolloin siitä ei olla valmiita tinkimään edes yrityskauppojen tätä vaatiessa. Pidemmillä aikavälillä Mandatum puhuu vakaan osingonjaon säilyttämisestä ja tämä on hyvin linjassa nykyisiin ennusteisiimme, joissa laskuperustekorkoisen tuloksen lasku hautaa pitkälti alleen varainhoidon tulokasvun. Mahdollinen ylimääräinen pääomanpalautus on pitkälti riippuvainen yrityskaupoista. Käsittelemme yrityskauppoja tarkemmin sivulla [12](#).



Taloudelliset tavoitteet

Mandatumin taloudelliset tavoitteet:

- **Vuotuiset nettomerkitö:** Keskipitkällä aikavälillä tavoitteena nettomerkitöjen vuotuinen 5 %:n kasvu suhteessa hallinnoitaviin varoihin (pois lukien laskuperustekorkovarallisuus ja suuret toimeksiannot)
- **Palkkiomarginaali:** tavoitteena kurinalaiseen hinnoitteluun perustuva palkkiomarginaalin kehitys
- **Kulu-/tuottosuhte:** tavoitteena kulu-/tuottosuhteen parantaminen
- **Vastuuvelan kehitys:** tavoitteena laskuperustekorkoisen vastuuvelan supistaminen aktiivisilla toimilla
- **Solvensi 2 -vakavaraisuussuhde:** tavoitetaso 170–200 % keskipitkällä aikavälillä
- **Kumulatiivinen osinko 2024–2026 yhteensä** 500 MEUR, minkä lisäksi mahdollista jakaa ylimääräistä pääomaa omistajille

Inderesin ennusteet 2023–2026e:

- Nettomerkitö: **+6 % p.a. suhteessa AUMiin**
- Palkkiomarginaali: **Säilyy lähivuodet vakaana**
- Kulu-/tuottosuhte: **Paranee systemaattisesti**
- Vastuuvelka: **~50 % lasku 2031 mennessä**
- Vakavaraisuussuhde 2026e: **> 300 %**
- Kumulatiivinen osinko 2024-2026e: **500 MEUR**

Strategia ja taloudelliset tavoitteet 2/3

Mandatumin strategian kulmakivet ja yhteys arvonluontiin

Jatkuvien tuottojen ja hallinnoitavien varojen kasvu



Arvoajuri 1:

Palkkiotuottojen kasvu

- Kasvu Suomen varakkaimissa yksityishenkilöissä ja instituutioissa sekä Suomessa että kansainvälisesti.
- Uudet rahastot ja rahastojen kokoluokkien kasvu.
- Tuotetarjonnan asteittainen laajentaminen olisi perusteltua yhtiön tarjonnan ollessa varsin fokuosoitunut.
- Tuotteiden kokoluokkien systemaattinen kasvu on avain skaalautuvuuteen.
- Jakelun systemaattinen vahvistaminen muissa Pohjoismaissa on mielestämme enemmän kuin perusteltua huomioiden yhtiön erinomaiset näytöt näiltä markkinoilta.
- Arvonluontistrategioihin nojaavana managerina Mandatumin on pakko kyetä tarjoamaan sijoittajilleen systemaattisesti hyviä tuottoja. Hyvät tuotot tukevat liiketoiminnan kasvua uusmyynnin, tuotekokojen kasvun ja hinnoitteluvoiman kautta sekä tarjoavat potentiaalia tuottosidonnaisiin palkkoihin.

Kulutehokkuuden parantaminen



Arvoajuri 2:

Nouseva operatiivinen kannattavuus

- Yhtiö on viime vuodet investoinut paljon alustansa rakentamiseen ja toimialalle tyypilliseen tapaan kiinteiden kulujen pitäisi tarjota aiempaa vahvemmin skaalautuvuutta kannattavuudessa.
- Mandatumin kasvustrategian kannalta tärkeimmässä varainhoidossa kulutehokkuuden pitäisi skaalautua selvästi hallinnoitavan varallisuuden kasvun jatkuessa. Tämän osalta yhtiöllä on lähivuosina näytön paikka.
- Myös yleisessä kulukontrollissa pitää onnistua hyvin.

Taseen tehokkaampi käyttö



Arvoajuri 3:

Pääomien vapautuminen

- Yhtiön tase on selvästi ylikapitalisoitunut ja vahvistuu entisestään lähivuosina.
- Tasetta puretaan ylimääräisen voitonjaon sekä mahdollisten yritysjärjestelyiden avulla.
- Yhtiö kuitenkin halunnee säilyttää hyvin vahvan taseaseman lähivuosina yrityskauppoja silmällä pitäen. Näemme yritysjärjestelyt erittäin kiinnostavana polkuna Mandatumille kiihdyttää kasvua varainhoidossa ja luoda omistaja-arvoa.
- Operatiivisen liiketoiminnan kasvu sitoo vain hyvin rajallisesti pääomia.
- Ylikapitalisoituneen (ja jatkuvasti vahvistuvan) taseen systemaattinen purkaminen on mielestämme ainoa oikea ratkaisu, kuten yhtiö on myös indikoinut aikovansa tehdä.

Strategia ja taloudelliset tavoitteet 3/3

Mandatum ja yrityskaupat

Mandatum on listautumisensa yhteydessä liputtanut hyvin avoimesti kiinnostuksestaan olla mukana konsolidoimassa Suomen hajanaista varainhoitomarkkinaa. Toisin kuin monet sen verrokkit, yhtiö on viestinnässään painottanut selvästi kotimaata, ja kansainväliset yrityskaupat on käsityksemme mukaan suljettu toistaiseksi pois.

Vaikka Mandatum onkin korostanut yrityskauppojen roolia sen strategiassa, painotti yhtiö sen syyskuisessa strategiainfossa, että yrityskaupat eivät ole sille itseisarvo ja ainoa syy tehdä yrityskauppoja on omistaja-arvon luominen. Näkemyksemme mukaan Mandatumilla ei ole mitään pakkoa tehdä yrityskauppoja, mutta mielestämme järjestelyt olisivat sille erittäin looginen tapaa kiihdyttää kasvua varainhoidossa. Mandatumin näkökulmasta keskeiset syyt yrityskaupoille olisivat mielestämme tuotetarjonnan laajentaminen, asiakaskunnan kasvu sekä toimialalle tyypilliset kustannussynergiat. Lisäksi tietyt pelurit voisivat vahvistaa myös Mandatumin jakelua etenkin kansainvälisesti, mutta jakelun vahvistus ei mielestämme ole riittävä peruste yrityskaupoille.

Yhtiö on hyvässä asemassa markkinan konsolidaatioon

Yhtiö on varainhoitomarkkinan konsolidaation näkökulmasta erittäin kiinnostava, sillä se on merkittävästi suurempi kuin sen keskeiset verrokkit. Mandatumin nykyinen markkina-arvo on samaa kokoluokkaa kuin muiden listattujen varainhoitajien yhteenlaskettu markkina-arvo, joten se olisi selvästi kuskin paikalla kaikissa mahdollisissa järjestelyissä. Lisäksi Mandatumilla on käytössään merkittävää liikkumavaraa sen taseen sekä vakavaraisuuden osalta (lisää tästä sivulla [36](#)), joten yhtiö kykenisi

rahoittamaan kohtalaisen kokoisia kauppoja myös puhtaasti käteisellä toisin kuin kukaan muu sen listautuista verrokeista. Mielestämme paperilla mahdollisia kumppaneita Mandatumille olisivat listautuista toimijoista ainakin CapMan, Evli tai Taaleri.

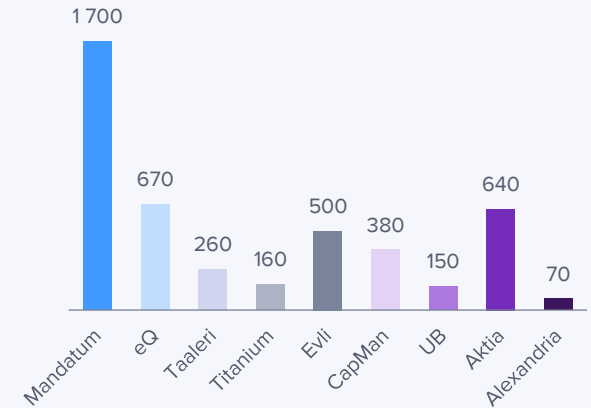
CapMan tarjoaisi Mandatumille selvän laajennuksen nykyiseen tuotetarjontaan ja tuotetarjonnan päällekkäisyydet olisivat rajalliset. Järjestelyn pitäisi tarjota myös merkittäviä kulusynergioita. Asiakaskunnat täydentäisivät myös hyvin toisiaan CapManin asiakaskunnan keskittyessä pääosin suurempiin instituutioihin.

Evli puolestaan olisi Mandatumille selkeä loikka kohti ”generalistivarainhoitajaa”, sillä Evlin pääomista valtaosa on perinteisellä puolella. Perinteiseen varainhoitoon laajentumisen lisäksi Evli laajentaisi Mandatumin asiakaskuntaa ja tukisi kansainvälistä jakelua. Myös kulusynergiat olisivat merkittävät.

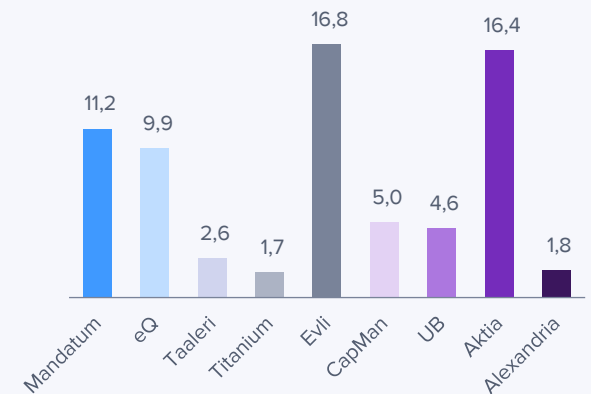
Taalerin osalta Pääomarahastoliiketoiminta täydentäisi hyvin Mandatumin nykyistä fokuoitunutta tuotetarjontaa eikä Garantia muodostuisi ongelmaksi johtuen sen pienestä koosta suhteessa Mandatumiin.

Yksi mahdollinen, mutta varsin epätodennäköinen yrityskauppa voisi olla myös laskuperustekorkoisen liiketoiminnan myynti. Nollakorkoaikana tämä ei olisi ollut mahdollista järkevään hintaan, mutta nykyisessä korkoympäristössä tästä olisi arviomme mukaan mahdollista saada lähellä tasearvoa oleva hinta. Ottaen huomioon liiketoiminnan selvästi parantuneet näkymät, emme usko Mandatumilla olevan suurempia haluja myydä liiketoimintaa, mutta tämän mahdollisuus on hyvä tiedostaa, sillä se muuttaisi yhtiön sijoittajatarinaa merkittävästi.

Verrokkien markkina-arvot 5.10.2023 (MEUR)



Verrokkien hallinnoitavat asiakasvarat H1'2023 (mrd. euroa)



Lähde: Yhtiöiden kvartaaliraportit

Henkivakuutusmarkkina 1/4

Tarkastelemme henkivakuutusmarkkinaa jakamalla sen riski- ja sijoitussidonnaisiin tuotteisiin, sillä tuotteiden kysyntätekijät eroavat jonkin verran toisistaan. Riski- ja sijoitussidonnaiset tuotteet muistuttavat hyvin läheisesti varainhoitoa.

Sijoitussidonnaisten markkina kasvaa ripeästi

Finanssialan mukaan Suomen henkivakuutusmarkkinan koko oli 2022 vakuutussäästöillä mitattuna noin 55,6 mrd. euroa. Henkivakuutusmarkkinan vakuutussäästöt kattavat sekä sijoitussidonnaiset että perustekorkoiset tuotteet, mutta ei riski- ja sijoitussidonnaisia. Henkivakuutusmarkkinan vakuutussäästöistä yli puolet tulee yksityisasiakkailta ja loput yritysasiakkailta. Yritysasiakkaiden markkinan kasvu on kiihtynyt viimeisten vuosien aikana ja markkina on kasvanut vuosina 2018–2022 keskimäärin 4 % vuodessa, kun samaan aikaan yksityisasiakkaiden vakuutusvarat ovat laskeneet keskimäärin 2 %/v.

Valtaosa vakuutussäästöistä koostuu sijoitussidonnaisista tuotteista, joiden osuus on kasvanut huomattavasti viimeisen 15 vuoden aikana (2008: 24 % vs. 2022: 82 %). Muutos johtuu vakuutusentiteettien ja vakuutusyhtiöiden pyrkimyksestä siirtyä perustekorkoisista sijoituksista joustavampiin sijoitusvaihtoehtoihin, joissa sijoituskohteita voidaan muuttaa koko säästämisjakson ajan. Sijoitussidonnaiset tuotteet sitovat myös vähemmän pääomaa eivätkä muodosta vakuutusyhtiöille sijoitusriskiä. Sijoitussidonnaisten vakuutusten tarkastelu on mielestämme järkevintä vakuutussäästöjen näkökulmasta (eikä maksutulon), sillä näissä sopimuksissa vakuutusyhtiöiden ansainta perustuu

pääosin vakuutuksien sisältämien varojen määrää. Lisäksi maksutuloon luetaan vakuutusten sisälle tehdyt merkinnät, joten luku kuvaa varsin heikosti palkkiotuottoihin perustuvan liiketoiminnan kokoluokkaa.

Sijoitussidonnaisten tuotteiden markkina on kasvanut viimeisen 10 vuoden aikana keskimäärin vuodessa (CAGR) noin 11 %, ja kasvua on ajanut erityisesti kapitalisaatiosopimusten voimakas kasvu. Odotamme varainhoitomarkkinan vahvojen kasvuajureiden heijastuvan myös sijoitussidonnaiseen vakuutusmarkkinaan ja odotamme toimialan jatkavan selvää kasvuaan myös tulevina vuosina. Eläkevakuutusten määrä on puolestaan laskenut, mikä arviomme mukaan selittyy pääosin muutoksilla näiden verokäsittelyssä.

Riski- ja sijoitussidonnaiset vakuutukset kehittyneet vauhdilla

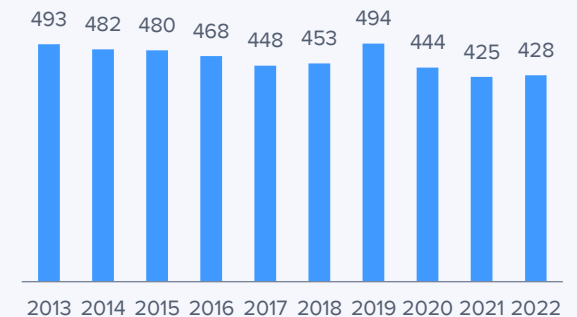
2022 Suomen henkivakuutusmarkkinan maksutulot olivat noin 4,4 mrd. euroa, joista riski- ja sijoitussidonnaisien vakuutusten osuus oli noin 10 %. Riski- ja sijoitussidonnaisien vakuutusten maksutulon kasvuvauhti on viimeisen vuosikymmenen aikana ollut keskimäärin noin -2 %.

Etlan tutkimuksen mukaan suurimmalla osalla suomalaisista perheistä ei ole riski- ja sijoitussidonnaisia vakuutuksia, eikä sen suosio ole viimeisen vuosikymmenen aikana juurikaan muuttunut. Moni kokee riski- ja sijoitussidonnaisen vakuutuksen tarpeettomaksi, minkä lisäksi vakuutuksen ehtoihin, korvaavuuteen ja ostoprosessiin liittyy virheellisiä käsityksiä. Arviomme mukaan nämä tekijät ovat ainakin osittain heijastuneet negatiivisesti riski- ja sijoitussidonnaisien vakuutusten maksutulojen kehitykseen. Näin ollen arviomme riski- ja sijoitussidonnaisien vakuutusmarkkinan kasvun olevan lähivuodet lähellä nollaa.

Sijoitussidonnaisten vakuutussäästöt (MEUR)



Riski- ja sijoitussidonnaisen vakuutuksen maksutulo (MEUR)



Henkivakuutusmarkkina 2/4

Henkivakuutusmarkkina on hyvin keskittynyt

Suomen henkivakuutusmarkkina on hyvin keskittynyt. Vuonna 2022 kolmen suurimman toimijan markkinaosuus oli sekä vakuutussäästöjen että vakuutusmaksutulon perusteella noin 80 %. Merkittävimmät toimijat markkinaosuuksilla mitattuna ovat Mandatum, Nordea, OP, LähiTapiola ja Henki-Fennia.

Tämän lisäksi henkivakuutustoiminta on varsin paikallista ja Finanssivalvonnan tilastojen perusteella kotimaiset toimijat vastaavat lähes koko markkinasta. Varainhoidon tapaan henkivakuutustoiminta vaatii luottamusta asiakkaan ja palveluntarjoajan välillä, minkä vuoksi paikallinen toimija on usein luontainen valinta. Lisäksi ulkomaisten toimijoiden kiinnostusta laskee Suomen markkinan kohtalaisen pieni koko, vahva asiakaspito ja liiketoiminnassa vaadittavat toimitukset.

Keskimääräinen kannattavuus hyvällä tasolla

Henkivakuutusmarkkinan mediaani oman pääoman tuotto (ROE) on ollut viimeisen 10 vuoden aikana noin 12 %, joka ylittää niukasti arvioimamme markkinan oman pääoman tuottovaatimuksen. Kannattavuudet ovat heiluneet vuosikymmenen aikana jonkin verran eri yhtiöiden välillä, mutta mediaanitasolla suurimmat henkivakuutusyhtiöt (poissulkien LähiTapiola) ovat onnistuneet parantamaan oman pääoman tuottoaan viimeisen viiden vuoden aikana.

Viiden suurimman henkivakuutusyhtiön oman pääoman tuoton mediaani on viimeisen 10 vuoden aikana ollut lähes 20 %, mikä on ylittänyt reippaasti

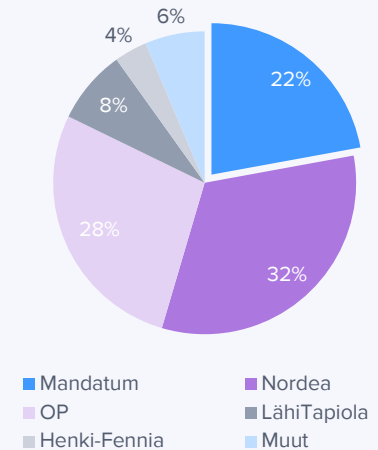
markkinan mediaanitason ja yhtiöille perusteltavissa olevan tuottovaatimuksen. Huomionarvoista on, että erityisesti markkinajohtajat Mandatum, Nordea ja OP ovat ylittäneet historiallisesti kaikista korkeimpiin kannattavuustasoihin. Tämä selittyy arviomme mukaan erityisesti mittakaavaeduilla, jotka nostavat suhteellista kannattavuutta kiinteiden kulujen osuuden ollessa toimialalla huomattava. Samalla vahva asiakaspito estää tehokkaasti hintakilpailua. Toimialan suurimpien yhtiöiden korkeat oman pääoman tuottoluvut ovatkin näkemyksemme mukaan vahva indikaatio kilpailuetujen voimassaolosta.

Nykyinen kilpailutilanne ei ole erityisen kireä

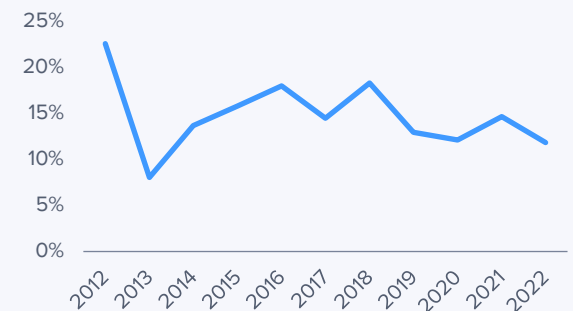
Sijoitussidonnaisissa tuotteissa henkivakuutusyhtiöiden väliset markkinaosuudet ovat pysyneet historiallisesti suhteellisen vakaina. Riskihenkivakuutuksissa kilpailu on puolestaan kiristynyt selvemmin viimeisen vuosikymmenen aikana, minkä myötä Nordea ja OP ovat menettäneet markkinaosuuksiaan. Markkinan vahvimmaksi peluriksi on noussut vuosikymmenen aikana LähiTapiola.

Yksityisasiakkaiden markkinalla kilpailu on ollut lähinnä suurien pankkiryhmiä Nordean ja OP:n välinen kahden kauppa, sillä näiden jakeluvoima kyseiseen segmenttiin on arviomme mukaan yliverlainen. Yrityisasiakkuuksissa Mandatum on puolestaan pitänyt markkinajohtajan asemaa, mikä arviomme mukaan selittyy yhtiön myyntipanostusten keskittymisellä kyseisiin asiakkaisiin sekä segmentille hyvin sopivalla tuote- ja palveluvalikoimalla.

Vakuutussäästöjen markkinaosuudet (2022)



Koko toimialan oman pääoman tuoton mediaani (ROE)



Henkivakuutusmarkkina 3/4

Toimialan rakenne ja kilpailuedut

Olemme hahmotelleet sivupalkissa henkivakuuttamiseen vaikuttavien kilpailuvoimien merkitystä alan yleiselle kannattavuudelle. Kilpailuedut henkivakuutusmarkkinalla pohjautuvat arviomme mukaan mittakaavaetuihin, joiden avulla yhtiöiden on mahdollista saavuttaa tehokkuusetuja. Tämä johtuu siitä, että tuotteet ovat toimialalla varsin skaalautuvia, eivätkä kiinteät kustannukset kasva liikevaihdon tai palkkiotuottojen suhteessa.

Toisena tärkeänä osatekijänä on näkemyksemme mukaan olemassa olevien asiakkuuskien vahva pito, joka tarjoaa vakuutusyhtiöille parempaa hinnoitteluvoimaa ja mahdollistaa skaalaetujen hyödyntämisen. Hyvä asiakaspito perustuu eläke- ja sijoitushenkivakuutusten osalta siihen, ettei vakuutussäästöjä ei ole lähtökohtaisesti mahdollista siirtää toiseen yhtiöön menettämättä kertyneitä veroetuja. Lisäksi henkivakuutukset ovat pitkäaikaisia tuotteita ja palveluiden keskittäminen saman toimijan alle on yleistä, mikä näkemyksemme mukaan nostaa asiakkaiden kynnystä vaihtaa palveluntarjoajasta toiseen. Vahva asiakaspito on puolestaan erittäin tärkeää mittakaavaeduista hyötyvälle toimijalle, sillä ilman asiakaspitoa olisi kilpailijoiden mahdollista saavuttaa vastaava kokoluokka esimerkiksi hinnoittelua polkemalla. Tämä myös laskee selvästi uusien kilpailijoiden uhkaa.

Henkivakuutusyhtiöiden asiakaskunta kuitenkin uudistuu jatkuvasti vanhojen ikäluokkien poistuessa markkinalta ja uusien ikäluokkien syntyessä, minkä takia yhtiöiden on kriittistä onnistua uusasiakashankinnassa. Uusien asiakkaiden tapauksessa vakuutusyhtiöiden neuvotteluvoima on selvästi matalampi ja hinnalla sekä mielikuvilla (mm.

vakuutusyhtiön brändi) on olennainen merkitys vakuutusyhtiön valintaan, jolloin myös kilpailun voidaan katsoa olevan kireämpää. Tällöin kilpailu uusista asiakkaista voi johtaa markkinaosuuksien muutoksiin nykyisten toimijoiden välillä, mikä laskisi myös keskimääräistä kannattavuutta myynti- ja markkinointikulujen kasvaessa. Korkeista alalle tulon esteistä johtuen pidämme kokonaan uusien kilpailijoiden onnistunutta markkinalle tuloa varsin epätodennäköisenä. Esimerkiksi vastaavan kilpailudynamiikan vahinkovakuutuksessa on vaikea keksiä esimerkkejä onnistuneesta hintavetoisesta laajentumisesta täysin uudelle markkinalle. Uusien asiakkuuskien osalta mittakaavaedut eivät myöskään näyttele merkittävää roolia toimialan johtavien yhtiöiden välillä. Tämä johtuu siitä, että kaikkien näiden kokoluokka on riittävän suuri, jolloin kiinteiden kulujen suhteellisella osuudella ei ole enää olennaista merkitystä (muutaman prosenttiyksikön ero kiinteissä kuluissa suhteessa liikevaihtoon ei mielestämme riitä mittakaavaetujen hyödyntämiseen hinnoittelussa).

Markkinan kasvaessa keskeisillä toimijoilla ei mielestämme ole kuitenkaan erityisiä kannustimia aggressiiviseen hintakilpailuun. Näin ollen odotamme toimialan suurten yhtiöiden kannattavuuden säilyvän hyvällä tasolla myös jatkossa. Pienten henkivakuutusyhtiöiden kannattavuuksien odotamme puolestaan kärsivän toimialan dynamiikasta.

Sijoitussidonnaisissa vakuutus tuotteissa henkivakuuttajien voidaan katsoa kilpailevan myös muiden kotimaisten varainhoitajien kanssa, jolloin mahdolliset muutokset verotuskäytännöissä aiheuttavat suurimman kysyntäriskin.



Henkivakuutuksen kilpailuvoimat

Nykyisen kilpailutilanteen kireys (matala)

- Nykyinen kilpailutilanne on varsin seesteinen, eikä aggressiivista hintakilpailua esiinny.
- Kasvava kokonaismarkkina suitsii keskinäistä kilpailua.
- Mahdollisesti kiristyvän hintakilpailun vaikutukset heijastuisivat arviomme mukaan erityisesti henkilöasiakkaisiin, sillä tuotteen hinta näyttelee toimittajan valinnassa yrityssegmenttiä suurempaa roolia.

Asiakkaiden neuvotteluvoima (kohtuullinen)

- Olemassa olevan asiakaskunnan neuvotteluvoima on varsin heikko, sillä vakuutussäästöjä ei ole lähtökohtaisesti mahdollista siirtää toiseen yhtiöön menettämättä kertyneitä veroetuja. Sopimukset ovat kuitenkin usein pitkäikäisiä, mikä rajoittaa yhtiöiden mahdollisuuksia hyödyntää hinnoitteluvoimaansa kesken sopimuskauden.
- Uusien asiakkuuskien osalta asiakkaiden neuvotteluvoima on selvästi parempi, sillä eri yhtiöiden tuotteet ja palvelut ovat keskenään lähes identtisiä ja hinnan merkitys korostuu valinnassa. Tämä pätee sekä riskivakuutuksiin että sijoitussidonnaisiin tuotteisiin. Digitalisaatio on edelleen helpottanut toimijoiden vertailua.

Uusien kilpailijoiden/tuotteiden uhka (matala)

- Alalle tulon esteet ovat korkeat, sillä asiakaspito on vahvaa ja vaadittava infrastruktuuri sekä vakavaraisuuspääoma nostavat alkuinvestointeja.
- Suomen markkinan pieni koko laskee houkuttelevuutta suurten kansainvälisten toimijoiden näkökulmasta, vaikka alkuinvestoinnit eivät muodostuisi esteeksi.
- Sijoitussidonnaiset tuotteet kilpailevat muiden varainhoitoratkaisujen kanssa, mutta riskivakuutuksille on vaikea löytää relevantteja substituuotteja.

Henkivakuutusmarkkina 4/4

Toimialan merkittävimmät riskit piilevät tuotteiden veroeduissa

Viimeisten vuosien aikana riskihenkivakuutusten ja sijoitussidonnaisten tuotteiden verotusta on muutettu useaan otteeseen, mikä on karsinut myös tuotteiden veroetuja. Esimerkiksi henkivakuutuksen kuolintapauskorvauksen osittainen verovapaus lähiomaisille poistui vuonna 2018, ja tästä eteenpäin korvaukset ovat olleet kokonaan perintöverotuksen piirissä. Sijoitussidonnaisten tuotteiden osalta lähiomaisten verovapaa osuus poistettiin vuonna 2013, minkä jälkeen säästösumma on ollut kokonaisuudessaan lahjaveron alaista. Lisäksi aiemmin sijoitussidonnaisista tuotteista sai nostaa kertynyttä pääomaa ilman veroseuraamuksia, kunnes etu poistui vuonna 2020 ja verotus muuttui hyvin samankaltaiseksi osakesäästötilin kanssa. Saman uudistuksen myötä tappiot muuttuivat verotuksessa vähennyskelpoisiksi vasta sopimuksen päättymisvuonna.

Koska tuotteiden houkuttelevuus nojaa pitkälti niiden verotuksellisiin tekijöihin, näemme kiristyvän verosääntelyn riskinä, joka voi johtaa vakuutus tuotteiden kysynnän laskuun. Sijoitussidonnaisille tuotteille on myös tyypillistä monimutkainen kulurakenne, joka koostuu vuotuisista hoitokuluista sekä sijoituskohteiden palkkioista. Osa toimijoista perii edellä mainittujen kulujen lisäksi myös maksu- ja lunastuspalkkioita. Korkea ja epäselvä kulurakenne onkin sijoitussidonnaisten tuotteiden selkein haittapuoli.

Lisäksi samankaltaisuus (pois lukien veroedut) muiden varainhoitoratkaisujen kanssa rajoittaa henkivakuutusyhtiöiden hinnoitteluvoimaa. Erityisesti osakesäästötili kilpailee yksityisasiakassegmentissä henkivakuutusyhtiöiden tarjoaman kapitalisaatiosopimusten kanssa. Näin ollen hallituksen kaavailema osakesäästötilin maksimisijoitussumman nosto 50 000 eurosta 100 000 euroon vaikuttaisi arviomme mukaan negatiivisesti vakuutuskuorien kysyntään piensijoittajien keskuudessa.

Varainhoitomarkkina 1/5

Varainhoitomarkkina kasvaa heikosta talouskehityksestä huolimatta

Varainhoitomarkkina on Suomessa verrattain nuori ja esimerkiksi ensimmäiset sijoitusrahastot perustettiin vasta 1980-luvun lopulla. Viimeisen kolmen vuosikymmenen aikana varainhoitoliiketoiminta on kasvanut ripeästi kansantalouden kasvun ja kansalaisten vaurastumisen myötä. Historiallisesti suomalaisten kotitalouksien varallisuudesta valtaosa on ollut sidottuna asuntoihin, ja asunto on edelleen kotitalouksien ylivoimaisesti suurin varallisuuserä, vaikka muut sijoitusmuodot ovatkin yleistyneet. Pääomamarkkinoiden nuori ikä näkyy Suomessa myös siten, että kotitalouksien asuntojen ulkopuolisesta sijoitusvarallisuudesta huomattava osa on edelleen pankkien käyttötilillä.

Suomen omaisuudenhoitomarkkinan koko oli 2022 lopussa arviomme mukaan noin 250 miljardia euroa. Vuodesta 2005 alkaen markkina on kasvanut keskimäärin noin 5 % vuodessa. Kasvua on selittänyt osin varallisuusarvojen kasvu ja osin uuden pääoman virtaaminen omaisuudenhoidon piiriin. Tästä 250 miljardista noin puolet on sijoitettu kotimaisiin sijoitusrahastoihin ja loput on konsultatiivisen tai täyden valtakirjan omaisuudenhoidon piirissä. Luonnollisesti myös merkittävä osa rahastopääomista on erilaisten omaisuudenhoitosopimusten alaisuudessa. Markkinan tarkan kokoluokan laskeminen on hankalaa, sillä se riippuu pitkälti siitä mitkä omaisuusluokat ja asiakas-segmentit siihen lasketaan mukaan. Arvioimamme kokoluokka on kuitenkin suuntaa-antava.

Pitkän aikavälin näkymä on hyvä

Pitkällä aikavälillä Suomen omaisuudenhoitomarkkina tulee saamaan merkittävää tukea rakenteellisesta muutoksesta, kun suurten ikäluokkien keräämä varallisuus alkaa siirtyä seuraavalle sukupolvelle perintöjen kautta. Tämä varallisuuden äkillinen kasvu tulee arviomme mukaan väistämättä johtamaan varainhoitomarkkinan kasvuun, kun yhä useampi ihminen kiinnostuu sijoittamisesta ja toisaalta muuttuu sijoituspalveluyritysten kannalta kiinnostavaksi asiakkaaksi. Myös huolet eläkejärjestelmän kestävydestä tulevat luomaan rakenteellista kiinnostusta pitkän aikavälin sijoitustoiminnalle ja varallisuuden omatoimiselle kerryttämiseksi. Tämä rakenteellinen muutos tapahtuu kuitenkin vasta tulevien vuosikymmenten aikana, eikä näin ollen vaikuta alan lyhyen aikavälin näkymiin. Pitkällä aikavälillä uskomme, että varainhoitomarkkinalla on Suomessa hyvät edellytykset jatkaa noin 5 %:n vuosikasvua, joten kyseessä on edelleen selkeä kasvuala.

Toimialalla takanaan vahvat vuodet

Vaikka Suomen talous on kehittynyt vaisusti, ovat sijoituspalveluyritykset päässeet nauttimaan erittäin hyvistä tuotoista viimeisten vuosien aikana. Keskuspankkien elvytys ja tästä johtuvat historiallisen matalat korot ovat olleet omiaan ajamaan pääomia korkeamman kustannustason tuotteisiin (mm. osakerahastot) ja toisaalta avanneet ovia vaihtoehtoisten omaisuusluokkien kehitykselle. Lisäksi pääomamarkkinan historiallisen vahva kehitys on kasvattanut hallinnoitavan varallisuuden määrää ja kasvattanut tuottosidonnaisia palkkioita. 2022

jälkeen markkinatilanne on heikentynyt selvästi johtuen mm. geopolittisistä riskeistä sekä korkojen noususta. Suurin rakenteellinen muutos markkinoilla on ollut luonnollisesti korkojen nousu, jonka myötä korot ovat jälleen pitkästä aikaa relevantti omaisuusluokka. Lyhyellä aikavälillä tämä on omiaan ohjaamaan pääomia matalamman palkkiotason korkotuotteisiin. Pidemmällä aikavälillä muutos on kuitenkin selvästi positiivinen asia, sillä se tarjoaa managereille enemmän työkaluja asiakkaiden palvelemiseksi ja helpottaa uusien matalampaa riskiä tavoittelevien pääomien houkuttelua omaisuudenhoitopalveluiden piiriin.

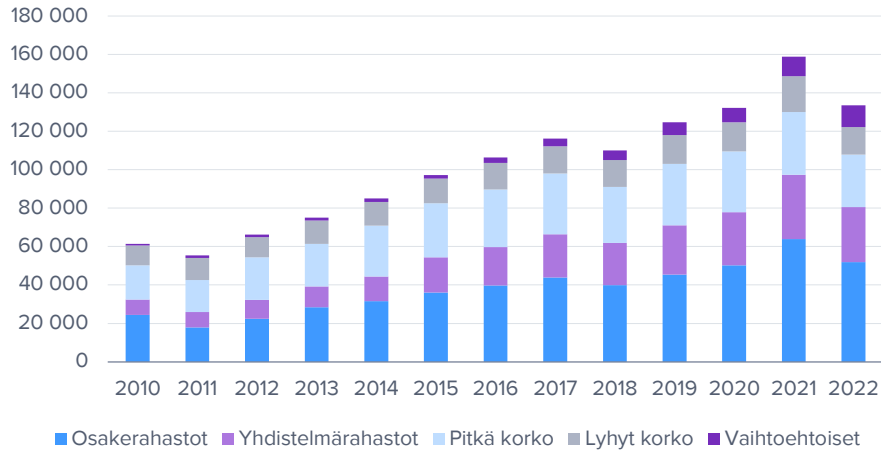
Listaamaton markkina

Globaali listaamattomien omaisuuslajien markkina on viimeisen 20 vuoden aikana kasvanut räjähdysmäisesti, sillä markkinan koko on yli kymmenkertaistunut vuodesta 1999. Hamilton Lane arvioi listaamattomien omaisuuslajien globaalin markkinakoon olleen kesäkuussa 2019 noin 5700 miljardia dollaria. Vaikka listaamattomien omaisuuslajien kasvu on ollut viimeisen kahden vuosikymmenen ajan räjähdysmäistä, edustaa listaamattomien omaisuuslajien markkinakoko vasta noin 12 % koko globaalista osakemarkkinasta.

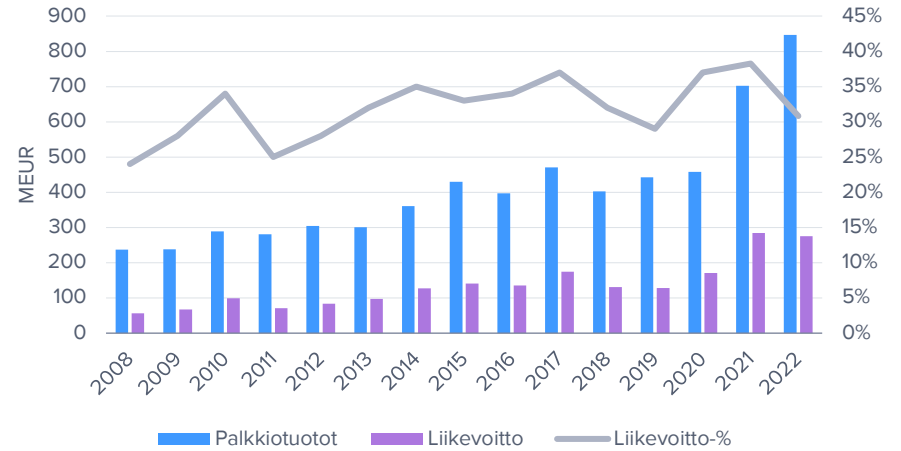
Listaamattomiin omaisuuslajeihin pääomia on ohjannut viime vuosina erityisesti jo pitkään jatkunut nollakorkoympäristö sekä sijoittajien halu hakea osakemarkkinoiden kanssa korreloimattomia tuotonlähteitä. Vaikka tämä trendi tulee ainakin väliaikaisesti heikentymään selvästi johtuen korkotuottojen paluusta, ovat vaihtoehtoiset vakiinnuttaneet paikkansa yhtenä sijoitussalkun tukijalkana.

Varainhoitomarkkina 2/5

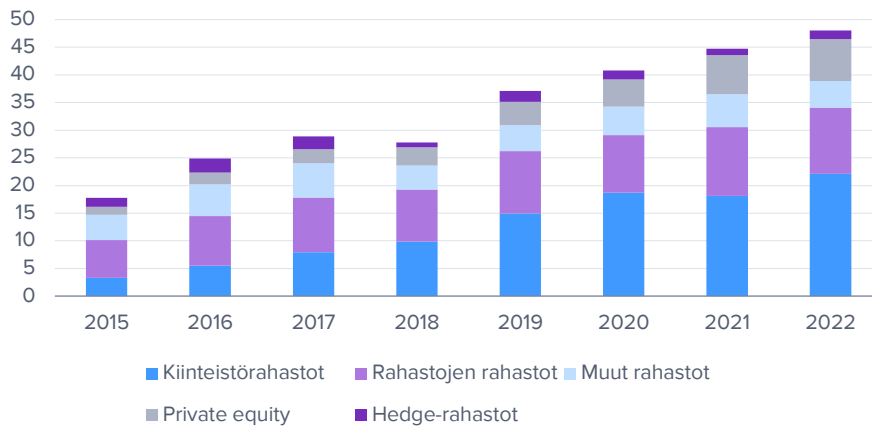
Suomen sijoitusrahastopääomien kehitys (MEUR)



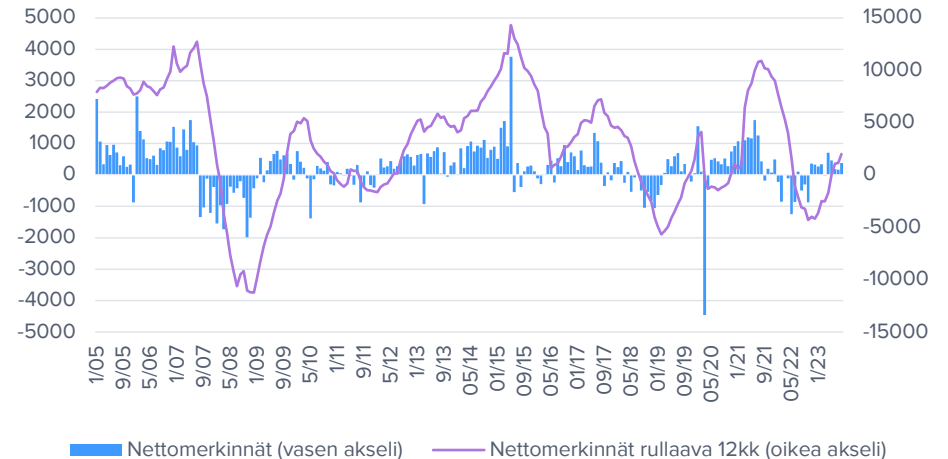
Sijoituspalveluyritysten liikevaihto ja kannattavuus Suomessa



Kotimaisten vaihtoehtorahastojen ja erikoissijoitusrahastojen pääomat (mrd. euroa)



Kotimaisten sijoitusrahastojen nettomerkinnot (MEUR)



Varainhoitomarkkina 3/5 – toimialan ajurit ja trendit



Digitalisaatio

Digitalisaatio mahdollistaa uusien asiakasryhmien aiempaa tehokkaamman palvelun sekä merkittävän tehokkuusparannuksen yritysten sisäisissä operaatioissa.



Regulaation lisääntyminen

Regulaation lisääntyminen kasvattaa toimijoiden hallinnollista taakkaa ja hankaloittaa etenkin pienten toimijoiden asemaa. Pahimmin regulaatio iskee pienten toimijoiden lisäksi pankkeihin.



Korkojen renessanssi

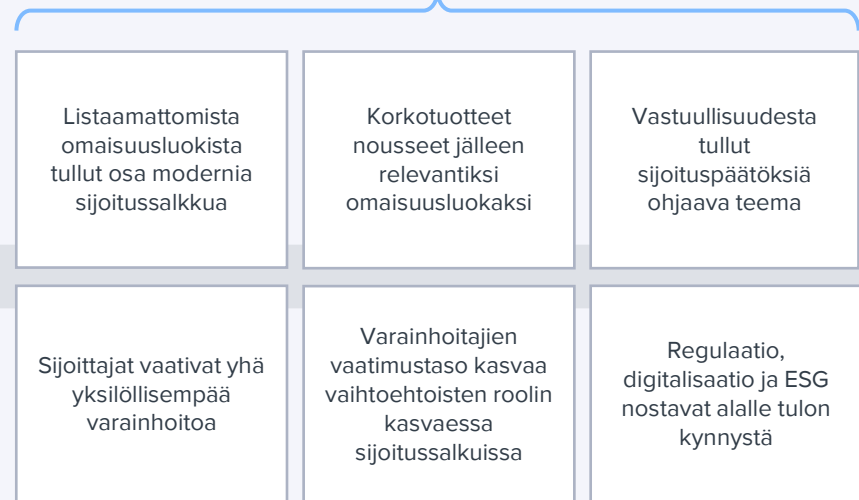
Lähes vuosikymmenen kestäneen matalien korkojen ajan jälkeen korot ovat nousseet voimakkaasti ja tämän myötä tehneet paluun relevantiksi omaisuusluokaksi.



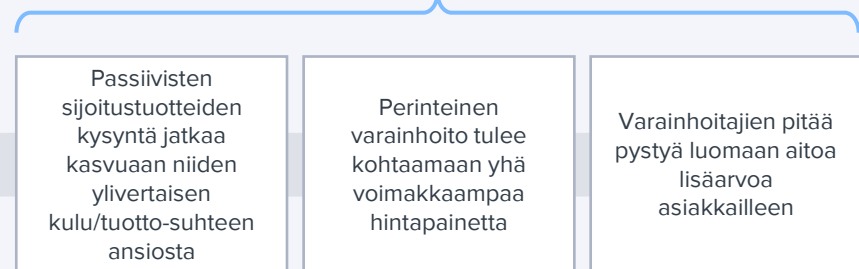
Vastuullisuus (ESG)

Vastuullisuudesta on tullut keskeinen osa sijoitusprosessia, kun sijoittajat haluavat yhä voimakkaammin vaikuttaa pääomillaan. Vastuullisuudesta on jo muodostunut keskeinen sijoituspäätöksiä ohjaava teema sekä merkittävä standardi koko toimialalle.

Sijoittajien muuttuvat tarpeet



Sijoittajien vaatimustaso nousee

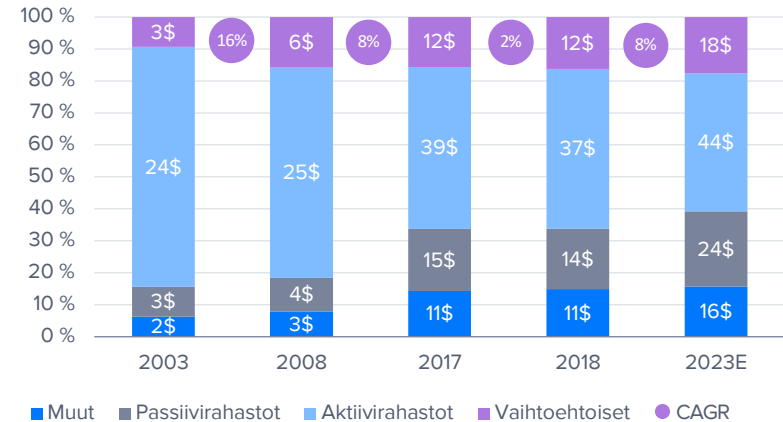


Varainhoitomarkkina 4/5 – toimialan ajurit ja trendit

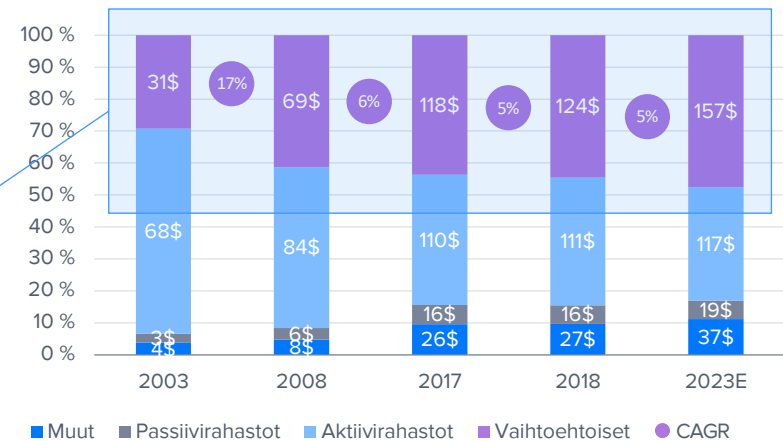
Vaihtoehtoisten voittokulku



Globaali AUMin jakauma (biljoonaa USD)



Globaali liikevaihdon jakauma (mrd. USD)



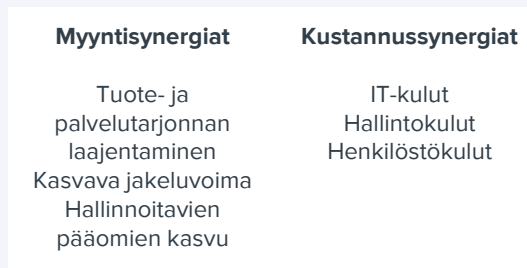
Lähde: BCG Global Asset Management 2019

Varainhoitomarkkina 5/5 – toimialalla odotettavissa konsolidaatiota

Varainhoitomarkkinan kilpailukenttä



Konsolidaatioajurit



Konsolidaatiolle on olemassa selvät ajurit ja konsolidaatiokehitys tulee näkemyksemme mukaan jatkumaan aktiivisena

Toteutuneita järjestelyjä



Henkivakuutus 1/6

Henkivakuutusliiketoiminta tarjoaa yhteistyössä varainhoidon kanssa Mandatumin asiakkaille kattavat vaurastumisen ja varautumisen palvelut, joihin kuuluvat sijoitussidonnaiset vakuutukset ja niihin liittyvä varainhoito, sijoittamisen palvelut, henkilövakuutukset ja yritysten eläke- ja palkitsemisratkaisut sekä niihin liittyvä konsultointi. Mandatum oli vuonna 2022 maksutulolla mitattuna Suomen suurin ja taseen koolla mitattuna Suomen kolmanneksi suurin henkivakuutusyhtiö.

Mandatumin tarjoamat henkivakuutus tuotteet voidaan luokitella sijoitussidonnaisiin vakuutuksiin ja henkilöriskivakuutuksiin. Nämä muodostavat konsernin päämakeyven liiketoiminnan, jonka toimintamalli perustuu pääosin jatkuvaluonteisiin palkkioihin. Aiemmin Mandatum tarjosi myös laskuperustekorkoisia tuotteita, mutta näiden myynti lopetettiin jo noin 15 vuotta sitten. Mandatum onkin käynyt läpi merkittävän muutoksen viimeisen vuosikymmenen aikana, sillä laskuperustekorkoisen vastuuvelan määrä on laskenut vuoden 2014 noin 5 miljardista eurosta nykyiseen noin 2,4 miljardiin euroon. Samalla sijoitussidonnaisen vastuuvelan määrä on noussut reilusta 5 miljardista yli 10 miljardiin euroon. Laskuperustekorkoisia vakuutus tuotteita on käsitelty tarkemmin raportin sivulla [25](#).

Sijoitussidonnaiset vakuutus tuotteet

Mandatumin sijoitussidonnaiset tuotteet sisältävät muun muassa vapaaehtoiset eläkevakuutukset, kapitalisaatiosopimukset sekä säästöhenkivakuutukset. Vakuutusasiakkaina ovat sekä yrittäjät että yksityishenkilöt.

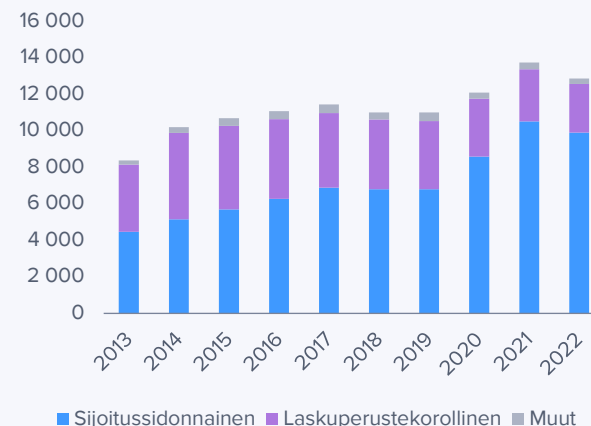
Mandatumin tarjoamat **eläkevakuutukset** ovat vapaaehtoisia vakuutuksia, jolla vakuutuksenottaja voi täydentää sosiaaliturvaansa. Eläkevakuutukset

ovat luonteeltaan pääosin sijoitussidonnaisia vakuutuksia eli eläkesäästöjen tuotto ja lopullisen eläkkeen suuruus perustuvat valittujen sijoituskohteiden arvonkehitykseen.

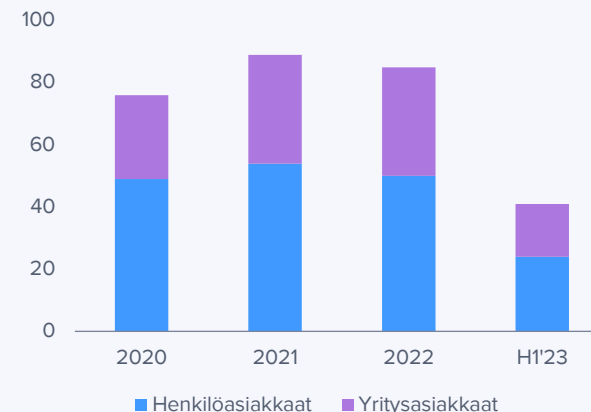
Säästöhenkivakuutukset sekä kapitalisaatiosopimukset ovat niin ikään sijoitussidonnaisia vakuutuksia. Näiden vakuutussäästöt muodostuvat vakuutuksen voimassaoloaikana maksetuista maksuista, näille kertyvistä tuotoista sekä sopimukseen liittyvistä veloituksista. Sopimusten välinen ero liittyy lähinnä niiden käsittelyyn vakuutuksenottajan kuolintapauksessa, sillä säästöhenkivakuutuksessa henkivakuutus korvaus maksetaan vakuutus sopimuksen määräämälle edunsaajalle ilman erillistä testamenttia. Kapitalisaatiosopimus ei puolestaan eräänny henkilön kuollessa vaan sopimus siirtyy kuolinpesälle.

Tuotekohtaisten erojen vuoksi myös asiakkaan saamat hyödyt hieman vaihtelevat, joskin erot ovat varsin pieniä. Säästöhenkivakuutuksessa tuottoja verotetaan vasta vakuutuksen päättyessä tai säästöjä nostettaessa. Myös kapitalisaatiosopimuksessa verotus kohdistuu varojen nostoon. Säästöhenkivakuutukseen verrattuna kapitalisaatiosopimuksen etuna voidaan kuitenkin nähdä laajempi sijoitusinstrumenttien valikoima. Eläkevakuutuksissa yritys voi vähentää tiettyyn summaan asti eläkevakuutuksen maksut verotuksessa kokonaan, eikä näitä maksuja myöskään lueta pääsääntöisesti vakuutetun työntekijän ansiotuloksi. Myös eläkevakuutuksissa tuottojen verotus saadaan siirrettyä myöhempään ajankohtaan. Yhteenvetona voidaan todeta, että valtaosa sijoitussidonnaisen vakuutus tuotteiden hyödyistä perustuu juuri verotuksellisiin seikkoihin.

Vastuuvelan kehitys (MEUR)



Palkkiotuottojen kehitys (MEUR)



Henkivakuutus 2/6

Kolikon kääntöpuolena ovat tuotteiden kohtalaisen korkeat kustannukset. Mandatum perii tuotteista hallinnointipalkkiota (0,5–0,6 % vakuutusvaroista) sekä merkintäpalkkiota vakuutuksen sisään tehdyistä suorituksista. Liiketoimintamalliltaan ja kysyntälogiikaltaan sijoitussidonnaiset vakuutukset muistuttavat hyvin paljon varainhoitoa, ja riskin sijoitusten arvonmuutoksista kantaa asiakas.

Henkilöriskivakuutukset

Henkilöriskivakuutusten avulla asiakas ja läheiset saavat taloudellista turvaa ja liikkumavaraa vakavan sairauden, tapaturman, työkyvyttömyyden tai kuolemantapauksen varalta. Riskivakuutuksissa Mandatum kerää asiakkailtaan vuosittain vakuutusmaksuja, joilla se kattaa tulevaisuuteen kohdistuvia korvauksia sekä liikekuluja.

Kuolemantapausturvassa maksetaan kuoleman sattuessa kertakorvaus vakuutuksen edunsaajalle, ja ellei sitä ole määritetty, kuolinpesälle. Korvauksen suuruuden voi vakuutuksenottaja määrittää itse, ja tämä vaikuttaa vakuutusyhtiön perimiin vakuutusmaksuihin. Vastaava vakuutus löytyy myös vakavan sairauden varalta. Osa henkivakuutuksista on lakisääteisiä, sillä valtakunnallisten työmarkkinajärjestöjen sopimuksesta työnantajat ovat velvoitettuja järjestämään työntekijöilleen ryhmähenkivakuutuksen. Työntekijän ryhmähenkivakuutus on pakollinen kaikilla niillä toimialoilla, joilla on työehtosopimuksessa ryhmähenkivakuutusta koskeva sopimusmääräys.

Näiden lisäksi Mandatum tarjoaa vakuutuksia työkyvyttömyyden ja sairauksien varalta. Nämä eroavat edellä mainituista lähinnä korvausten maksun osalta, sillä kertakorvauksen sijaan vakuutuksenottajat ovat oikeutettuja päivärahaan.

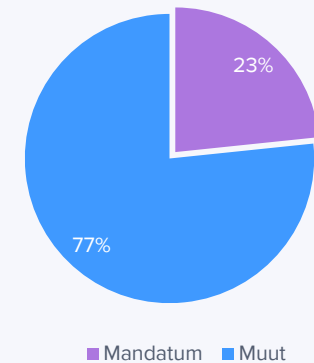
Palkitsemispalvelut

Mandatum tarjoaa vakuutusten ohella laajan valikoiman palkitsemisratkaisuja- ja neuvontaa yritysasiakkailleen. Palvelut sisältävät muun muassa henkilöstörahasot, joita Mandatum perustaa ja hallinnoi asiakkaidensa lukuun, ja joiden kautta asiakasyhtiön työntekijät voivat sijoittaa kannustinjärjestelmiin liittyviä palkkioitaan verotehokkaasti. Myös asiakasyhtiön näkökulmasta palkitsemismuoto on kustannustehokas, sillä tästä osasta palkkaa ei tarvitse maksaa työntekijän sivukuluja. Mandatumin markkinaosuus yritysten henkilöstörahasoissa on Suomessa noin 70 %. Näiden lisäksi Mandatum suunnittelee ja toteuttaa osakepohjaisia kannustinjärjestelmiä pääosin johdolle ja avainhenkilöille, tulospalkkiojärjestelmiä henkilöstöille sekä tarjoaa konsultaatiota organisaatioiden yleisiin palkkausmalleihin.

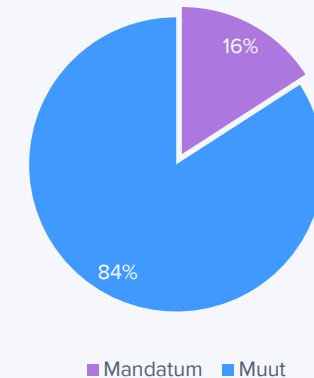
Henkivakuutuksessa kaksi asiakassegmenttiä

Henkivakuutusliiketoiminta (riskivakuutukset, sijoitussidonnaiset vakuutukset sekä palkitsemispalvelut) jakautuu kahteen segmenttiin: Henkilöasiakkaisiin ja Yritysasiakkaisiin. Käytämme omassa tarkastelussamme vastaavaa jakoa, sillä järkevä tuoteryhmäkohtainen tarkastelu ei ole mahdollista saatavilla olevien tietojen rajallisuudesta johtuen. Yritysasiakkaita konsernilla on noin 20 000 ja henkilöasiakkaita noin 330 000 (sisältää Ifille myydyin henkivakuutuskannan sekä varainhoidon). Kolmannen asiakassegmentin muodostavat Institutionaaliset ja varainhoitoasiakkaat, jota tarkastellaan raportin seuraavassa osiossa. Lisäksi yhtiö raportoi oman rivinään laskuperustekannan tuotot sekä Muut-segmentin (käsitelty sivulla [37](#)), joka sisältää mm. konsernin PE-sijoitukset sekä nettorahoituskulut.

Mandatumin markkinaosuus sijoitussidonnaisissa tuotteissa (2022)



Mandatumin markkinaosuus riskihenkivakuutuksissa (2022)



Henkivakuutus 3/6

Myynnin painopiste yritysasiakkuuksissa

Mandatumin hyödyntämät jakelukanavat vaihtelevat hieman tuotteittain ja asiakasryhmittäin. Riski- ja eläkevakuutuksissa tärkeimmän asiakassegmentin muodostavat yritysasiakkaat, kun taas suurempi osuus muiden sijoitussidonnaisten vakuutustuotteiden hallinnoitavista varoista tulee yksityisasiakkailta. Myynnin ja kasvun painopiste on kuitenkin jatkossa vahvasti yrityspuolen asiakkuuksissa.

Henkilöasiakassegmentin sijoitussidonnaisten tuotteiden nettomyynti (merkinnät ja lunastukset) on viime vuosina ollut vaatimattomasti nollan alapuolella. Syynä tähän on arviomme mukaan pankkien vahva jakeluvoima omaan asiakaskuntaansa, mikä vaikeuttaa muiden toimijoiden uusmyyntiä. Esimerkiksi perinteisistä sijoitusrahastoista (UCITS) OP:n ja Nordean yhteenlaskettu markkinaosuus on jo yli 60 %. Vaikka Mandatumilla onkin sijoitussidonnaisten vakuutusten jakelusopimus Danske Bankin kanssa, ei tätä kautta ole viime vuosina saatu haalittua merkittäviä asiakaspääomia. Syy tähän on arviomme mukaan Dansken myynnin keskittyminen omien tuotteidensa ja ratkaisujensa jakeluun sekä Dansken omat sisäiset ongelmat (rahanpesuskandaali). Myöskään Mandatumin oma jakelu (puhelinmyynti + verkkosivut) ei vaikuta vetäneen erityisen vahvasti, joten valtaosa henkilöasiakkaiden uusmyynnistä on tullut arviomme mukaan Danske Bankin kautta. H1'23 lopussa henkilöasiakkaiden sijoitussidonnaisissa tuotteissa oli hallinnoitavaa varallisuutta 3,1 mrd. euroa.

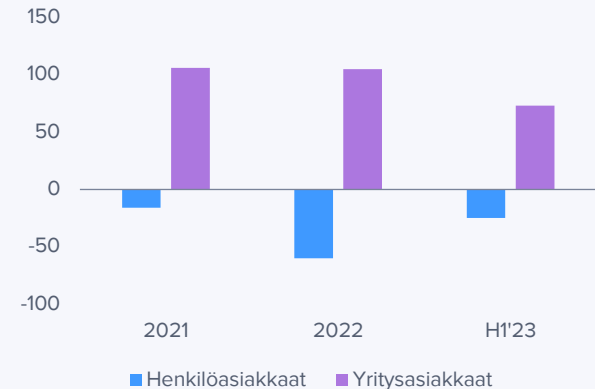
Riskivakuutusten myynti henkilöasiakaspuolella on niin ikään keskittynyt Danske Bank -yhteistyöhön

(esim. lainaturvavakuutukset) sekä Mandatumin omiin myyntikanaviin. Aiemmin vahinkovakuuttaja If jakeli Mandatumin tarjoamia henkivakuutuksia, mutta yhteistyösopimus katkaistiin syyskuun lopulla. Samalla Mandatum myi Ifille tämän jakeleman noin 50 000 asiakkaan kuolemantapausturvakannan 17,5 MEUR:lla. Tämän seurauksena henkilöasiakkaiden riskivakuutusten jäljelle jäävä liiketoiminta on arviomme mukaan varsin pienimuotoista ja lähes koko henkilöriskivakuutusten tulos tulee jatkossa yritysasiakkuuksista. Näin ollen henkilöasiakkuuksien myynnin painopiste kaikissa tuoteryhmissä tulee käsityksemme mukaan myös jatkossa olemaan kumppanuuksissa, eikä Mandatumilla ole halua panostaa oman myyntitiimin ylösajoon.

Yritysasiakkaissa nettomerkinnot sijoitussidonnaisiin tuotteisiin ovat olleet viime vuodet varsin kelvollisella tasolla reilussa 100 MEUR:ssa. Mandatumin jalansija yritysmarkkinalla onkin merkittävästi henkilöasiakaspuolta vahvempi, sillä vuonna 2022 Mandatumin markkinaosuus yrityksille myytävistä sijoitussidonnaisista eläkevakuutuksista oli 48 % ja yritysten riskivakuutuksista 31 % (vakuutusmaksutulolla mitattuna).

Yritysasiakkaiden sijoitussidonnaisten vakuutusten pääpaino on arviomme mukaan erilaisissa eläkeratkaisuissa, ja tuotteiden sekä palveluiden jakelu yritysasiakkailla hoidetaan pääosin yhtiön oman myyntitiimin toimesta. Lisäksi osa henkilöstörahojen sijoitusvaroista päättyy Mandatumin omiin tuotteisiin. H1'23 lopussa yritysasiakkaiden sijoitussidonnaisissa tuotteissa oli hallinnoitavaa varallisuutta 2,2 mrd. euroa.

Sijoitussidonnaisten asiakasvarojen nettomerkinnot



Sijoitussidonnaiset asiakasvarat



Henkivakuutus 4/6

Sijoitustoiminta liittyy laskuperustekorkokantaan

Mandatum Lifellä on myös merkittävää sijoitustoimintaa, joka pohjautuu sen merkittävään laskuperustekorkoiseen vakuutuskantaan. Laskuperustekannan ohella konsernin muu sijoitustoiminta on varsin pienimuotoista ja sisältää Sampo-konsernista siirretyt PE-sijoitukset, jotka raportoidaan Muut-segmentillä. Näiden lisäksi sijoitustuotot muodostuvat lähinnä käteisvaroilta saatavista korkotuotoista.

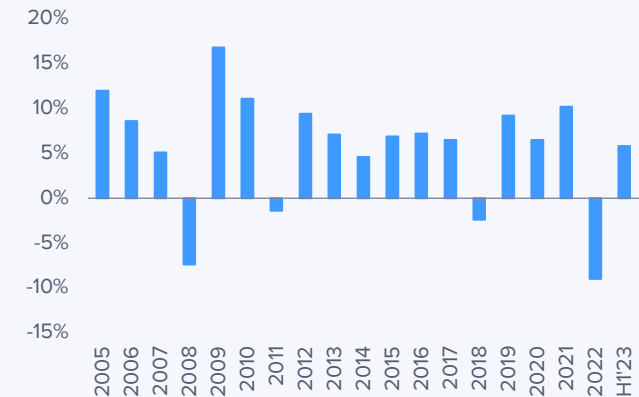
Laskuperustekorkoisessa vakuutuksessa Mandatum maksaa vakuutuksenottajille kiinteää takuukorkoa vakuutukseen sijoitetuille varoille (pääosin 3,5–4,5 % vuodessa). Näiden tuotteiden myynti kuitenkin lopetettiin noin 15 vuotta sitten, joten nykyinen kanta on peruja ajalta tätä ennen. Osana nykyistä vähän pääomaa sitovaa strategiaansa Mandatum on aktiivisesti pyrkinyt laskemaan laskuperustekannan kokoa ja keskittymään palkkiotuottoihin perustuvaan liiketoimintaansa. Sopimukset ovat kuitenkin pitkäaikaisia, joten kannan alasajo vie aikaa. Vuosien 2014–2022 aikana laskuperustekanta laski noin 50 %, ja yhtiö odottaa kannan supistuvan jatkossa 7–8 % vuosittain osittain yhtiön aktiivisten toimien johdosta (mm. vakuutusten takaisinostot ja konvertointi sijoitussidonnaisiksi). Tästäkin huolimatta laskuperustekorkokannan merkitys yhtiön tulokselle ja arvolle on yhä suuri, ja ennusteissamme liiketoiminta vastaa noin 70 % kuluvan vuoden tuloksesta ennen veroja. Merkitys kuitenkin laskee sitä mukaa, kun kantaa ajetaan alas ja pääomia allokoidaan muualle.

Toisin kuin sijoitussidonnaisissa tuotteissa, laskuperustekorollisissa vakuutuksissa Mandatum

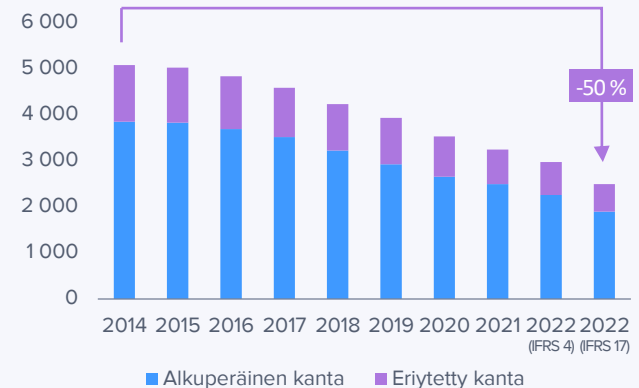
kantaa vakuutuksiin liittyvät sijoitusriskit. Nämä voidaan mieltää konsernille yhtenä pääomalähteenä, joille saatava tuotto määrittää liiketoiminnan kannattavuuden. Aiemmin liiketoiminnan haasteena oli, että korkosijoitusten efektiivinen tuotto oli selvästi alle takuutuoton, jolloin salkun tuotot olivat vahvasti osake- ja vaihtoehtosijoitusten harteilla. Vaikka salkku tuottikin vuosina 2005–2022 keskimäärin noin 5,6 %, johti kohonnut osakepaino myös korkeampiin pääomavaatimuksiin, mikä heikensi kantaan sitoutuneiden omien varojen tuottoa. H1'23 lopussa laskuperustekorkoiset varat olivat 4,3 mrd. euroa ja vastuut 2,4 mrd. euroa, jolloin kannan nettovarallisuus oli 1,9 mrd. euroa. Laskuperustekorkokannan nettovarallisuus muodostaa markkinariskeiltä suojautumiseen vaadittavan vakavaraisuuspuskurin.

Markkinakorkojen nousun myötä myös laskuperustekorkokannan korkosijoitusten efektiivinen tuotto (running yield) on noussut noin 6 %:iin, mikä on nostanut selvästi liiketoimintamallin houkuttelevuutta. Samalla Mandatum on kyennyt laskemaan osakepainoaan ja vapauttamaan ylimääräisiä pääomia. Arviomme mukaan nykyisillä korkotasolla salkun tuotto-odotus omalle pääomalle vastaakin karkeasti Mandatumin omaa tuottovaatimusta. Sijoittajan näkökulmasta tämä tarkoittaa sitä, että kannan alasajon vauhti ei enää ole kovin relevanttia pääomien tuottaessa järkevästi myös yhtiön taseessa. Pidämme kuitenkin laskuperustekorkokannan alasajoa edelleen perusteltuna, sillä tästä vapautuvia pääomia on mahdollista käyttää muun muassa arvoa luoviin yritysostoihin.

Alkuperäisen kannan sijoitustuotot käyvin arvoin



Laskuperustekorollisen vastuuvelan kehitys (MEUR)



Henkivakuutus 5/6

Segmenttikohtainen strategia

Mandatumin henkivakuutusliiketoiminnan painopiste on jatkossa vahvasti pääomakevyissä tuotteissa eli sijoitussidonnaisissa vakuutuksissa ja henkilöriskivakuutuksissa. Näistä tärkeämpiä ovat arviomme mukaan sijoitussidonnaiset tuotteet, joiden markkina on kasvanut vahvasti viimeisen vuosikymmenen aikana. Asiakaspito hallinnoitavassa varallisuudessa on myös korkeaa, sillä Suomessa vakuutusvaroja ei ole mahdollista siirtää toiseen yhtiöön ilman veroseuraamuksia (koskee sekä henkilöasiakkaita että yrityksiä). Vahva asiakaspito yhdistettynä hyvään palkkiotasoon sekä mataliin pääomatarpeisiin tekevät sijoitussidonnaisiin tuotteisiin panostamisesta houkuttelevaa siten myös omistaja-arvon luonnin näkökulmasta. Huomautamme, että vaikka kysyntäajurit sijoitussidonnaisille vakuutuksille ja riskivakuutuksille eroavatkin hieman toisistaan, sisältävät Mandatumin myymät ratkaisut monissa tapauksissa yhdistelmän kumpaakin tuotetta.

Asiakassegmenteistä yritysasiakkaat ovat Mandatumin kasvustrategian keskiössä, ja vahva nykyinen asiakaskanta (noin 20 000 yritystä) tarjoaa ristinmyyntipotentiaalia erityisesti varainhoidon suuntaan. Tyypillisesti Mandatum tarjoaa ensin asiakasyrityksilleen eläkevarautumisen sekä palkitsemisen palveluita, ja yhtiön avainhenkilöiden vaurauden kasvaessa tuotetarjoomaa pyritään laajentamaan myös muihin varainhoidon ja säästämisen ratkaisuihin. Tämän onnistumisesta kertoo se, että valtaosalla (~70 %) konsernin varallisuudenhoitopalveluiden nykyisistä asiakkaista on jokin yritysyttykö.

Yksityispuolella laajentuminen taas on selvästi

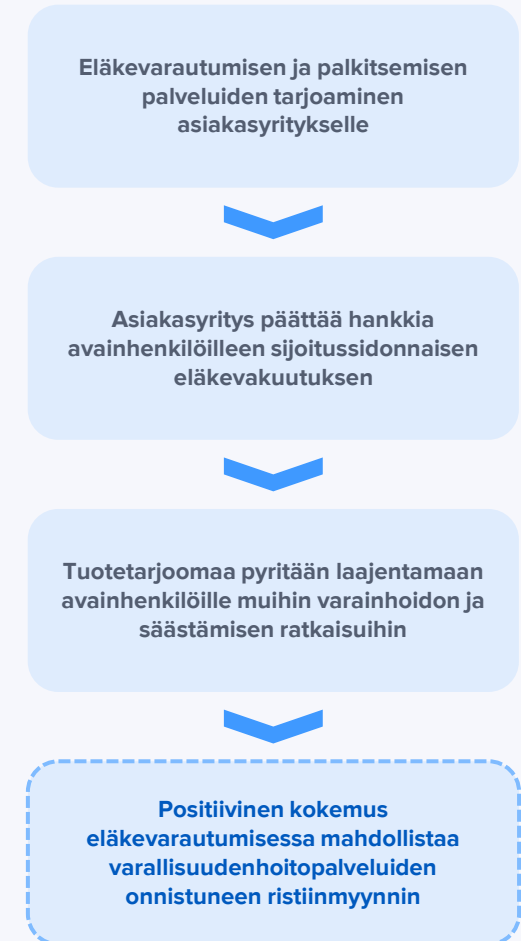
haastavampaa, kun pankkien jakeluvoima segmenttiin on selvästi vahvempaa. Tämän vuoksi emme odota yhtiöltä merkittäviä panostuksia omaan myyntitiimiin, vaan henkilöasiakkuuksissa arvioimme jakelun tapahtuvan myös jatkossa pääosin kumppanuuksien kautta.

Vakuustoitiminnan riskit

Mandatumin henkivakuuttamisen keskeiset riskit voidaan jakaa laskuperustekorkokannan riskeihin sekä riskivakuutusten oletuksiin liittyviin ennusteriskeihin. Keskeiset laskuperustekannan riskit muodostuvat vakuutusten katteena olevan omaisuuden sijoitusriskeistä sekä vastuuvelan diskonttauskorkoon liittyvästä riskistä. Diskonttokorkoon liittyvä riski syntyy siitä, että mahdollinen lasku korkotasossa kasvattaa sopimukseen liittyvän velan nykyarvoa, jolloin vastuuvelkaa voidaan joutua täydentämään. Huomattavasta omien varojen puskurista johtuen pidämme riskin merkitystä kuitenkin hyvin pienenä.

Riskivakuutusten biometrinen riski syntyy siitä, että vakuutuksenottajille voi tulla korvattavaksi odotettua enemmän kuolemantapaus- tai sairaskorvauksia, mikä kasvattaisi korvauskulujen suhdetta vakuutusmaksuihin. Kustannusriski puolestaan realisoituu, mikäli liikekulut osoittautuvat vakuutuksen voimassaoloaikana odotettua korkeammiksi. Riskivakuutusten kannattavuus on kuitenkin ollut historialukujen perusteella hyvää ja konsernin vakavaraisuus on nykyisellään vahvalla tasolla, joten kokonaisuutena pidämme Mandatumin taseriskejä varsin maltillisina. Riskihenkilöiden korvauskulujen kehitys on käsityksemme mukaan myös varsin ennustettavaa, minkä lisäksi Mandatum on laskenut keskittymäriskejään katastrofijälleenvakuutuksella.

Esimerkki Mandatumin ristiinmyyntiprosessista



Henkivakuutus 6/6

Vakuutusyhtiön kirjanpitostandardit vaikeuttavat vertailua muihin varainhoitajiin

Mandatumin operatiivisen liiketoiminnan lukujen tulkinta ei ole aivan yksinkertaista, sillä yhtiö noudattaa IFRS-standardien mukaista vakuutusyhtiön tuloslaskelmakaavaa. Sovellettavat kirjanpitomenetelmät myös vaihtelevat tuotteiden ja palveluiden ehtojen mukaan. Näin ollen Mandatumin raportoinnissa on erotettu toisistaan 1) palkkiotuottoihin perustuva tulos (IFRS 9 -standardin mukaisesti), johon lukeutuu osa sijoitussidonnaisista vakuutus tuotteista ja varainhoitoliiketoiminta sekä 2) vakuutuspalvelutulos, joka sisältää riskivakuutusten tuloksen sekä valtaosan eläkevakuutusten tuloksesta (IFRS 17 -standardin mukaisesti). Näiden lisäksi segmenttiraportointiin kuuluvat laskuperustekorkokannan liiketoiminta ja Muut-segmentti.

Näin ollen tuloslaskelman vertailu esimerkiksi Helsingin pörssin varainhoitajiin ei ole mielekäästä, vaikka liiketoiminnan logiikka onkin varsin samankaltainen. Yritysassiakkaat ja Henkilöasiakkaat -segmenttien palkkiotuottojen ja hallinnoitavan varallisuuden tarkastelu tarjoaa kuitenkin riittävän kuvan liiketoimintojen kokoluokasta ja viime vuosien kehityksestä. Nämä ovat myös tärkeimmät seurattavat indikaattorit Mandatumin henkivakuutusliiketoiminnassa, sillä kasvua tavoitellaan erityisesti yritysasiakkaiden sijoitussidonnaisista tuotteista.

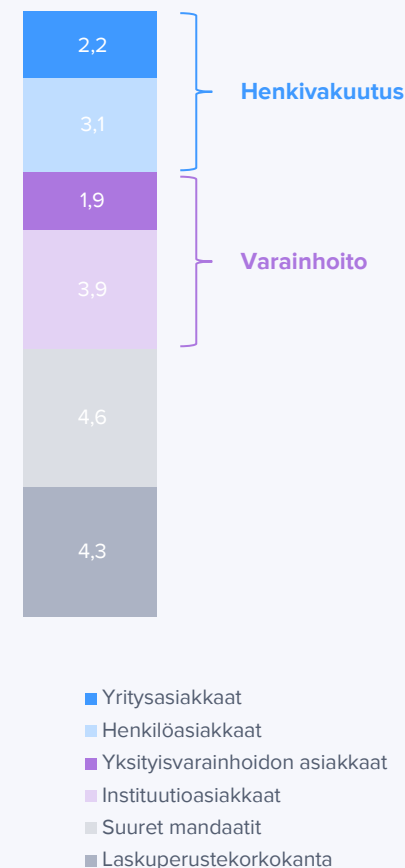
Riskivakuutuksista raportoidaan puolestaan vakuutuspalvelutulosta, joka huomioi saadut vakuutusmaksut, maksetut korvaukset sekä toteutuneet liikekulut. Tulos sisältää kuitenkin myös

puhtaasti laskennallisia eriä, joita syntyy esimerkiksi vastuiden diskonttaamisessa käytetyn koron muutoksesta tai keskeisten vakuustustoimintaa koskevien oletusten muutoksesta. Tällaisia voivat olla esimerkiksi päivitys asiakaskunnan elinajanodotteessa tai muutokset Mandatumin kustannusrakenteessa. Näin ollen riskivakuutusliiketoiminnan tuloskehitystä tulee tarkastella yksittäisten kvartaalien sijaan hieman pidemmällä perspektiivillä.

Taseen vakuutusvelkaan sisältyvän vakuutuspalvelumarginaalin kehitys antaa myös indikaatiota riskivakuutusliiketoiminnan kokoluokan ja kannattavuuden kehityksestä. Henkivakuutuksen vakuutuspalvelumarginaali (CSM) voidaan hieman yksinkertaistaen tulkita Mandatumin arviona nykyisten henkivakuutussopimusten tulevaisuuden tuotoista (rahan aika-arvo huomioiden). Tätä tase-erää yhtiö purkaa vuosittain tulosvaikutteisesti. Jos kassavirta oletukset vastaavat toteumaa, on vakuutuspalvelutulos karkeasti yhtä suuri kuin tilikauden vakuutuspalvelumarginaalin kehitys. Erän seuraaminen pidemmällä tähtäimellä voi siten tarjota informaatiota yhtiön kyvystä arvioida myöntämiinsä vakuutuksiin liittyviä riskejä. Huomautamme, että taseen vakuutuspalvelumarginaali sisältää myös eriä sijoitussidonnaisista sopimuksista, joten se ei kuvaa puhtaasti riskivakuutusten kehitystä.

Näistä IFRS-standardien mukanaan tuomista haasteista johtuen suosittelomme sijoittajia keskittymään Mandatumin tapauksessa erityisesti tulokseen ennen veroja (PTP), joka on myös varsin vertailukelpoinen keskeisten verrokkien vastaavaan.

Hoidossa olevan varallisuuden jakauma H1'2023 (mrd. euroa)



Varainhoito 1/3

Suomen mittakaavassa merkittävä varainhoitaja

Mandatumin varainhoitoliiketoiminta palvelee instituutionaalisia sijoittaja-asiakkaita sekä tuottaa rahastoliiketoimintaa ja varainhoidon palveluita sekä omille että Mandatum Lifen asiakkaille. Lisäksi varainhoitoyksikkö hoitaa konsernin sijoitusomaisuutta. Henkivakuutusliiketoiminnan yritysasiakkaat ovat varainhoitopalveluille merkittävä myyntikanava, sillä vaurastuvien yritysasiakkaiden palveluja voidaan laajentaa riski- ja eläkevakuutuksista myös varainhoitoratkaisuihin. Varainhoito ei siten ole Mandatumin muusta liiketoiminnasta irrallinen yksikkö, vaan tiiviisti sidoksissa henkivakuuttamiseen erityisesti sijoitussidonnaisten vakuutusratkaisuiden kautta.

Mandatumin raportoinnissa varainhoito muodostaa ”Instituutionaaliset ja varainhoitoasiakkaat” -segmentin, joka sisältää ulkopuolisten varainhoitoasiakkaiden liiketoiminnan. Sijoitussidonnaisten vakuutus tuotteiden palkkiot näkyvät puolestaan kyseisen asiakassegmentin (Yritysasiakkaat/Henkilöasiakkaat) tulosrivillä.

Yhtiön suoria asiakkaita Sampo-konsernin lisäksi ovat pohjoismaiset ja eurooppalaiset instituutionaaliset asiakkaat ja hyvin varakkaat yksityishenkilöt (High-Net-Worth ja Ultra-High-Net-Worth Individual). Lisäksi Mandatum tarjoaa Sammon tytäryhtiöille varainhoitopalvelua (myös jakautumisen jälkeen), mutta palkkiotaso tässä yhteistyössä on hyvin vaatimaton.

Hallinnoitava varallisuus (AUM) antaa parhaan kuvan Mandatumin varainhoidon kokoluokasta suhteessa sen keskeisiin verrokkeihin. AUMilla

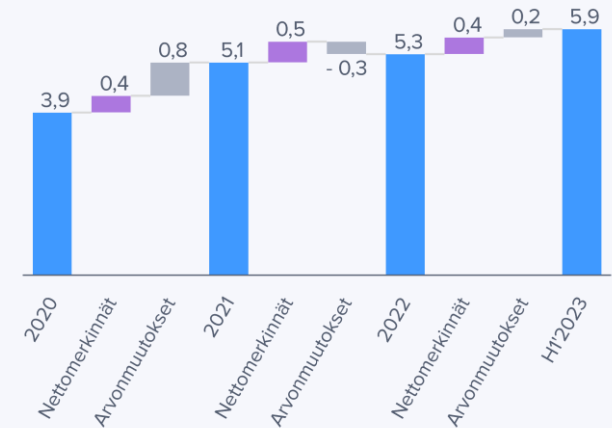
mitattuna Mandatum on suomen suurimpia pankeista riippumattomia varainhoitajia noin 11,2 mrd. euron asiakasvaroillaan, jolla se asettuu kokoluokassa eQ:n ja Evlin välimaastoon. Konsernin hallinnoitavista ulkopuolisista asiakasvaroista 5,3 mrd. (47 %) koostuu Mandatum Lifen vakuutus tuotteista ja loput 5,9 mrd. euroa MAMin asiakkailleen tarjoamasta varainhoidosta.

Varainhoidon asiakassegmentit

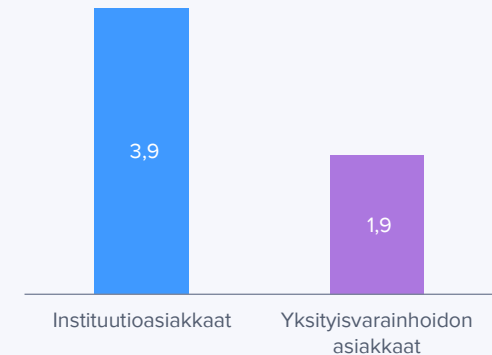
Sijoitussidonnaiset henkivakuutus- ja eläkeratkaisut voidaan katsoa osaksi konsernin varainhoitoliiketoimintaa, sillä näiden kysyntäajurit ovat varsin samankaltaiset. Tässä varainhoitoa käsittelevässä osiossa keskitymme kuitenkin instituutionaalisiin ja UHNWI-asiakkaisiin, jotta tarkastelu olisi johdonmukainen yhtiön oman raportoinnin kanssa. Käytämme Mandatumin ”Instituutionaaliset ja varainhoitoasiakkaat” -segmentin asiakkaista yhteistä nimitystä ”varainhoitoasiakkaat”. Varainhoitoasiakkaat jaetaan edelleen instituutionaalisiin asiakkaisiin ja yksityisvarainhoidon asiakkaisiin.

Varainhoitoasiakkaat toivat vuonna 2022 konsernin palkkiotuotoista noin 41 MEUR. Luku sisältää Mandatumin suorilta varainhoitoasiakkailtaan veloittamat hallinnointipalkkiot sekä tuottosidonnaiset palkkiot. Omissa segmenteissään raportoitavien Yritys- ja Henkilöasiakkaiden vastaavat luvut olivat 35 ja 50 MEUR, ja nämä sisältävät konsernin veloittamat palkkiot omaisuudenhoidosta, vakuutuskuorista sekä näiden alla olevista Mandatumin omista rahastotuotteista.

AUMin kehitys



Asiakasvarat segmenteittäin H1'2023 (mrd. euroa)



Varainhoito 2/3

Hallinnoitava varallisuus

Varainhoidon asiakaskunta painottuu vahvasti instituutioasiakkaisiin ja erittäin varakkaisiin yksityishenkilöihin. Mandatumin hallinnoimat varainhoidon asiakasvarat olivat yhteensä 5,9 mrd. euroa (ei sisällä vakuutus tuotteita), joka jakautuu instituutioasiakkaiden (3,9 mrd.) ja yksityisvarainhoidon (Private Wealth Management) asiakkaiden (1,9 mrd.) kesken. Näiden lisäksi Mandatum hallinnoi 4,6 mrd. euron suurten mandaattien salkkuja, joihin sisältyvät muun muassa Sampo-konsernin sijoitukset.

Varainhoidon tuotetarjooma kattaa kaikki keskeiset omaisuusluokat, mutta yhtiön ydinosaamista ovat korko- ja vaihtoehtoiset tuotteet. Yhtiön tuotetarjonta on suhteellisen fokusoitunut ja näemme yhtiön enemmän tuotetalona kuin generalistivarainhoitajana. Segmentin asiakasvaroista noin 39 % oli sijoitettuna vaihtoehtoisiin tuotteisiin, 32 % velkasijoituksiin ja 29 % muihin omaisuuslajeihin kuten listattuihin osakkeisiin.

Segmentin kasvu on ollut vauhdikasta

Varainhoito on konsernin kasvustrategian tärkein osa-alue. Institutionaaliset ja varainhoitoasiakkaat - segmentissä hallinnoitavien pääomien kasvu onkin ollut viime vuosina Mandatumin segmenteistä selvästi vahvinta. Viimeisen kahden ja puolen tilikauden aikana varainhoidon uusmyynti on ollut keskimäärin reilu 400 MEUR vuositasolla, mitä voidaan pitää varsin hyvänä suorituksena. Vuodesta 2017 hallinnoitavat kotimaiset asiakasvarat ovat kasvaneet keskimäärin 15 % vuodessa 2017–2022. Yhtiöllä on myös kansainvälisiä asiakkaita Ruotsissa ja Tanskassa. Yhteenlasketut asiakasvarat näistä maista ovat yhteensä noin 1,5 mrd. euroa. Myös

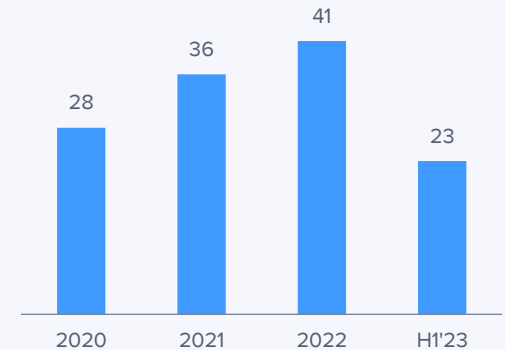
kansainvälinen kasvu on ollut vauhdikasta ja hallinnoitava varallisuus on kasvanut keskimäärin yli 30 % vuosina 2017–2022, mikä alleviivaa yhtiön tuotevalikoiman kilpailukykyä.

Tarkastelussa on kuitenkin syytä huomioida, että vaihtoehtoisiin omaisuuslajeihin keskittyvänä toimijana yhtiö on muiden verrokkien tapaan hyötynyt selvästi kysynnän myötätuulesta, kun erityisesti matala kokotaso ajoi ylös vaihtoehtoisuuksien painoa instituutiosijoittajien salkuissa. Mandatumin varainhoidon palkkiotuotot ovatkin kasvaneet voimakkaimmin juuri vaihtoehtoisissa sijoituksissa – keskimäärin yli 40 % vuosina 2017–2022. Vaihtoehtoisten kysynnän väliaikaista hidastumista kompensoi kuitenkin korkotuotteiden kasvanut kiinnostavuus.

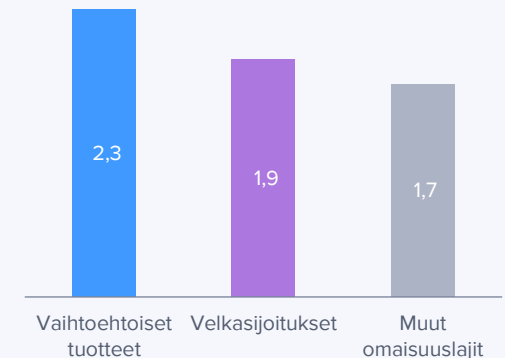
Kokonaisuutena Mandatumin hallinnoitaviin varoihin perustuvat palkkiotuotot ovat kasvaneet samalla ajanjaksolla keskimäärin 27 %:n vuosivauhtia. Vaikka markkina onkin tarjonnut myötätuulta, on Mandatum samalla kyennyt kasvattamaan markkinaosuuttaan erityisesti instituutiovarainhoidossa. SFR:n vuonna 2022 toteuttaman markkinatutkimuksen perusteella jo noin 50 % kyselyyn vastanneista suomalaisista instituutiosijoittajista nimesi yhtiön yhdeksi palveluntarjoajistaan (2015: ~12 %).

Mandatum ansaitsee tuotteistaan myös tuottosidonnaisia palkkioita muiden varainhoitajien tapaan. Käsityksemme mukaan tuottosidonnaisten merkitys on yhtiölle kuitenkin kohtuullisen pieni ja selvästi pienempi kuin esimerkiksi eQ:lla tai CapManilla. 2022 oli tuottopalkkioiden osalta yhtiölle vahva vuosi ja se kirjasi niitä yhteensä 8,5 MEUR, joka on arviomme mukaan selvästi keskimääräistä tasoa enemmän.

Varainhoitoasiakkaiden palkkiotuotteiden kehitys (MEUR)



Asiakasvarat omaisuuslajeittain H1'2023 (mrd. euroa)



Varainhoito 3/3

Myynti instituutioasiakkaille sekä yksityisvarainhoidon asiakkaille on järjestetty kohtalaisen vaatimattoman kokoisella omalla myyntitiimillä, sillä potentiaalisten asiakkaiden joukko on lukumäärältään kohtalaisen pieni. Tästä yhtiö saa esimerkiksi eQ:n tapaan selkeitä tehokkuushyötyjä. Myös kansainvälinen myynti hoidetaan tällä hetkellä pääosin Suomesta käsin (Ruotsissa yksi sivukonttori). Varainhoidon oman myyntikoneiston ohella henkivakuutusliiketoiminnan Yritysasiakkaat-segmentti tuottaa jatkuvasti potentiaalista asiakasvirtaa.

Mandatum on myös kertonut tutkivansa aktiivisesti varainhoidon yritysjärjestelymahdollisuuksia kasvun kiihdyttämiseksi. Yrityskauppoja osana konsernin kasvustrategiaa on käsitelty raportin sivulla [12](#).

Varainhoito on kasvustrategian keskiössä

Suuresta, kasvavasta kokonaismarkkinasta ja toimialan houkuttelevista fundamenteista johtuen on loogista, että Mandatum odottaa segmentin olevan sen pääomakevyyden liiketoiminnan kasvun ensisijainen lähde.

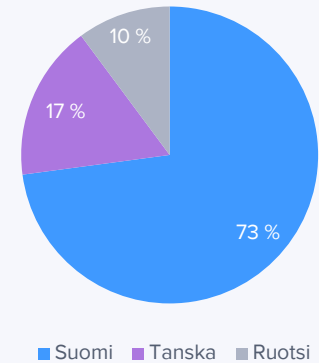
Varainhoitopalveluiden jakelussa Mandatumin selkeä vahvuus on henkivakuutusliiketoiminnan vahva yritysasiakaskanta, jonka nykyistä palvelutarjontaa on mahdollista laajentaa myös varainhoitoratkaisuihin. Nykyisellään noin 70 %:lla varainhoidon asiakkaista on jokin olemassa oleva yritysasiakkuusside. Esimerkiksi johdolle ja avainhenkilöille suunnatut palkitsemispalvelut luovat varallisuutta ja samalla potentiaalista asiakaskuntaa varainhoitopalveluille. Tämä malli on myynnin tehokkuuden kannalta erittäin hyvä ja se tarjoaa myös suoran pääsyn hyvin houkuttelevaan asiakaskuntaan.

Samalla yhtiö pyrkii kasvattamaan hallinnassaan olevien varojen osuutta nykyisten varainhoitoasiakkaidensa kokonaisvarallisuudesta. Tämä ns. ”share of walletin” kasvu tarjoaa arviomme mukaan yhtiölle merkittävää kasvupotentiaalia sekä tuotemäärän kasvattamisen kautta että omaisuudenhoitopalveluiden myynnillä.

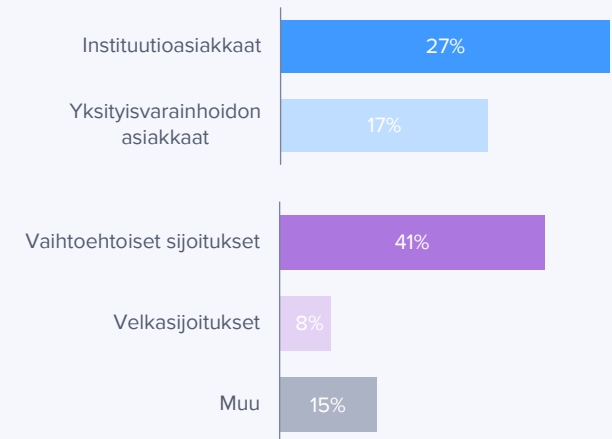
Kasvua haetaan myös pohjoismaisista instituutioasiakkaista. Tällä saralla näytöt ovat vahvoja, vaikka läsnäolo kohdemarkkinoilla on toistaiseksi melko vaatimatonta. Jatkossa yhtiön suunnitelmissa on paikallisten tiimien rakentaminen kasvun tukemiseksi. Tämä luonnollisesti hieman viivästyttää kustannustason skaalautumista, mutta samalla tarjoaa paremmat eväät kasvun jatkamiseksi. Ruotsissa yhtiöllä on hallinnoitavaa varallisuutta 0,6 mrd. euroa ja Tanskassa 1,0 mrd. euroa (H1'23 lopun tilanne). Kansainvälisellä puolella yhtiön fokus tulee olemaan yksittäisten keihäänkärkituotteiden myynnissä. Tämä on mielestämme täysin oikea valinta ja loogisin tapa erottua suhteellisen tuntemattomana toimijana.

Mandatumin varainhoitoliiketoiminnan ehdottomia vahvuuksia on mielestämme vahva tuoteosaaminen ja tuottohistorian tuoma hyvä maine erityisesti laina- ja vaihtoehto-sijoitustuotteissa. Yhtiön tuotetarjonta on edelleen hyvin fokuosoitunut ja korkealaatuisten tuotteiden vastapainona on erittäin hyvät palkkiorakenteet. Yhtiö on indikoinut selvästi halustaan säilyttää korkeat palkkiomarginaalitasot ja tämä vaatii mielestämme tuotetarjonnan säilyttämisen suhteellisen fokuoituneena. Uskomme kuitenkin yhtiön pyrkivän asteittain laajentamaan tuotetarjontaansa osana sen kasvustrategiaa.

Asiakasvarat maittain (H1'2023)












Asiakasvarat asiakasryhmittäin ja tuotteittain (H1'2023)



Lähde: Mandatum

Yhteenveto listatuista varainhoitajista

									
MCAP (MEUR)	670	260	160	500	380	150	640	70	1800
Toteutunut kannattavuus	EBIT viime vuosina +50%. Kannattavuus erinomaisella tasolla jo ilman tuottopalkkioita.	Garantian kannattavuus ollut erittäin hyvä, mutta pääomarahastojen kannattavuus on säilynyt heikkona etenkin jatkuvien tuottojen osalta.	EBIT-% (oik.) +50%. Kannattavuus erinomainen, tuotto- & transaktiopalkkioilla merkittävä rooli.	EBIT 30–40%. Kannattavuus erittäin hyvä ja perustuu pääosin jatkuviin tuottoihin.	Hallinnointiliiketoiminnan jatkuviin tuottoihin perustuva kannattavuus parantunut viime vuosina selvästi. Kulutehokkuudessa kuitenkin edelleen reilusti parannuspotentiaalia.	EBIT (oik.) +30%. Tuloksen mix (jatkuvien tuottojen osuus) parantunut viime vuosina selvästi.	Oman pääoman tuotto ollut viime vuosina vauhti.	Kannattavuus kohentunut liikevaihdon kasvun myötä selvästi. Strukturoitujen tuotteiden osuus liikevaihdesta edelleen dominoiva (> 50 %).	Varainhoidon kannattavuus on hyvällä tasolla, mutta siinä on edelleen selvää parannuspotentiaalia kasvun skaalautumisen myötä.
Track-record	Yhtiön organisen tuloskasvun track-record poikkeuksellisen vahva viime vuosilta. Omistaja-arvo kasvanut riipeästi.	Yhtiö on luonut merkittävästi omistaja-arvoa yritysjärjestelyillä. Operatiivinen tuloskehitys ollut vauhti.	Track-record erittäin vahva johtuen Hoivarahaston poikkeuksellisen houkuttelevasta palkkiorakenteesta.	Tulos kasvanut selvästi kulutehokkuuden parantumisen ja erinomaisen uusmyynnin myötä.	Track-record 2017 strategiapäivityksen jälkeen on erittäin vahva.	Uusmyynti kehittynyt vahvasti ja kannattavuus parantunut selvästi. Strategian toimeenpano tehostunut merkittävästi.	Varainhoidon track-record välttävä ja Taaleri-integraatiossa ollut paljon haasteita. Perinteisessä pankkitoiminnassa kasvu ollut heikkoa ja kannattavuudessa haasteita nollakorkoaikana.	Yhtiön historiallisesti vauhti kehitys ottanut selvän tasokorjauksen ylöspäin viimeisen kolmen vuoden aikana. Rahastotoiminta ajettu vakuuttavasti ylös.	Yhtiön track-record varainhoidon kasvusta on erittäin hyvä. Myös laskuperustekorkokannan hallinnalla on luotu merkittävää omistaja-arvoa.
Vahvuudet / heikkoudet	Vahva instituutiomyynti & erinomaiset tuotteet. Heikkoutena riippuvuus yksittäisistä tuotteista ja kiinteistösektorista.	Pääomarahastojen vahva track-record. Kulukontrollissa haasteita.	Hoivarahasto on poikkeuksellisen hyvä tuote rahastonhoitajalle. Heikkoutena huomattava riippuvuus yksittäisestä rahastosta.	Erinomainen instituutiomyynti, KV-myynti sekä matala hintataso selkeitä vahvuuksia. Riippuvuus perinteisestä varainhoidosta keskeinen heikkous.	Vahvuutena positio vaihtoehtoisissa sijoituksissa. Tuloksen volatiliiteetti korkea oman taseen sijoitusten ison roolin johdosta.	Vahvuuksina reaaliomaisuusluokkiin keskittyvä strategia ja laaja myyntivoima. Haasteina jatkuviin palkkioihin pohjautuva kannattavuus.	Yhtiön tuotetarjonta perinteisessä varainhoidossa on vahva. Vaihtoehtoisten sijoitustuotteiden puuttuminen, myynnin tehokkuus ja kulupaineet keskeiset haasteet.	Vahvuutena laaja jakeluverkosto vähemmän kilpaillussa yksityissijoittajien segmentissä. Heikkoudet liike-toiminnan verrokkeja heikompi skaalautuvuus sekä jatkuvien palkkioiden verrokkeja matalampi osuus.	Laadukkaat tuotteet ja vahva myyntikoneisto mahdollistavat erinomaiset palkkiomarginaalit. Yhtiön tulos on edelleen hyvin riippuvainen laskuperustekorkokannasta.
Strateginen suunta	Jatkaa voimakasta kasvua kiinteistö ja PE-rahastoissa sekä ylläpitää poikkeuksellista kulutehokkuutta. Yritysjärjestelyt mahdollisia.	Jatkaa liiketoiminnan voimakasta organista ja epäorganista kasvua. Yritysjärjestelyt osana yhtiön tarinaa myös jatkossa.	Baltia-rahaston ylösajo ja tuotetarjonnan laajentaminen. Yrityssostot mahdollisia.	Kasvu vaihtoehtoisissa sijoitustuotteissa sekä kansainvälisessä myynnissä. Yrityskaupat epätodennäköisiä.	Hallinnointiliiketoiminnan kannattavan kasvun jatkaminen. Yrityssostot hyvin todennäköisiä.	Fokus kasvussa ja jatkuviin tuotoissa. Kasvua reaaliomaisuustuotteissa ja pääomarahastoissa. Yrityssostot mahdollisia.	Yhtiö hakee voimakasta kasvua etenkin varainhoidossa, minkä avulla myös kannattavuuden pitäisi skaalautua.	Fokus jatkuvien tuottojen sekä asiakasohjauksen kasvussa. Tässä rahastot sekä uusi varainhoitopalvelu keskiössä.	Voimakas kasvu varainhoidossa, myynnin keihäänkärkenä omat laadukkaat tuotteet. Yrityssostot hyvin todennäköisiä.

Sijoitusprofiili

1.

Reilusti kasvupotentiaalia varainhoidossa

2.

Tase on erittäin vahva ja pääomaa vapautuu merkittävästi lähivuosina

3.

Aktiivinen toimija Suomen varainhoitomarkkinan konsolidaatiossa

4.

Pääomakevyt liiketoiminta mahdollistaa yhtäaikaisesti vuolaan osingonjaon sekä operatiivisen liiketoiminnan kasvun

5.

Laskuperustekorkokannan supistuminen tekee tuloksen kasvattamisesta nykytasolta vaikeaa

Potentiaali



- Kasvu pääomakevyessä varainhoidossa
- Suhteellisessa kannattavuudessa selvää parannuspotentiaalia liiketoiminnan kasvun myötä
- Korkojen nousun myötä laskuperustekorkoinen liiketoiminta on muuttunut selvästi aiempaa houkuttelevammaksi
- Pääoman vapautuminen laskuperustekorkoliiketoiminnasta ja PE-sijoituksista
- Arvoa luovat yrityskaupat kotimaisella varainhoitosektorilla

Riskit



- Yhtiön tulos edelleen hyvin riippuvainen sijoitustuotoista
- Korkotason lasku heikentäisi vakavaraisuutta ja vaikeuttaisi laskuperusteisen liiketoiminnan hoitamista
- Henkivakuutustoiminnan riskit (etenkin biometriset riskit)
- Rahastojen hyvien tuottotasojen ylläpitäminen
- Haitalliset muutokset sijoitusvakuutusten verolainsäädännössä

Taloudellinen tilanne 1/4

Liiketoiminta sitoo paljon pääomaa

Mandatumin tase on henkivakuutusyhtiölle tyypilliseen tapaan hyvin suuri ja poikkeaa samalla Helsingin pörssin listattujen varainhoitajien taseista merkittävästi. Suurin ero syntyy siitä, että Mandatum kirjaa taseeseensa kaikki sijoitussidonnaiset vakuutus sopimukset, sillä kirjanpitostandardien näkökulmasta näitä käsitellään vakuutus sopimuksina, vaikka sijoitusriskin kantaa vakuutuksenottaja. Tämä on keskeinen ero muihin listattuihin varainhoitajiin, joilla kaikki hallinnoitava asiakasvarallisuus on taseen ulkopuolella. Selvyyden vuoksi on hyvä todeta, että Mandatum ei-vakuutusmuotoinen varainhoito (mm. instituutiovarainhoito) ei näy taseessa. Laskuperustekorkokantaiset vastuut ja sitä vastaava omaisuus näkyvät luonnollisesti taseen molemmin puolin ja näihin sopimukseen liittyvän sijoitusriskin kantaa Mandatum.

Kokonaisuutena voidaan todeta, että Mandatumin taseen koko antaa mielestämme väärän kuvan liiketoiminnan pääomatarpeista. Todellisuudessa vakuutus sopimukseen liittyvät varainhoitosopimukset ovat täysin kirjanpidollinen erä, sillä niihin ei liity taseriskiä eivätkä ne sido konserni omia varoja. Vastaavasti laskuperustekorkoiseen kantaan liittyvät erät ovat hyvin relevantteja taseen kannalta ja niihin on sitoutunut myös valtaosa Mandatumin pääomista.

Suurimmat tase-erät vastaavaa-puolella liittyvät vakuutusvaroihin, jotka ovat asiakkaiden sijoitussidonnaisten vakuutus sopimusten katteena. Näitä sijoituksia oli Q2'23 lopussa taseessa hieman alle 11 miljardilla eurolla. Rahoitusvaroja oli Q2'23 lopussa noin 3,5 mrd. euroa, ja erä sisältää Mandatumin omalla riskillä olevat sijoitukset

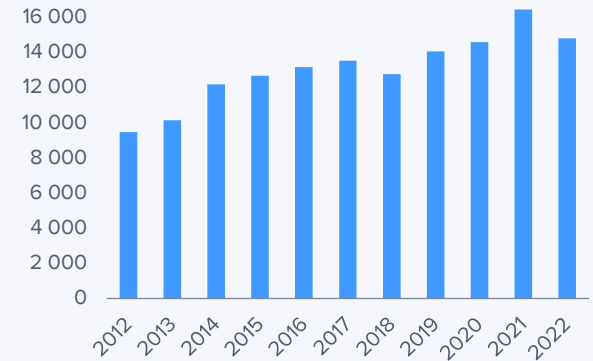
(näiden vastaerä on laskuperustekorkoinen vakuutusvelka). Kolmas merkittävä tase-erä on rahavarat (käteinen), jonka määrä oli Q2'23 lopussa noin 850 MEUR (ennen Sammon transaktioita). Merkittävä osa käteisestä liittyy laskuperustekorkoiseen kantaan (+500 MEUR).

Toimialalle tyypilliseen tapaan taseessa ei ole oleellista aineetonta tai aineellista omaisuutta ja muutenkin varojen puolella olevat loput erät ovat pieniä ja sijoittajan kannalta epärelevantteja.

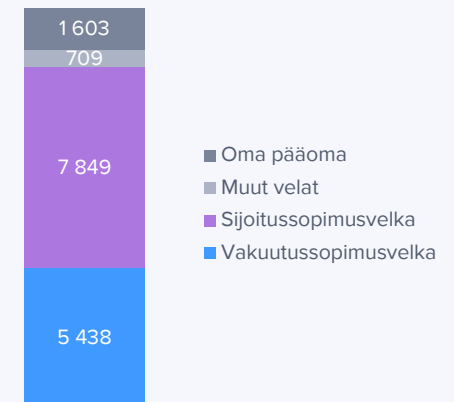
Velkojen puolella ylivoimaisesti suurimman erän muodostavat yhtiön vakuutuksiin liittyvät velat (vakuutus sopimusvelka ja sijoitus sopimusvelka), jota oli Q2'23 lopussa yhteensä 13,3 miljardia euroa. Tämä erä sisältää sekä sijoitussidonnaiset vastuut (10,9 mrd. euroa) että laskuperustekorkoiset vastuut (2,4 mrd. euroa). Pääomalainaa yhtiöllä oli 350 MEUR, josta 100 MEUR on Sammolta. Laina maksettiin pois jakautumisen yhteydessä. Loppuosa pääomalainoista on nollakorkoaikana liikkeeseen laskettu 250 MEUR:n Tier 2 -laina, jonka korko on erittäin matala 1,875 %. Lainan ensimmäinen lunastusmahdollisuus on 4.10.2024. Muut erät velkojen puolella eivät ole sijoittajien kannalta relevantteja.

Omaa pääomaa Mandatumilla oli Q2'23 lopussa 1603 miljoonaa euroa. Summa on poikkeuksellisen suuri suhteessa muihin varainhoitajiin, mikä heijastuu myös yhtiön poikkeuksellisen matalana P/B-kertoimena. Yhtiön liiketoiminnan pääomatarpeet ovat sidottu pääosin laskuperusteiseen korkokantaan sekä Saxon ja Enenton sijoituksiin. Näistä oikaistuna pääomavaatimukset ovat lähempänä muita listattuja varainhoitajia.

Taseen loppusumma (MEUR)



Taseen velat ja oma pääoma H1'2023* (MEUR)



Lähde: Mandatum

*Tilanne ennen jakautumista ja liiketoimia Sammon kanssa

Taloudellinen tilanne 2/4

Mandatumin historiallisia numeroita arvioitaessa on syytä huomioida, että 2023 alussa vakuutusyhtiöille pakollisiksi tulleet IFRS 17 ja IFRS 9 -standardit ovat vaikuttaneet lukuihin merkittävästi, joten 2021 ja tätä vanhemmat historialluvut eivät ole täysin vertailukelpoisia tuoreempien lukujen kanssa.

Jakautuminen toi taseeseen selkeitä muutoksia

Osana jakautumista Sampo tulee myymään Mandatumille Saxon ja Enenton sijoitukset sekä muita kooltaan selvästi pienempiä omaisuuseriä arviolta 430 MEUR:lla. Järjestelyn toteutuminen odottaa vielä viranomaishyväksyntää. Kauppa rahoitetaan 150 MEUR:n kertamaksulla sekä 280 MEUR:n lainalla Sammolle. Osana järjestelyä Mandatum myös maksoi Sammolle takaisin 100 MEUR:n hybridilainan ja samalla Sampo allokoi Mandatumille noin 95 MEUR:n edestä konsernin velkoja.

Laskelmiemme mukaan Mandatumilla oli ennen Sammon kanssa tehtyjä järjestelyjä nettokassaa noin 500 MEUR ja kokonaisuutena järjestelyt heikentävät nettokassaa noin 600 MEUR:lla. Vastaavasti tasesijoituksiin tulee 430 MEUR:n sijoitusomaisuus ja tämä huomioiden heikennys on nettona noin 200 MEUR.

Mandatumin kannalta Saxon ja Enenton hankinta on kaksijakoinen. Toisaalta molemmat sopivat Mandatumille paremmin kuin Sammolle, sillä Saxon kanssa Mandatumilla on pienimuotoista yhteistyötä ja Enenton hallituksen puheenjohtajana toimii Mandatumin hallituksen puheenjohtaja. Toisaalta sijoitusten ja etenkin Saxon kokoluokka on Mandatumin kannalta todella merkittävä.

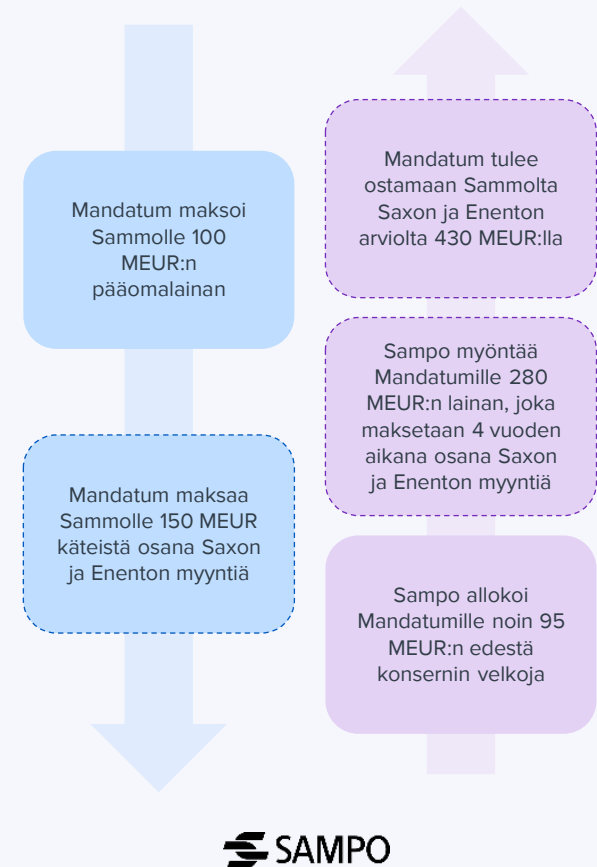
Lisäksi Mandatum sitoo merkittävän osan ylimääräisestä pääomastaan ainakin väliaikaisesti näihin sijoituksiin, kun pääoma olisi voitu käyttää myös yritysjärjestelyihin Suomen varainhoitomarkkinalla. Sekä Saxo että Enento ovat Mandatumille puhtaita finanssisijoituksia ja Mandatumin hallituksen puheenjohtaja kommentoikin yhtiön sijoittajatilaisuudessa hyvin suoraan, että tavoitteena on irtaantua molemmista sijoituksista ”niin hyvään hintaan kuin mahdollista ja niin nopeasti kuin mahdollista.”

Velkaantuneisuus

Mandatumilla on tällä hetkellä 250 MEUR Tier 2-lainaa, 95 MEUR:n Sammolta jakautumisen yhteydessä siirtynyt osuus konsernin lainoista ja PE-sijoitusten myynnistä syntynyt 280 MEUR:n velka Sammolle. Yhteensä Mandatumin korollinen velka on siten hieman yli 600 MEUR (Sammolle jakautumisen yhteydessä maksettu 100 MEUR laina huomioituna). Näin ollen jakautumisen jälkeiset transaktiot huomioiden yhtiöllä on nettovelkaa arviolta noin 100 MEUR.

Odotamme Mandatumin uudelleenrahoittavan 250 MEUR:n Tier 2 -lainansa vuoden päästä syksyllä ja tämän lainan korko tulee luonnollisesti nousemaan merkittävästi kohonneen korkotason seurauksena. 280 MEUR:n laina Sammolta on tarkoitus maksaa takaisin 4 vuodessa ja emme yllättyisi mikäli tämä maksettaisi pois ennenaikaisesti. Sammolta siirtynyt noin 95 MEUR:n osuus konsernin veloista maksetaan pois Sammon lainaehtojen mukaisesti.

Sammon ja Mandatumin järjestelyn läpikäynti



Taloudellinen tilanne 3/4

Mandatumilla on luottoluokitus S&P Global Ratingilta. Tuorein luokitus huomioi Mandatumin itsenäisenä, Sampo-konsernista erillisenä yhtiönä. Luottoluokitus on tällä hetkellä A ja näkymä vakaa (stable outlook), mikä on erittäin vahva taso.

Vakavaraisuus

Mandatumin vakavaraisuus on erittäin vahva ja Q2'23 lopussa sen Solvenssi 2 -vakavaraisuus oli 296 %. Vakuutusyhtiön solvenssisuhde kuvaa omien varojen suhdetta valvojan asettamaan minimipääomavaatimukseen. Vakavaraisuus on vahvistunut merkittävästi vuoden 2022 alusta johtuen korkojen ripeästä noususta ja yhtiön omista vakavaraisuusvaatimuksista keventävistä toimista (pääosin sijoitusten allokaatiomuutokset). Tämän johdosta vakavaraisuus on noussut vuoden 2022 alun 192 %:sta nykyiseen 296 %:iin. Saxon ja Enenton osakkeiden suunniteltu hankinta sekä järjestelyn yhteyteen suunnitellut lainajärjestelyt huomioiden olisi vakavaraisuus ollut 232 %, ja tällä tasolla sen myös pitäisi suunnilleen olla Q3:n lopussa.

Mandatumin tase on näkemyksemme mukaan ylikapitalisoitunut, mikä pitkällä aikavälillä tarjoaa huomattavaa liikkumavaraa esimerkiksi yritysjärjestelyitä silmällä pitäen. Pidämmekin varsin todennäköisenä, että Mandatum haluaa olla aktiivinen peluri Suomen konsolidoituvalla varainhoitomarkkinalla (tästä enemmän sivulla [12](#)). Tähän asti Mandatumilla ei arviomme mukaan ole ollut edellytyksiä isompiin järjestelyihin, sillä isommat järjestelyt vahinkovakuutuksen ulkopuolella eivät ole olleet osana Sammon strategiaa. Lyhyellä aikavälillä isompia järjestelyitä saattaa kuitenkin jarruttaa Saxon ja Enenton

osakkeiden hankinta, sillä ne kaventavat yhtiön liikkumavaraa vakavaraisuuden näkökulmasta.

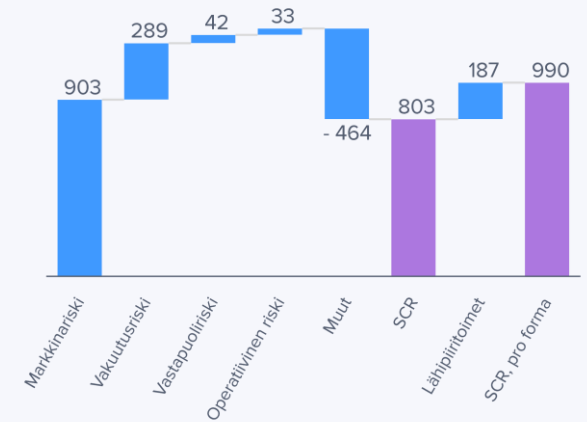
Saxon irtaantuminen saattaa kuitenkin olla suhteellisen ripeää, sillä jo vuoden 2022 aikana Saxo suunnitteli listautumista SPAC-järjestelyn kautta. Tammikuussa 2023 yhtiö kommentoi julkisesti pohtivansa listautumista tai muita omistusjärjestelyitä SPAC-hankkeen kaaduttua. Saxo on kommunikoinut hyvin selkeästi, että IPO:n tai muun omistusjärjestelyn yhteydessä tarjotaan irtautumismahdollisuus Sammolle sekä kiinalaiselle Geelylle (omistaa noin 50 %). Näin ollen ennustamme Mandatumin irtaantuvan sekä Saxosta että Enentosta 2025 mennessä.

Näiden irtaantumisten jälkeen Mandatumin vakavaraisuus paranee merkittävästi ja muiden parametrien pysyessä ennallaan olisi vaikutus vakavaraisuuteen yli 50 %-yksikköä. Kun samalla laskuperustekorkokanta jatkaa supistumistaan, tulee yhtiön vakavaraisuus vahvistumaan systemaattisesti korkeasta voitonjaosta huolimatta.

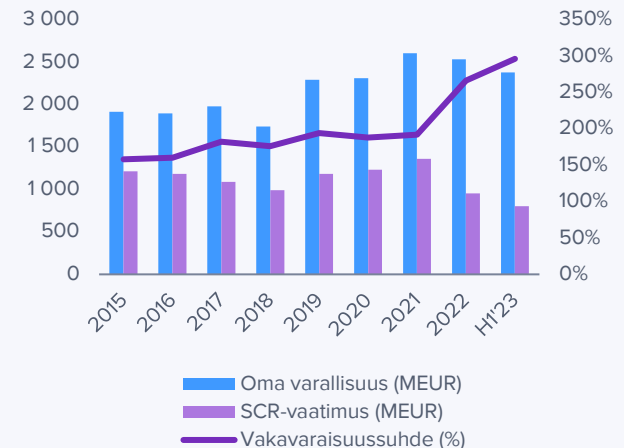
Listautumisesitteessään Mandatum on todennut keskipitkän ja pitkän aikavälin tavoitteekseen 170–200 %:n vakavaraisuussuhteen. Taso heijastelee tilannetta, jossa Mandatum on saanut purettua taseen nykyisen ylipääomituksensa. Uskomme kuitenkin vakavaraisuuden säilyvän yli tämän tason vielä pitkään.

Nykyisillä ennusteillamme Mandatumilla on ylimääräistä pääomaa 2023 lopussa 400–700 MEUR suhteessa sen taloudellisiin tavoitteisiin. Enenton ja Mandatumin irtaantumisten seurauksena ja lähivuosina vapautuvat pääomat huomioiden paisuu ylimääräisen pääoman määrä 800–1000 MEUR:oon 2025 loppuun mennessä.

Vakavaraisuuden jakautuminen H1'2023 (MEUR)



Vakavaraisuusasema



Lähde: Mandatum

Taloudellinen tilanne 4/4

Kokonaisuutena Mandatumilla onkin merkittävää liikkumavaraa vakavaraisuutensa puolesta ja odotamme yhtiön purkavan tasettaan asteittain ylimääräisellä voitonjaolla ja/tai yrityskaupoilla. Huomautamme myös, että mahdollisissa yrityskaupoissa yhtiö käyttäisi käteisen lisäksi todennäköisesti myös omaa osakettaan.

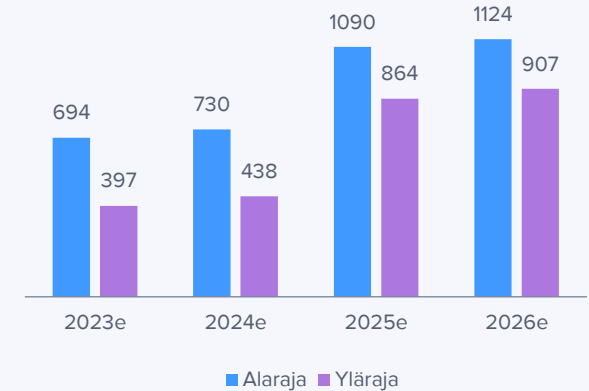
Muut-segmentti

Mandatum raportoi käytännössä kaikki taseeseensa liittyvät tuotot ja kulut osana Muut-segmenttiä. Muut-segmentin nettosijoitustuottoihin kirjataan jatkossa tuotot ja tappiot suorista sijoituksista sekä käteispositiosta. Suoria sijoituksia ei ole käsityksemme mukaan Enenton ja Saxon irtaantumisten jälkeen tarkoitus tehdä, joten nämä tuotot tulevat jatkossa olemaan suhteellisen pieniä, kunhan sijoituksista irtaannutaan ja taseen ylipääomitus puretaan.

Muut tulot -riville kirjataan puolestaan lainojen korot. Odotamme yhtiön maksavan lainojaan pois asteittain ja bruttovelka laskee ennusteessamme nykyisestä hieman yli 600 MEUR:sta 250 MEUR:oon 2026 loppuun mennessä.

Tällä hetkellä lainojen korot ylittävät merkittävästi sijoitustuotot ja segmentin tuloksen tulisi laskelmiemme mukaan olla nykyisellä taserakenteella pienen vuotuisen tappion.

Ylimääräinen solvenssipääoma (MEUR)



Ennusteet 1/4

Kirjanpitu muutokset vaikeuttavat historiallukujen tulkintaa ja heikentävät vertailtavuutta

Mandatumin numerot muuttuivat merkittävästi vuoden 2023 alussa vakuutusyhtiöille pakollisiksi tulleurien IFRS 17 ja IFRS 9 -kirjanpitu standardien myötä. IFRS 17 -standardissa maksutulo ja vakuutustekninen tulos korvataan vakuutuspalvelutuloksella. Keskeisin IFRS 9 -standardin tuoma muutos puolestaan on, että tasesijoitusten käyvän arvon muutokset kirjataan jatkossa suoraan tuloslaskelmalle. Tästä johtuen 2022 numerot eivät ole täysin vertailukelpoisia, sillä ne sisältävät IFRS 17 -standardin muutokset, mutta eivät IFRS 9 -standardin muutoksia. Näin ollen vuoden 2022 tulos näyttää liian hyvältä rahoitustuottojen osalta.

Toinen keskeinen ero liittyy tuloslaskelmakaavaan. Mandatumin noudattaessa vakuutusyhtiön kirjanpitomallia ei sillä ole varsinaista liikevaihtoa. Mandatumin pääomakevyyden liiketoiminnan tulos näkyy tuloslaskelmalla kolmessa eri kohdassa, mikä vaikeuttaa jonkin verran raportoitujen lukujen tulkintaa.

Palkkiotuottoihin perustuva tulos sisältää palkkiot ja kulut varainhoidosta ja valtaosan sijoitussidonnaisista vakuutuksista. Yksinkertaistaen voidaan sanoa, että palkkiotuottoihin perustuva tulos vastaa melko hyvin muiden varainhoitajien tuloksen muodostumista.

Suurin osa sijoitussidonnaisista eläkevakuutuksista kuitenkin kirjataan vielä **vakuutuspalvelutuloksen** kautta, sillä näiden ehdot eroavat hieman muista sijoitussidonnaisista tuotteista. Uudet eläkevakuutus sopimukset (1.1.2023 alkaen) kirjataan osana palkkiotulosta. Kaikki uudet

eläkevakuutus sopimukset käsitellään jatkossa IFRS 9 -standardin mukaan palkkioperusteisesti, joten erän merkitys laskee ajan mittaan vanhojen sopimusten erääntyessä.

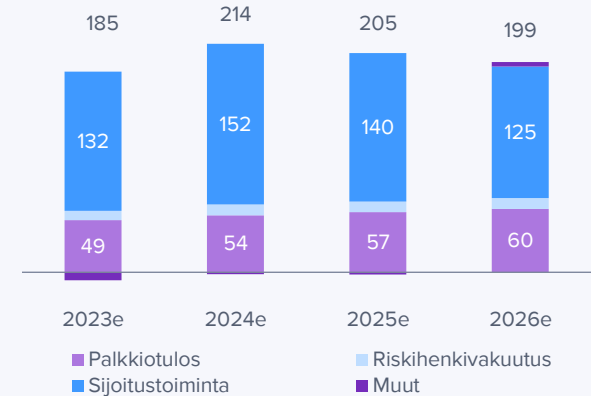
Kolmas keskeinen komponentti pääomakevyyden liiketoimintojen tuloslaskelmalla on **vakuutuspalvelutulos riskivakuutuksista**. Vakuutuspalvelutulos muodostuu pääosin vakuutuspalvelumarginaalista (CSM), jota Mandatum tulouttaa taseestaan läpi sopimusajan. Taseen vakuutuspalvelumarginaali voidaan siten hieman yksinkertaistaen tulkita Mandatumin arviona nykyisten henkivakuutus sopimusten tulevaisuuden tuotoista (rahan aika-arvo huomioiden).

Ennusteisiin liittyy normaalia enemmän riskiä

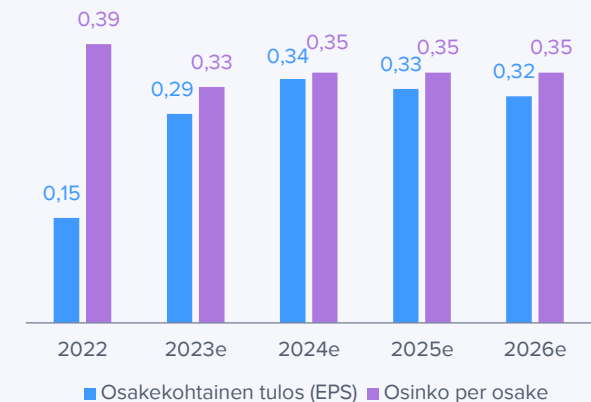
Kirjanpitu käytäntöjen muutosten johdosta historiallisten lukujen käytettävyys on poikkeuksellisen heikkoa. Mandatum on listautumisprosessinsa aikana antanut myös varsin rajallisen määrän vertailukelpoista tietoa sen eri segmenttien kehityksestä. Näiden tekijöiden johdosta Mandatumin liiketoiminnan tarkka mallintaminen on poikkeuksellisen vaikeaa ja näin ollen ennusteisiin liittyvä epävarmuus on myös varsin suurta. Tämä koskee etenkin pääomakevyyttä liiketoimintaa. Rajallisesta tietomäärästä johtuen mallinnammekin henkivakuutus toiminnan ja varainhoidon palkkiotuottoja konsernitasona.

Laskuperustekorkoisen liiketoiminnan kvartaalikohtainen ennustaminen on äärimmäisen vaikeaa, mutta pidemmällä aikavälillä ennusteiden pitäisi olla vähintään oikealla pallokentällä. Lisäksi korkotason nousu ja laskuperustekorkoisen sijoitussalkun korkopainon selkeä nousu helpottaa myös lyhyen aikavälin ennustamista.

Mandatumin tulos ennen veroja (MEUR)



Tulos ja osinko per osake



Ennusteet 2/4

Markkinatilanne säilyy suotuisana lyhyen aikavälin vastatuulesta huolimatta

Arviomme mukaan markkinatilanne säilyy lähivuosina Mandatumin kannalta vähintään kohtuullisena. Vaikka pääomamarkkinan tilanne onkin aiheuttanut väliaikaista vastatuulta varainhoitomarkkinalle, ovat Suomen varainhoitomarkkinan pitkän aikavälin fundamentit edelleen vahvat. Varainhoitomarkkina tuleekin Suomessa jatkamaan ripeää kasvuaan, kun uutta varallisuutta syntyy jatkuvasti ja yhä suurempi osa varallisuudesta siirtyy ammattimaisen varainhoidon piiriin. Mandatum on myös positioitunut erinomaisesti houkuttelevaan varakkaiden yksityishenkilöiden segmenttiin, jossa markkinan kasvu on arviomme mukaan hyvin ripeää.

Korkojen nousu on puolestaan ollut Mandatumille erittäin positiivista, sillä korkeampi korkotaso helpottaa merkittävästi laskuperustekorkokannan vastuiden täyttämistä ja parantaa merkittävästi tähän liittyvää riski/tuotto-suhdetta. Vaikka korkojen nousu onkin heikentänyt vaihtoehtoisten tuotteiden kysyntää merkittävästi, kompensoi Mandatumin vahva korkopuoli tätä, sillä korot ovat jälleen muuttuneet relevantiksi omaisuusluokaksi.

Tuloksen ennallaan säilyminen olisi hyvä suoritus

Iso kuva Mandatumin tuloskehityksen suhteen on ns. puolustustaistelua. Laskuperustekorkokaisen tuloksen trendi on selvästi laskeva, vaikka nykyinen korkea korkotaso saattaa tätä hieman loiventaa (Mandatumilla vähemmän insentiivejä kiihdyttää kannan alasajoa). Tätä kuoppaa pyritään täyttämään Varainhoidon voimakkaalla kasvulla. Koska laskuperustekorkoinen liiketoiminta on

absoluuttisesti erittäin kannattavaa, vaatii sen kompensoiminen Varainhoidon puolelta todella merkittävää kasvua. Mielestämme onkin selvää, että Mandatumin tuloskasvu tulee lähivuodet olemaan haasteellista ja jo tuloksen ennallaan pitäminen olisi hyvä suoritus.

Sijoittajien on tärkeä huomioida, että tuloksen jakauma paranee merkittävästi, kun painopiste siirtyy asteittain rakenteellisesti laskevasta laskuperustekorkokannasta jatkuvalaskutteiseen varainhoitoon. Tällä jakauman muutoksella tulisi olla merkittävä positiivinen vaikutus myös yhtiön hyväksyttäviin arvostuskertoimiin. Muutoksen kannalta keskeiset asiat, joissa yhtiön tulisi onnistua ovat:

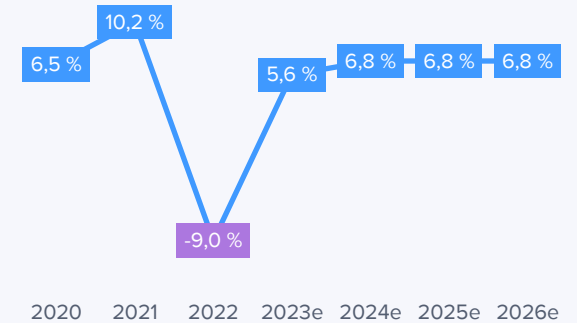
- 1) hallinnoitavan varallisuuden ja jatkuvien palkkioiden kasvu,
- 2) jatkuviin palkkioihin pohjautuvan kannattavuuden kehitys,
- 3) rahastojen performanssi sekä
- 4) onnistunut riskienhallinta riskivakuutuksissa.

Tuloksen rakenne

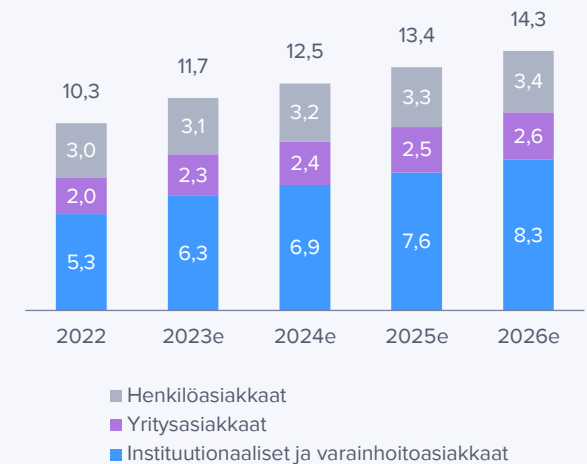
Mandatumin tulos koostuu neljästä komponentista:

- 1) nettopalkkiotuotoista (käytännössä pääomakevyeen varainhoitoon liitännäinen tulos)
- 2) riskihenkivakuutuksen tuloksesta,
- 3) laskuperustekorkokannan sijoitustuotoista ja
- 4) Muut-segmentistä (nettorahoituskulut ja PE-sijoitukset).

Laskuperustekorkokannan sijoitustuottojen ennusteet (%)



Hallinnoitavan varallisuuden kehitys (mrd. euroa)



Ennusteet 3/4

Sijoitustuotot näyttelevät vielä toistaiseksi suurinta osaa Mandatumin tuloksesta, mutta suunta on luonnollisesti laskeva. Varainhoidon tulos tulee puolestaan jatkamaan selvää kasvuaan ja kysymys on lähinnä kulmakertoimesta. Huomautamme, että kvartaalien välillä tuottosidonnaiset palkkiot voivat heiluttaa Varainhoidon tulosta, vaikka tuottosidonnaisten osuus onkin Mandatumilla varsin maltillinen. Riskihenkivakuutuksen tulonäkymä on lähivuosille vakaa ja sen rooli konsernin tuloksessa on varsin pieni. Muut-segmentin pitäisi tehdä lähivuodet konsernin näkökulmasta suhteellisen pientä tappiota ilman mahdollisia sijoituksista irtaantumista tulevia tuottoja/tappioita.

2023: hyvää kehitystä markkinan haasteista huolimatta

Mandatumin H1'23 sujui kohtuullisesti. Sijoitustuotot kärsivät diskonttokoron muutoksesta ja myös riskihenkivakuutuksen tulos jäi vaisuksi johtuen laskennallisista muutoksista taustaoletuksissa. Varainhoidon kehitys oli puolestaan erittäin vahvaa. Nettomerkinnät olivat noin 500 MEUR positiiviset, mitä voidaan pitää erinomaisena suorituksena nykyisessä epävarmassa markkinassa. Lisäksi nettomerkintöjen laatu on arviomme mukaan säilynyt korkeana niiden valuessa pääosin hyväkattaisiin omiin tuotteisiin. Konsernin kulutaso kehittyi H1:llä myös hyvin suotuisasti, kun kahden edellisvuoden aikana tehdyt osin kertaluontoiset panostukset mm. järjestelmiin alkavat asteittain tulla päätökseensä. Tämä on luonnollisesti erittäin tärkeää, sillä kulujen ja etenkin Varainhoidon skaalautuvuus on yksi keskeisiä tuloskasvuajureita. Kokonaisuutena Mandatum teki H1:llä tulosta noin

80 MEUR. Tästä sijoitustoiminnan osuus oli 61 MEUR ja pääomakevyiden liiketoimintojen (riskivakuutus, sijoitussidonnaiset tuotteet ja varainhoito) 22 MEUR.

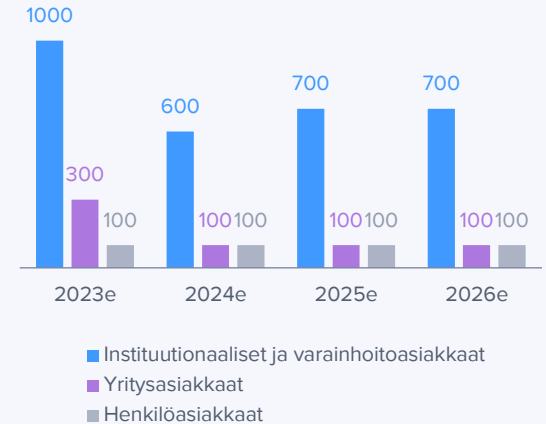
Loppuvuoden osalta näkymä on mielestämme hyvä. Korkotason jatkuva nousu on parantanut entisestään laskuperusteisen liiketoiminnan näkymiä ja sijoitustuottojen pitäisikin olla hyvällä tasolla. Riskihenkivakuutukselta odotamme parantuvaa tulosta heikolta H1-tasolta.

Suurin kysymys loppuvuoden kehityksessä liittyy varainhoidon uusmyyntiin. Tilanne pääomamarkkinalla on säilynyt epävarmana, mikä on heijastunut laajasti sektorin uusmyyntiin. Etenkin vaihtoehtoisissa tuotteissa uusmyynti on ollut hyvin tahmeaa. Arviomme mukaan Mandatumilla pitäisi olla hyvät edellytykset jatkaa hyvää uusmyynnin kehitystään instituutionaalisissa sekä varainhoitoasiakkaissa. Myös kustannustehokkuuden pitäisi jatkua parantumistaan, kun kulutaso säilyy edellisvuoden tasolla. Kokonaisuutena odotamme Mandatumilta kuluvalle vuodelle 184 MEUR:n tulosta ennen veroja ja 0,29 euron osakekohtaista tulosta.

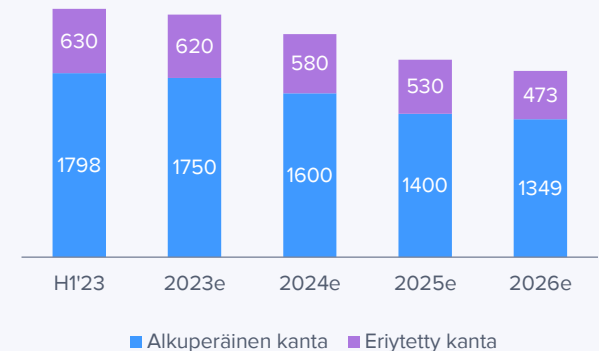
2024–2026: Vakaata kasvua varainhoidossa

Mandatumien lähivuosien tuloskehitys noudattelee hyvin samoja askelmerkkejä kuin vuosi 2023. Laskuperustekannan tulos tulee olemaan erittäin vahvalla tasolla korkotason myötä parantuneesta salkun tuotto-odotuksesta johtuen. Myös tuotto/riski-suhde on parantunut selvästi, kun aiempaa vastaava tuotto-odotus saavutetaan selvästi matalammalla riskillä. Tämä johtuu salkun korkopainon noususta historiallisiin tasoihin nähden.

AUMin kasvuennusteet asiakassegmenteittäin (MEUR)



Laskuperustekorollisen vastuuvelan odotettu kehitys (MEUR)



Ennusteet 4/4

Pääomakevyt liiketoiminta jatkaa kasvuaan ja ennustamme nettomerkitöiden sekä varallisuuden kasvun olevan yhdessä noin 800 MEUR/v. AUMin laatu pysyy korkeana, sillä emme odota muutoksia yhtiön fokuosituneeseen korkean lisäarvon varainhoitotarjontaan. Myynnin keskeinen ajuri ovat instituutioasiakkuudet Suomessa sekä muissa Pohjoismaissa ja varakkaat yksityishenkilöt Suomessa. Henkilöasiakasliiketoiminnalta emme odota ihmeitä, sillä Danske Bank -yhteistyön volyymit ovat jo pitkään olleet vaatimattomalla tasolla. Myös yritysasiakaspuolella Mandatum on vaikea kasvaa merkittävästi johtuen sen korkeasta markkinaosuudesta. Pääomakevyyden liiketoiminnan palkkiotuottojen odotamme kasvavan lähivuodet noin 10 %:n vuosivauhtia.

Kokonaisuutena odotamme yhtiön tuloksen ennen veroja pysyvän noin 200 MEUR:n tuntumassa. Tuloksen merkittävä kasvu on mielestämme epätodennäköistä johtuen rakenteellisesti laskevasta laskuperusteisesta tuloksesta. Tuloksen jakauma kuitenkin paranee selvästi ja laskuperusteisen tuloksen osuus koko konsernin tuloksesta on 2026 mennessä laskenut ennusteissamme noin 60 %:iin nykyisestä lähes 80 %:sta.

Voitonjako tulee olemaan hyvin vuolasta

Mandatum pyrkii jakamaan seuraavalta kolmelta vuodelta kumulatiivisesti 500 MEUR:n osingot (noin 1e/osake). Lisäksi yhtiö on hyvin avoimesti indikoinut mahdollisuudesta ylimääräisiin pääomanpalautuksiin.

Nykyisillä ennusteillamme Mandatumilla on ylimääräistä pääomaa 2023 lopussa 400–700

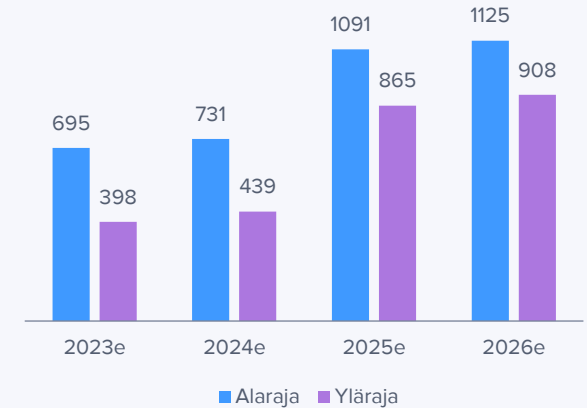
MEUR suhteessa sen taloudellisiin tavoitteisiin. Enenton ja Saxon irtaantumisten seurauksena ja lähivuosina vapautuvat pääomat huomioiden paisuu ylimääräisen pääoman määrä ennusteissamme 800–1000 MEUR:oon 2025 loppuun mennessä.

Yhtiöllä ei olekaan pienintäkään ongelmaa lunastaa 500 MEUR:n osinkolupaustaan ja mielestämme tähän liittyvä riski on olematon. Ennustamme ensi keväältä 0,33 euron osinkoa ja seuraavalta kahdelta vuodelta 0,35 euron osinkoa.

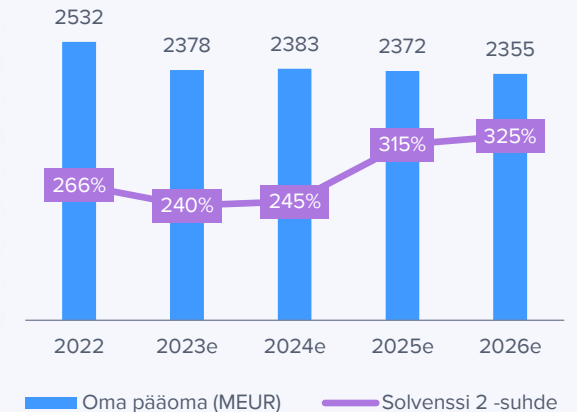
Emme tällä hetkellä ennusta ylimääräisiä pääomanpalautuksia, mutta pidämme niitä varsin todennäköisinä, sillä pääomaa on muutaman vuoden tähtäimellä yksinkertaisesti niin paljon. Lopullinen ylimääräisen voitonjako riippuu luonnollisesti yritysjärjestelyistä, sillä uskomme Mandatumin korvamerkinneen ainakin osan ylimääräisestä pääomasta tähän tarkoitukseen.

Koska yhtiö on vasta pörssimatkinsa alkutaipaleella, emme odota nopeita liikkeitä ylimääräisen pääoman vapautumisen kanssa ja esimerkiksi ensi keväänä ei ole mielestämme realistista odottaa ylimääräistä pääoman palauttamista. Mielestämme looginen ajankohta ylimääräisen pääoman palauttamiselle olisi Saxosta ja/tai Enentosta irtaantumisen yhteydessä, joiden odotamme tapahtuvan 2025 loppuun mennessä. Lisäksi on mielestämme selvää, että seuraavan kolmen vuoden aikana (sama aikaperiodi kuin osinko-ohjeistus) yhtiö tulee tekemään liikkeitä taseen ylimääräisen pääoman osalta.

Ylimääräinen solvenssipääoma (MEUR)



Vakavaraisuuden kehitys



Ennusteiden yhteenveto 1/2

Konserni	2023e	2024e	2025e	2026e
Palkkiotulos	49,1	53,8	56,7	59,9
Vakuutuspalvelutulos	27,1	26,0	26,0	26,0
Tulos sijoitussopimuksista	22,0	27,8	30,7	33,9
Riskihenkivakuutuksen tulos	8,9	10,2	10,2	10,2
Sijoitustoiminnan tulos	131,7	151,9	140,4	124,5
Muut	-7,6	-1,9	-2,1	4,3
Mandatum PTP	184,7	214,0	205,2	198,8

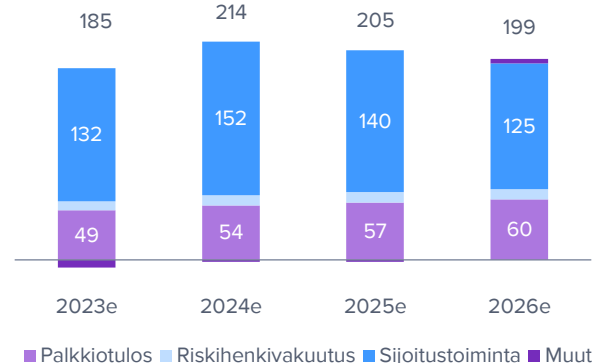
Osakekohtainen tulos (EPS)	0,29	0,34	0,33	0,32
Osinko per osake	0,33	0,35	0,35	0,35

Hallinnoitava varallisuus (AUM)	2023e	2024e	2025e	2026e
Konsernin asiakasvarat (MEUR)	11 700	12 500	13 400	14 300
Instituutionaaliset ja varainhoitoasiakkaat	6 300	6 900	7 600	8 300
Yritysasiakkaat	2 300	2 400	2 500	2 600
Henkilöasiakkaat	3 100	3 200	3 300	3 400
Konsernin palkkiotuotot (MEUR)	131	138	144	150

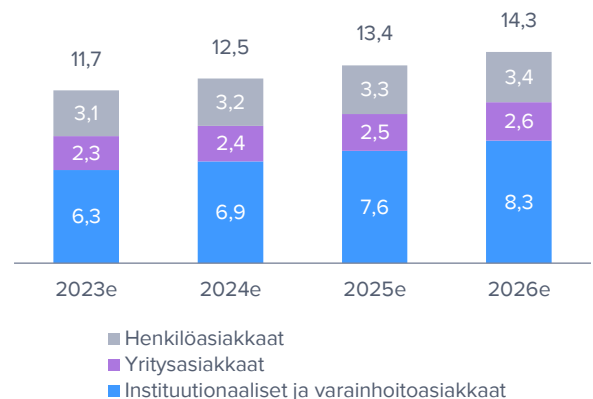
Nettokasvu (AUM)	2023e	2024e	2025e	2026e
Nettokasvu (AUM)	1400	800	900	900
Instituutionaaliset ja varainhoitoasiakkaat	1000	600	700	700
Yritysasiakkaat	300	100	100	100
Henkilöasiakkaat	100	100	100	100

Vakavaraisuus	2023e	2024e	2025e	2026e
Solvenssi 2 -suhde	240 %	245 %	315 %	325 %
Oma pääoma (MEUR)	2378	2383	2372	2355
Vakavaraisuuspääomavaatimus (SCR)	990	972	754	724
Ylimääräistä solvenssipääomaa alarajalla	695	731	1091	1125
Ylimääräistä solvenssipääomaa ylärajalla	398	439	865	908
Ylimääräinen pääoma per osake alarajalla	1,38	1,46	2,17	2,24
Ylimääräinen pääoma per osake ylärajalla	0,79	0,88	1,72	1,81

Mandatumin tulos ennen veroja (MEUR)



Hallinnoitavan varallisuuden kehitys (mrd. euroa)

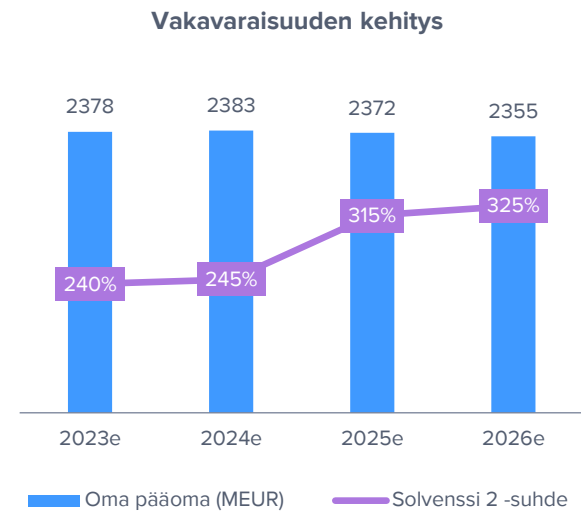


Ennusteiden yhteenveto 2/2

Pääomakevyt liiketoiminta	2023e	2024e	2025e	2026e
Tulos sijoitussopimuksista	22,0	27,8	30,7	33,9
Vakuutuspalvelutulos	27,1	26,0	26,0	26,0
Riskihenkivakuutuksen tulos	8,9	10,2	10,2	10,2
Segmentin tulos ennen veroja	58,0	64,0	66,9	70,1

Laskuperustekorkoinen liiketoiminta	2023e	2024e	2025e	2026e
Sijoitustoiminnan nettotuotot	228,5	239,1	217,6	197,4
Vakuutuksen rahoituskulut	-96,8	-87,2	-77,2	-72,8
Sijoitustoiminnan tulos ennen veroja	131,7	151,9	140,4	124,5

Muut	2023e	2024e	2025e	2026e
Nettosijoitustuotot	10,1	16,9	17,0	16,8
Muut tuotot	-17,7	-18,8	-19,1	-12,5
Segmentin tulos ennen veroja	-7,6	-1,9	-2,1	4,3



Arvonmääritys 1/5

Yhteenveto arvostuksesta

Olemme haarukoineet Mandatumin käypää arvoa osien summan, suhteellisen ja absoluuttisen arvostuksen sekä osinkomallin kautta. Keskitymme analyysissämme etenkin osinkomalliin, sillä se huomioi parhaiten yhtiön korkean voitonjakosuhteen sekä ylipääomitetun taseen purkamisen. Myös tasepohjainen osien summa -analyysi saa tarkastelussamme huomiota.

Eri arvonmääritysmenetelmämme indikoivat kaikki Mandatumin osakkeen olevan selvästi aliarvostettu. Näkemyksemme mukaan keskeinen syy yhtiön aliarvostukseen ja jakautumisen jälkeiseen vaisuun kurssikehitykseen on tekninen myyntipaine muun muassa indeksirahastoilta ja instituutioilta, jotka eivät voi tai halua omistaa Mandatumia. Näemmekin nykyisen hintatason hyvänä paikkana hypätä Mandatumin kyytiin. Tavoitehintamme on 4,2e, mikä vastaa myös näkemystämme osakkeen käyvästä arvosta.

Mandatumin tuotto-odotus nojaa hieman poikkeuksellisesti huomattavilta osin korkeaan osinkotuottoon, sillä tulokasvuun yltäminen tulee lähivuodet olemaan haasteellista ja jo tuloksen ennallaan pysyminen olisi mielestämme yhtiöltä hyvä suoritus. Tuloksen jakauman tulisi kuitenkin parantua painopisteen siirtyessä rakenteellisesti laskevasta laskuperustekorkokannan liiketoiminnasta kasvavaan pääomakevyeen liiketoimintaan.

Osien summa arvonmäärityksen tukena

Osien summa -laskelmamme mukainen arvo Mandatumille on 4,5 euroa per osake. Arvosta

ylivoimaisesti suurin osa oin sitoutuneena laskuperustekorkokantaan.

Osien summa -laskelma on Mandatumin tapauksessa varsin teoreettinen ja kuvaa yhtiön taseesta purettavissa olevaa arvoa tilanteessa, jossa ei-operatiivisista eristä (laskuperustekorkokanta sekä PE-sijoitukset) irtaannutaan ja ylimääräiset varat palautetaan osakkeenomistajille. Merkittävien tase-erien likvidointi on kuitenkin varsin epätodennäköistä, sillä yhtiö on kommunikoinut tavoitteekseen ajaa laskuperustekorkokantaa vakaasti alas. Menetelmässä ei ole otettu kantaa taseen purun aikatauluun liittyviin kysymyksiin, jolloin rahan aika-arvo jää huomioimatta. Osien summa tarjoaa kuitenkin varsin relevantin tarkastelukulman konsernin tase-eriin sitoutuneesta arvosta.

Kokonaisuudessaan emme näe osien summassa sellaista arvoa, joka ei realisoituisi yhtiön nykyisen strategian puitteissa. Pidämme siten kohtalaisen epätodennäköisenä, että Mandatum toteuttaisi merkittäviä tasejärjestelyjä (pl. mahdolliset yrityskaupat).

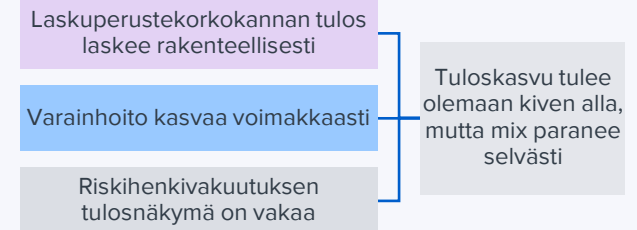
Osien summa: Laskuperustekorkokanta

Laskuperustekorkokannalle olemme antaneet laskelmassamme arvoksi 1710 MEUR, joka vastaa 90 % kannan nettovarallisuudesta (rahoitusvarat-vakuutusvelat). Arviomme tämä vastaavan karkeasti hintaa, jonka Mandatum saisi kannan myynnistä. Yleisesti laskuperustekorkokannan nettovarallisuus antaa hyvän kuvan sen arvosta, sillä sijoitukset on arvotettu markkina-arvoon ja sopimuksiin liittyvä vakuutusvelka on diskontattu.

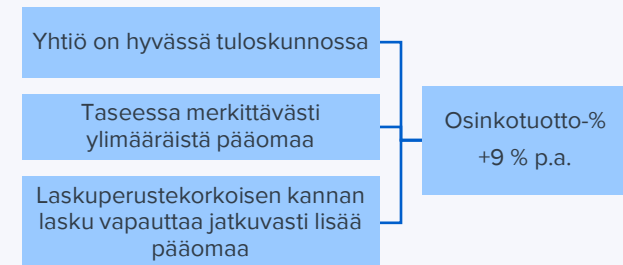
Osaketuoton ajurit

■ Positiivinen ■ Neutraali ■ Negatiivinen

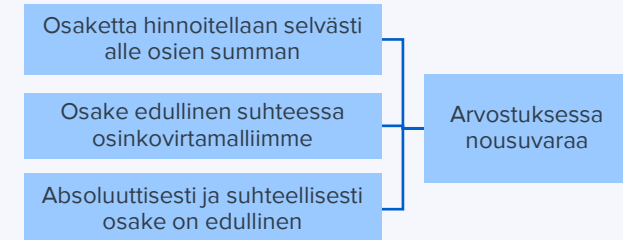
Tuloskehitys



Osinkotuotto



Arvostuskertoimet



Tuotto-odotus ~20 % p.a.

Arvonmääritys 2/5

Olemme myös huomioineet laskuperustekorkokannan arvostuksessa konsernin korolliset velat, sillä Solvenssi 2 -vakavaraisuussäännösten puitteissa koko laskuperustekorkokannasta vapautuvia pääomia ei ole mahdollista jakaa osakkeenomistajille. Kun kannan realisointiarvosta (90 %* NAV) vähennetään konsernin korollinen velka, on osakkeenomistajille kuuluva osuus arvoltaan 1060 MEUR. Huomautamme, että olemme yksinkertaisuuden nimissä käsitelleet kaikki korolliset velat laskuperustekorkokannan yhteydessä.

Näistä oikaistuna konsernin operatiivisen liiketoiminnan omaksi pääomaksi jää noin 100 MEUR, jonka arvioimme vastaavan karkeasti pääomakevyen liiketoiminnan vakavaraisuusvaatimuksia yhtiön tavoitetasolla (170–200 % Solvenssi 2 -suhde). Loput pääomista Mandatum voi jakaa osakkeenomistajilleen vakavaraisuuden puitteissa.

Osien summa: Pääomakevyt liiketoiminta

Mandatumille ydinliiketoiminnalle on tarjolla laadukas verrokkiryhmä Helsingin pörssistä, sillä valtaosa toimialan keskeisistä varainhoitajista on listattuja. Vaikka konsernitasolla verrokkiryhmä tarjoaa hyvin rajallista informaatioarvoa, antaa verrokkiryhmä hyvän indikaation pääomakevyen liiketoiminnan hyväksyttävälle arvostustasolle.

Kotimaisina verrokkeina olemme käyttäneet kaikkia pörssiin listattuja varainhoitajia eli Evliä, eQ:ta, Taaleria, Alexandriaa, CapMania, United

Bankersia, Titaniumia ja Aktiaa.

Suhteellista arvostusta haarukoidessa tarkastelemme P/E-kerrointa ja osinkotuottoa.

Keskimääräistä verrokkiyhtiötä hinnoitellaan tällä hetkellä 12–14 P/E-kertoimella. Tasot ovat linjassa edeltävän 5v keskiarvon kanssa ja mielestämme ne antavat järkeväen indikaation sektorin hyväksyttävästä arvostustasosta.

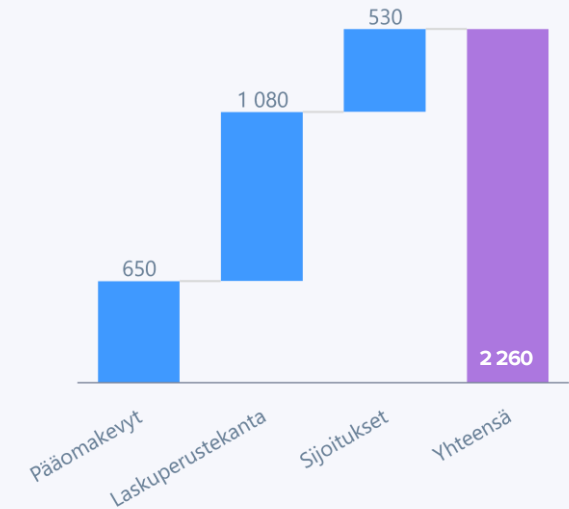
Soveltamalla sektorin keskimääräisiä arvostustasoja saadaan Pääomakevyen liiketoiminnan arvoksi noin 650 MEUR. Suhteessa AUM:iin taso on noin 6 %, joka on suhteellisen korkea taso, mutta perusteltavissa AUM:n erittäin hyvällä laadulla (hyvä palkkiotaso sekä keskimääräistä korkeampi asiakaspysyvyys).

Osien summa: sijoitukset ja kassa

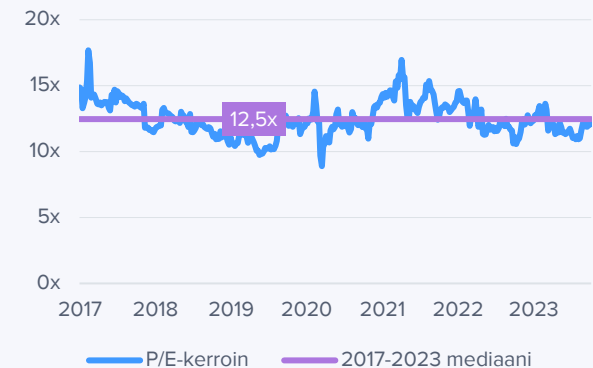
Mandatumin emoyhtiöllä on tällä hetkellä kassaa arvioimme mukaan noin 100 MEUR. Luvusta on oikaistu laskuperustekorkokannan sijoitusten osuus.

Yhtiön muu sijoitusomaisuus koostuu käytännössä Saxon ja Enenton osakkeista, joiden arvona olemme käyttäneet 430 MEUR, joka vastaa näiden hankintahintaa. Huomautamme, että vaikka järjestelyt odottavat yhä viranomaishyväksyntä, ei näiden läpimenoon liity mielestämme huomionarvoista epävarmuutta. Lisäksi osien summa -laskelmamme lopputuloksen kannalta järjestelyn toteutumisella ei ole merkitystä. Yhteensä annamme sijoituksille ja kassavaroille arvoksi 530 MEUR.

Osien summa -laskelma (MEUR)



Mandatumin kotimaisen verrokkiryhmän P/E-kertoimen kehitys



Arvonmääritys 3/5

Osinkomalli (DDM)

Osinkomallimme mukainen arvo Mandatumile osakkeelle on noin 4,2 euroa. Osinkomalli toimii mielestämme Mandatumille erittäin hyvin johtuen sen matalista investointitarpeista (ja siten korkeasta voitonjakosuhteesta) sekä ylivahvasta taseesta, jota yhtiö aikoo purkaa laskuperustekorkokannan asteittain pienentyessä sekä sijoituksista irtauduttaessa. Osinkomallimme huomioi operatiivisten liiketoimintojen ja taseen purusta syntyvien kassavirtojen lisäksi pääomien palautukseen liittyvän aika-arvon, sillä laskuperustekannan alasajo vie johdon nykyennusteillakin reilusti yli kymmenen vuotta. Näin ollen menetelmä antaa mielestämme varsin hyvän kuvan Mandatumin käyvästä arvosta. Pidämme osinkomallia Mandatumin ensisijaisena arvonmääritysmenetelmänä, jolle osien summa -laskelma tarjoaa tukea.

Huomautamme, että nykyiset tase-ennusteemme eivät sisällä laskuperustekorkokannan alasajosta ja sijoitusten myynnistä johtuvien ylimääräisten pääomien palautusta osakkeenomistajille täysimääräisinä. Näin ollen osinkomallin oletuksia voidaan pitää varsin konservatiivisina. Tämä on mielestämme perusteltua, kun huomioidaan laskuperustekorkokannan tulokseen liittyvä huomattava markkinariski sekä taseen pääomien palautuksen aikatauluun liittyvä epävarmuus. Esimerkiksi markkinakorkojen lasku laskisi velkapainotteisen salkun pitkän aikavälin tuotto-odotusta tai vastaavasti laskisi taseen ylimääräisen pääoman määrää (osakepainon nostaessa pääomavaatimusta). Lisäksi tulokseen perustuva

osuus osingosta on vahvasti sidoksissa laskuperustekannan tuottokehitykseen. Nämä muodostavat mallin liittyvän keskeisen ennusteriskin.

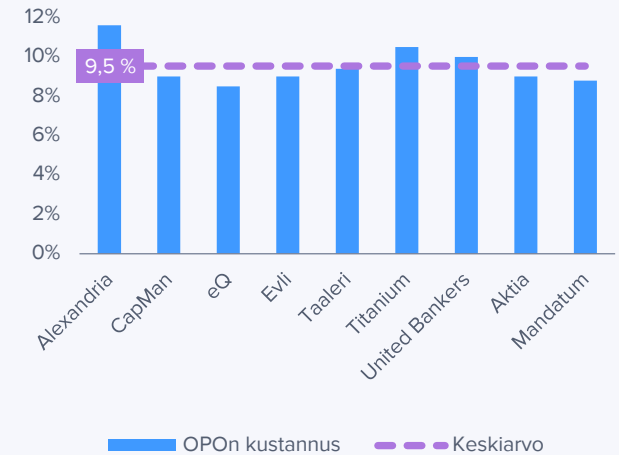
Ennusteemme eivät myöskään sisällä mahdollisia yritysostoja, joita pidämme lähivuosina hyvinkin mahdollisina. Vaikka uskommekin edellytysten arvoa luoviin yritysjärjestelyihin olevan kunnossa, olemme arvonmäärityksessämme olettaneet näiden vaikutuksen neutraaliksi (investointien ROE=oman pääoman tuottovaatimus).

Lyhyemmän aikavälin tulosennusteitamme olemme käsitelleet tarkemmin raportin edellisessä kappaleessa. Pitkällä aikavälillä odotamme konsernin tuloksen ennen veroja pysyvän suunnilleen 200 MEUR:n tasolla.

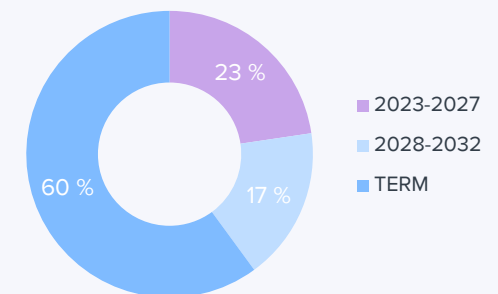
Vuosina 2027–2031 odotamme yhtiön voitonjakosuhteen olevan 150 %, jotta malli heijastelisi paremmin yhtiön merkittävän ylipääomituksen purkautumista. Korostamme, että tämän ylimääräisen voitonjaon kokonaismäärä on noin 400 MEUR, eli hyvin konservatiivinen suhteessa arvioimaamme ylimääräisen pääoman määrään. Käytännössä tämä tuloksen ylittävä voitonjako olisi katettavissa jo pelkästään Saxon ja Enenton myynneistä saatavilla varoilla.

Terminaalijakson kasvuolettamana olemme käyttäneet nolaa prosenttia, sillä yhtiöllä on ennusteissamme edelleen vuonna 2031 merkittävä rakenteellisessa laskussa oleva laskuperustekorkoinen kanta. Soveltamamme oman pääoman tuottovaatimus on 8,7 %, joka on linjassa keskeisten varainhoitajaverrokkien kanssa.

Verrokkien oman pääoman kustannus



DDM-mallin arvon jakauma jaksottain



Arvonmääritys 4/5

Verrokkiryhmä: kotimaiset varainhoitajat

Kotimaiset varainhoitajat tarjoavat suhteellisen heikon verrokkiryhmän Mandatum-konsernille. Tämä johtuu siitä, että vaikka listatut varainhoitajat ovatkin Mandatumin pääomakevyeen liiketoimintaan hyvin relevantteja kilpailijoita, poikkeaa Mandatumin rakenne konsernitasolla näistä merkittävästi. Suurimmat erottavat tekijät ovat laskuperustekorkoisen liiketoiminnan hallitseva osuus sekä henkivakuutustoiminnan verrokkeja selvästi suurempi rooli.

Näin ollen kotimaiset varainhoitajat antavatkin parhaillaankin vain suuntaan yhtiön hyväksyttävästä arvostuksesta, emmekä anna verrokkiryhmälle oleellista painoa arvonmäärityksessämme. Kotimaisina verrokkeina olemme käyttäneet kaikkia pörssiin listattuja varainhoitajia eli Evliä, eQ:ta, Taaleria, Alexandriaa, CapMania, United Bankersia, Titaniumia ja Aktiaa.

Suhteellista arvostusta haarukoidessa käytämme P/E-kerrointa ja osinkotuottoa EV-pohjaisten kertoimien toimiessa huonosti vakuutusyhtiöille.

Suhteessa verrokkiryhmään Mandatumia hinnoitellaan kohtuullisella alennuksella. P/E-kertoimilla alennus on hieman yli 10 % ja osinkotuotolla alennus on noin 25 %. Verrokkien kertoimia tasapainoilla soveltamalla saisimme Mandatumin arvoksi hieman yli 4e/osake. Edellä mainituista haasteista johtuen emme kuitenkaan anna menetelmälle olennaista painoarvoa arvonmäärityksessämme.

Verrokkiryhmä: kansainväliset henkivakuuttajat

Toisena verrokkiryhmänä olemme käyttäneet Eurooppalaisia henkivakuuttajia (taulukko sivulla 50). Huomautamme, että ryhmä sisältää hyvin erilaisia yhtiöitä, joiden vertailukelpoisuus on korkeintaan välttävä. Näin ollen myös tämän yhtiöjoukon tarjoama arvo on parhaillaankin vain

suuntaa antava. Käytämme verrokkiryhmäanalyyseissämme P/E- ja P/B-kertoimia sekä osinkotuottoa.

Verrokkien arvostukset ovat kautta linjan alhaisilla tasoilla ja keskimääräiset P/E-kertoimet ovat tälle vuodelle noin 10x ja ensi vuodelle noin 8x, P/B-luvut hieman yli 1x ja osinkotuotot noin 7–8 %. Nämä ovat suunnilleen linjassa sektorin historiallisten tasojen kanssa ja edellisen 5v aikana sektorin P/E-kerroin on ollut keskimäärin 9x.

Soveltamalla verrokkien kertoimia ja nykyisiä ennusteitamme saamme Mandatumin arvoksi noin 1,9 miljardia euroa. Näkemyksemme mukaan Mandatumin merkittävästi ylikapitalisoitunut tase tulisi kuitenkin ottaa huomioon, joten pidämme perusteltuna laskea Saxoon ja Enentoon tehtävät 430 MEUR:n sijoitukset tähän päälle ylimääräiseksi pääomaksi. Nämä huomioiden saamme arvoksi noin 2,3 miljardia euroa, eli noin 4,5e/osake.

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Markkina-arvo		Yritysarvo		EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
	MEUR	MEUR	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e
Aktia	675										8,1	7,7	7,3	8,5	1,0
Alexandria	64	48	6,4	5,0	4,9	4,0	1,2	1,1	10,1	9,5	6,6	8,5	2,1		
CapMan	373	444	20,0	10,8	18,8	10,5	6,6	5,7	23,5	13,3	7,7	8,1	2,9		
Evli	496	451	10,3	7,7	9,2	6,9	4,1	3,5	16,0	12,1	8,3	10,1	3,6		
eQ	666	627	14,6	11,7	14,2	11,4	8,4	6,9	19,6	15,9	5,2	6,5	8,1		
Taaleri	279	225	7,3	6,2	7,2	6,1	3,6	3,1	12,7	11,2	8,0	8,5	1,4		
Titanium	173	154	10,1	8,8	9,7	8,5	5,5	4,9	14,3	12,5	7,0	8,0	6,9		
United Bankers	151	139	8,7	7,9	7,7	7,0	2,7	2,5	12,4	11,9	7,1	7,8	2,9		
Mandatum (Inderes)	1736	1844	10,0	8,6	9,6	8,3	14,4	13,3	11,8	10,1	9,5	10,1	1,1		
Keskiarvo			11,1	8,3	10,3	7,8	4,6	4,0	14,6	11,8	7,1	8,3	3,6		
Mediaani			10,1	7,9	9,2	7,0	4,1	3,5	13,5	12,0	7,2	8,3	2,9		
Erotus-% vrt. mediaani			-1 %	9 %	5 %	18 %	251 %	279 %	-12 %	-15 %	32 %	22 %	-63 %		

Lähde: Refinitiv / Inderes

Arvonmääritys 5/5

Arvostuskertoimet ovat neutraalilla tasolla

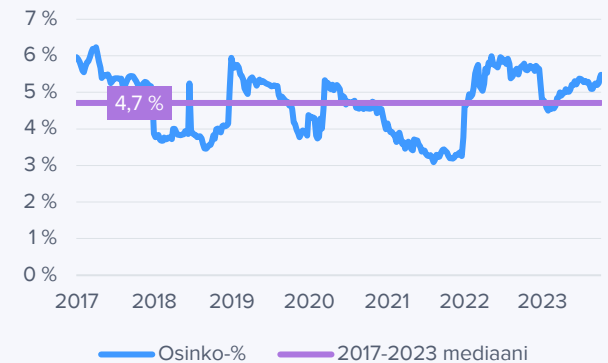
Tulosperusteisesti tarkasteltuna Mandatumin osake vaikuttaa hyvin edulliselta. P/E-kertoimet ovat lähivuosille absoluuttisesti alhaisella hieman yli 10x tasolla. Vaikka yhtiön tulos ei ennusteissamme kasvakaan, paranee tuloksen jakauma asteittain, minkä pitäisi tukea arvostustasoa ja tarjota siten osakekurssille asteittaista nousupotentiaalia.

Osakkeen tuotto-odotuksen komponenteista osinko näyttelee merkittävintä osaa osinkotuoton ollessa nykykurssilla yli 9 %. Osingon pitkän aikavälin (5–10 vuotta) kasvu on puolestaan lähellä nollaa laskuperustekorkokannan supistumisen vaikuttaessa negatiivisesti konsernin nettotulokseen. Vastaavasti kannan purku tukee osinkotuottoa, joten laskelmissamme näiden nettovaikutus on lähellä nollaa.

Mandatumin kansainvälisen verrokkiryhmän P/E-kertoimen kehitys



Mandatumin kotimaisen verrokkiryhmän osinkotuoton kehitys

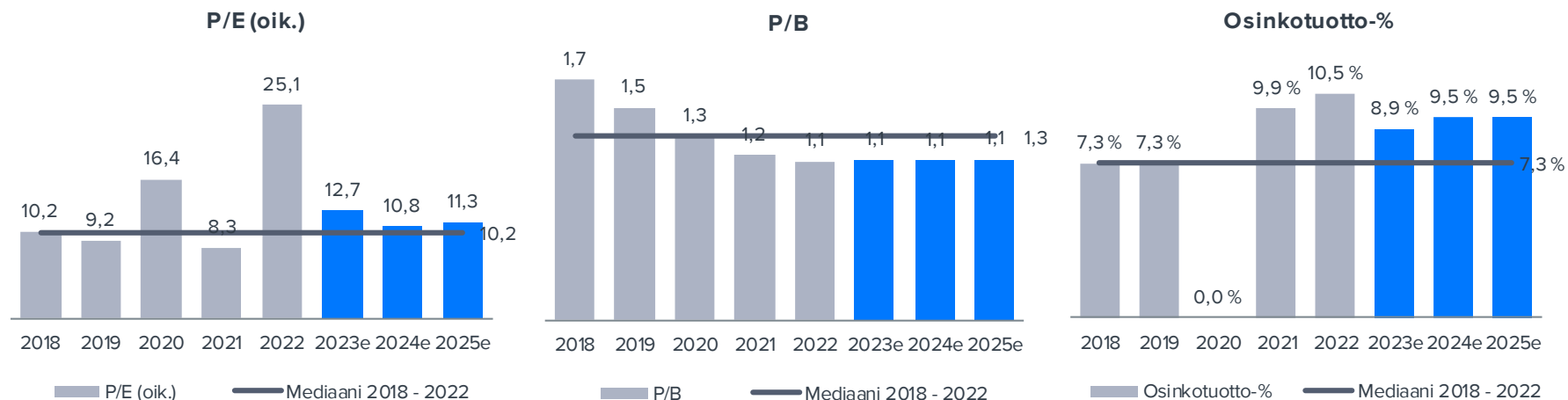


Arvostustaulukko

Arvostustaso	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
Osakekurssi	3,70	3,70	3,70	3,70	3,70	3,70	3,70	3,70	3,70
Osakemäärä, milj. kpl	556,6	556,6	556,6	548,0	514,5	501,8	501,8	501,8	501,8
Markkina-arvo	2059	2059	2059	2028	1904	1857	1857	1857	1857
P/E (oik.)	10,2	9,2	16,4	8,3	25,1	12,7	10,8	11,3	11,7
P/E	10,2	9,2	16,4	8,3	25,1	12,7	10,8	11,3	11,7
P/B	1,7	1,5	1,3	1,2	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1
Osinko/tulos (%)	74,2 %	67,1 %	0,0 %	81,7 %	265,1 %	112,9 %	102,6 %	107,0 %	110,4 %
Osinkotuotto-%	7,3 %	7,3 %	0,0 %	9,9 %	10,5 %	8,9 %	9,5 %	9,5 %	9,5 %

Lähde: Inderes

Huom! Historiallisena osakekurssina käytetty ensimmäisen kaupankäyntipäivän päätöskurssia



Henkivakuutusyhtiöiden verrokkiryhmä

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Markkina-arvo MEUR	P/E		Osinkotuotto-%		P/B
		2023e	2024e	2023e	2024e	2023e
Prudential Plc	27547	12,8	9,8	1,9	2,1	1,5
Legal & General Group Plc	14889	11,0	7,7	9,4	9,9	2,6
Aviva Plc	12823	10,3	8,9	8,2	8,5	1,2
Phoenix Group Holdings Plc	5377	12,1	8,8	11,3	11,6	1,2
Just Group Plc	836	3,2	3,2	2,9	3,0	0,5
NN Group N.V.	9134	6,4	5,1	9,3	9,9	0,5
Ageas N.V.	7160	6,3	6,1	8,3	8,7	0,8
Swiss Life	17703	13,0	12,0	5,5	6,0	1,8
Aegon	9309	9,0	6,9	6,7	7,8	0,8
Mandatium (Inderes)	1723	11,2	9,5	10,2	10,8	1,0
Keskiarvo		9,5	7,8	7,4	7,8	1,2
Mediaani		10,3	7,7	8,2	8,5	1,2
Erotus-% vrt. mediaani		9 %	23 %	24 %	27 %	-17 %

Lähde: Bloomberg / Inderes

Tase

Vastaavaa	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Pysyvät vastaavat	15197	13961	14390	14390	13960
Liikearvo	41,4	41,2	41,2	41,2	41,2
Aineettomat hyödykkeet	12,9	13,9	14,1	14,5	15,0
Käyttöomaisuus	27,6	25,6	24,6	24,0	23,7
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	1,3	4,3	4,3	4,3	4,3
Muut sijoitukset	15114	13876	13876	13876	13876
Muut pitkäaikaiset varat	0,0	0,0	430	430	0,0
Laskennalliset verosaamiset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vaihtuvat vastaavat	1273	894	808	720	875
Vaihto-omaisuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut lyhytaikaiset varat	353	168	168	168	168
Myyntisaamiset	1,5	1,5	1,3	1,4	1,4
Likvidit varat	918	725	638	551	706
Taseen loppusumma	16470	14854	15197	15110	14835

Lähde: Inderes

2021 numerot eivät IFRS9 oikaistuja

Vastattavaa	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Oma pääoma	1738	1692	1638	1643	1632
Osakepääoma	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0
Kertyneet voittovarot	559	534	480	485	474
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	1174	1153	1153	1153	1153
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	14295	12937	13200	13120	12977
Laskennalliset verovelat	159	160	160	160	160
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Korolliset velat	375	350	613	533	390
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	13762	12427	12427	12427	12427
Lyhytaikaiset velat	437	226	360	347	226
Korolliset velat	0,0	0,0	134	121	0,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut lyhytaikaiset velat	437	226	226	226	226
Taseen loppusumma	16470	14854	15197	15110	14835

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 suosituksin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään 2-4 kertaa vuodessa yhtiöiden osavuosikatsausten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvon mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmääritysmenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF), 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 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/>

Inderes on tehnyt tässä raportissa suosituksen kohteena olevan liikkeeseen laskijan kanssa sopimuksen, jonka osana on tutkimusraporttien laatiminen.

Suositushistoria (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
12/10/2023	Osta	4,20 €	3,70 €

**Analyysi kuuluu
kaikille.**