

# Sampo

## Laaja raportti

14.6.2023 8:00



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



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

*Tämä raportti on Sampo Oyj:n maksamaa korvausta vastaan tuotettu yksittäinen analyysiraportti. Inderesin ja Sampo Oyj:n välillä ei ole sopimusta jatkuvan osaketutkimuksen tuottamisesta*

**inde  
res.**

# Pohjolan vahinkovakuutusmarkkinan kuningas

Sampo operoi pääosin hyvin houkuttelevalla pohjoismaisella vahinkovakuutusmarkkinalla erittäin laadukkailla liiketoiminnoilla. Yhtiö on tällä hetkellä erinomaisessa tulokunnossa ja odotamme lähivuosilta vakaata tuloskasvua sekä vahvaa osinkovirtaa. Osakkeen arvostus on linjassa käyttämiemme arvostusmenetelmien kanssa ja toistamme vähennä-suosituksen osakkeen tuotto-odotuksen nojatessa pitkälti osinkoon. Tarkistamme tavoitehintamme 44,0 euroon (aik. 47,0e) johtuen pääosin toukokuussa irronneesta osingosta.

## Pohjoismaiden johtava vakuutusyhtiö

Sampo on Pohjoismaiden johtava vakuutus konserni, joka toimii tytäryhtiöidensä kautta myös Isossa-Britanniassa ja Baltiassa. Viimeisimmän strategiakauden (2021–2023) aikana yhtiö on käynyt läpi ison muodonmuutoksen, jonka myötä se keskittynyt vahinkovakuutukseen, irtaantunut Nordeasta, palauttanut merkittävästi pääomaa omistajilleen ja ilmoittanut Mandatumin osittaisjakautumisesta. Sammon suurin tytäryhtiö on pohjoismaiden suurin vahinkovakuuttaja If, minkä lisäksi Sampo omistaa noin puolet tanskalaisesta Topdanmarkista. Yhtiöiden yhteenlaskettu markkinaosuus Pohjoismaissa on noin 20 %. Pohjoismaiden vahinkovakuutusmarkkina on erittäin houkutteleva, sillä markkina on hyvin konsolidoitu (kolmen suurimman markkina-osuudet 65-80 %) ja korkean palvelutason seurauksena asiakaspysyvyys on erittäin hyvä. Markkinan kannattavuustasot ovatkin kautta linjan erinomaisia, mikä on korostunut viimeisen vuosikymmenen aikana nollakorkojen siirtäessä tuloksen painopistettä sijoitustuotoista vakuutustekniseen tulokseen. Markkinan kasvu on puolestaan hidasta mutta defensiivistä.

## Yhtiö on hurjassa tulokunnossa, tuloskasvunäkymä on vakaa

If ja Topdanmark ovat tällä hetkellä hurjassa tulokunnossa ja näkemyksemme mukaan niiden tuloskasvu tulee lähivuosina olemaan väistämättä maltillista. Hastingsillä olisi edellytyksiä selvästi ennusteitamme nopeampaan tuloskasvuun, mutta varovaisuus on perusteltua Ison-Britannian haastava markkina huomioiden. Kokonaisuutena arvioimme Sammon nykyrakenteen normaalin tulostason olevan 2,5–2,7e/osake (sisältäen Mandatumin). Ottaen huomioon liiketoimintojen hurja tulokunto, ei tähän tasoon ole syytä olettaa suurempia tasokorjauksia, vaan tulos kasvaa vakaasti vahinkovakuutuksen vahvan suorittamisen sekä jatkuvien omien osakkeiden ostojen tukemana (2024–2026 keskimääräinen EPS kasvu 7 %). Keskeinen ennusteriski liittyy tuloksen jakauman heikentymiseen, sillä kasvavat sijoitustuotot nostavat riskiä kilpailupaineen kiristymisestä, mikä vaikuttaisi negatiivisesti vakuutuspalvelutulokseen. Sammolla on edelleen taseessaan ylimääräistä pääomaa noin 2–3 euroa per osake ja odotamme yhtiön purkavan tätä pääomaa asteittain ylimääräisellä voitonjaolla, kun PE-sijoituksista irtaannutaan.

## Osake vaikuttaa oikein hinnoitellulta ja tuotto-odotus nojaa pääosin osinkoon

Olemme haarukoineet Sammon käypää arvoa osien summan, suhteellisen ja absoluuttisen arvostuksen sekä osinkovirtamallin kautta. Keskityimme analyysissämme etenkin osien summaan, sillä se huomioi parhaiten liiketoimintojen erilaiset profiilit. Lisäksi arvo tulee purkautumaan, kun PE-sijoitukset myydään ja Mandatumista irtaudutaan. Osien summan mukainen arvomme on noin 44 euroa osakkeelta (aik. 47e). Verrokkianalyysi, absoluuttiset kertoimet sekä osinkovirtamallimme tukevat nykyistä tavoitehintaa ja näkemyksemme mukaan Sammon osake on nykytasolla suunnilleen oikein hinnoiteltu. Mielestämme osakkeen tuotto-odotus nojaakin pitkälti osinkoon, joka on lähivuosille keskimäärin yli 5 %:n tasolla. Emme pidä tätä riittävänä korvauksena, etenkin kun sijoittajat kantavat kohonneen korkotason myötä riskiä myös kertoimien laskusta.

## Suositus

### Vähennä

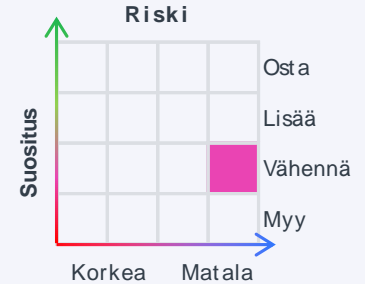
(aik. Vähennä)

**44,00 EUR**

(aik. 47,00 EUR)

### Osakekurssi:

43,08



## Avainluvut

	2022	2023e	2024e	2025e
<b>PTP</b>	1924	1476	1600	1679
<b>kasvu-%</b>	-39 %	-23 %	8 %	5 %
<b>Nettotulos</b>	1426	1045	1135	1203
<b>EPS (oik.)</b>	3,71	2,41	2,70	2,89
<b>Osinko/osake</b>	2,60	2,40	2,50	2,10

<b>P/E (oik.)</b>	13,1	17,9	16,0	14,9
<b>P/B</b>	2,6	2,3	2,2	2,2
<b>Osinkotuotto-%</b>	5,3 %	5,6 %	5,7 %	4,8 %
<b>Osinko/tulos-%</b>	70 %	100 %	93 %	73 %

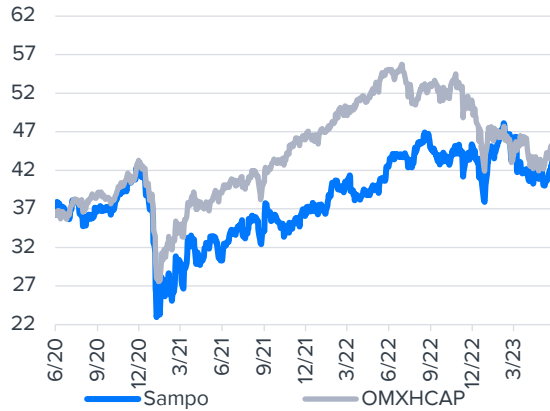
Lähde: Inderes

## Ohjeistus

(Ennallaan)

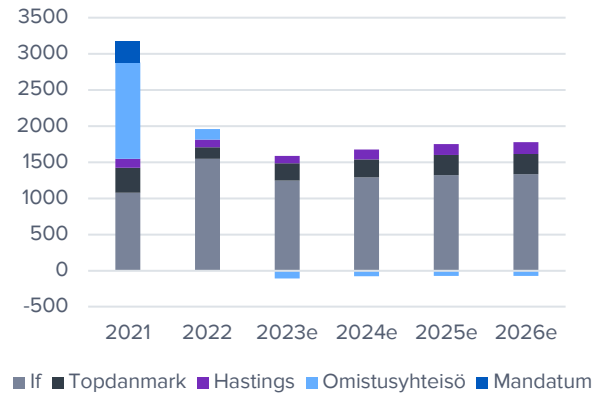
Sammon vahinkovakuutusliiketoimintojen odotetaan yltävän vuosille 2021–2023 asetettujen tavoitteiden mukaisiin underwriting-marginaaleihin. Konsernitasolla tavoite on alle 86 %:n yhdistetty kulusuhde, ja Ifin tavoite on alle 85 %. Hastings tavoittelee alle 88 %:n operatiivista kulusuhdetta. Q1:n vahvan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

## Osakekurssi



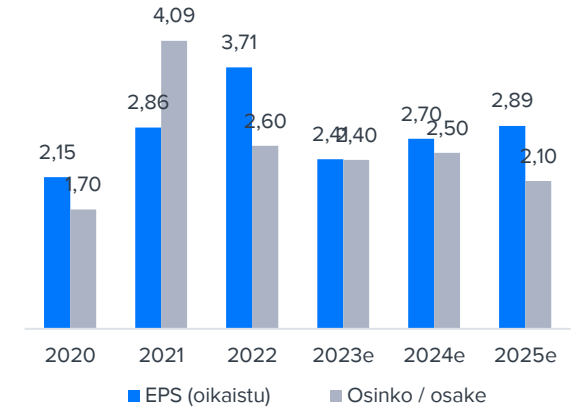
Lähde: Millistream Market Data AB

## Sammon PTP jakauma (MEUR)



Lähde: Inderes

## Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



### Arvoajurit

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



### Riskitekijät

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

Arvostustaso	2023e	2024e	2025e
Osakekurssi	43,1	43,1	43,1
Osakemäärä, milj. kpl	508,1	496,0	490,4
Markkina-arvo	21620	21620	21620
P/E (oik.)	17,9	16,0	14,9
P/E	17,9	16,0	14,9
P/B	2,3	2,2	2,2
Osinko/tulos (%)	98,4 %	91,5 %	72,8 %
Osinkotuotto-%	5,6 %	5,7 %	4,8 %

Lähde: Inderes

# Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	<b>6–10</b>
Strategia ja taloudelliset tavoitteet	<b>11–13</b>
Sijoitus- ja riskiprofiili	<b>14–15</b>
Toimiala ja verrokki	<b>16–21</b>
Segmentit: If	<b>22–27</b>
Segmentit: Topdanmark	<b>28–30</b>
Segmentit: Hastings	<b>31–33</b>
Segmentit: Mandatum	<b>34–37</b>
Segmentit: Omistusyhteisö	<b>38</b>
Taloudellinen tilanne	<b>39–41</b>
Ennusteet	<b>42–46</b>
Arvonmääritys	<b>47–51</b>
Liitteet	<b>52–58</b>
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	<b>59</b>

# Sampo lyhyesti

Sampo on Pohjoismaiden johtava vakuutus konserni, joka toimii tytäryhtiöidensä kautta myös Isonsa-Britanniassa ja Baltian maissa. Sammon strategisena fokusalueena ja omistaja-arvonluonnin keskiössä on vahinkovakuutusliiketoiminta.

**1909**

Perustamisvuosi

**1988**

Listautuminen Helsingin pöörställe

**8404 MEUR**

Bruttovakuutusmaksutulo viimeinen 12kk

**1592 MEUR**

Voitto ennen veroja viimeinen 12kk

**~6500 MEUR**

Pääomaa palautettu omistajille 2021 jälkeen

**20 %**

Markkinaosuus pohjoismaiden vahinkovakuutusmarkkinoista vuonna 2022

## Aktiivisia järjestelyjä (2001–2008)

Sampo menee mukaan pankkitoimintaan fuusioitumalla Leonia-pankin kanssa

Sampo hankkii Mandatumin ja Björn Wahlroos nousee toimitusjohtajaksi

Sampo hankkii Ifin (2002–2004)

Sampo myy pankkiliiketoimintansa Danskelle hurjalla hinnalla

## Finanssikonglomeeraatti (2008–2019)

Wahlroos siirtyy hallituksen puheenjohtajaksi ja toimitusjohtajaksi nousee Kari Stadigh

Topdanmark vähemmistöomistuksen hankinta 2011 ja omistuksen asteittainen kasvattaminen

Nordean jatkuvat haasteet heijastuvat myös Sammon kehitykseen

Jatkuvista huhuista huolimatta isot yritysjärjestelyt jäävät toteutumatta

## Fokus vahinkovakuuttamiseen (2020–2023)

Torbjörn Magnusson nousee toimitusjohtajaksi 2020

Uusi strategia terävöittää fokusta vahinkovakuutukseen

Hastingsin hankinta ja laajentuminen uudelle markkinalle

Nordeasta irtaantuminen ja merkittävien pääomien palautus omistajille

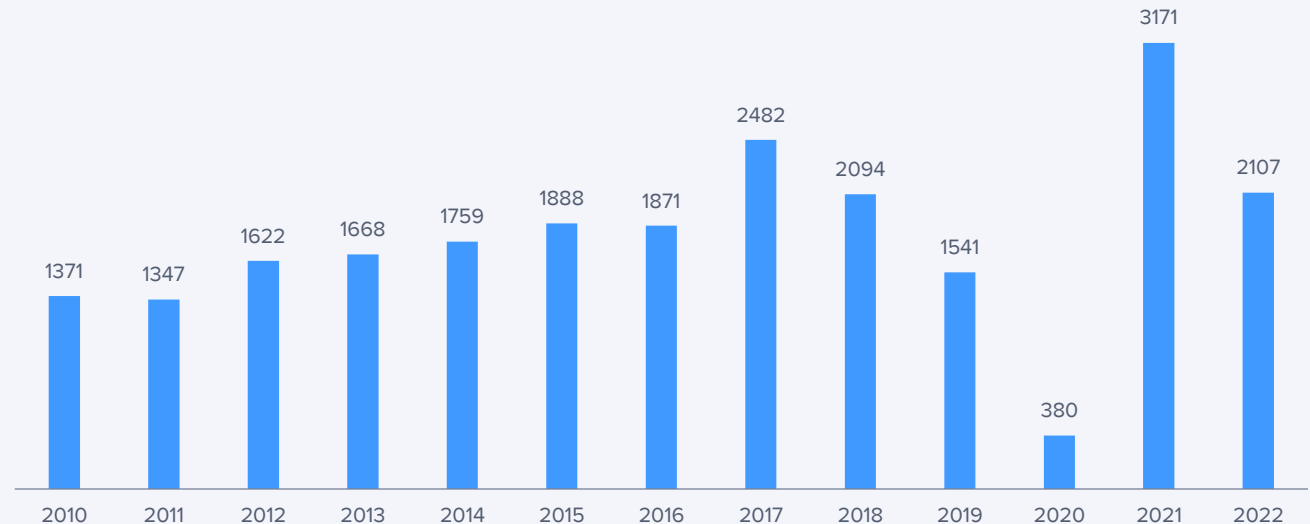
Mandatumin listaaminen pöörssiin osittaisjakautumisella (tavoite 1.10)

## ”Tylysyy on hyvästä” (2024–)

Seuraavan strategiakauden fokus tulee edelleen olemaan erinomaisessa operatiivisessa suorittamisessa

Loppujen ylimääräisten pääomien palautus omistajille

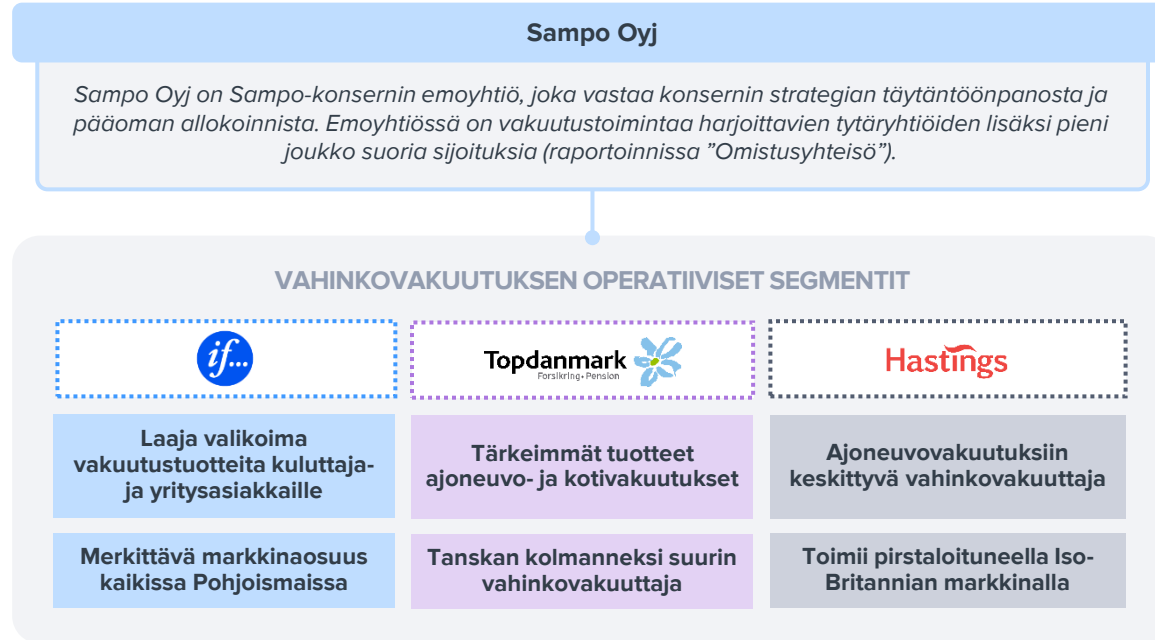
Jollain aikavälillä pidämme Topdanmarkin vähemmistön hankintaa varmana, mutta muilta osin yritysjärjestelyhalut ovat arviomme mukaan vähäiset



■ Konsernin tulos ennen veroja

# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/2

Sampo on Pohjoismaiden johtava vakuutus konserni, joka toimii tytäryhtiöidensä kautta myös Isonsa-Britanniassa ja Baltian maissa. Sammon strategisena fokusalueena ja omistaja-arvon luonnin keskiössä on vahinkovakuutusliiketoiminta.



Sammon vahinkovakuutusliiketoimintojen bruttovakuutusmaksutulo oli noin 8,4 miljardia euroa viimeisen 12kk aikana. Pohjoismaissa yhtiö on markkinajohtaja ~20 %:n markkinaosuudella.

Sammon fokus on erinomaisessa vakuutustoiminnassa, ja yhtiö on aina laittanut vakuutusteknisen kannattavuuden kasvun edelle. Sampo onkin systemaattisesti pystynyt parantamaan vakuutusteknistä suoritustaan jo lähes kaksi vuosikymmentä.

Sammon tase on erittäin vahva ja Solvenssi 2 -vakavaraisuus oli Q1'23 lopussa 208 %. Yhtiöllä on taseessaan edelleen reippaasti ylimääräistä pääomaa ja tämä on pääosin sidottuna Private Equity -sijoituksiin.



Sammon liiketoiminta koostuu kolmesta vahinkovakuutusta harjoittavasta yhtiöstä sekä konsernisijoituksia hallinnoivasta emoyhtiöstä.



Konsernin yhtiöt työllistivät yhteensä keskimäärin 13 550 henkilöä kalenterivuoden 2022 aikana.

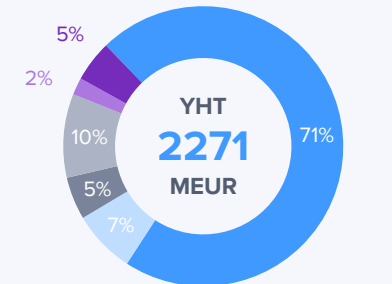


Sammon matka finanssikonsernista puhtaaksi vahinkovakuuttajaksi päättyy, kun Mandatum jakautuu lokakuussa omaksi yhtiökseen.



Konsernilla on nykyisin liiketoimintaa Suomessa, Ruotsissa, Norjassa, Tanskassa, Baltiassa sekä Isonsa-Britanniassa.

## Tuloksen (PTP) jakauma 2022



■ If  
■ Hastings  
■ Omistusyhteisö  
■ Topdanmark  
■ Mandatum  
■ Nordea

# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/2

## Omistuspohja hajautunut

Sammolla on kaksi osakesarjaa: A- ja B-laji. A-lajin osake tuottaa yhden äänen ja B-lajin osake tuottaa viisi ääntä. B-osakkeita on määrältään hyvin vähän, 200 000 kappaletta, ja ne ovat keskinäisen vakuutusyhtiö Kalevan hallussa. Sammon A-osakesarja on noteerattu Helsingin pörssissä. Lisäksi Sammon osake on noteerattu myös Tukholman pörssissä syksystä 2022 alkaen.

Sammon omistusrakenne on hyvin hajanainen ja 10 suurinta Suomeen rekisteröityntä omistajaa omistaa osakkeista noin 15 %. Suurimmat omistajat ovat Solidium (6,5 %) sekä kotimaiset eläkeyhtiöt. Hallintarekisteröidyt sijoittajat omistavat Sammosta yli 60 %.

Historiassa Sammon tilanne on ollut varsin poikkeuksellinen, sillä Björn Wahlroosilla on ollut Sammossa erittäin laaja valta, vaikka hänen osakeomistuksensa oli noin 2 % (Wahlroos on myöhemmin keventänyt suoraa omistustaan merkittävästi). Näkemyksemme mukaan Sammon vallankäyttäjän roolista ei kenelläkään ollut epäselvyyttä aina Wahlroosin hallituksesta poisjääntiin saakka, ja isot yritysjärjestelyt ovat olleet pitkälti hänen käsialaansa. Wahlroosin jäätyä pois hallituksen puheenjohtajan paikalta toukokuussa 2023, nousi uudeksi hallituksen puheenjohtajaksi Solidiumin entinen toimitusjohtaja Antti Mäkinen. Mäkinen on mielestämme hyvin looginen seuraaja, sillä hän tuntee Sammon ennestään Solidiumin kautta (istui Sammon hallituksessa 2018–2021). Koska Sammon omistus pohja on hyvin hajanainen eikä selkeää pääomistajaa ole, oli Mäkisen kaltaisen hallitusammattilaisen nouseminen

puheenjohtajaksi odotettua.

Kuten olemme aiemmin monesti muistuttaneet, nykyiseen Sampoon ei kuulu enää entisaikojen tapaan aktiivista yritysjärjestelykorttia. Aiemmin Sampo oli rakenteeltaan holding-yhtiö, jossa kaikki omaisuuserät olivat kaupan, kunhan hinnasta päästiin sopuun. Nyt Sammosta on muodostunut täysiverinen vakuutusyhtiö, jossa yritysjärjestelyiden merkitys tulee olemaan selvästi aiempaa rajatumpi. Viimeiset askeleet matkalla kohti täysiveristä vakuutusyhtiötä ovat Mandatumin irrottaminen omaksi pörssiyhtiökseen ja taseen loppujen ylimääräisten pääomien palauttaminen osakkeenomistajille.

## Johtoryhmässä vahva tausta Ifistä

Sammon johtoryhmään kuuluu seitsemän jäsentä ja toimitusjohtajana on toiminut vuodesta 2020 lähtien Torbjörn Magnusson. Ennen toimitusjohtajapestiä Magnusson toimi Ifin toimitusjohtajana 2002–2019 sekä Nordean hallituksen täysipäiväisenä puheenjohtajana 2019–2020. Yhtiön talousjohtajana on toiminut vuodesta 2019 lähtien Knut Arne Alsaker, jolla on niin ikään pitkä tausta Ifistä (Ifin talousjohtaja 2011–2018). Myös muilla johtoryhmän jäsenillä on hyvin vahva Sampo-tausta, sillä muut jäsenet ovat olleet yhtiön palveluksessa laskelmiemme mukaan keskimäärin yli 15 vuotta.

Johtoryhmällä on myös Sammossa merkittäviä omistuksia, jotka olemme listanneet viereisessä taulukossa. Pidämme tätä luonnollisesti positiivisena, sillä se vahvistaa johdon ja osakkeenomistajien yhteisiä intressejä.

Suurimmat Suomeen rekisteröityneet osakkeenomistajat (tilanne 6/2023)	Osuus osakkeista
<i>Solidium Oy</i>	6,51 %
<i>Varma</i>	4,35 %
<i>Ilmarinen</i>	1,37 %
<i>Oy Lival AB</i>	0,67 %
<i>Elo</i>	0,66 %
<i>Valtion Eläkerahasto</i>	0,57 %
<i>OP-Henkivakuutus Oy</i>	0,37 %
<i>Sampo Oyj</i>	0,36 %
<i>Svenska litteratursällskapet i Finland r.f.</i>	0,32 %
<i>Sijoitusrahasto Nordea Pohjoismaat</i>	0,26 %
<b>10 suurinta yhteensä</b>	<b>15,43 %</b>

Johdon osakeomistukset (tilanne 6/2023)	Osakkeiden kappalemäärä
<i>Magnusson</i>	46 480
<i>Alsaker</i>	39 646
<i>Janbu Holthe</i>	1 875
<i>Lapveteläinen</i>	276 423
<i>Niemesvirta</i>	93 470
<i>Thorsrud</i>	61 344
<i>Wennerklint</i>	45 200
<b>Yhteensä</b>	<b>564 438</b>

Lähde: Sampo

# Sammon historia 1/2

## Finanssikonglomeraatista vakuutusyhtiöksi

Sammon historia ulottuu yli 100 vuoden päähän, mutta nykyisen Sammon historia voidaan mielestämme jäljittää vuosituhannen vaihteeseen, kun Sampo fuusioitui Leonia-pankin kanssa vuonna 2000. Sampo-Leonia osti investointipankki Mandatumin vuoden 2000 lopussa ja samalla toimitusjohtajaksi nousi Mandatumin perustaja sekä toimitusjohtaja Björn Wahlroos. Sammon strategia oli alusta asti olla pohjoismainen finanssiyhtiö, jolla on hyvin opportunistinen lähestymistapa yritysjärjestelyihin. Yhtiöllä ei ollut varsinaista operatiivista strategiaa, vaan fokus oli luoda omistajille omistaja-arvoa etenkin yrityskauppojen kautta.

Vuonna 2002 Sampo meni osakkaaksi Iffiin ja 2004 Sampo lunasti norjalaisen Storebrandin, ruotsalaisen Skandian ja suomalaisen Varman pois Ifistä nouden yhtiön ainoaksi omistajaksi. Ifin kauppa on koko Suomen taloushistorian yksi onnistuneimpia, sillä Ifin hankintahinta oli noin 2,6 miljardia euroa. Viimeisen 20 vuoden aikana If on jakanut Sammolle laskelmiemme mukaan pelkästään osinkoja noin 10 miljardia euroa, minkä lisäksi yhtiön nykyinen arvo on moninkertainen hankintahintaan nähden.

Vuonna 2006 Sampo myi pankkitoimintansa Danskelle yli 4 miljardin euron kauppahinnalla. Hinta oli jälleen kaikista kulmista arvioituna erinomainen, sillä finanssikriisin myötä liiketoiminnan kannattavuus laski merkittävästi, kuten myös pankkien yleiset arvostuskertoimet.

Vuonna 2008 Sampo palasi takaisin pankkisektorille, kun se osti merkittävän osuuden Nordeasta. Sampo jatkoi Nordean ostamista ja

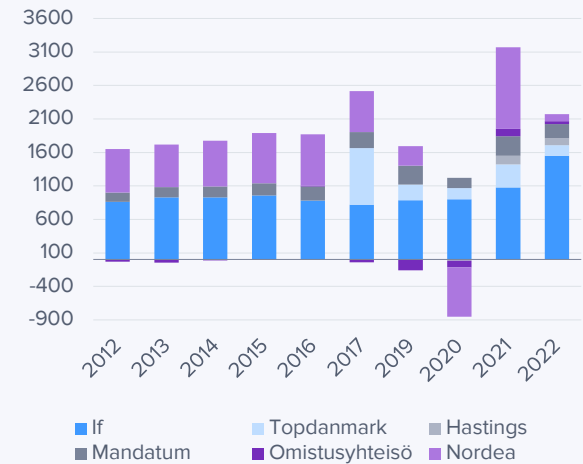
vuonna 2010 Sammosta tuli Nordean suurin omistaja yli 20 %:n omistusosuudella. Nordean sijoitus ei aiemmista poiketen ollut Sammolle jättimenestys. Hyvin haastava markkinatilanne (mm. regulaatio ja nollakorot) sekä Nordean sisäiset haasteet johtivat vaisuun operatiiviseen kehitykseen ja pitkään jatkuneeseen alisuorittamiseen suhteessa pohjoismaisiin verrokkeihin. Syksyllä 2019 tehdyn strategiapäivityksen sekä johdon vaihdon jälkeen Nordean suorittamisessa on nähty selkeä tasokorjaus.

Sampo ilmoitti vuonna 2021 strategiapäivityksensä yhteydessä irtautuvansa Nordeasta ja fokuoituvansa puhtaasti vahinkovakuutustoimintaan. Yhtiö myi Nordean osakkeet vuosien 2020–2022 aikana noin 9 euron keskihinnalla ja palautti pääosan näistä varoistaan sijoittajille omien osakkeiden ostojen sekä lisäosinkojen muodossa. Lisäksi Sampo maksoi pois velkoja sekä nosti Hastingsin omistuksen 100 %:iin. Nordea-sijoituksen tuotoksi muodostui koko omistusajalle noin 9 %, mitä voidaan pitää korkeintaan kohtalaisena tuloksena.

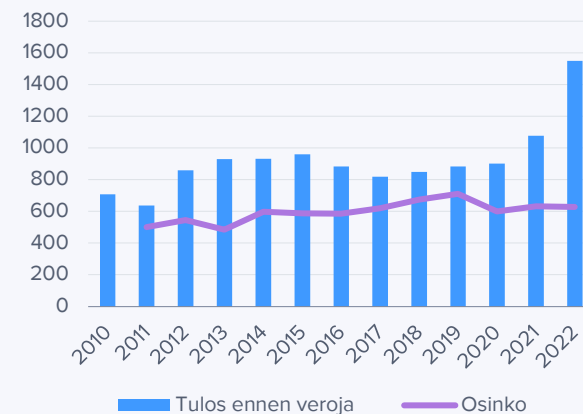
Kokonaisuutena Sampo on palauttanut ylimääräistä pääomaa omistajilleen vuoden 2021 strategiamuutoksen jälkeen lähes 4 miljardia euroa osinkojen ja omien osakkaiden ostojen muodossa.

Alkuvuodesta 2023 Sampo ilmoitti jatkavansa fokuoitumista vakuutusliiketoimintaan listaamalla Mandatumin pörssiin osittaisjakautumisella. Tämän on tarkoitus tapahtua lokakuussa 2023 ja mielestämme liike on järkevä molempien yhtiöiden kannalta. Käsittelemme transaktiota tarkemmin raportin Mandatum-osiossa.

### Konsernin tulos ennen veroja (MEUR)



### Ifin tulos ja osinko (MEUR)\*



Lähde: Sampo

\*2016 asti mukana Topdanmarkin Sammolle kuuluva tulososuus



# Sammon historia 2/2

Mandatumista irtaantumisen jälkeen Sammon muutosmatka puhtaaksi vakuutusyhtiöksi on hyvin lähellä maalia. Yhtiöllä on edelleen ylimääräistä pääomaa taseessaan reilulla miljardilla eurolla, joka on osin sidottuna PE-sijoituksiin. Lisäksi Topdanmarkin vähemmistö on edelleen selkeä kauneusvirhe yhtiön tarinassa, ja uskomme yhtiön pyrkivän hankkimaan Topdanmarkin kokonaan omistukseensa tulevina vuosina.

## Topdanmark

Sampo sijoitti Topdanmarkiin ensimmäisen kerran vuonna 2011 ja kasvatti tasaisesti omistustaan tämän jälkeen (sekä ostamalla osakkeita että Topdanmarkin aggressiivisten omien osakkeiden ostojen myötä). Vuonna 2017 Topdanmarkista tuli Sammon tytäryhtiö. Sammon omistusosuus oli Q1'23 lopussa 48,5 %.

Topdanmark on ollut Sammolle erinomainen sijoitus ja osakkeiden keskimääräinen hankintahinta on noin 113 DKK, kun osakkeiden nykyinen arvo on noin 350 DKK. Lisäksi Sampo on saanut Topdanmarkista merkittävät osingot vuosien varrella. Käsittelemme Topdanmarkin omistusta tarkemmin raportin Topdanmark-osiossa.

## Hastings

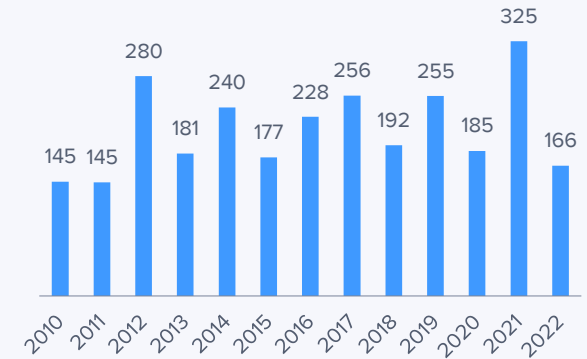
Vuonna 2020 Sampo ilmoitti markkinoiden suureksi yllätykseksi tekevänsä ostotarjouksen brittiläisestä vahinkovakuutusyhtiö Hastingsistä yhdessä Hastingsin silloisen pääomistajan eteläafrikkalaisen sijoitusyhtiön RMI:n kanssa. Sammon omistus oli aluksi 70 % ja lopulta vuonna 2021 Hastingsistä tuli

Sammon kokonaan omistama tytäryhtiö Sammon lunastaessa RMI:n ulos yhtiöstä. Sampo perusteli laajentumista Hastingsin korkealla laadulla, vahvoilla digitaalisilla kyvykkyyksillä, Britannian markkinan kiinnostavilla kasvumahdollisuuksilla sekä synergioilla. RMI:n vähemmistön lunastamista perusteltiin mm. paremmalla reagointinopeudella sekä synergioiden realisoinnin helpottumisella (ei väliä näkyvätkö synergiat Ifissä vai Hastingsissä).

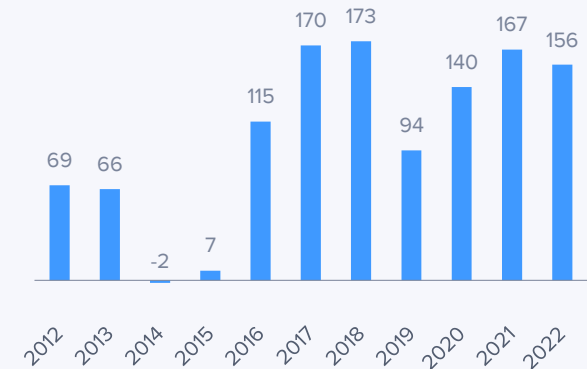
Kauppahinta koko Hastingsistä oli noin 1,9 miljardia puntaa, eli silloisella valuuttakurssilla yhteensä noin 2,1 miljardia euroa. Suhteessa nykyiseen tulokuntoon arvostustaso olisi noin P/E 18x PPA-poistoista oikaistuna ja Sammon saavuttamat synergiat (huomattava osa synergioista näkyy Ifissä) huomioiden noin 14x. Tasot eivät ole mielestämme erityisen edullisia, kun huomioidaan Britannian haastava markkina sekä Hastingsin selvästi muita Sammon vahinkovakuutustoimintoja heikommat kilpailuedut.

Mielestämme on vielä liian aikaista arvioida Hastings-yrityskaupan onnistumista. Iso-Britannian markkina on lyhyellä aikavälillä ollut erittäin hankala ja onkin mielenkiintoista nähdä Hastingsin suoritus normaalimmissa markkinaolosuhteissa. Lisäksi olemme suhteellisen varmoja siitä, että mikäli Hastings kykenee jatkamaan vakuuttavaa historiallista kehitystään myös tulevina vuosina, on Sampo kiinnostunut allokoimaan Hastingsiin lisää pääomia kiihdyttääkseen sen kasvua epäorgaanisesti. Uskomme tämän hyvin pirstaleisen markkinan pitkän aikavälin konsolidointipotentiaalin olleen yksi syy Hastingsin hankinnan taustalla.

Topdanmarkin vahinkovakuutusliiketoiminnan tulos ennen veroja (MEUR)

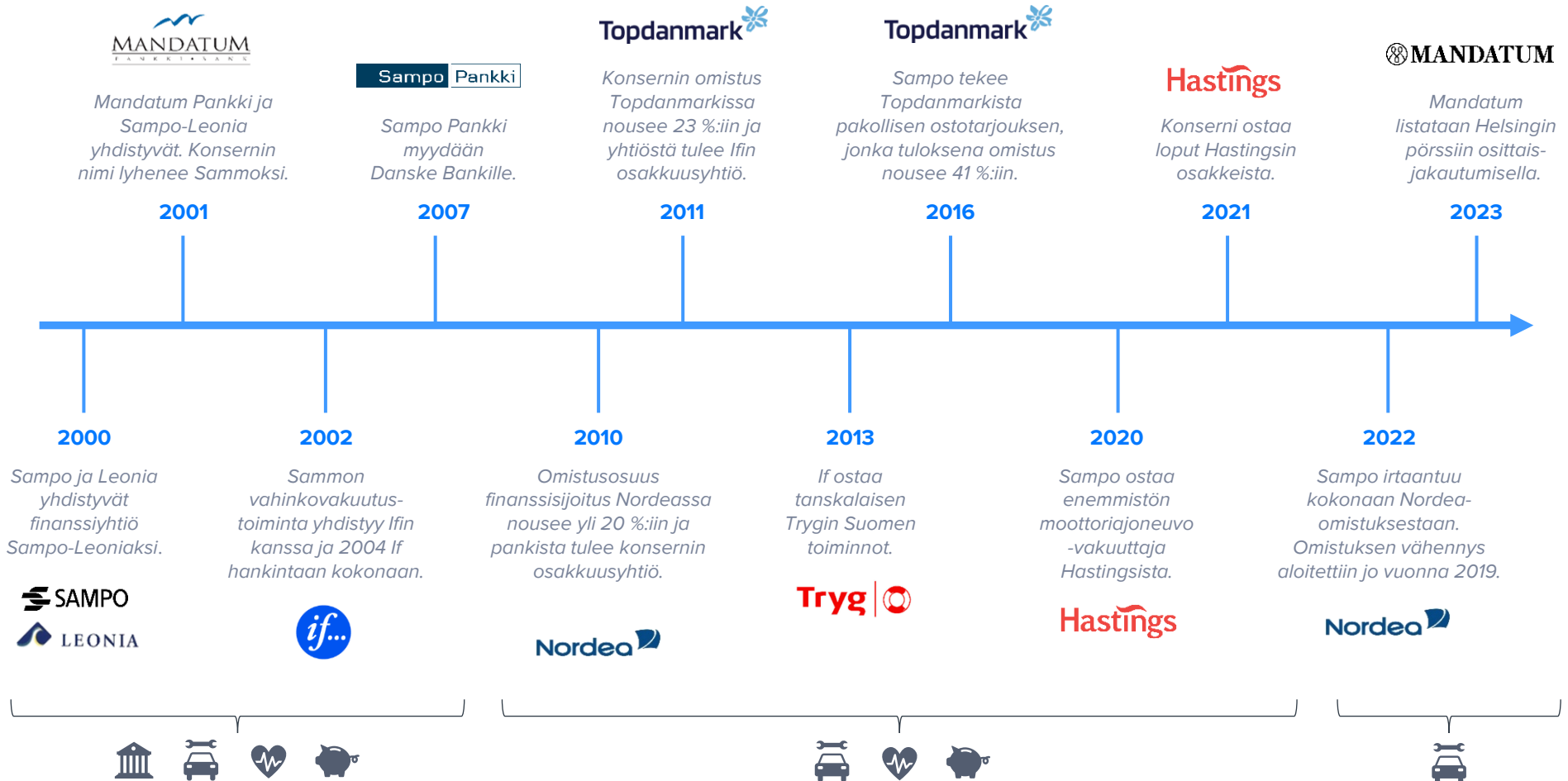


Hastingsin tulos ennen veroja\* (MEUR)



Lähde: Sampo, Bloomberg  
\*Mukana konsernin luvuissa 2020 alkaen

# Yritysjärjestelyt – matka finanssikonglomeraatista vahinkovakuuttajaksi



## KONSERNIN OPERATIIVISET LIKETOIMINNAT



Pankkitoiminta



Vahinkovakuutus



Henkivakuutus



Varainhoito

# Strategia ja taloudelliset tavoitteet 1/3

## Strategia

### Yhtiön strategia on kristallinkirkas

Sampo julkaisi vuonna 2021 kaudelle 2021–2023 päivitetyn strategian, jonka kulmakivet ovat:

- Fokusoituminen vahinkovakuutusliiketoimintaan ja sen erinomaisen kehityksen jatkaminen
- Konsernirakenteen selkeyttäminen vahinkovakuutustoiminnan ulkopuolisista omaisuuseristä luopumalla
- Merkittävä pääomien palautus osakkeenomistajille.

Strategiassa fokus on tiukasti vahinkovakuutustoiminnassa eikä se aiemmasta poiketen enää sisällä opportunistisia yritysjärjestelyjä ydinliiketoiminnan ulkopuolelle. Yhtiön kiinnostus yritysjärjestelyitä kohtaan on hyvin rajallinen, ja meidän on vaikea nähdä Sammon tekävän isompia järjestelyitä – pois lukien mahdollinen Topdanmarkin vähemmistön lunastaminen.

### Strategia edistynyt vauhdilla

Sampo on edistynyt strategiassaan erittäin hyvin. Vakuutustekninen suorittaminen on ollut häikäisevän hyvää etenkin Ifin osalta. Myös pääoman uudelleenallokoinnissa on edetty nopeasti ja yhtiö on irtaantunut kokonaan Nordea-omistuksestaan sekä palauttanut nämä pääomat lähes täysimääräisesti omistajilleen. Lisäksi Mandatumin irtaantumisesta on päätetty yhtiökokouksessa ja näillä näkymin se toteutuu

lokakuussa osittaisjakautumisella (tästä lisää sivulla [35](#)). Konsernirakennetta on myös selkeytetty ostemalla Hastingsin vähemmistöosuudet.

Nykyisen strategiakauden päättyessä yhtiöllä on taseessaan jäljellä enää Nexin ja Nordaxin niin kutsutut PE-sijoitukset (arvoltaan noin 600 MEUR), kun Saxo ja Enento myydään Mandatumille. Tämän lisäksi Sampo omistaa Topdanmarkista ”vain” 48,5 %, mikä ei ole strategian kannalta optimaalinen tilanne. Käymme Topdanmark-omistusta tarkemmin läpi sivulla [29](#).

### Strategiapäivitys tuskin tuo suuria yllätyksiä

Sampo tulee suurella todennäköisyydellä päivittämään strategiansa H2'23 aikana nykyisen strategiakauden tullessa päätökseen. Arviomme mukaan uusi strategia ei tule aiheuttamaan suurempia muutoksia ja fokus on edelleen vahinkovakuutusliiketoiminnan jatkuvassa parantamisessa. PE-sijoituksista asteittain vapautuvat pääomat palautetaan omistajille.

Pidämme myös mahdollisena, että yhtiö avaa tarkemmin suunnitelmiaan Iso-Britannian vahinkovakuutusmarkkinan suhteen. Hastings on edelleen pieni peluri isolla pirstaleisella markkinalla, ja meidän on vaikea uskoa, että Sammolla ei olisi alusta alkaen ollut tavoitteena viedä Hastingsia seuraavaan kokoluokkaan. Tämä olisi loogista myös pääoman allokaation näkökulmasta, sillä yhtiöllä ei ole Pohjoismaissa Topdanmarkin vähemmistöä lukuun ottamatta lainkaan kohteita pääomien allokoimiseksi. Tämä on kuitenkin strategian isossa kuvassa sivujuonne Hastingsin osuuden konsernin tuloksesta ollessa alle 10 %.



### Inderesin kommentit Sammon strategian etenemisestä



#### Plussat

- Strategiaa on toteutettu kurinalaisesti
- If ja Topdanmark ovat erinomaisessa tulokunnossa
- Yhtiön näytöt omistaja-arvon luonnista pohjoismaisilla vahinkovakuutusmarkkinoilla ovat vertaansa vailla
- Mandatumin jakaminen omistajille selkeyttää konsernirakennetta ja parantaa Mandatumin arvontuontipotentiaalia



#### Miinukset

- Hastingsin kehitys on ollut vaisua
- Jälkiviisasteluna on helppo todeta, että Nordeasta luovuttiin turhan nopealla aikataululla liiketoiminnan käänteen ollessa hyvässä vauhdissa
- PE-sijoituksista irtaantuminen on hidasta
- Merkittävien kasvuajureiden puute

# Strategia ja taloudelliset tavoitteet 2/3

## Sammon nykyisen strategian kulmakivet ja yhteys arvonluontiin

### Asiakastyytyväisyyden ylläpito ja kehitys



### Kulutehokkuuden jatkuva parantaminen



### Fokus vakuutusteknisessä erinomaisuudessa



### Pääoman käytön tehostaminen



#### Arvoajuri 1:

#### Vakuutusmaksutulon kasvu

- Erinomaisella tasolla säilyvä asiakastyytyväisyys on ehtona korkealle asiakaspysyvyydelle. Tämä taas tukee hinnoitteluvoimaa ja mahdollistaa vakuutushintojen nousun, joka on arviomme mukaan myös jatkossa konsernin pääasiallinen maksutulon kasvun lähde.
- Lisäksi asiakaspysyvyys laskee asiakashankinnan kustannuksia ja nostaa asiakaskohtaisia kannattavuuksia, mikä heijastuu parempana yhdistettynä kulusuhteena.
- Asiakastyytyväisyyteen panostaminen on siten mielestämme arvonluonnin kannalta keskeinen tavoite.

#### Arvoajuri 2:

#### Operatiivisen kannattavuuden parantuminen

- Mittakaavaetujen hyödyntäminen tukee kannattavuuden kehitystä. Lisäksi konserni (erityisesti If) saa arviomme mukaan tehokkuushyötyjä jo pitkään jatkuneista panostuksistaan digitalisaatioon.
- Organisaation kantava ajatus on, että kannattavuus menee kasvun edelle. Pidämme tätä perusteltuna, sillä Pohjoismaisen vakuutusmarkkinan maltillinen kasvunäkymä korostaa nykyisen asiakaskunnan merkitystä.
- Lisäksi korkeasta asiakaspidosta johtuen markkinaosuuksien kasvattaminen on arviomme mukaan kallista ja vaatii joko aggressiivista hinnoittelua tai markkinointipanostuksia, joihin kilpailijoiden on helppo vastata.
- If on onnistunut parantamaan kulutehokkuutta systemaattisesti läpi historiansa, mikä silmissämme nostaa onnistumisen todennäköisyyttä. Myös palkitseminen on sidottu yhdistettyyn kulusuhteeseen ja sen kehitykseen, jolloin johdon ja henkilöstön kannustimet ovat omistaja-arvoa pitkällä aikavälillä kasvattavissa toimenpiteissä.

#### Arvoajuri 3:

#### Pääoman vapautuminen

- Yhtiö on sitoutunut tehokkaaseen taseen käyttöön nykyisellä strategiakaudella. Korkea pääoman tuotto onkin omistaja-arvonluonnin keskiössä.
- Nordeasta on irtauduttu ja pääomat palautettu omistajille, PE-sijoituksista irtaantuminen on käynnissä ja Mandatumin jakautuminen toteutuu arviolta 1.10.2023.
- Mielestämme ylivahvan taseen purkamisen on täysin perusteltua, nyt kun yhtiö on vakuutus konserni, jonka strategiaan eivät kuulu opportunistiset yritysjärjestelyt.

# Strategia ja taloudelliset tavoitteet 3/3

## Taloudelliset tavoitteet

### Tavoitteet ovat realistiset

Sammolla on määriteltynä konsernitason taloudelliset tavoitteet, joiden lisäksi Ifille ja Hastingsille on määritelty omat taloudelliset tavoitteensa. Käsittelemme tässä kappaleessa konsernitason tavoitteita.

### Underwriting-tuloksen kasvutavoite

konsernitason mielemme perusteltu, sillä se antaa indikaatiota Sammon normaalista tuloskasvuvauhdista nykyrakenteella. Tavoite on mielemme pitkällä aikavälillä realistinen, sillä markkinat kasvavat maltillisesti, markkinaosuuksien jatkuva voittaminen on haastavaa ja yhdistetyt kulusuhteet ovat etenkin Pohjoismaissa tasoilla, joista on vaikea nähdä enää oleellista parantumisen varaa. Näin ollen uskommekin yhtiön toistavan tämän tavoitteen myös seuraavalla strategiakaudellaan.

**Yhdistetyn kulusuhteen osalta** konsernitason tavoite ei mielemme ole optimaalinen mittari ja suosittelemme sijoittajia keskittymään liiketoimintasegmentteihin. Konsernitason 86 %:n tavoite oli aiemmin varsin konservatiivinen, mutta IFRS 17 -muutoksen jälkeen pidämme tavoitetta hyvänä (2022: 85,8 %). Ottaen huomioon riskit mahdollisen yhdistetyn kulusuhteen noususta sijoitustuottojen voimakkaan parantumisen myötä, pidämme todennäköisenä, että yhtiö toistaa nykyisen tavoitteensa myös seuraavalle strategiakaudelle.

**Taseen käyttöä kuvaavien tavoitteiden** osalta tasot ovat hyvin linjassa verrokkien kanssa ja pidämme niitä järkevinä tehokkaan pääomankäytön näkökulmasta. Solvenssi 2 -vakavaraisuustavoitteen osalta on syytä huomioida, että nykyinen tavoite annettiin vanhalla konsernirakenteella ja Mandatumin irtautuessa emme yllätyisi, mikäli yhtiö tarkistaisi tavoitettaan hieman alaspäin tuloksen volatiliiteetin laskun myötä. Yhtiö kuitenkin haluaa säilyttää nykyisen korkean luottoluokituksensa, joten emme näe tavoitteissa merkittävää laskuvaraa. Uusi vakavaraisuustaso voisi olla esimerkiksi 160–180 %.

**Osingonjakotavoite** on mielemme perusteltu myös seuraavalla strategiakaudella. Yhtiön tase on erittäin vahva ja investointimahdollisuudet rajallisia. Näin ollen on luonnollista, että Sampo jakaa myös jatkossa valtaosan tuloksesta ulos osinkoina. Osingon tasainen kasvattaminen on mielemme hyvä tavoite, sillä se tuo osinkovirtaan ennustettavuutta ja sopii yhtiön hyvin defensiiviseen liiketoimintaan. Taseen tyhjennys on edelleen pieneltä osin kesken (PE-sijoitukset) ja näin ollen maininta ylimääräisen pääoman palauttamisesta on edelleen hyvin relevantti. Käsittelemme tätä tarkemmin sivulla [41](#).



## Taloudelliset tavoitteet

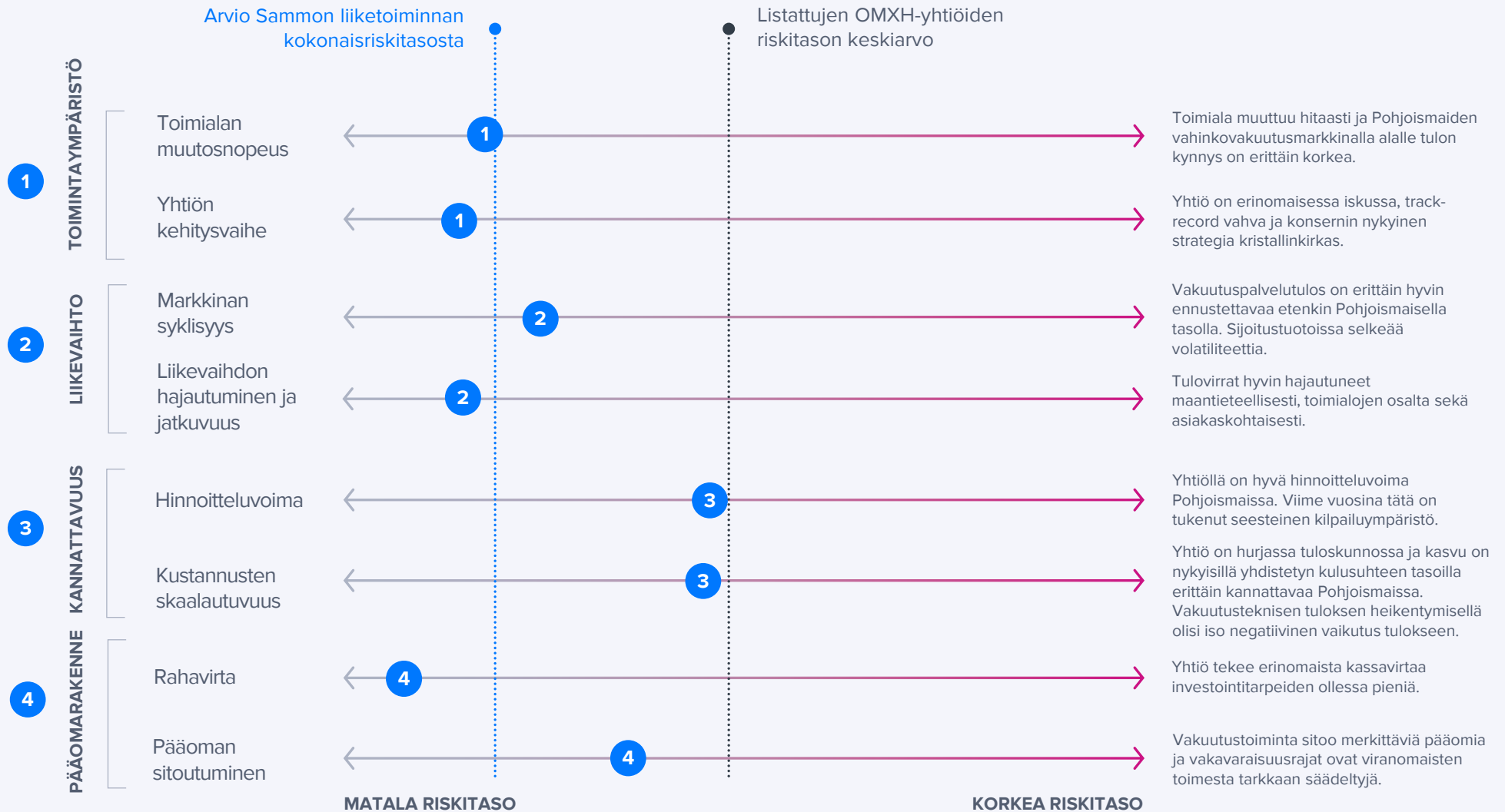
### Sammon taloudelliset tavoitteet 2021–2023:

- Underwriting-tuloksen kasvu vuositasolla keskimäärin **4–6 % p.a.** vuoden 2020 tasosta, koronapandemian vaikutukset pois lukien
- Konsernitason yhdistetty kulusuhde **< 86 %**
- Solvenssi 2 -vakavaraisuussuhde **170–190 %**
- Velkaisuusaste **< 30 %**
- Vähintään **70 % operatiivisesta tuloksesta jaetaan osinkoina**. Tavoitteena tasaisesti kasvava osinko, minkä lisäksi ylimääräinen pääoma palautetaan omistajille

### Inderesin ennusteet 2023–2025e:

- Underwriting-tuloksen kasvu: **+4 % p.a.**
- Yhdistetty kulusuhde keskimäärin: **83–84 %**
- Vakavaraisuussuhde 2025e: **> 210 %**
- Perusosingon kasvu: **+5 % vuodessa**
- Ylimääräinen voitonjako: **~1,3 miljardia euroa**

# Liiketoimintamallin riskiprofiili (ilman Mandatumia)



# Sijoitusprofiili (ilman Mandatumia)

1.

**Erinomaiset näytöt kannattavasta kasvusta vahinkovakuutuksessa**

2.

**Pohjoismaiden vahinkovakuutusmarkkina on poikkeuksellisen houkutteleva**

3.

**Vakaa ja kasvava osinko sekä mahdolliset ylimääräiset pääomanpalautukset**

4.

**Topdanmark-vähemmistön hankinta ja mahdolliset muut yritysjärjestelyt**

5.

**Korkojen nousu nostaa sijoitustuottoja, mutta saattaa aiheuttaa painetta kilpailutilanteeseen ja vakuutustekniseen kannattavuuteen**

## Potentiaali



- Vakuutustoiminnan kasvu Pohjoismaissa
- Hastingsin kasvu
- Topdanmark-vähemmistön hankinta ja synergiat
- Muut yritysjärjestelyt
- Korkojen nousu parantaa sijoitustuottoja
- PE-sijoituksista irtaantuminen

## Riskit



- Pohjoismaisen vahinkovakuutusmarkkinan kiristynvä kilpailutilanne
- Korkojen nousu saattaa heikentää vakuutusteknistä tulosta kasvavan hintakilpailun myötä
- Vakuutuspalvelutuloksen heikentyessä olisi myös Sammon arvostuskertoimissa painetta alaspäin

# Pohjoismainen vahinkovakuutusmarkkina 1/5

## Markkina kasvaa hitaasti

Pohjoismaisen vahinkovakuutusmarkkinan koko oli noin 25 mrd. euroa vuonna 2020 (lähde: Insurance Europe). Historiallisesti markkinan kasvu on ollut vakaata mutta maltillista, ja keskimääräinen vuosikasvu (CAGR) on ollut noin 1–2 % vuosien 2005–2020 välillä. 2020–2023 aikana kasvu on ollut selvästi historiallista vauhtia nopeampaa johtuen selvästi kiihtyneestä korvausinflaatiosta.

Markkinan kasvua ajavat sekä hinnankorotukset että uudet vakuutus sopimukset. Nykyään näistä merkittävämpi on ensin mainittu, sillä vakuutusosavusten määrän ei ole perusteltua olettaa kasvavan olennaisesti alueiden väestönkasvua vauhdikkaammin. Tämä taas johtuu siitä, että lähes 95 %:lla Pohjoismaiden asukkaista on voimassa oleva kotivakuutus (lähde: Statistics Sweden). Myös liikennevakuutus on suurilta osin pakollista, minkä johdosta segmentin vakuutusmaksutulon volyymikasvu on sidottu ajoneuvokannan kehitykseen. Vakuutuslajeista ainoastaan terveystakuutusten odotamme lähivuosina kasvavan muuta taloutta nopeammin.

Inflaatio taas kasvattaa korvauskuluja (ajoneuvojen varaosat ja muut korvattavat asiat muuttuvat kalliimmiksi), mikä lopulta valuu vakuutusmaksujen hintoihin. Pohjoismaissa kilpailutilanne on ollut viime vuosina melko seesteistä, minkä myötä yhtiöt ovat saaneet kasvaneita kulujaan vyörytettyä tehokkaasti omien tuotteidensa hintoihin.

Lähivuosina odotamme vahinkovakuuttamisen kilpailutilanteen säilyvän kohtalaisen vakaana, jolloin inflaatio välittyy tehokkaasti myös toimialan yhtiöiden liikevaihtoon. Näin ollen inflaatiokehityksen ennustaminen ei mielestämme ole sijoittajan kannalta kovinkaan relevanttia. Myös

pitkällä aikavälillä odotamme kasvun mukailevan Pohjoismaiden bruttokansantuotteen kehitystä, sillä toimialan liikevaihto/BKT-suhde on säilynyt kohtalaisen stabiilina vuodesta toiseen.

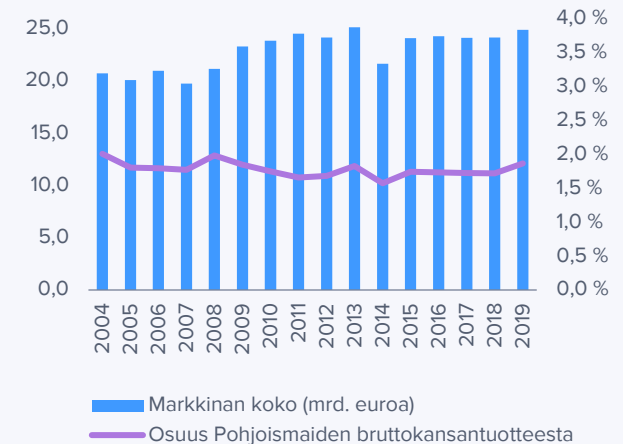
## Vakuutusmarkkina on hyvin keskittynyt

Pohjoismainen vahinkovakuutusmarkkina on hyvin keskittynyt, ja kolmen suurimman yhtiön osuus kokonaismarkkinasta vaihtelee eri Pohjoismaissa 65–80 %:n välillä (lähde: Insurance Europe). Kilpailutilanne on myös ollut varsin vakaa, sillä vuodesta 2015 suurimpien yhtiöiden yhteenlaskettu markkinaosuus on pysynyt lähes muuttumattomana. Tätä ennen markkinalla nähtiin maltillista keskittymistä, mikä voinee selittyä muun muassa digitaalisten jakelukanavien merkityksen kasvamisena. Näihin suuret toimijat voivat panostaa pienempiä kilpailijoita voimakkaammin, mikä on nostanut kustannuksia ja heikentänyt pienempien toimijoiden kilpailukykyä. Ainoastaan Norjassa kolmen suurimman osuus kokonaismarkkinasta on selvästi laskenut. Erityisen keskittynyttä vahinkovakuuttaminen on Suomessa, jossa kolme suurinta vastaa noin 80 %:sta vakuutusmaksutuloa.

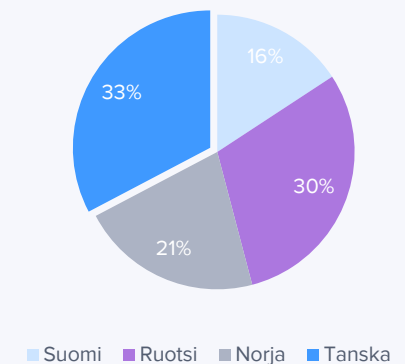
## Nykyinen markkinatilanne on yhtiöille suotuisa

Vahinkovakuutuksessa asiakkaat maksavat vakuutusmaksunsa etukäteen vakuutuskauden (yleensä yksi vuosi) alussa. Nämä varat vakuutusyhtiö sijoittaa tyypillisesti matalalla riskillä pääosin lyhyen juoksuajan velkakirjoihin, mistä muodostuvat vakuuttajien sijoitustuotot. Sijoitustuottojen ohella vakuutusyhtiöiden kannattavuus muodostuu vakuutuspalvelutuloksesta, joka määrittellään tilikaudelle jaksotettavien vakuutustuottojen ja kulujen (liiketoiminnan kulut sekä maksetut korvaukset) erotuksena.

## Kokonaismarkkinan kehitys



## Maksutulon jakauma maittain



Lähde: Insurance Europe



# Pohjoismainen vahinkovakuutusmarkkina 2/5

Vakuutuspalvelutulojen tärkein tunnusluku on yhdistetty kulusuhde, joka huomioi sekä vahingoista aiheutuneet korvaukset että liiketoiminnan kulut. Heikentävä vahinkosuuhde (maksetut korvaukset/maksutulo) tarkoittaa siten joko korkeampia korvauskuluja tai matalampia vakuutushintoja. Hintakilpailutilanteen kehityksestä saakin mielestämme parhaan kuvan tarkastelemalla juuri vahinkosuhteen kehitystä, sillä vahinkosumma (vakuutuskantaan suhteutettuna) säilyy arviomme mukaan kohtalaisen vakaina vuodesta toiseen, erityisesti matalan inflaation ajanjaksoina.

2000-luvun alkuun verrattuna korvauskulujen suhde vakuutusmaksutuottoihin on pääosin laskenut Pohjoismaissa, mikä viittaa yleisen hintakilpailun maltillistumiseen ja terveeseen kilpailutilanteeseen. Yhdistetyn kulusuhteen arvioinnissa on lisäksi huomioitava sijoitustoiminnan kannattavuus, sillä matalien korkojen aikana tulee vahvan vakuutuspalvelutulojen kompensoida matalia sijoitustuottoja riittävään pääoman tuottoon yltämiseksi. Tämä voikin osaltaan olla yksi selittävä tekijä vakuutusyhtiöiden viime vuosikymmenen aikana laskeneisiin yhdistettyihin kulusuhteisiin.

Lisäksi viime vuosien kannattavuutta ovat tukeneet koronan myötä hetkellisesti vähentyneet autoilu sekä kodin ulkopuolella liikkuminen, mikä on laskenut vahinkoja ja siten korvausmääriä. Vuoden 2022 vahvaa kehitystä taas tuki korkojen raju nousu, sillä korkeampi diskonttokorko laskee tulosvaikutteisesti vastuuvelan määrää. Markkinalla näkyy myös viitteitä siitä, että vakuutustapahtumien määrä hitaasti laskee, mutta tapahtumakohtaiset korvaussummat vastaavasti nousevat.

## Kilpailun kireys riippuu myös suhdanteesta

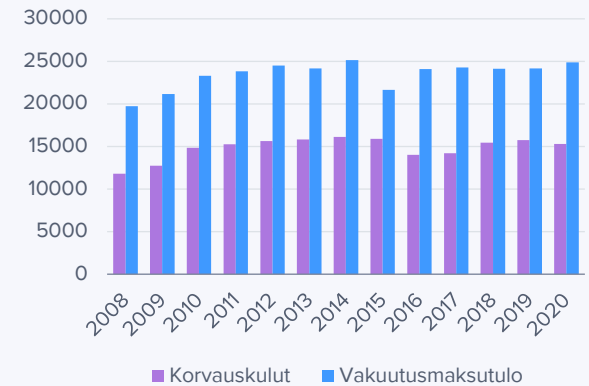
Myös talouden syklillä voi olla vaikutusta toimialan

yhtiöiden kannattavuuteen erityisesti inflaation myötä kasvavien kustannusten seurauksena. Kovan hintakilpailun vallitessa yhtiöt eivät saa paisuvia korvaus- ja liikekulujaan vyörytettyä täysimääräisinä asiakashintoihin, jolloin vakuutustoiminnan kannattavuus kärsii. Lisäksi korkeasuhdanteessa kuluttajien yleinen aktiiviteetti on usein korkeampaa, jolloin myös korvaustapahtumien lukumäärä kasvaa. Tämän vastapainona vahvassa taloussuhdanteessa riskitön korko tyypillisesti nousee ja sitä kautta vakuutusyhtiöiden sijoitustoiminnan tulos kohenee. Tähän dynamiikkaan viitataan usein vakuutusyhtiöinä.

Yllä kuvattu vakuutusyhtiöiden vaatii kuitenkin toteutuakseen hintakilpailua markkinalla, sillä seesteinen kilpailutilanne mahdollistaa vakuutushintojen nousun vähintään korvauskulujen kasvun tahdissa. Tästä erinomaisena esimerkkinä toimivat viime vuodet, joiden aikana yhtiöiden kannattavuudet ovat olleet inflaatiosta huolimatta ennätysvahvoja. Kilpailun kireys vaikuttaakin arviomme mukaan toimialan yhtiöihin selvästi talouden ja bruttokansantuotteen kehitystä voimakkaammin.

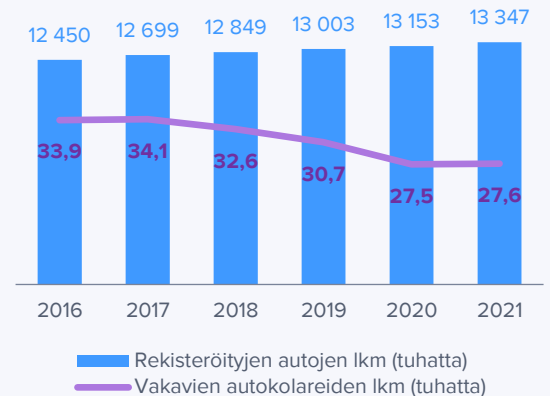
On kuitenkin syytä huomioida, että kilpailun kireys voi myös osittain riippua talouden suhdanteesta, sillä vahvan talouskasvun (ja kasvavan vakuutuskannan) ja korkeiden korkojen aikana uusien asiakkaiden hankinta aggressiivisemmalla hinnoittelulla ja riskinotolla voi vaikuttaa aiempaa houkuttelevammalta, kun korkeammat sijoitustuotot tukevat yleistä kannattavuutta. Heikommissa suhdanteissa kilpailu hinnalla ei ole nykyisten toimijoiden näkökulmasta edes järkevää, sillä arviomme mukaan vain uusien asiakkaiden kohdalla vakuutuksen hinta korostuu vakuutusyhtiön valintakriteerinä.

## Vakuutusmaksujen ja korvauskulujen kehitys Pohjoismaissa (MEUR)



Lähde: Insurance Europe

## Autokannan ja kolareiden kehitys Pohjoismaissa



Kolaritilasto käsittää kolarit, jotka johtaneet loukkaantumiseen tai kuolemaan  
Lähde: Sammon sijoittajamateriaalit

# Pohjoismainen vahinkovakuutusmarkkina 3/5

## Kilpailutilanne kannattavuuden tärkein ajuri

Olemme sivupalkissa hahmotelleet toimialaan vaikuttavien kilpailuvoimien merkitystä yleiselle kannattavuudelle. Arviomme mukaan näistä suurin vaikutus on nykyisellä kilpailutilanteella. Viime vuosien aikana toimialan yhtiöt ovatkin selvästi hyötynneet kilpailutilanteen seesteisyydestä, ja keskimääräinen kannattavuus on noussut erinomaiseksi. Tämän lisäksi asiakkaiden maltillinen neuvotteluvoima tukee toimialan yleistä kannattavuutta, ja uusien tulokkaiden uhka on korkeista alalle tulon esteistä johtuen varsin maltillinen.

Lyhyellä aikavälillä näemme toimialan keskeisenä riskinä hintakilpailun kiristymisen, sillä muiden kilpailuvoimien vaikutukset ovat mittakaavassaan maltillisempia. Lisäksi muut kilpailuvoimat ovat luonteeltaan varsin stabiileja, kun taas kilpailutilanne voi muuttua nopeastikin muun muassa vaikeasti ennakoitavan taloussuhdanteen kehityksen mukana.

Hieman pidemmällä aikajänteellä odotamme puolestaan asiakkaiden neuvotteluvoiman hiljalleen kohentuvan, sillä vaihdon kustannus koostuu pääosin tiedon hankinnasta ja uuden asiakkuuden avaamiseen liittyvästä työstä, joihin vakuutusyhtiöt ja erilaiset palvelutarjoajat voivat ratkaisullaan vaikuttaa. Esimerkiksi Isossa-Britanniassa vakuutusyhtiön kilpailuttaminen ja vaihtaminen on selvästi yleisempää kuin Pohjoismaissa, joissa korkea asiakastytyväisyys johtaa arviomme mukaan pidempiaikaisiin asiakassopimuksiin (arviomme mukaan keskimääräinen asiakkuus on kestoltaan noin 7–10 vuotta). Tällöin erityisesti asiakaspalvelun ja asiakkaan näkökulmasta helppokäyttöisten ja sujuvien palveluiden merkitys

korostuu, sillä vakuutusasioiden hoito (mm. korvausten hakeminen ja käsittely) on lähtökohtaisesti asiakkaille työlästä. Tästä taas seuraa, että olemassa olevien asiakkaiden päätöksiä ajavat muutkin kuin pelkästään hintaan liittyvät seikat. Lisäksi vakuutusten keskittäminen yhteen yhtiöön on yleistä, mikä arviomme mukaan nostaa vakuutusyhtiön vaihtoon liittyvää kustannusta (etenkin terveystakuutuksia on vaikea vaihtaa yhtiöstä toiseen).

## Hyvä asiakaspito tukee kannattavuutta

Toimialan suurten yhtiöiden korkeat oman pääoman tuottoluvut ovat mielestämme vahva indikaatio kilpailuetujen olemassaolosta. Toimialan kilpailuedut taas perustuvat arviomme mukaan pääosin hyvään asiakaspitoon, mikä tarjoaa toimijoille hinnoitteluvoimaa nykyisissä asiakkuuksissaan. Onkin selvää, että keskimääräistä halvempien palvelutarjoajien markkinaosuus olisi nykyistä reilusti korkeampi, mikäli asiakaskunnan hintajousto olisi merkittävä.

Asiakaskanta kuitenkin uudistuu jatkuvasti, kun vanhoja ikäluokkia poistuu markkinalta ja uusia syntyy. Tällöin nykyisessä kokoluokassa pysyäkseen täytyy vakuutusyhtiön pystyä houkuttelemaan myös uusia asiakkaita, erityisesti nuorista ikäluokista. Nuoret taas valitsevat vakuutusyhtiönsä usein vanhempien vakuutusyhtiön perusteella, mikä tarjoaa yli sukupolvien ulottuvaa asiakaspitoa. Kuitenkin arviomme mukaan myös markkinoinnilla ja tunnettuudella on merkitystä vakuutusyhtiön valinnassa. Tämä taas vaatii vakuutusyhtiöltä riittävän suurta kokoluokkaa, jotta mainonnan kustannukset eivät nouse liian suuriksi vakuutusmaksuihin nähden.



## Vahinkovakuutuksen kilpailuvoimat

### Nykyisen kilpailutilanteen kireys (matala)

- Merkittävin kilpailuvoima vahinkovakuuttajille. Määrittää vahvasti toimialalla kulloinkin vallitsevaa kannattavuustasoa.
- Nykyinen kilpailutilanne on varsin seesteinen, eikä aggressiivista hintakilpailua esiinny.
- Riski kilpailutilanteen kiristymisestä on huomattava.

### Asiakkaiden neuvotteluvoima (kohtuullinen)

- Erot tuotteissa hyvin pieniä, joten hinnalla on merkitystä. Vakuutusyhtiön valintaan vaikuttavat kuitenkin myös muut seikat kuten asiakaspalvelun ja korvauskäsittelyn sujuvuus.
- Erityisesti viime vuosina vakuutusyhtiön kilpailuttaminen ja vaihtaminen ovat helpottuneet erilaisten vertailua tarjoavien verkkopalveluiden myötä, mikä kasvattaa asiakkaiden neuvotteluvoimaa. Vaihdon kustannus vaikuttaisi kuitenkin olevan kohtalaisen korkea, sillä asiakaspysyvyys on toimialalla varsin hyvä.
- Asiakkaiden suuri määrä taas heikentää neuvotteluvoimaa, kun vakuutusyhtiön riippuvuus yksittäisestä asiakkaasta on matala.

### Uusien kilpailijoiden/korvaavien tuotteiden uhka (matala)

- Alalle tulon esteet korkeat, sillä vahinkovakuuttaminen vaatii mittavia investointeja tietojärjestelmiin ja vakavaraisuuspääomaan sekä riittävästi historiallista vahinkodataa riskienhallintaan.
- Kohtalaisen hyvä asiakaspito sekä toimialan maltillinen kasvunäkymä laskevat uusien kilpailijoiden uhkaa.
- Toiminta vaatii myös viranomaisluvan.

# Pohjoismainen vahinkovakuutusmarkkina 4/5

Lisäksi vakuutusyhtiön kilpailutus on käsityksemme mukaan yleisempää nuorempien ikäluokkien keskuudessa. Näin ollen asiakaspidon voidaan ajatella laskevan ajan kuluessa, kun suuria ikäluokkia poistuu seuraavien vuosikymmenten aikana. Lisäksi digitalisaation trendit arvioimme mukaan helpottavat vakuutusyhtiöiden kilpailutusta ja vaihtoa, ja laskevat siten vaihdon kustannusta. Näin ollen vakuutusyhtiöiden välinen kilpailupaine ennemminkin kasvaa kuin vähenee tulevaisuudessa.

Toimialan maltillinen kasvunäkymä ja nykyisten asiakkuuksien suuri merkitys kuitenkin suitsevat kilpailutilanteen kiristymisen todennäköisyyttä. Samalla nykyinen kohtalaisen hyvä asiakaspito laskee myös aggressiivisten hinnoittelukampanjoiden tehoa, sillä hintojen lasku heikentäisi ennen kaikkea nykyisen vakuutuskannan kannattavuutta (uudet hinnat myös vanhojen asiakkaiden saatavilla). Näin ollen yksittäisen suuren vakuutusyhtiön näkökulmasta hinnoitteluvoiman hyödyntäminen on uusien asiakkaiden houkuttelua tehokkaampaa, ja yksityisasiakkaiden kohdalla hinnoittelun pitäisi olla selvästi nykyisiä markkinahintoja aggressiivisempaa markkinaosuuksien voittamiseksi. Pienemmät toimijat taas kärsivät pienemmästä skaalasta johtuvista kustannushaitoista, jolloin näiden mahdollisuudet aggressiiviseen hinnoitteluun ovat heikot, kun lisäksi huomioidaan kilpailijoiden asiakaspito. Yrityisasiakkaille vakuutuksen hinnalla taas on käsityksemme mukaan suurempi merkitys. Riskisuhteet ovatkin pääsääntöisesti korkeampia yritysasiakassegmentissä, mikä indikoi kireämpää kilpailutilannetta ja hinnoitteluympäristöä.

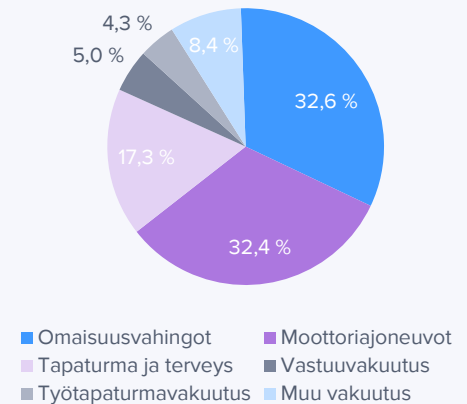
Huomautamme, että vaikka arvioimme

asiakaspidon olevan toimialalla hyvä, ei asiakaskunta kuitenkaan ole immuuni vakuutushintojen muutoksille. Näin ollen yhtiöt kykenevät hyödyntämään hinnoitteluvoimaansa vain, kun toimijoiden välillä on riittävä yksimielisyys hintatasosta ja sen kehityksestä, mikä alleviivaa kilpailutilanteen merkitystä.

## Tehokkuus on skaalaa tärkeämpää

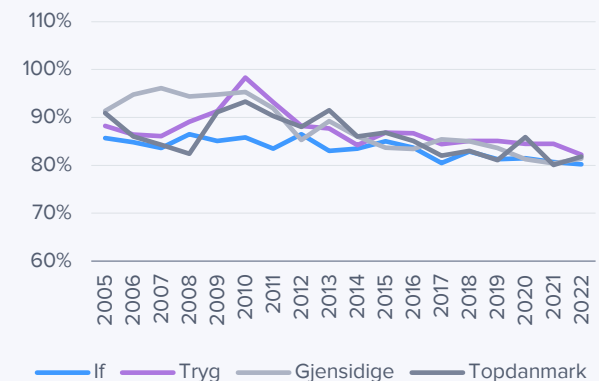
Toimialalla on myös havaittavissa selkeitä skaalaetuja, mutta kestäviksi kilpailuedun lähteiksi näistä ei arvioimme mukaan ole. Skaalaetujen kohdalla olennaista on tarkasteltavan vakuutusyhtiön suhteellinen koko sen kilpailijoihin verrattuna. Näin ollen skaalasta hyötyminen on kilpailun näkökulmasta vaikeaa, sillä pohjoismaisella vakuutusmarkkinalla on useita suuria toimijoita, joiden kokoluokassa erot kustannusrakenteessa eivät enää ole merkittäviä. Tämä taas on seurausta kiinteiden kulujen kohtalaisen matalasta osuudesta. Erot liikekulusuhteissa selittyvätkin arvioimme mukaan enemmän yhtiökohtaisilla tehokkuuksilla kuin skaalaan perustuvilla mittakaavaeduilla. Esimerkiksi Suomessa liikekulusuhteet ovat pysyneet kohtalaisen vakioina 90-luvulta lähtien, vaikka yhtiöiden kokoluokat ovat kasvaneet (lähde: Finanssiala). Vahinkosuhte taas kuvastaa paremmin yksittäisen yhtiön hinnoitteluvoimaa, sillä vahinkotapahtumat ovat pääosin toisistaan riippumattomia (pois lukien säästä johtuvat vahingot, jotka vaikuttavat koko maantieteelliseen alueeseen) ja ovat siten kohtalaisen hyvin ennakoitavissa. Arvioimmekin hinnoitteluvoiman ja valitun hintaposition vaikuttavan korvauskulusuhteen tasoon riskienhallinnan erinomaisuutta voimakkaammin.

Markkina vakuutuslajeittain (2022)



Lähde: Sammon sijoittajamateriaalit

Verrokkien yhdistetyn kulusuhteen kehitys



Lähde: Yhtiöiden tilinpäätökset

# Pohjoismainen vahinkovakuutusmarkkina 5/5

Skaalaetujen kaksi merkittävintä lähettä ovat arviomme mukaan kiinteät liikekulut sekä matalampi hinta jälleenvakuutus sopimuksissa. Liikekulujen osalta skaalaetuja on arviomme mukaan mahdollista saavuttaa erityisesti IT-kuluissa ja muissa yleisissä hallinnon kuluissa (mm. vuokrat, taloushallinto). Myös riskienhallinta tyypillisesti tehostuu kokoluokan kasvaessa, sillä yhtiöillä on käytössään enemmän dataa riskien arviointiin, eivätkä riskienhallintaan vaadittavat resurssit kasva arviomme mukaan liiketoiminnan kasvun suhteessa. Näiden tekijöiden johdosta myös alalle tulon kynnykset ovat korkeat, sillä erityisesti digitalisaatioon vaadittavat panostukset ovat kasvaneet merkittävästi viimeisen vuosikymmenen aikana. Nämä kuitenkin voidaan isossa kuvassa katsoa pakollisina investointeina, jotka koskevat kaikkia toimijoita. Näin ollen emme pidä uskottavana, että esimerkiksi automaation (korvausten käsittely, riskienhallinta, asiakaspalvelu) avulla olisi mahdollista saavuttaa matalampiin kustannuksiin perustuvaa kestävää kilpailuetua.

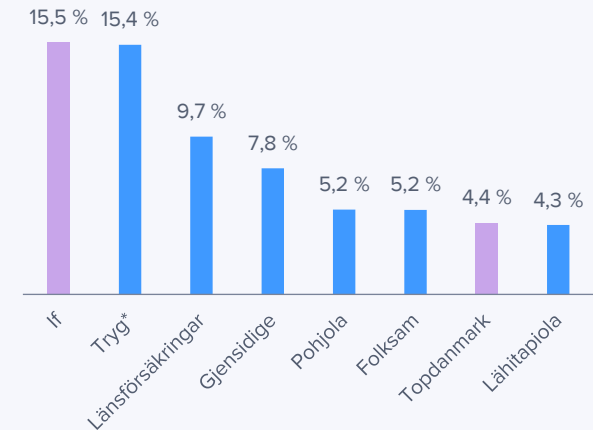
## Odotamme kilpailutilanteen säilyvän vakaana

Odotamme kilpailun pysyvän maltillisena myös lähivuodet, sillä arviomme mukaan epävarma markkinatilanne ja korvauskuluinflaatio pitävät toimijat varovaisina. Hintakilpailun kiristyminen on myös täysin mahdollinen skenaario, vaikka tämä ei nykyisten toimijoiden kannalta olisikaan suotuisaa. Markkinan oligopolistinen luonne laskee kuitenkin hintakilpailun kiristymisen todennäköisyyttä, sillä relevanttien pelureiden määrä on matala ja kilpailijoiden jatkuva seuraaminen sekä näiden

mahdollisiin hinnoittelumuutoksiin vastaaminen on vaivatonta. Pitkällä aikavälillä markkinatilanteen jatkuminen yhtä suotuisana ei mielestämme taas ole järkevä oletus, sillä historia tuntee vain harvoja tapauksia, jossa vastaavassa on kurinalaisesti onnistuttu pitkiä ajanjaksoja. Näin ollen sijoittajan kannattaa vähintäänkin varautua kilpailun kiristymiseen hieman pidemmällä aikavälillä, kun arviomme mukaan asiakkaiden neuvotteluvoima ajan kuluessa kasvaa. Dramaattista muutosta alan kannattavuustasossa emme kuitenkaan oleta, sillä keskittynyt markkina pitää kilpailupaineen maltillisena.

Eroja eri toimijoiden kannattavuuksissa varmasti kuitenkin ilmenee, kun digitalisaatio- ja tehostushankkeet edistyvät eri yhtiöillä vaihtelevaan tahtiin. Tämä voi potentiaalisesti luoda useita vuosia kestäviä kannattavuuseroja, mutta pitkällä aikavälillä odotamme kustannuserojen ja liikekulusuhteiden tasaantuvan parhaiden käytäntöjen siirtyessä yhtiöltä toiselle. Huomautamme, että digitalisaation myötä tehostuva kulurakenne voi myös maltillisesti parantaa vakuutusyhtiöiden kannattavuutta koko toimialan tasolla, mikäli vakuutushinnat eivät jousta kilpailun myötä alaspäin.

## Markkinaosuudet (2021) – Pohjoismaat yhteensä



Lähde: Inderes arvio / Sammon sijoittajamateriaalit  
\*Laskettu mukaan ostetut Codan Norway ja Trygg-Hansa

# If 1/5

## Pohjoismaiden suurin vahinkovakuuttaja

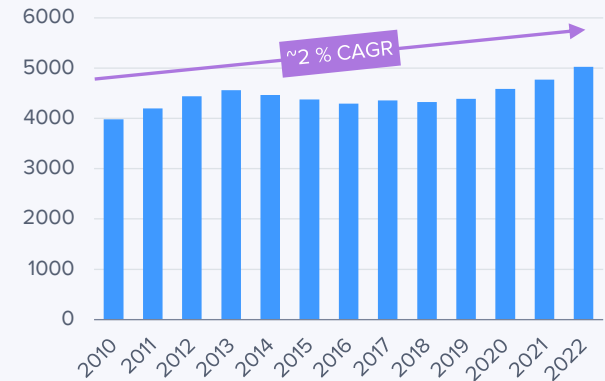
If on vuonna 1999 perustettu pohjoismainen vahinkovakuuttaja. Yhtiöllä on neljä liiketoiminta-aluetta: Henkilöasiakkaat, Yritysasiakkaat, Suurasiakkaat ja Baltia. Asiakkailleen If tarjoaa kattavan valikoiman vakuutustuotteita kuten ajoneuvovakuutuksia, vastuuvakuutuksia, omaisuusvakuutuksia, terveystakuutuksia sekä tapaturmavakuutuksia. Näistä tärkeimmät ovat omaisuus- ja ajoneuvovakuutukset, ja nämä toivat yhteensä yli 70 % vuoden 2022 maksutulosta. Yhtiö toimii Suomessa, Ruotsissa, Norjassa, Tanskassa sekä Baltiassa ja sen palveluksessa on noin 7500 henkilöä. Ifin markkina-asema Pohjoismaissa on vahva, ja se on kolmen suurimman vahinkovakuutusyhtiön joukossa Suomessa (#3), Ruotsissa (#2) sekä Norjassa (#2).

Vahinkovakuuttamisessa asiakkaat maksavat vakuutusmaksunsa jokaisen vakuutuskauden alussa. Vahingon tapahtuessa vakuutusyhtiö maksaa keräämistään maksuista asiakkailleen vakuutuskorvauksia sopimuksen mukaisesti. Vakuutustoiminnan kannattavuus syntyy kerättyjen vakuutusmaksujen sekä maksettujen korvausten ja operatiivisten kulujen erotuksena. Riskienhallinta on siten vakuutusyhtiön keskeisiä toimintoja, jossa onnistuminen on menestymisen kannalta olennaista. Vahinkovakuutukselle tyypillistä on, että vahinkotapahtumat ovat pitkälti toisistaan riippumattomia, jolloin yhteenlaskettujen korvausten määrä on varsin ennustettavaa. Tästä poikkeuksena ovat säähän liittyvät vahingot, jotka koskevat kaikkia kyseisen maantieteellisen alueen asiakkaita. Näiden merkitys on tyypillisesti varsin maltillinen, ja Ifin maksamat korvaukset ovat kohtalaisen vakaita vuodesta toiseen.

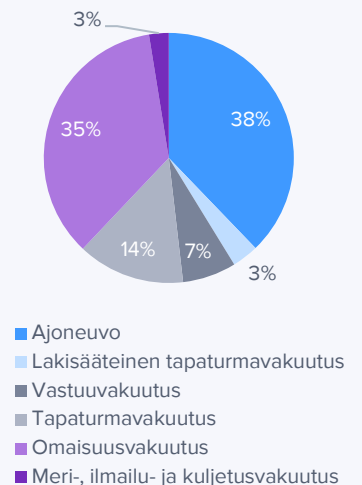
Koska vakuutusmaksut maksetaan etukäteen ja mahdolliset korvaukset vasta myöhemmin vakuutuskauden aikana, tulee yhtiön pitää taseessaan varoja näiden korvaustapahtumien varalle. Tarvittavien varallisuuspuskureiden määrän taas määrittää kullakin markkinalla paikallinen viranomaislainen. Kerätyt varat sijoitetaan pääomamarkkinoille, ja näistä vakuutusyhtiö saa sijoitustuottoja. Pääsääntöisesti vakuutusyhtiöllä on sitä enemmän sijoitettavaa varallisuutta mitä pidempiä vakuutuskaudet ovat. Ifin tapauksessa valtaosa kausista on yhden vuoden mittaisia.

If jakelee tuotteitaan joko suoraan oman myyntiorganisaationsa tai ulkopuolisten myyntiagenttien kautta. Yhtiön omat myyntikanavat koostuvat sekä digitaalisista ratkaisuista että perinteisemmästä suoramyynnistä. Henkilöasiakkaiden vakuutuksissa digitaalisten myyntikanavien – kuten yhtiön omien verkkosivujen – merkitys on selvästi suurin, sillä vuonna 2022 yli puolet asiakassegmentin uusasiakasmyyntistä oli digitaalista. Yritysasiakkaiden puolella henkilökohtaisella myyntityöllä taas on selvästi suurempi merkitys. Jakelukanavat vaihtelevat myös vakuutustyyppien välillä. Ifille tärkeintä ajoneuvovakuutusta myydään suurilta osin yhteistyökumppanien kautta (autovalmistajat, autojen jälleenmyyjät), ja yhtiön verkosto on tämän osalta Pohjoismaiden kattavin. Nämä jakelusopimukset ovat Ifille arvokkaita, sillä autoliikkeen tuovat merkittävästi liiketoimintaa (Ifin markkinaosuus uusien autojen vakuutuksissa ~25 %) eivätkä välitä kerrallaan kuin yhden vakuutusyhtiön tuotteita. Ulkopuoliset jakelukanavat vastaavatkin noin kahdesta kolmasosaa yhtiön tuotteiden myynnistä. Omaisuusvakuutusta puolestaan jaellaan pääosin omilla kanavilla.

Nettovakuutusmaksutuottojen kehitys (MEUR)



Maksutulon jakauma vakuutuslajeittain (2022)



# If 2/5

## Vakuustoiminta on kehittynyt vakaasti

Ifin historiallista kehitystä tarkasteltaessa on syytä erottaa toisistaan sijoitustoiminnan tulos sekä vakuustoittoiminnan kannattavuus, jota mitataan vakuutuspalvelutuloksella. Vakuutuspalvelutulos muodostuu kerättyjen vakuutusmaksujen ja maksettujen korvausten sekä liikekulujen erotuksesta.

Ifin vakuutusmaksutulo kasvoi vuosina 2010–2022 keskimäärin noin 2 % vuodessa, mikä on pääpiirteittäin linjassa pohjoismaisen vakuutusmarkkinan kasvun kanssa. Vuosina 2020–2022 kasvu on kuitenkin ollut selvästi keskiarvoa ripeämpää, reilu 5 % vuositasolla. Tätä on käsityksemme mukaan ajanut pääosin vakuutushintoihin tehdyt inflaatiokorotukset, mutta myös asiakasmäärä on kasvanut. Ifin markkinaosuus on kuitenkin pysynyt viime vuosina vakaana. Huomautamme, että Ifin toimissa usealla valuutta-alueella on valuuttakurssimuutoksilla jonkin verran vaikutusta euromääräisten maksutuottojen kehitykseen.

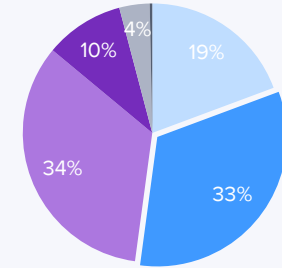
Yhdistetty kulusuhde (liikekulujen ja vahinkokorvausten suhde vakuutusmaksuihin) puolestaan laskee tasaisesti tarkastelujakson alun reilusta 90 %:sta noin 80 %:iin. Riskisuhteen (maksetut korvaukset/vakuutusmaksutuotot) kehitystä tulee mielestämme tarkastella usean vuoden aikajänteellä, sillä tunnusluvun lyhyen aikavälin historialliseen kehitykseen vaikuttivat diskonttokoron muutoksen ohella yksittäiset kvartaalille osuvat suurvahingot, joiden vaikutus taas tasaantuu pidemmällä perspektiivillä katsottuna. Historiallinen aikasarja ei kuitenkaan ole vertailukelpoinen tuoreimpien raportoitujen lukujen kanssa, sillä ennen vuotta 2022 raportoitu

kulusuhde sisältää myös laskennallisia vastuuvelan muutoksia, jotka johtuvat diskonttokoron muutoksesta. Jatkossa nämä erät raportoidaan omalla rivillään osana nettoraahoitustulosta IFRS 17 -kirjanpitostandardin astuttua voimaan vuoden alussa. Siten esimerkiksi vuoden 2022 vertailuluku kasvoi reilusti, kun diskonttokoron nousun positiivinen vaikutus oikaistiin pois (diskonttokoron kasvu laskee vastuuvelan nykyarvoa, ja tämä kirjataan tulosvaikutteisesti).

Lisäksi edelliset kolme tilikautta vaativat valliinneiden poikkeusolosuhteiden johdosta erityistarkastelua. Vuosina 2020–2021 Ifin kannattavuutta tukivat koronan myötä hetkellisesti vähentyneet autoilu sekä kodin ulkopuolella liikkuminen, mikä laskee vahinkoja ja siten korvauskulujen määrää. Vuonna 2022 korvauskulujen lukumäärä palautui arviomme mukaan jo normaalille tasolle koronarajoitteiden päättyessä alkuvuodesta kaikilla markkinoilla. Tämä johtikin diskonttokoron muutoksista oikaistun yhdistetyn kulusuhteen selvään kasvuun inflaation samalla kasvattaessa korvauskuluja. Kuluvana vuonna kulujen kasvu on kuitenkin saatu kompensoitua täysimääräisesti hinnankorotuksilla.

Kannattavuuseroja syntyy myös kohdemarkkinoiden välillä, ja yhdistetyllä kulusuhteella mitattuna yksityisasiakassegmentti on Ifin kannattavinta liiketoimintaa. Myös maakohtaisesti eroja on historiassa ollut, ja heikointa kannattavuus on ollut Tanskassa. Tanskan yhdistetty kulusuhde on ollut viimeisen 10 vuoden aikana keskimäärin yli 96 %, kun Suomessa ja Ruotsissa vastaava luku on alle 80 %. Osaltaan tätä selittää Ifin markkinaosuus, joka on Tanskassa muita markkinoita selvästi matalampi.

## Maksutulon jakauma maittain (2022)

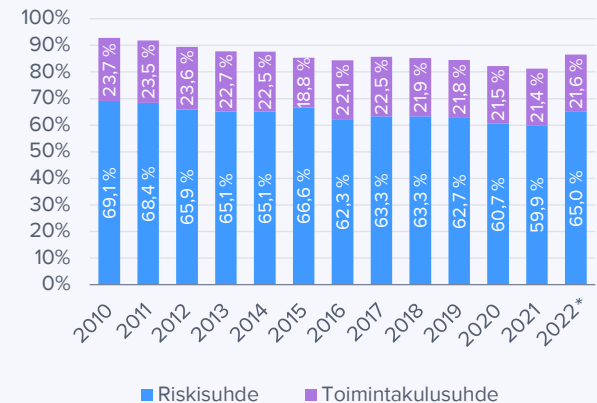


■ Suomi ■ Ruotsi ■ Norja ■ Tanska ■ Baltia ■ Iso-Britannia

**Maksutulo** = vakuutuskauden vakuutusmaksut (laskutetut ja laskuttamattomat).

**Vakuutusmaksutuotot** = vakuutusmaksutulo oikaistuna vakuutusmaksuvastuun muutoksella. Vakuutusyhtiön liikevaihto.

## Yhdistetyn kulusuhteen kehitys



Lähde: Sampo

\*IFRS 17 -konversio huomioitu



# If 3/5

Yleisesti voidaan kuitenkin todeta, että muun markkinan ohella If on selvästi hyötynyt viime vuosikymmenen seesteisestä kilpailuympäristöstä, kun lähes kaikkien toimijoiden fokus on ollut vakuutusteknisen kannattavuuden parantamisessa sijoitustuottojen ollessa paineessa. Myös operatiivisten kulujen osalta toiminta on tehostunut kokoluokan kasvaessa, mikä arvioimme mukaan johtuu kohtalaisen kiinteästä kulurakenteesta ja tämän tarjoamista skaalaeduista. Ifin toimintakulusuhde (operatiiviset kulut/vakuutusmaksutuotot) laski vuosien 2010–2022 välillä noin 24 %:sta reiluun 21 %:iin.

## Korkea asiakastytyväisyys parantaa asiakaspittoa

Taloudellisten lukujen ohella myös muut vakuutusyhtiölle tärkeät tunnusluvut ovat Ifin kohdalla kehittyneet suotuisasti. Asiakastytyväisyyttä If mittaa suositteluindeksillä (NPS), joka on tasaisesti noussut viimeisen viiden vuoden aikana. Myös asiakasvaihuvuuden kehitys on ollut positiivista, ja nykyisin noin 90 % yhtiön asiakkaista solmii uuden vakuutussopimuksen vanhan päätyttyä. Tämä on toki loogista, sillä korkeampi tyytyväisyys johtaa pidempiin asiakassuhteisiin. Asiakaspito taas on toimialalla keskeistä, sillä se on yksittäisen yhtiön tärkein kilpailutekijä kannattavuuden ylläpitämiseksi ja hintasodan kaitsemiseksi.

## Sijoitustoiminta näyttelee merkittävää roolia

Sijoitustuottojen suuresta tulososuudesta johtuen yhtiön sijoitustoiminta on sijoittajan näkökulmasta olennaista, sillä sijoitustuotot ovat vastanneet keskimäärin noin 30 %:n osuutta sen tilikauden tuloksesta. Tämä taas johtuu vakuutustoimialan historiallisesti kohtalaisen maltillisista

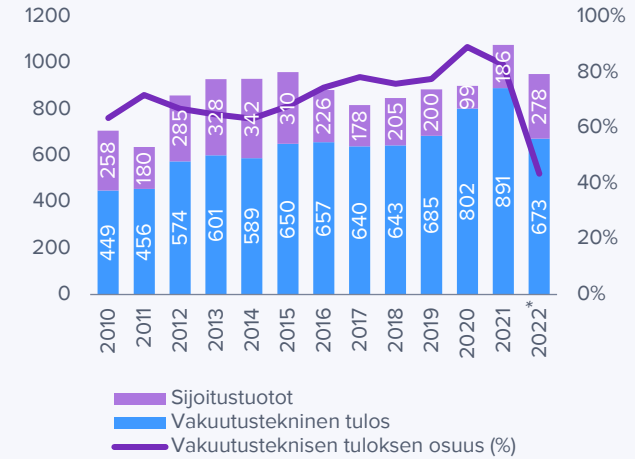
kannattavuustasoista. IFRS 9 -direktiivistä johtuen sijoitustuottojen merkitys raportoidun tuloksen näkökulmasta vain korostuu, sillä salkun käyvän arvon muutokset heiluttavat jatkossa kannattavuutta aiempaa voimakkaammin.

Vakuutusyhtiön liiketoimintamallin mukaisesti If kerää asiakkailtaan vakuutusmaksuja, jotka se sijoittaa edelleen vakuutuksen voimassaoloaikana. Ifillä on oma sijoitustiimi, joka vastaa pääosin yhtiön sijoitustoiminnan pyrittämisestä. Yhtiön sijoitustoiminnan riskitaso on vakuutusyhtiölle tyypilliseen tapaan varsin konservatiivinen ja mielestämme rinnastettavissa muiden vahinkovakuuttajien ja eläkeyhtiöiden vastaaviin.

Vuosina 2004–2022 Ifin sijoitussalkun keskimääräinen vuosituotto oli noin 3,5 %. Ifin sijoitussalkusta (Q4'22) 88 % oli korkosijoituksissa, 11 % osakkeissa ja 1 % rahamarkkinasijoituksissa. Arvioimme nykyisen salkun rakenteellinen pitkän aikavälin keskimääräinen tuotto-odotus on noin 4–5 %, mikä vastaa melko hyvin historiallista tasoa. Nousseiden korkojen ja kohonneen inflaationäkymän johdosta oletamme lähivuosien tuottojen olevan lähempänä haarukan ylälaitaa. Lisäksi matalatuottoisten rahamarkkinasijoitusten suhteellinen osuus on tarkasteltavan ajanjakson matalin, mikä nostaa arviotamme salkun tuottopotentialista.

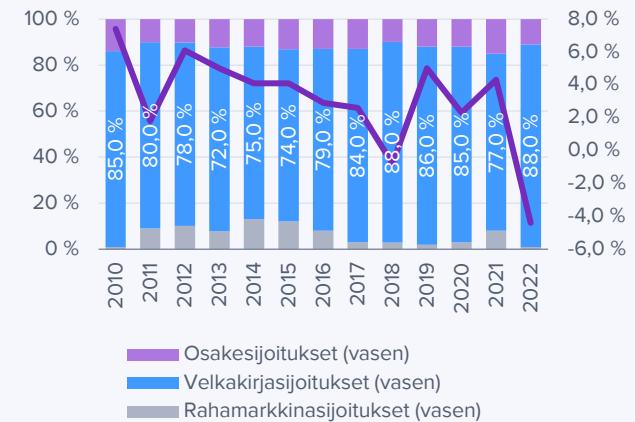
Huomautamme, että If raportoi historiallisia sijoitustuottojaan käyvin arvoin, jolloin yhtiön vuoden alussa käyttöönottama IFRS 9 -direktiivi ei vaikuta lukujen tulkintaan. Erona on, että jatkossa sijoitusten käypien arvojen muutokset näkyvät kokonaisuudessaan myös Ifin tuloslaskelmalla, kun aiemmin näistä kirjattiin tulovaikutteisesti vain osa.

### Ifin tuloksen jakauma (MEUR)



\*IFRS 17 -konversio huomioitu; vuodesta 2022 eteenpäin vakuutuspalvelutulot korvaa vakuutusteknisen tuloksen ja rahoitustoiminnan nettotulos korvaa sijoitustuotot

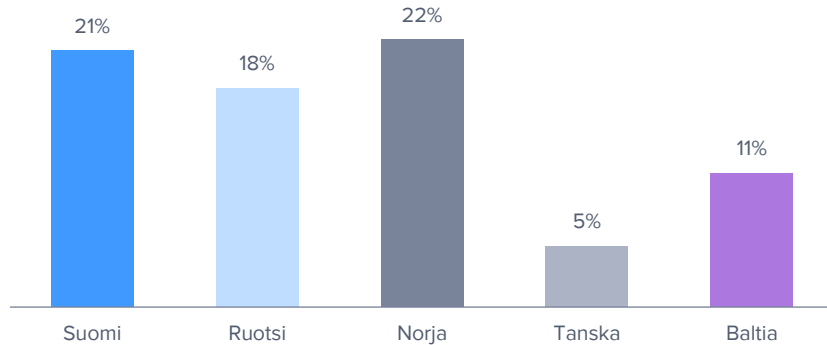
### Sijoitussalkun jakauma ja sijoitustuotot



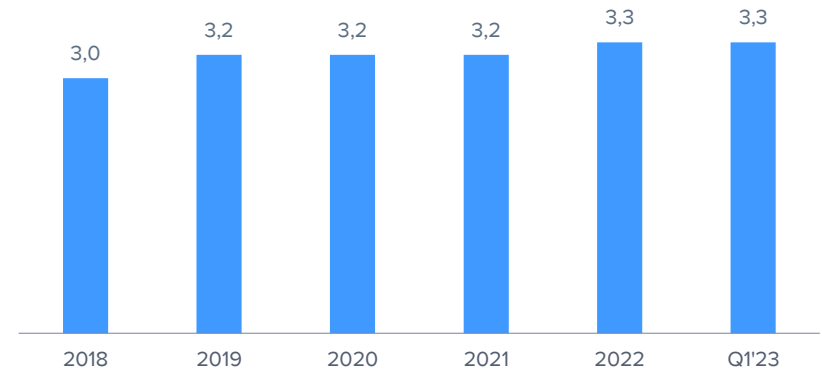
Lähde: Sampo

# Ifin tunnuslukujen kehitys

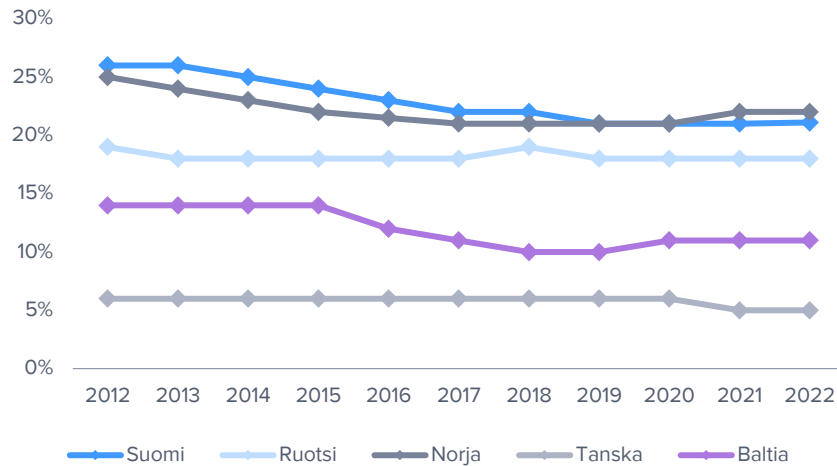
Ifin markkinaosuudet markkinoittain (2022)



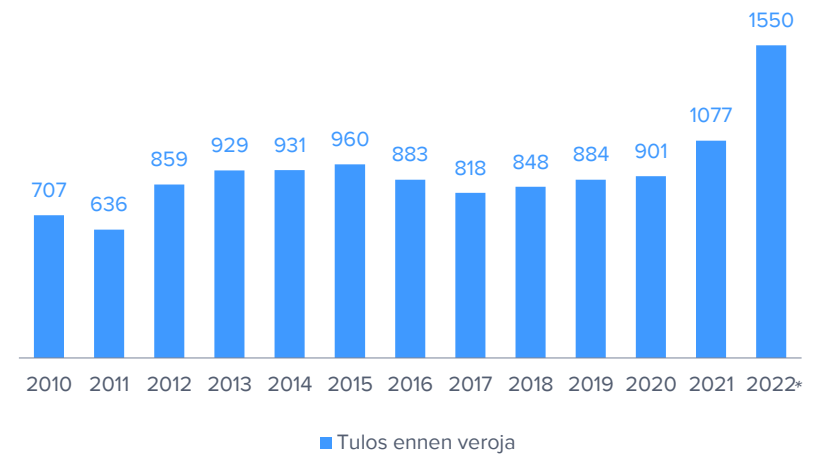
Ifin kotitalousasiakkaiden määrän kehitys (miljoonaa)



Ifin markkinaosuuksien kehitys



Ifin tuloskehitys (MEUR)\*



\*2016 asti mukana Topdanmarkin Sammolle kuuluva tulososuus

\*\*IFRS 17 mukaiset luvut



# If 4/5

## Ennusteet

Ifin lähivuosien tuloksessa on tärkeä huomioida, että tuloksen lyhyen aikavälin volatiliteetti kasvaa kirjanpitu muutoksista johtuen (IFRS 9 ja IFRS 17). Hieman pidemmällä aikavälillä näiden vaikutus kuitenkin neutralisoituu ja tulos on edelleen erittäin hyvin ennustettava. Haluamme myös huomauttaa, että vaikka sijoitustuotot ovatkin tänä vuonna ennusteissamme erittäin hyvällä tasolla, on vakuutuspalvelutuloksen osuus kokonaistuloksesta silti yli 70 %.

## 2023 tulossa erinomainen vuosi

Ifin vuosi 2023 lähti erittäin hyvin liikkeelle. Yhtiön Q1-tulos ylitti selvästi markkinan odotukset erinomaisesta vakuutuspalvelutuloksesta (337 vs. 281 MEUR) johtuen. Maksutulo kasvoi valuuttaneutraalisti yli 6 % hinnankorotusten vetämänä. Yhdistetty kulusuhde oli 82,4 %, jota voidaan pitää erinomaisena kausiluontoisesti hankalimmalla neljänneksellä. Hurjaa yhdistettyä kulusuhdetta selittää osin suurvahinkojen odotuksia matalampi määrä. Myös sijoitustuotot olivat hyvällä tasolla ja Ifin korkosalkun efektiivinen tuotto (YTM) oli Q1 lopussa noin 5 %. Erinomaisen Q1-raportin myötä If myös tarkisti ohjeistustaan ja odottaa nyt 82–84 %:n yhdistettyä kulusuhdetta (aik. alle 85 %). Muutos oli yllättävänkin suuri ja mielestämme kertoo yhtiön näkevän markkinatilanteen suotuisana myös loppuvuonna.

Loppuvuoden osalta Ifin näkymä onkin mielestämme erittäin hyvä. Pohjoismainen vahinkovakuutusmarkkina on kilpailutilanteen

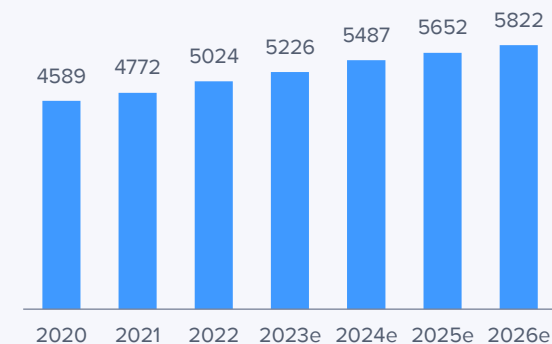
osalta edelleen hyvin rationaalinen ja hinnankorotukset viedään edelleen läpi laajalla rintamalla. Odotammekin Ifin maksutulon jatkavan valuuttaneutraalisti ripeää kasvuaan korkeasta korvauskuluinflaatiosta johtuen. Yhdistetty kulusuhde säilyy erittäin vahvana ja ennustamme sen olevan 82,8 %, eli hieman yhtiön ohjeistuksen keskikohtaa parempi.

Suurin epävarmuus ennusteissamme liittyy luonnollisesti rahoitustoiminnan nettotulokseen, jonka volatiliteetti kasvaa selvästi IFRS 9 -standardin myötä. Korkotason pysyessä nykyisellä tasolla pitäisi rahoitustoiminnan nettotuloksen olla reilusti yli 300 MEUR vahvalla tasolla olevista sijoitustuotoista johtuen. Kokonaisuutena ennustamme Ifin tuloksen olevan erinomainen 1247 MEUR.

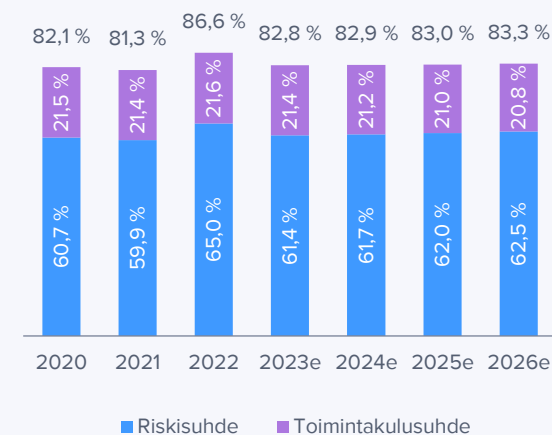
## Yhtiö jatkaa tasaista parantamistaan, mutta tulokasvu on kiven alla

Lähivuosien osalta ennusteiden iso kuva on hyvin selkeä. Vuonna 2024 kasvu saa vielä tukea inflaatiosta, mutta hiljalleen kasvu normalisoituu ennusteissamme noin 3 %:iin, joka on arviomme mukaan linjassa yleisen markkinakasvun kanssa. On selvää, että Ifin mahdollisuudet kasvaa selvästi markkinaa nopeammin ovat hyvin rajalliset yhtiön suosiossa vakuutuspalvelutuloista liikevaihdon kasvun yli. Huomautamme, että nykyisillä yhdistetyn kulusuhteiden tasolla Ifin kasvu on erittäin kannattavaa.

Nettovakuutusmaksutuottojen ennusteet (MEUR)



Yhdistetyn kulusuhteen ennusteet\*



Lähde: Sampo

\*Vuodesta 2022 lähtien IFRS 17 mukaisesti

# If 5/5

Vakuutuspalvelutuloksen osalta odotamme riskisuhteessa lievää painetta ylöspäin, kun toimialan korkeat kannattavuudet yhdessä asteittain rauhoittuvan kuluinflaation sekä nousevien sijoitustuottojen kanssa nostavat yksittäisten toimijoiden kannustimia hintavetoiseen kilpailuun. Tämä vaikutuksen arvioimme kuitenkin jäävän koko Ifin tasolla rajalliseksi, ja samalla jatkuvasti parantuva liikekulusuhde kompensoi tätä.

Toimintakulusuhteen kehitystä ajaa ennusteissamme liiketoiminnan digitalisaation eteneminen (mm. korvauskulujen käsittely, asiakaspalvelu, myynnin tehostuminen itsepalveluratkaisuilla) ja liiketoiminnan kokoluokan kasvu. Uskommekin Ifin olevan kulutehokkuuden osalta hyvässä asemassa vahvojen kehitysresurssien myötä, eikä tämä papereissamme ainakaan muodostu kannattavuuden esteeksi. Yhtiöllä ei myöskään ole käytössä erillisiä maaorganisaatioita, mikä poistaa ylimääräisiä hallinnollisia kerroksia. Näiden yhteisvaikutuksesta odotamme lähivuosina vain rajallista heikentymistä yhdistettyyn kulusuhteeseen, jonka odotamme olevan vuosina 2024–2026 keskimäärin noin 83 %. Muistutamme, että taso on erinomainen niin suhteellisesti kuin absoluuttisesti ja alle yhtiön nykyisen tavoitteen (alle 85 %) sekä historiallisen keskiarvon (88 % vuosina 2010–2022).

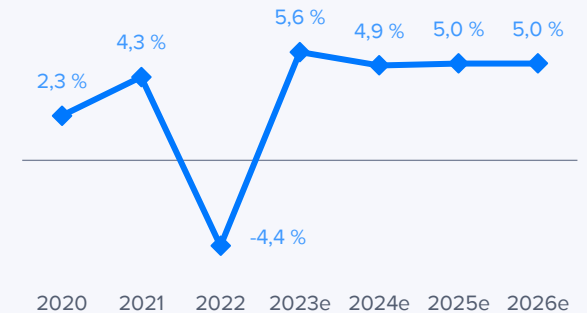
Myös sijoitustuotot tulevat säilymään ennusteissamme hyvällä tasolla, kunhan korkotaso ei laske oleellisesti nykyisestä. Kokonaisuutena odotamme Ifiltä lähivuosilta noin 3 %:n vuotuista

tuloskasvua. Ajurit ennusteitamme ripeämpään tuloskasvuun olisivat: 1) korkojen jatkuva nousu, mikä tukisi sijoitustuottoja tai 2) pidempään korkeana jatkuva inflaatio, mikä tukisi vakuutusmaksutulon kasvua (edellyttää hintakurin säilymistä markkinalla). Muistutamme kuitenkin, että Ifin tuloskasvuedellytykset nykyisellään ovat suhteellisen rajalliset, mitä yhtiö myös itse alleviivaa omilla taloudellisilla tavoitteillaan. Suurempien tulosloikkien sijaan sijoittajien onkin syytä odottaa Ifin jatkavan jo kohta kaksi vuosikymmentä kestänyttä jatkuvaa parantamistaan.

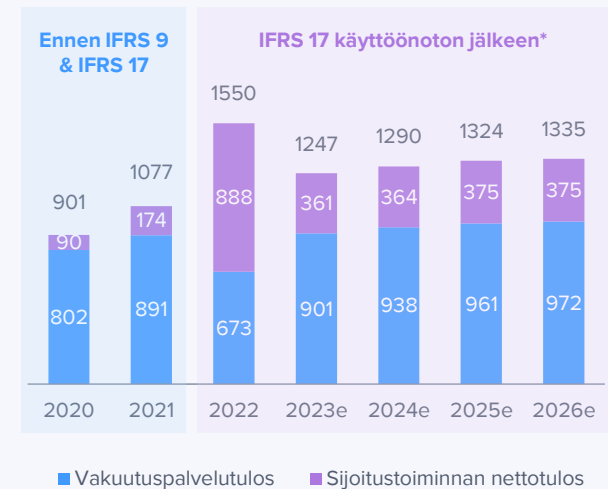
## Ennusteet linjassa konsensuksen kanssa

Olemme Ifin ennusteissamme hyvin linjassa konsensuksen kanssa. Konsensus on meitä hieman optimistisempi vakuutuspalvelutuloksen suhteen ja odottaa yhdistetyn kulusuhteen pysyvän ennallaan, kun me odotamme sen lievää heikentymistä. Sijoitustuottojen osalta olemme puolestaan lievästi konsensuksen yläpuolella, jolloin nämä efektit netottavat pitkälti toisensa. Kokonaisuutena ennusteemme ovat lähivuosille 1–2 % konsensuksen alapuolella.

## Sijoitustuottojen ennusteet (käyvin arvo)



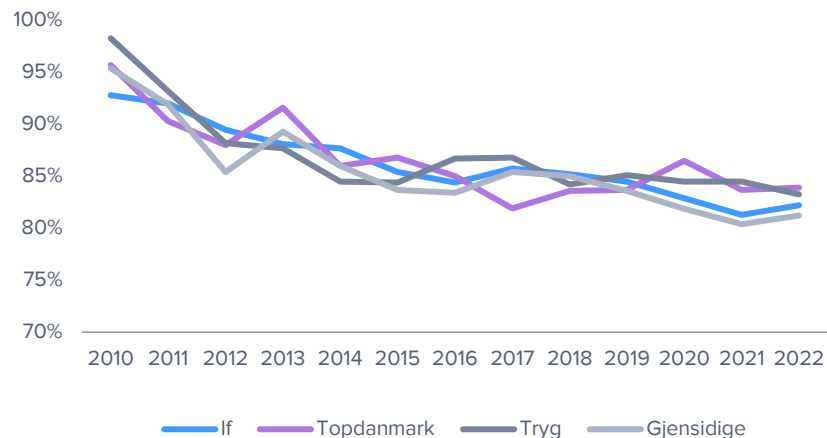
## Ennusteet – Tulos ennen veroja (MEUR)



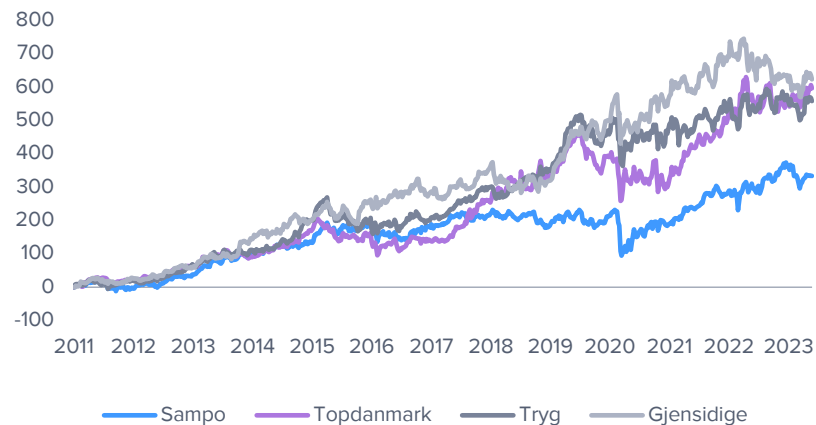
\*Ennusteet huomioivat myös IFRS 9:n vaikutukset  
Lähde: Sampo

# Ifin verrokkien kehitys

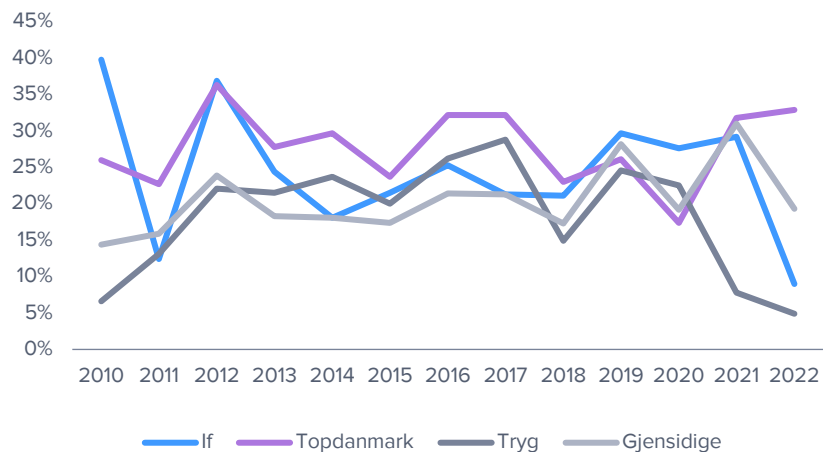
## Yhdistetty kulusuhde-%



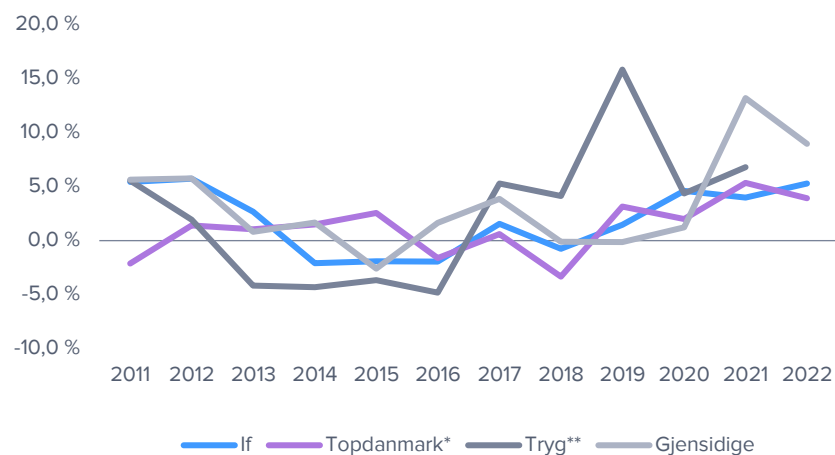
## Sammon ja keskeisten verrokkien kokonaistuotto-%



## Historiallinen oman pääoman tuotto-%



## Maksutulon kasvu-%



\*Pelkkä vahinkovakuutusliiketoiminnan kehitys

\*\*2022 kasvu oikaistu pois suuresta yrityskaupasta johtuen

# Topdanmark 1/3

## Yhtiökuvaus

Topdanmark on Tanskan kolmanneksi suurin vahinkovakuutusyhtiö noin 16 %:n markkinaosuudellaan. Yhtiö keskittyy henkilöasiakkaiden, maatalouden ja pk-yritysten vakuuttamiseen. Asiakkaita Topdanmarkilla on noin 620 000. Topdanmarkilla oli aiemmin myös henkivakuutusliiketoiminta, mutta yhtiö myi sen Nordealle vuonna 2022. Yhtiö on listattu Kööpenhaminan pörssiin.

Vahinkovakuutusliiketoiminta jakautuu kahteen alueeseen: Henkilö-, ja yritysasiakkaisiin. Henkilöasiakkaille tarjottavien keskeisimpiä vakuutus tuotteita ovat moottoriajoneuvo-, koti-, irtaimisto- sekä sairaus- ja tapaturmavakuutukset. Topdanmarkin erikoistuneempaan tuotetarjoomaan lukeutuvat matka-, eläin- ja elektroniikkavakuutukset sekä omistusoikeuden siirtymiseen liittyvät vakuutukset. Henkilöasiakkaat-liiketoiminta-alueen osuus yhtiön vahinkovakuutuksen vakuutusmaksutulosta on 54 %.

Pk-yritykset-liiketoiminta-alueen osuus vakuutusmaksutulosta on 46 %. Topdanmarkin asiakkaina on noin 110 000 pk-yritystä tai maatalousyritystä.

## Historiallinen kehitys ollut vakaata

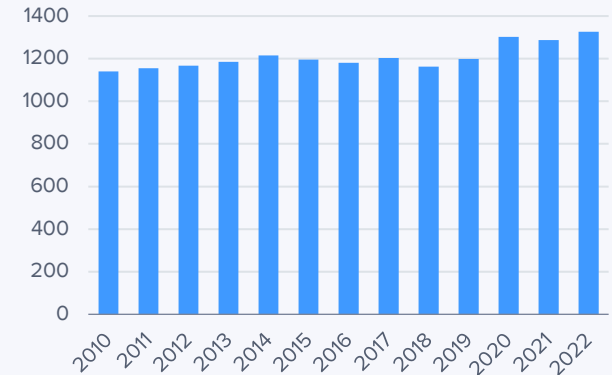
Topdanmark on filosofialtaan hyvin lfin kaltainen, ja myös se on aina preferoinut vakuutusteknistä tulosta kasvun edelle. Yhtiön kasvu onkin ollut hyvin vaatimatonta ja 2010–2022 keskimääräinen vakuutusmaksutulon kasvu on ollut vain hieman yli prosentin. Samaan aikaan yhtiön markkinaosuus on laskenut 18 %:sta noin 16 %:iin. Heikkoa kasvua selittää vakuutusteknisen fokuksen lisäksi yhtiön

positioituminen kasvukeskusten ulkopuolelle. Aiemmin myös yhtiön heikohko digitaalinen kyvykyys on todennäköisesti toiminut jarruna kasvulle, joskin yhtiö on parantanut tällä saralla merkittävästi viime vuosina isojen investointien myötä.

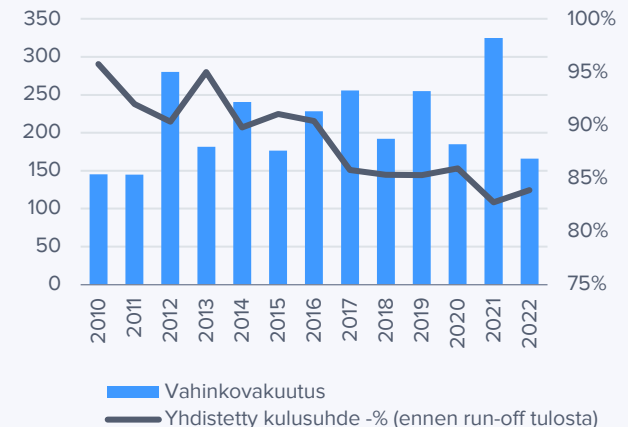
Samaan aikaan yhtiön vakuutusteknisen tuloksen kehitys on kuitenkin ollut erinomaista ja yhdistetty kulusuhde on laskenut trendinomaisesti vuoden 2010 noin 93 %:sta vuoden 2022 noin 83 %:iin. Samalla kuitenkin sijoitustuottojen taso on laskenut selvästi johtuen voimakkaasti madaltuneesta korkotasosta. Tämän seurauksena yhtiön tuloskehitys on ollut verrattain vakaata. Osakekohtainen tulos on kuitenkin kasvanut selvästi yhtiön aiemmin ostettua merkittävästi omia osakkeitaan.

Myös pääoman allokoinnissa yhtiö on ollut hyvin konservatiivinen ja pääfokus on ollut varojen palauttamisessa sijoittajille esimerkiksi yritysostojen sijaan. Vuoteen 2017 asti yhtiön voitonjakomuoto oli omien osakkeiden hankinta, mutta tämän jälkeen yhtiö on alkanut jakaa osinkoa pääomistajansa Sammon toiveesta. Merkittävimmät yrityskaupat Topdanmarkin lähihistoriassa ovat henkivakuutus toiminnan myynti Nordealle (kauppahinta 270 MEUR) sekä tanskalaisen vakuutusyhtiö Oona Health A/S:n hankinta 2023 (noin 300 MEUR), jonka odotetaan toteutuvan 2023 aikana. Yhtiön nykyisenä tavoitteena on jakaa osinkoina vähintään 70 % tuloksestaan, ja markkinat odottavat yhtiön jakavan lähivuosina käytännössä koko tuloksensa osinkoina.

Vahinkovakuutus toiminnan vakuutusmaksutulon kehitys (MEUR)



Vahinkovakuutus toiminnan tulos ennen veroja ja kannattavuus (MEUR)



Lähde: Topdanmark

# Topdanmark 2/3

## Omistuksen pattitilanne

Sampo sijoitti Topdanmarkiin ensimmäisen kerran 2011 ja kasvatti tämän jälkeen tasaisesti omistustaan (sekä ostamalla osakkeita että Topdanmarkin aggressiivisten omien osakkeiden ostojen myötä). 2016 Sammon omistus Topdanmarkista nousi yli 30 %:iin ja yhtiö teki siitä pakollisen ostotarjouksen ilman preemiota. 2017 Topdanmarkista tuli Sammon tytäryhtiö, kun Sampo tulkitsi että sillä on määräysvalta yhtiössä. Omistus pysyi ennallaan vuosia, sillä Topdanmark lopetti omien osakkeiden ostot vuonna 2017 (voitonjakopolitiikka vaihtui osingonjakoon) eikä Sampo ostanut osakkeita johdon pitäessä hintaa jatkuvasti liian korkeana. Sampo on jo vuosia tuonut hyvin selkeästi esille, että se haluaisi omistaa Topdanmarkin kokonaan. Topdanmarkin haastava arvostustaso on kuitenkin toiminut jarruna ostotarjouksen tekemiselle.

Selkeä muutos Sammon suhtautumisessa Topdanmarkiin tapahtui Q4'21, kun Sampo osti ensi kertaa vuosien kohtalaisen määrän osakkeita markkinoilla. Tämän jälkeen yhtiö on ostanut hyvin pieniä määriä osakkeita markkinalta, ja omistus on tällä hetkellä 48,5 %. Vaikka määrät ovatkin olleet varsin vaatimattomia, on muutos mielestämme merkittävä, sillä se kertoo Sammon olevan valmis tekemään liikkeitä nykyisillä kurssitasoilla.

Sammon kannalta Topdanmarkin tilanne on ongelmallinen. On sanomattakin selvää, että Topdanmark olisi erinomainen lisä Sammolle ja sen fuusioiminen Ifiin tarjoaisi merkittäviä synergioita. Nykyisellään If on Tanskassa liian pieni (5 % markkinaosuus) ja fuusio Topin kanssa nostaisi yhtiön Tanskan toiseksi suurimmaksi toimijaksi. Ongelmaksi muodostuu osakkeen hinnoittelu, joka on systemaattisesti preemiolla suhteessa

verrokkeihin. Käytännössä osakekurssi hinnoittelee jo sisään jonkinlaista preemiota Sammon ostotarjouksesta, sillä sen todennäköisyyttä pidetään yleisesti niin korkeana. Tämä puolestaan estää käytännössä mahdollisuuden sille, että Topdanmarkin kurssi laskisi merkittävästi nykyisestä.

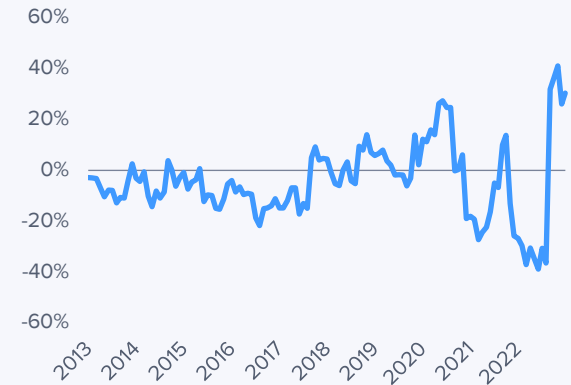
## Mahdollinen ostotarjous

Topdanmarkin markkina-arvo on tällä hetkellä noin 4,4 miljardia euroa ja muiden kuin Sammon omistamien osakkeiden markkina-arvo on noin 2,2 miljardia. Mahdollinen ostotarjous vaatisi arviomme mukaan selvän preemion nykykurssille ja mikäli sovellamme 30 %:n preemiota tulisi loppujen osakkeiden hinnaksi noin 2,9 miljardia euroa. Koska preemio maksettaisiin vain muille omistajille, olisi Topdanmarkin markkina-arvo tässä laskelmassa noin 5,0 miljardia euroa.

Topdanmarkin tulos verojen jälkeen on 2023 konsensusennusteella noin 200 MEUR, eli P/E-kertoimeksi muodostuisi noin 25x. Huomautamme, että Topdanmarkin 2023 tulos on erittäin hyvä ja mielestämme se antaa varsin oikean kuvan yhtiön normaalista tulokunnosta.

Olemme karkeasti hahmotelleet, että mahdollinen fuusio Topdanmarkin kanssa tarjoaisi varovaisesti arvioiden vähintään 50 MEUR:n vuotuiset synergiat ja optimisessa skenaariossa synergiat voisivat nousta jopa 100 MEUR:oon. Keskeiset synergialähteet olisivat päällekkäisten kulujen karsinta (Tanskassa nyt 2x organisaatiota), jälleenvakuutuksien matalammat hinnat sekä IT-järjestelmät. Lisäksi yhtiöillä olisi arviomme mukaan saavutettavissa operatiivisia synergioita vielä merkittävästi tämän päälle (vastaavia, joita Hastingsistä saatu).

Topdanmarkin P/E-kerroin vs. Tryg, Sampo ja Gjensidige keskiarvo



Topdanmarkin P/E-kerroin vs. Sampo



Lähde: Bloomberg

# Topdanmark 3/3

Synergiat huomioiden Topdanmarkin tulos verojen jälkeen olisi noin 250–300 MEUR ja P/E-kerroin laskisi noin 20–17x tasolle, mikä on linjassa muiden pohjoismaisten vahinkovakuuttajien arvostusten kanssa. Mielestämme taso on haastava, kun huomioidaan, että se sisältää oletetut synergiat.

On selvää, että preemion maksaminen nykyisen korkean arvostustason päälle laimentaa Sammon sijoituksen tuottoa ja Topdanmarkiin laitetun lisärahan tuotto jää väistämättä lyhyellä aikavälillä vaikeaksi. Mielestämme transaktio olisi tästä huolimatta kuitenkin perusteltu johtuen poikkeuksellisesta teollisesta logiikasta sekä pitkän aikavälin synergiapotentialista, edellyttäen että haarukoimamme synergioiden kokoluokka on oikea.

Näkemyksemme mukaan Sampo kykenisi rahoittamaan Topdanmarkin hankinnan nykyisellä taseellaan, mutta se söisi kaikki ylimääräiset pääomat ja nostaisi taseen velkatason hetkellisesti yli yhtiön tavoitetasojen. Käsittelemme Topdanmark-yrityskaupan rahoitusta tarkemmin raportin sivulla [41](#).

Pidämme ostotarjousta edelleen lopulta hyvin todennäköisenä, vaikkakin sen ajankohdan tarkempi haarukointi on vaikeaa. Mikäli Sampo ei tee suoraa ostotarjousta, on yksi mahdollinen polku se, että Sampo jatkaa aiempaa aktiivisemmin Topdanmarkin osakkeiden hankintaa pörssistä. Näin yhtiö saisi osakkeita ilman preemiota hiljalleen omistukseensa ja preemion maksamisen kynnyksensä madaltuisi, kun muita omistajia olisi vähemmän.

## Vakavaraisuus on erittäin vahva

Topdanmarkin tase on erittäin vahva ja Q1'23 lopussa yhtiön Solvenssi 2 -vakavaraisuus oli 351 %. Vakavaraisuus huomioi huhtikuun lopulla irronneen osingon, mutta se ei huomioi Oona Health -

yrityskauppaa. Yrityskauppa huomioiden vakavaraisuus tulee olemaan jonkin verran alle 200 %, joten tase on edelleen hyvin vahva.

## Ennusteissa vakaata tuloskehitystä

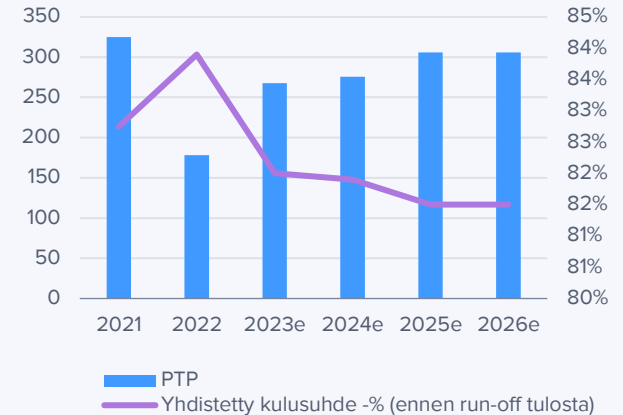
Topdanmarkin vuosi lähti hyvin liikkeelle ja Q1-tulos oli hyvin linjassa odotuksiin. Yhtiö myös nosti ohjeistustaan yhdistetyn kulusuhteen osalta ja odottaa vahvaa vakuutuspalvelutulosta myös loppuvuodelta. Markkinat odottavat vuodelta 2023 varovaisista reilun 2 %:n maksutulon kasvua ja erinomaista noin 82 %:n yhdistettyä kulusuhdetta. Osakekohtaisen tuloksen arvioidaan olevan noin 16 Tanskan kruunua ja tämä jaetaan kokonaan ulos.

2024 vakuutusmaksutulo kasvaa noin 10 %:lla Oona Health yrityskaupan vetämänä. Vakuutuspalvelutulos säilyy erinomaisella tasolla ja on markkinoiden odotuksissa noin 82 %. Vakuutusmaksutulon kasvun myötä EPS kasvaa noin 10 %:lla ja on hieman yli 17 Tanskan kruunua. Osingonjakosuhte on totutusti noin 100 %.

2025 osalta kasvu normalisoituu noin 4 %:iin ja vakuutuspalvelutulos jatkaa parantumistaan. EPS kasvaa noin 7 %:lla. Kokonaisuutena Topin tulosennusteisiin liittyy mielestämme varsin vähän epävarmuuksia, sillä tulos on erittäin hyvin ennustettava. On vaikea nähdä, että tulos voisi kasvaa oleellisesti nykyennusteita voimakkaammin, sillä vakuutuspalvelutulos on viritetty huippuunsa ja kasvun aggressiivinen hakeminen ei olisi yhtiön strategian mukaista.

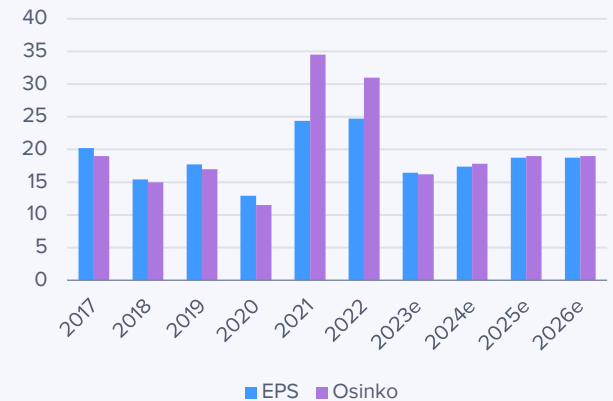
Keskeinen riski ennusteissa liittyy luonnollisesti markkinan kilpailutilanteeseen ja nykyisen yhdistetyn kulusuhteen kestävyteen, nyt kun sijoitustuotot ovat jälleen elpyneet sektorilla merkittäväksi tuloskomponentiksi.

## Konsernin tulos ennen veroja ja kannattavuus (MEUR)\*



\*Huom: henkivakuustoiminnan myyntivoitto näkyy vuoden 2022 EPS:ssä, mutta ei PTP:ssä

## EPS ja osinko (DKK)\*



Lähde: Topdanmark / Vara Research / Bloomberg

# Hastings 1/3

## Yhtiökuvaus

Hastings on yksi Ison-Britannian johtavia digitaalisella alustalla toimivia vahinkovakuuttajia. Yhtiö myy pääasiassa ajoneuvo-, moottoripyörä- ja kotivakuutuksia. Ajoneuvovakuutukset ovat yhtiön ylivoimaisesti suurin tuotelinja ja siellä yhtiön markkinaosuus on yli 8 %. Hastingsilla on yli 3 miljoonaa asiakasta, joita se palvelee kahden pääasiallisen tytäryhtiönsä kautta, Hastings Insurance Services Limitedin kautta Isossa-Britanniassa ja Advantage Insurance Companyn kautta Gibraltarilla.

## Hastingsin hankinta tuli yllätyksenä markkinalle

Vuonna 2020 Sampo ilmoitti markkinoiden suureksi yllätykseksi tekevänsä ostotarjouksen brittiläisestä vahinkovakuutusyhtiöstä Hastingsista yhdessä Hastingsin silloisen pääomistajan eteläafrikkalaisen sijoitusyhtiön RMI:n kanssa. Sammon omistus oli aluksi 70 % ja lopulta vuonna 2021 Hastingsista tuli Sammon kokonaan omistama tytäryhtiö Sammon lunastaessa RMI:n loput osakkeet.

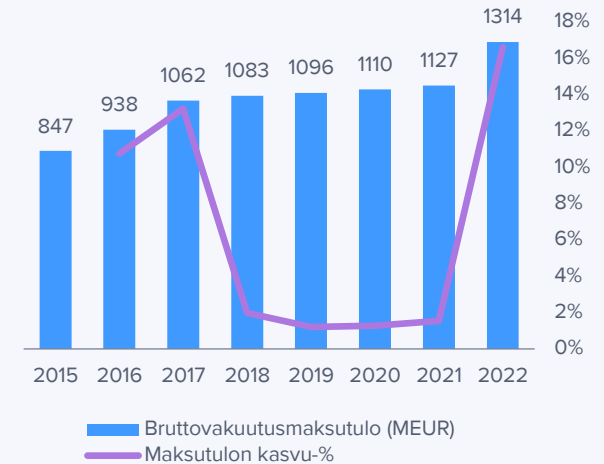
Sampo perusteli Isoon-Britanniaan laajentumista Hastingsin korkealla laadulla, vahvoilla digitaalisilla kyvykkyyksillä, Britannian markkinan kiinnostavilla kasvumahdollisuuksilla sekä synergioilla. RMI:n vähemmistön lunastamista perusteltiin mm. paremmalla reagointinopeudella sekä synergioiden realisoinnin helpottumisella (ei väliä näkyvätkö synergiat Ifissä vai Hastingsissa). Kauppahinta koko Hastingsista oli noin 1,9 miljardia puntaa, eli silloisella valuuttakurssilla yhteensä noin 2,1 miljardia euroa.

## Historiallinen kehitys ollut vakuuttavaa

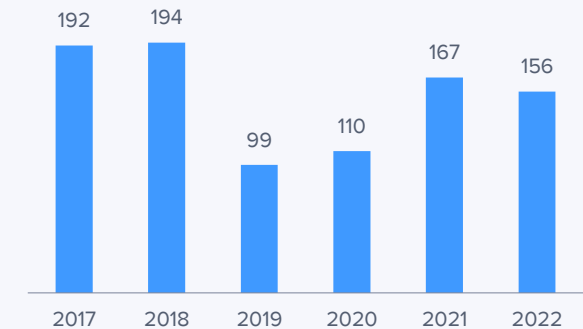
Hastings on historiassa kasvanut ripeästi ja sen asiakkaiden määrä on kasvanut vuodesta 2012 alkaen noin 12 %:lla per vuosi. Samaan aikaan vakuutusmaksutulo on kasvanut noin 15 %:lla vuodessa. Kasvua on ajanut yhtiön vahva digitaalinen kyvykkyys sekä tehokkaan toimintamallin mahdollistava hyvin kilpailukykyinen hinnoittelu. Perinteisistä vakuutusyhtiöistä poiketen valtaosa Hastingsin uusmyynnistä tulee vertailusivustojen kautta, mikä mahdollistaa alhaisen asiakashankinnan kustannuksen sekä toiminnan nopean kasvattamisen. Kasvu on tapahtunut myös varsin kannattavasti, joskin tuloksessa näkyy selvästi muutokset brittimarkkinan kilpailutilanteesta eri vuosien välillä.

Vaikka Hastings onkin Sammon alaisuudessa nostanut vakuutusteknisen tuloksen aiempaa korkeammalle prioriteeteissään, on Hastings näkemyksemme mukaan edelleen selkeä kasvuyhtiö. Tulokasvun keskeiset ajurit ovat luonnollisesti vakuutusmaksutulon kasvu, toiminnan skaalautuminen ja merkittävät parannukset vakuutusteknisessä suorittamisessa. Markkinatilanteen haasteiden johdosta Hastings on keskittynyt viimeisen 12 kuukauden aikana puolustamaan kannattavuuttaan vahvan kasvun sijaan. Uskomme, että markkinatilanteen jälleen normalisoituessa tavoittelee Hastings edelleen merkittävää kasvua, mutta ei hinnalla millä hyvänsä. Huomautamme, että Hastingsin tulos on konsolidoitu Sampoon täysimääräisesti vasta vuodesta 2021 alkaen

## Bruttovakuutusmaksutulon kehitys



## Hastingsin tulos ennen veroja (MEUR\*)



\*Konvertoitu euroiksi vuodenvaihteen valuuttakurssilla  
Lähde: Sampo



# Hastings 2/3

## Integraatio osaksi Sampoa

Vaikka Hastings onkin osa Sampo-konsernia, johdetaan sitä edelleen hyvin itsenäisesti ja se esimerkiksi operoi omilla IT-järjestelmillään. Tämä on perusteltua johtuen hyvin erilaisista markkinoista sekä lainsäädännöstä. Näin ollen Hastingsin täysi integraatio lfin järjestelmiin ei ole ollut mielekäästä.

Tästä huolimatta Sampo on saanut Hastingsistä merkittäviä synergiahyötyjä. Yhtiön alkuperäinen tavoite synergioille oli 45 MEUR ja tästä noin 30 MEUR oli tarkoitus tulla operatiivisista synergioista ja noin 15 MEUR pääoman hallinnan kautta. Operatiiviset synergiat perustuvat etenkin yhteistyöhön sekä tietotaidon vaihtoon ja näistä synergioista noin puolet on tarkoitus realisoitua lfin kautta. Operatiivisten synergioiden realisoituminen vie kuitenkin aikaa, sillä toimenpiteiden vaikutukset eivät ole välittömiä. Yhtiön mukaan tavoitelluista 45 MEUR:n synergioista oli vuoden 2022 lopussa saavutettu noin 14 MEUR.

## Iso-Britannian vakuutusmarkkina

Iso-Britannian vahinkovakuutusmarkkina on Sammon toimintamarkkinoista selvästi suurin, yhteensä yli 75 miljardia euroa, mikä vastaa lähes kolme kertaa Pohjoismaiden yhteenlasketun markkinan kokoa. Toimialan osuus bruttokansantuotteesta on myös Pohjoismaita korkeampi. Iso-Britannian vahinkovakuutusmarkkina on kuitenkin selvästi pohjoismaista markkinaa pirstaleisempi, ja suurimman toimijan markkinaosuus on vain noin 7 %. Vastaava luku Pohjoismaissa vaihtelee 22–32 %:n välillä. Toimiluvallisia vahinkovakuutukseen keskittyviä toimijoita on markkinalla 170. (lähde: Sampo).

Markkinat eroavat toisistaan myös jakelukanavien osalta, sillä hintavertailusivustot ovat Ison-Britannian

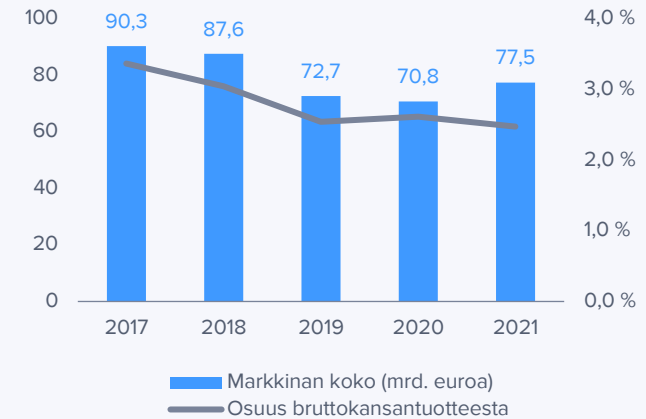
auto- ja kotivakuutusasiakkaiden ylivoimaisesti suurin myyntikanava – myös Hastingsillä, joka toimii lähes yksinomaan näiden kautta. Tämän seurauksena markkinalla esiintyy merkittävä hintakilpailua, sillä vakuutuksen pääasiallinen valintakriteeri on sen hinta. Näin ollen myös keskimääräinen asiakaspito on arviomme mukaan varsin heikkoa. Tämä taas on heijastunut vahinkovakuuttajien kannattavuustasoihin markkinan yhdistetyn kulusuhteen oltua keskimäärin yli 100 % ennen vuotta 2021. Toimialarakenteen ja kilpailudynamiikan osalta markkina on siten mielestämme Sammon muihin kohdemarkkinoihin verrattuna selvästi haastavampi.

## Ennusteet

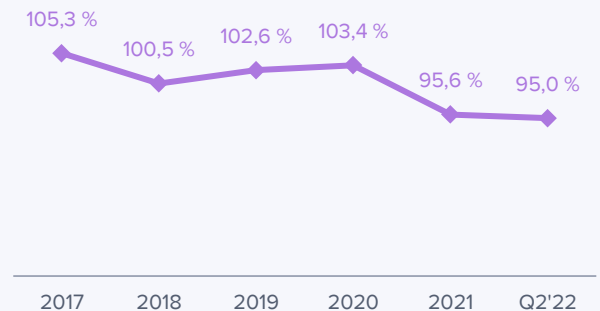
Hastingsin tulos kärsi vuonna 2022 Iso-Britannian markkinalla nähdystä poikkeuksellisesta korvauskuluinflaatiosta, jota toimijat eivät kireästä hintakilpailusta johtuen kyenneet viemään täysimääräisesti hintoihin. Lisäksi finanssivalvontaviranomaisen tekemät regulaatiomuutokset vaikuttivat joidenkin toimijoiden hintoihin, mikä sekoitti hetkellisesti markkinaa. Markkinatilanne osoitti kuitenkin parantumisen merkkejä vuoden loppua kohden ja Q1:llä hinnankorotukset olivat jo paremmin linjassa korvauskuluinflaation kanssa.

Hastingsin maksutulo kasvoi Q1:llä hurjat 39 % kiintein valuuttakurssein pääosin hinnankorotusten vetämänä. Voimassaolevien vakuutusten määrä kasvoi 4 %:lla vuodentakaisesta 3,3 miljoonaan. Kannattavuus oli edelleen paineessa korvauskuluinflaatiosta sekä kohonneesta vahinkofrekvenssistä johtuen. Operatiivinen kulusuhde oli vaisu 93,3 % ja ei-operatiivisista poistoista oikaistu tulos ennen veroja oli 24 MEUR.

Iso-Britannian vakuutusmarkkinan kehitys



Iso-Britannian vahinkovakuutusmarkkinan yhdistetyn kulusuhteen kehitys



Lähde: Bank of England



# Hastings 3/3

Loppuvuoden osalta odotamme vakuutusmaksutulon jatkavan ripeää kasvuaan hinnankorotusten vetämänä. Odotamme koko vuoden bruttovakuutusmaksutulon kasvavan 20 %:lla ja vakuutuspalvelutuloksen paranevan vuoden edetessä, kun hinnankorotusten vaikutus alkaa tukea myös kannattavuutta korvauskuluinflaation hidastuessa. Kokonaisuutena ennustamme vakuutuspalvelutuloksen olevan suunnilleen edellisvuoden tasolla 153 MEUR:ssa (2022: 159 MEUR) ja operatiivisen kulusuhteen 87,8 % (ohjeistus alle 88 %). Ei-operatiivisista poistoista oikaistun tuloksen ennen veroja odotamme olevan 159 MEUR. Ennusteemme ovat lievästi konsensuksen yläpuolella.

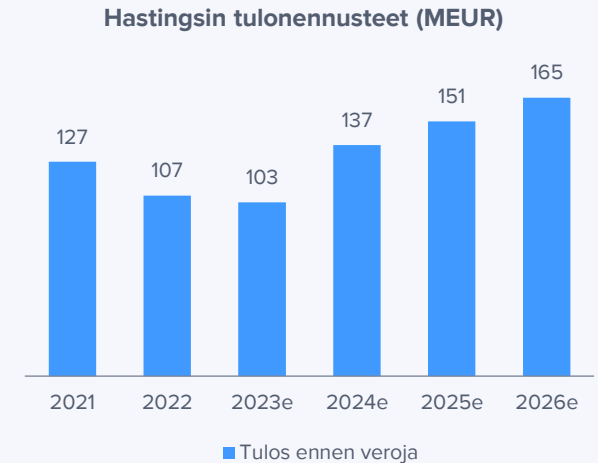
## Markkinoiden odotukset selvästi alle yhtiön omien tavoitteiden

Vuosille 2024–2026 ennustamme Hastingsiltä 8 %:n vuotuista kasvua (konsensus suunnilleen samalla tasolla). Vaikka taso onkin Sammon Pohjoismaiset toiminnot huomioiden varsin ripeä, on se arviomme mukaan selvästi alle yhtiön omien tavoitteiden. Mielestämme varovainen lähestyminen kasvuun on perusteltua, sillä Hastingsin kasvu on selvästi pohjoismaisia toimintoja riippuvaisempi yleisestä markkinatilanteesta. Operatiivisen kulusuhteen odotamme paranevan asteittain liikevaihdon kasvun myötä ja olevan lähivuosina 86–87 %:n tasolla, joka on hyvin linjassa yhtiön tämän hetkisen alle 88 %:n tavoitetason kanssa. Vakuutuspalvelutuloksen odotamme parantuvan vuonna 2026 noin 216 MEUR:oon ja ei-operatiivisista poistoista oikaistun tuloksen ennen veroja olevan 220 MEUR. Konsensuksen tulosennusteet vuosille 2024–2026 ovat hieman

alle omien ennusteidemme. Arviomme mukaan ennusteet ovat selvästi alle mitä Sampo itse tavoittelee, vaikka se ei olekaan antanut ulos virallisia tavoitteita Hastingsin kasvun osalta.

## M&A-optio

Kuten olemme aiemmin todenneet, pidämme hyvin mahdollisena, että Hastings tavoittelee vahvan orgaanisen kasvun lisäksi myös täydentäviä yritysostoja kasvunsa kiihdyttämiseksi. Uskommekin, että mikäli Hastings kykenee jatkamaan vakuuttavaa historiallista kehitystään myös tulevinä vuosina, on Sampo kiinnostunut allokoimaan Hastingsiin lisää pääomia kiihdyttääkseen sen kasvua epäorgaanisesti.



Lähde: Inderes / Sampo

# Mandatum 1/4

## Sijoituspalveluyhtiö

Mandatum-konserniin kuuluu kaksi liiketoiminta-aluetta: henkivakuutus ja omaisuudenhoito. Mandatum Life tarjoaa yksityis- ja yritysasiakkailleen varainhoidon, palkitsemisen, eläkevarautumisen ja henkilövakuuttamisen palveluita. Mandatum Asset Management taas on sijoituspalveluyritys, joka yhdistää rahastoliiketoiminnan, täyden valtakirjan ja konsultatiivisen varainhoidon palvelut sekä Sampo-konsernille toteutettavan omaisuudenhoitopalvelun. Vuonna 2022 yhtiön palveluksessa oli noin 660 henkilöä.

Mandatumin hoidossa olevat varat olivat Q1'23 lopussa 19,8 miljardia euroa ja sillä oli yli 330 000 henkilöasiasta sekä noin 20 000 yritysasiasta.

## Mandatum Life

Mandatum Life tarjoaa yhteistyössä muiden Mandatum-konsernin yhtiöiden kanssa asiakkailleen 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 Life on Suomen toiseksi suurin henkivakuutusyhtiö.

Mandatumin tarjoamat henkivakuutus tuotteet voidaan luokitella sijoitussidonnaisiin vakuutuksiin, laskuperustekorkoisiin vakuutuksiin ja henkilöriskivakuutuksiin. Mandatum Lifen uusmyynti keskittyy ainoastaan sijoitussidonnaisiin vakuutuksiin (unit-linked) sekä henkilöriskivakuutuksiin, ja laskuperustekorollisten tuotteiden myynti lopetettiin jo noin 15 vuotta sitten. Laskuperustekorollisissa vakuutuksissa Mandatum

kantaa vakuutuksiin liittyvät sijoitusriskit. Vaikka laskuperustekorkoisia vakuutuksia ei enää myydä aktiivisesti, Mandatumilla on yhä merkittävä laskuperustekorkoinen vakuutuskanta.

Mandatum onkin käynyt läpi merkittävän muutoksen viimeisen vuosikymmenen aikana. Laskuperustekorkoisen vastuuvelan määrä on laskenut vuoden 2014 noin 5 miljardista eurosta nykyiseen noin 2,6 miljardiin euroon. Samalla sijoitussidonnaisen vastuuvelan määrä on noussut reilusta 5 miljardista yli 10 miljardiin.

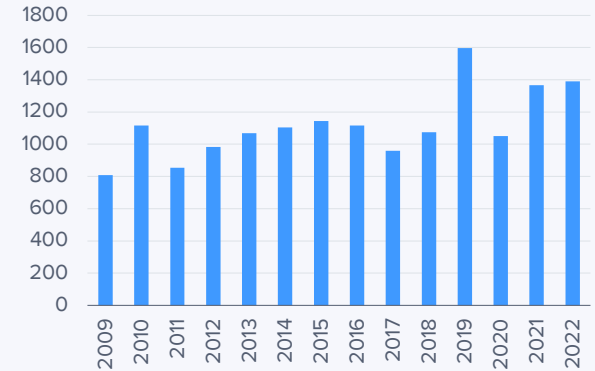
## Mandatum Asset Management

Mandatum Asset Management on omaisuudenhoitoyhtiö, joka muodostettiin vuonna 2021 yhdistämällä Sampo-konsernin ja Mandatum Lifen sijoitustoiminnot. Se ei siten ole Mandatumin muusta liiketoiminnasta irrallinen yksikkö, vaan tiiviisti sidoksissa henkivakuuttamiseen.

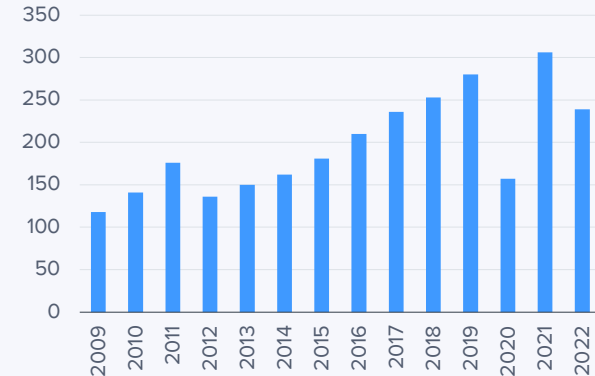
Yhtiön suoria asiakkaita Sampo-konsernin lisäksi ovat pohjoismaiset ja eurooppalaiset institutionaaliset asiakkaat ja UHNWI-asiakkaat (Ultra High Net Worth Individual). Mandatum Asset Management on muiden keskeisten varainhoitajien tapaan panostanut strategiassaan voimakkaasti vaihtoehtoisii sijoitustuotteisiin. Muiden isojen varainhoitajien tapaan yhtiön tuotetarjooma kattaa kaikki keskeiset omaisuusluokat.

Yhtiö on Suomen suurimpia pankeista riippumattomia varainhoitajia ja sen palkkiotuotot olivat vuonna 2022 noin 80 MEUR, mikä on samaa kokoluokkaa Evlin sekä eQ:n kanssa. Sampo sekä Mandatum Life ovat Mandatum Asset Managementille merkittäviä asiakkaita ja vuonna 2022 sen palkkiosta noin 75 % tuli konsernin sisältä.

## Vakuutusmaksutulon kehitys (MEUR)



## Tulos ennen veroja\* (MEUR)



Lähde: Sampo

\*Oikaistu pois konserniavustukset vuosilta 2020–2022 sekä Danskelta vuonna 2018 saatu 197 MEUR kertakorvaus

# Mandatum 2/4

## Mandatumista tulee oma pörssiyhtiö lokakuussa

Sampo kertoi keväällä 2023 aikovansa listata Mandatumin pörssiin osittaisjakautumisella. Osittaisjakautumisella on yhtiökokouksen siunaus ja se on tarkoitus toteuttaa 1.10.2023.

Suunnitellussa osittaisjakautumisessa Sammon omistajat saavat Mandatumin osakkeita nykyisen omistuksensa suhteessa. Mielestämme tämä on järkein tapa toteuttaa järjestely, sillä Sampo tai Mandatum eivät kumpikaan tarvitse uusia pääomia. Lisäksi osittaisjakautuminen on Suomen verotuksessa verovaiikutuksiltaan neutraali. Samalla Sampo kuitenkin toteaa, että sillä on mahdollisuus keskeyttää osittaisjakautumisprosessi koska tahansa. Käytännössä tämä tarkoittaa sitä, että jos jostain ilmaantuisi ostaja riittävän painavan rahasäkin kanssa, voisi Sampo edelleen myydä Mandatumin. Pidämme tämän todennäköisyyttä kuitenkin hyvin pienenä.

Osana järjestelyä Sampo kertoi Q1-tuloksensa yhteydessä myyvänsä Mandatumille Saxon ja Enenton sijoitukset sekä muita kooltaan selvästi pienempiä omaisuuseriä. Mandatum maksaa näistä 430 MEUR ja se rahoitetaan 150 MEUR:n kertamaksulla sekä 280 MEUR:n lainalla Sammolle. Osana järjestelyä Mandatum myös maksaa Sammolle takaisin 100 MEUR:n hybridilainan ja samalla Sampo allokoii Mandatumille 80–85 MEUR:n edestä konsernin velkoja.

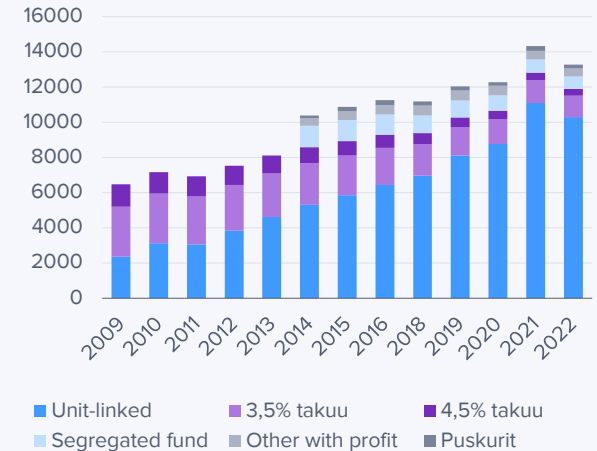
Mandatumin kannalta Saxon ja Enenton hankinta on kaksijakoinen. Toisaalta molemmat sopivat Mandatumille paremmin kuin Sammolle, sillä Saxon kanssa Mandatumilla on pienimuotoista yhteistyötä ja Enenton hallituksen puheenjohtajana toimii

Mandatumin tuleva 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 muihin yritysjärjestelyihin Suomen varainhoitomarkkinalla.

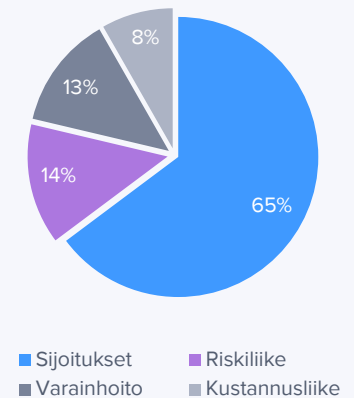
Sammon näkökulmasta Mandatumin irrottaminen taas on jälleen yksi merkittävä askel kohti täysiveristä vahinkovakuutusyhtiötä. Mandatumista irtaantuminen keventää Sammon pääomatarpeita ja samalla pienentää tuloksen volatiliteettia yleisen markkinan mukana. Tästä johtuen vahinkovakuutukseen keskittyvä Sampo kykenee todennäköisesti jatkossa operoimaan hieman pienemmillä pääomilla, mikä saattaa mahdollistaa ylimääräisen pääoman vapauttamisen. Sammon mittakaavassa summat eivät alustavien laskelmiemme perusteella ole kuitenkaan huomattavia. Sijoittajien on hyvä huomioida, että Mandatum vastaa meidän laskelmissamme noin 10 % Sammon osien arvosta ja 2022 numeroilla (ilman IFRS 17 oikaisuja) alle 15 % tuloksesta. Luonnollisesti Sammon tulostenusteet tulevat laskemaan tämän verran jakautumisen jälkeen.

Myös Mandatumin kannalta päätös on mielestämme erittäin hyvä. Mandatumilla on kiinnostavia kasvumahdollisuuksia Suomen varainhoitokentässä, mutta esimerkiksi isommat epäorgaaniset liikkeet eivät ole olleet mahdollisia Sammon alaisuudessa konsernin strategian keskittyessä vahinkovakuuttamiseen. Itsenäisenä yhtiönä Mandatum pystyykin hakemaan aiempaa vauhdikkaampaa kasvua niin Suomessa kuin ulkomailla.

## Vastuuvelan kehitys (MEUR)



## Tuloksen jakauma (2022)



Lähde: Sampo

# Mandatum 3/4

## Sijoittajaprofiili listautumisen jälkeen

Mandatumilla on näkemyksemme mukaan hyvät kasvuedellytykset Suomen sijoituspalvelumarkkinalla sen vahvan markkina-aseman sekä alan rakenteellisten kasvutrendien johdosta. Uskommekin yhtiön hakevan vahvaa kasvua molemmissa segmenteissä, niin organisesti kuin yritysostojen vetämänä.

Lisäksi Mandatum haluaa olla sektorin yhtiölle tyypillisesti hyvä osingonmaksaja, sillä liiketoiminta tuottaa hyvää kassavirtaa, vakavaraisuus on erittäin vahva ja investointitarpeet hyvin rajalliset (pl. mahdolliset yrityskaupat). Mandatum kertoikin listautumisesitteessään pyrkivänsä jakamaan osinkoa vuosina 2024–2026 kumulatiivisesti 500 MEUR. Tämä on hyvin linjassa niiden tasojen kanssa, mitä Mandatum on maksanut viime vuosina Sammolle. Erittäin vahvan taseen ja laskuperustekorkokannan supistumisen myötä vapautuvan pääoman johdosta yhtiöllä on avokätisestä osingonjaosta huolimatta myös hyvin tilaa mahdollisille yrityskaupoille, johon oma osake toimii myös kauppatavarana.

## Vakavaraisuus on erittäin vahva

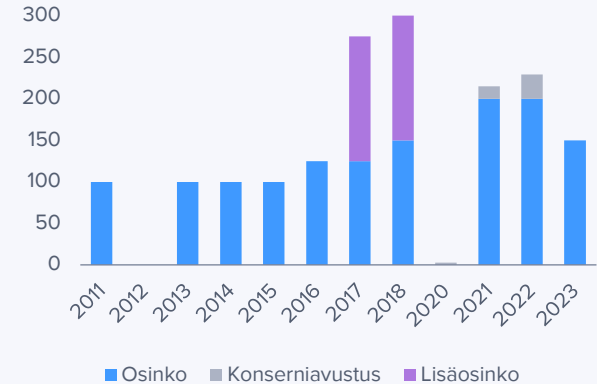
Mandatumin vakavaraisuus on erittäin vahva ja Q1'23 lopussa sen Solvenssi 2 -periaatteiden mukainen vakavaraisuus oli 284 %. Vakavaraisuus on vahvistunut merkittävästi vuoden 2022 alusta johtuen korkojen ripeästä noususta. Korkojen nousu on supistanut yhtiön vastuovelkaa merkittävästi ja tämän johdosta vakavaraisuus on noussut vuoden 2022 alun 192 %:sta nykyiseen 284 %:iin. Saxon ja Enenton osakkeiden suunniteltu hankinta sekä

järjestelyn yhteyteen suunnitellut lainajärjestelyt huomioiden olisi vakavaraisuus ollut 224 %.

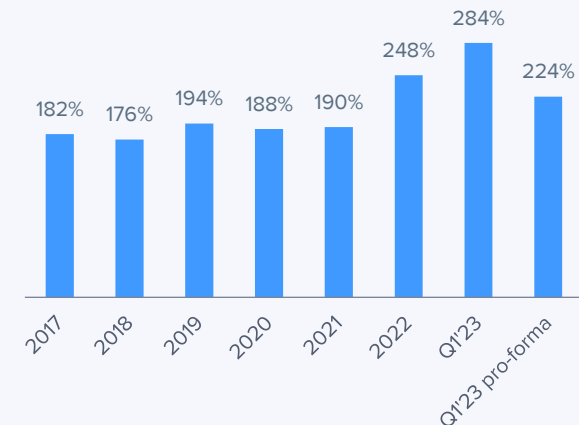
Mandatumin tase on näkemyksemme mukaan ylikapitalisoitunut ja pitkällä aikavälillä se tarjoaa sille huomattavaa liikkumavaraa esimerkiksi yritysjärjestelyitä silmällä pitäen. Pidämmekin varsin todennäköisenä, että Mandatum haluaa olla aktiivinen peluri Suomen konsolidoituvalla varainhoitomarkkinalla. 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 niiden myötä merkittävin ylimääräinen liikkumavara taseesta on väliaikaisesti käytetty. 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 Mandatumin sijoitus yhtiössä on tuskin lukittuna kovin kauaa ja pidämme irtaantumista todennäköisenä seuraavan 18 kuukauden aikana.

Listautumisesitteessään Mandatum on todennut keskipitkän ja pitkän aikavälin tavoitteekseen 170 %:n vakavaraisuussuhteen. Taso heijastelee tilannetta, jossa laskuperustekorkokanta on supistunut selvästi nykyisestä ja yhtiö on irtaantunut Enenton ja Saxon sijoituksistaan.

## Mandatumin tulovirrat Sammolle MEUR



## Vakavaraisuussuhteen kehitys\*



Lähde: Sampo

\*Q1'23 pro-forma sisältää Enenton ja Saxon hankinnan, Sammolle takaisinmaksettavan 100 MEUR:n hybridilainan sekä 80-85 MEUR:n velkojen allokaation Sammolta

# Mandatum 4/4

## Ennusteiden taustat

Mandatumin tulos muodostuu kolmesta komponentista: Mandatum Lifen sijoitussidonnaisista sopimuksista, Mandatum Lifen muista sopimuksista (mm. laskuperusteinen kanta) ja Mandatum Asset Managementin tuloksesta.

Laskuperusteiselle kannalle Mandatum maksaa kiinteää 3,5–4,5 %:n vuotuista korkoa, jolloin tämän osalta sijoitusriski on yhtiöllä. Vastuuvelasta valtaosa muodostuu kuitenkin Mandatum Lifen sijoitussidonnaisista sopimuksista (unit-linked), joiden osalta riski arvonmuutoksista on asiakkaalla. Vaikka laskuperusteiden kannan koko on maltillinen yhtiön kokoluokkaan nähden (1,6 mrd. euroa ja noin 14 % koko vastuuvelasta), heiluttaa tämä Mandatum tulosta jonkin verran sijoitusmarkkinan mukana. Lisäksi Mandatum tulosta heiluttavat voimakkaasti vastuuvelan diskonttauksessa tapahtuvat muutokset, sillä vastuuvelan diskonttaus tapahtuu IFRS 17 -standardin voimaan astumisen jälkeen suoraan markkinakorkojen mukaisesti.

Mandatumin korkosijoitusten juokseva tuotto markkina-arvoin (mark-to-market yield) oli Q1'23 lopussa 5,7 %. Taso on mielestämme erittäin hyvä ja ylittää selvästi laskuperustekorkokantojen tuottovaatimukset. Korkosalkun vahva tuotto tukeekin Mandatum tulosesitystä lähivuosina.

## Ennusteet

Mandatumin vuosi lähti hyvin liikkeelle. Nettomerkinnot sijoitussidonnaisiin ja muihin ulkoisiin asiakasvaroihin olivat vahvalla tasolla lähes 300 MEUR:ssa. Yhtiön tulos ennen veroja oli 32 MEUR ja siihen vaikuttivat negatiivisesti diskonttokorkojen muutokset. Ilman

diskonttokorkojen muutoksia tulos olisi ollut laskelmiemme mukaan lähes 80 MEUR. Koko vuoden osalta ennustamme Mandatum tuloksen olevan noin 226 MEUR. Tulos saa tukea vahvoista sijoitustuotoista ja hyvin sujuvasta uusmyynnistä.

Lähivuosina Mandatumilla on mielestämme hyvät edellytykset tehdä nousujohteista tulosta vahvan uusmyynnin ansiosta laskuperusteisen kannan asteittaisesta laskusta huolimatta. Tuloksen painopiste siirtyy kuitenkin asteittain pois laskuperusteisesta kannasta kohti paremmin ennustettavaa ja pääomakevyempää liiketoimintaa (Mandatum Lifen sijoitussidonnaiset sopimukset ja Mandatum Asset Management). Tuloksen painopisteen siirtyminen tukee Mandatum arvostustasoa tuloksen paremman ennustettavuuden ja pääomakevyyden ansiosta.

Kokonaisuutena ennustamme vuosien 2024–2026 tuloksen ennen veroja olevan 250–280 MEUR:n välillä. Taso on hyvin linjassa helmikuussa päivitetyn Varan konsensusennusteen kanssa, jossa Mandatum vuoden 2024 tuloksen ennen veroja ennustettiin olevan 268 MEUR (helmikuun jälkeen Mandatum poistui Sammon konsensuksesta).

Tulosennusteidemme valossa Mandatumilla on hyvät edellytykset maksaa lupaamaansa 500 MEUR:n kumulatiivinen osinko vuosilta 2024–2026 säilyttäen samalla vakavaraisuutensa erittäin vahvana.

Mandatumin tulosenusteet (MEUR)



■ Voitto ennen veroja (PTP)

500  
MEUR

Vuosina 2024–2026 tavoiteltu  
kumulatiivinen osinkomäärä

Lähde: Inderes / Mandatum

# Omistusyhteisö

Sammon Omistusyhteisö pitää sisällään konsernin hallinnon sekä ei-strategiset sijoitukset. Konsernin tehtäviin kuuluu mm. konsernin strategia, pääoman allokointi, riskienhallinta, konsernilaskenta, sijoittajasuhteet, vastuullisuus sekä laki- ja veroasiat. Segmentin historialukujen osalta olemme yhdistäneet tänne myös Nordea-omistuksen tuotot (tulososuuden, osingot sekä myyntivoitot/-tappiot). Segmentissä on töissä noin 50 henkilöä.

## Kuluanalyysi

Sammon emoyhtiön kulut voidaan jakaa kahteen osaan: operatiivisiin kuluihin sekä rahoituskuluihin. Operatiivisten kulujen taso on arviomme mukaan noin 45 MEUR vuodessa ja nettorahoituskulujen taso puolestaan nykyisellä velkarakenteella noin 30 MEUR. Nettorahoituskulujen taso on matala johtuen yhtiön velkojen hyvin matalasta keskikorosta ja vastaavasti likviditeettisalkun selvästi parantuneesta tuottonäköymästä. Yhtiön taseen ollessa edelleen erittäin vahva ja ylikapitalisoitunut, tulee Sampo jatkamaan velkojen takaisinmaksua ja nettovelan pienentämistä velkojen asteittain erääntyessä.

## Sijoituksista tullaan irtautumaan

Holdingsin sijoitukset koostuvat konsernin neljästä aiemman strategian puitteissa tehdystä PE-sijoituksesta. Vuosien 2017–2018 välillä Sampo sijoitti noin miljardi euroa neljään pohjoismaiseen finanssiyhtiöön. Omien arvioidemme mukaan sijoitusten nykyarvo on noin 1,0 mrd. euroa (jakauma graafissa oikealla).

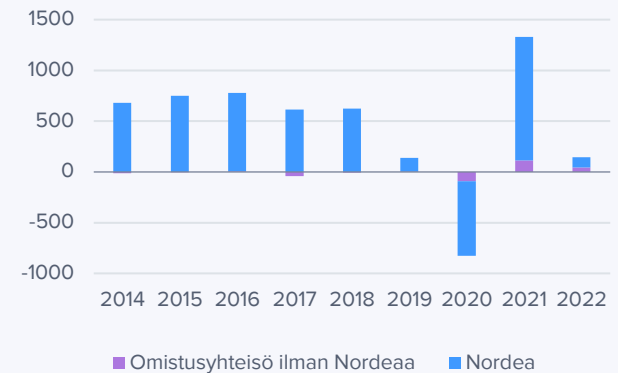
Yhtiö on linjannut strategiassaan, että ei-strategisista sijoituksista tullaan irtautumaan lähivuosien aikana. Ensimmäinen askel tähän suuntaan otettiin alkuvuodesta, kun Sampo kertoi myyvänsä Saxon sekä Enenton osakkeensa Mandatumille. Mandatum maksaa näistä 430 MEUR ja se rahoitetaan 150 MEUR:n kertamaksulla sekä 280 MEUR:n lainalla Sammolta. Pidämme järjestelyä Sammon kannalta järkevänä, sillä se pääsee eroon osasta PE-sijoituksia nopeutetulla aikataululla. Lisäksi Sammon omistajat säilyttävät sijoitusten arvonnousupotentiaalin.

Huomautamme sijoittajille, että irtaantumiset eivät ole pääosin Sammon omissa käsissä, sillä se on valtaosassa hankkeista vähemmistö-sijoittajana. Lisäksi Sammolla ei ole irtaantumisten kanssa kiire, joten sillä on aikaa odottaa optimaalista irtaantumishetkeä. Nexin osalta pidämme irtaantumista mahdollisena vuoden 2024 aikana, kun taas Nordaxissa vuosi 2025 on todennäköisesti aikaisin realistinen irtaantumisaikajankohta. Lisäksi huomautamme, että vaikka sijoituksista realisoituisi selvästi odotuksiamme enemmän tuottoa, olisivat tämän mittakaava ja merkitys Sammon näkökulmasta verrattain pieniä.

## Tulevaisuuden ennusteet

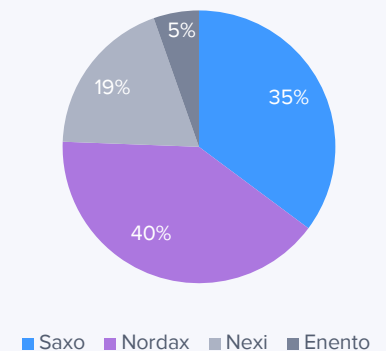
Lähivuosina segmentin liike-tulos tulee arviomme mukaan olemaan -75 MEUR vuositasolla. Summa on suhteellisen pieni konsernin kokoluokkaan suhteutettuna (noin 5 % voitosta ennen veroja).

Omistusyhteisön tulos ennen veroja (MEUR)



Ennen vuotta 2020 Sampo raportoi Nordean tulososuuden omana segmenttinään. Kuva sisältää Nordean tulososuuksien lisäksi myyntivoitot/-tappiot sekä Nordean osingot 2020-2022

PE-salkun arvon jakauma (Inderes arvio)



Lähde: Sampo / Inderes

# Taloudellinen tilanne 1/3

## Liiketoiminta sitoo paljon pääomaa

Sammon tase on vakuutusyhtiölle tyypilliseen tapaan hyvin suuri. Tase koki merkittävän muodonmuutoksen alkuvuodesta 2023, kun yhtiö ilmoitti Mandatumin osittaisjakautumisesta. Q1'23 alkaen Sampo on raportoinut Mandatumin yhdellä rivillä taseessaan (omistajille jaettavaksi määritetyt pitkäaikaiset omaisuuserät ja omistajille jaettavaksi määritettyihin pitkäaikaisiin omaisuuseriin liittyvät velat). Huomautamme, että olemme korjanneet vuoden 2022 numerot vastaamaan nykyistä tilannetta, jossa Mandatum esitetään vain yhdellä rivillä. Tämä antaa sijoittajille huomattavasti paremman kuvan konsernin taserakenteesta Mandatumin poistuessa konsernista.

Suurimmat yksittäiset tase-erät varojen osalta liittyvät Sammon sijoituksiin, jotka ovat vakuutusvelkojen vastapuolena. Sijoituksia Sammolla oli Q1'23 lopussa taseessaan hieman yli 16 miljardilla eurolla. Jälleenvakuutussopimuksiin liittyviä varoja yhtiöllä oli 1,8 miljardilla eurolla.

Muita kokoluokaltaan merkittäviä eriä ovat aineettomat omaisuudet (pääosin liikearvoa lfin, Hastingsin ja Topdanmarkin hankinnoista), jota yhtiön taseessa oli Q1'23 lopussa 3,3 miljardilla eurolla. Käteistä yhtiön taseessa oli Q1'23 lopussa 2,3 miljardilla eurolla.

Mandatumin tase-erät on kirjattu varoissa omistajille jaettavaksi määritettyihin omaisuuseriin ja näiden arvo oli Q1'23 lopussa 15,3 miljardia euroa. Tämä erä tulee luonnollisesti poistumaan yhtiön taseesta Q4'23, kun osittaisjakautuminen toteutuu.

Velkojen puolella ylivoimaisesti suurin erä on

yhtiön vakuutusvelka, jota oli Q1'23 lopussa 11,4 miljardia euroa.

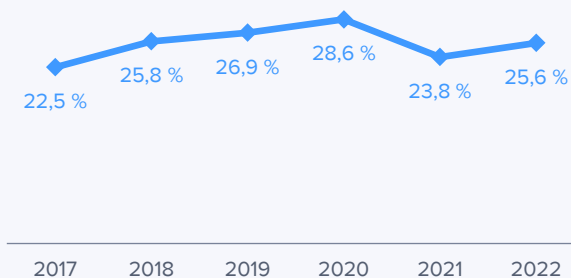
Rahoitusvelkaa yhtiöllä oli Q1'23 lopussa noin 3,2 miljardilla eurolla. Yhtiön velka on pääosin hankittu erittäin edulliseen aikaan ja salkun keskiporko onkin hyvin matala noin 2,4 %. Velkojen maturiteetti on myös keskimäärin hyvin pitkä (velkojen maturiteettitaulukko esitetty seuraavalla sivulla). Pitkä maturiteetti on mielestämme lähtökohtaisesti hyvä asia ja nykyisellä korkotasolla mahdollinen velkojen aikaisempi lunastaminen tuskin osoittautuisi suureksi ongelmaksi.

Mandatumin velat on kirjattu taseessa yhdelle riville (omistajille jaettavaksi määritettyihin pitkäaikaisiin omaisuuseriin liittyvät velat) ja niiden määrä oli Q1'23 lopussa noin 13,5 miljardia euroa.

## Vakavaraisuus

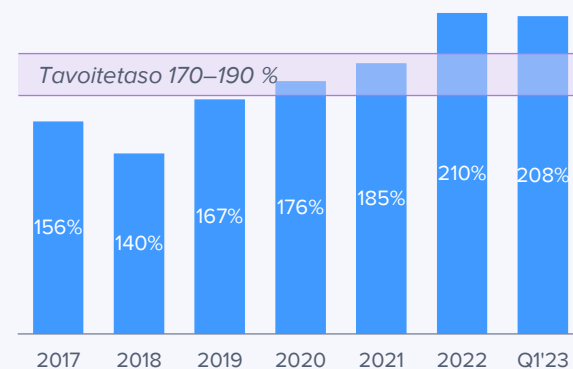
Vakuutusyhtiön taseen vahvuutta mitataan Solvenssi 2 -vakavaraisuussuhtella, joka kuvaa vakuutusyhtiön omien varojen suhdetta valvojan asettamaan minimipääomavaatimukseen. Sammon Solvenssi 2 -vakavaraisuus oli Q1'23 lopussa 208 %. Luku huomioi toukokuussa irronneen osingon, Q1'23 osinkokertymän sekä meneillään olevan 400 MEUR:n suuruisen osto-ohjelman. Mandatumin jakautuminen sekä sen yhteydessä tehtävät Saxon ja Enenton osakkeiden siirrot huomioiden Sammon vakavaraisuus olisi ollut Q1:llä 196 % (ilman alkuvuoden osinkokertymää). Vakavaraisuus laskee johtuen Mandatumin erittäin vahvasta pääomituksesta sekä vakavaraisuuslaskennassa käytettävien hajautushyötyjen vähentymisestä. Vakavaraisuus on vahvalla tasolla, mutta kuitenkin suhteellisen lähellä yhtiön nykyistä tavoitetasoa (170–190 %).

## Konsernin velkaisuusasteen kehitys



Velkaisuusaste = rahoitusvelat / (rahoitusvelat + oma pääoma), ei huomioi kassaa

## Vakavaraisuussuhteen kehitys



Lähde: Sampo



# Taloudellinen tilanne 2/3

Huomautamme, että jäljelle jäävät PE-sijoitukset (Nordax ja Nexi) sitovat edelleen merkittävästi vakavaraisuuspääomaa, ja mikäli nämä myytäisiin nyt niiden tasearvoilla, paransi yhtiön solvenssisuhde laskelmiemme mukaan noin 15 %-yksiköllä.

Mandatumin eriytymisen jälkeen yhtiön herkkyys pääomamarkkinan liikkeille laskee selvästi ja yhtiön johto vihjasikin Q1-konferenssi puhelussa, että nykyisiä vakavaraisuusrajoja olisi mahdollista laskea seuraavan strategiapäivityksen yhteydessä konsernin pääomatehokkuuden parantamiseksi. Mikäli Sampo laskisi vakavaraisuustavoitteensa esimerkiksi 160–180 %:n tasolle (nyt 170–190 %) ja luopuisi jäljellä olevista PE-sijoituksista niiden tasearvolla, olisi Sammon vakavaraisuus laskelmiemme mukaan noin 220 %. Suhteessa nykyiseen vakavaraisuustavoitteeseen ylimääräistä pääomaa olisi 800–1300 MEUR ja 160–180 %:n tavoitteeseen ylimääräisen pääoman määrä olisi 1000–1600 MEUR. Käytännössä tämä tarkoittaa, että yhtiöllä on ylimääräistä pääomaa taseessaan noin 2–3 euroa per osake ja tämä on valtaosin sitoutuneena PE-sijoituksiin.

## Velkaantuneisuus

Sammon velkaantuneisuus (rahoitusvelat / rahoitusvelat + oma pääoma) oli Q1'23 lopussa omien osakkeiden ostot ja kevään osinko huomioiden 27,2 % ja siten linjassa yhtiön alle 30 %:n tavoitetaso. Sijoittajien on hyvä huomioida, että Sammon velkaantuneisuuden laskentatapa ei huomioi konsernin kassaa, joten luku antaa aika ajoin turhan negatiivisen kuvan Sammon velkaantuneisuuden kehityksestä.

Yhtiöllä oli velkaa Q1'23 lopussa noin 3,2 miljardia

euroa, mikä jakaantui emoyhtiön 2,8 miljardin euron velkoihin sekä tytäryhtiöiden 500 MEUR velkoihin. Sammolla oli vuosien 2021–2022 aikana erikoinen ongelma, kun yhtiöllä oli liikaa käteistä Nordea-myyneistä ja markkinalla vaihdettujen velkapaperien määrä oli pienempi kuin yhtiö olisi halunnut itselleen lunastaa. Ongelmaksi muodostui se, että nollakorkoaikana laadukkaat korkopaperit olivat niukkuushyödyke, eikä riittävästi halukkaita myyjiä löytynyt. Nyt tilanne on kuitenkin tasapainottunut lunastusten, velkojen erääntymisten sekä pääomanpalautusten myötä ja näkemyksemme mukaan yhtiöllä ei enää pitäisi olla suurempia tarpeita lunastaa velkojaan markkinalta ennen niiden erääntymistä. Odotammekin yhtiön bruttovelkojen määrän laskevan lähivuosina luonnollista reittiä lainojen erääntyessä. Yhtiön erittäin vahva luottokelpoisuus ja ennustettava liiketoiminta huomioiden yhtiön kuitenkin kannattaa hyödyntää tietty määrä velkavipua liiketoiminnassaan pääomarakenteensa optimoimiseksi.

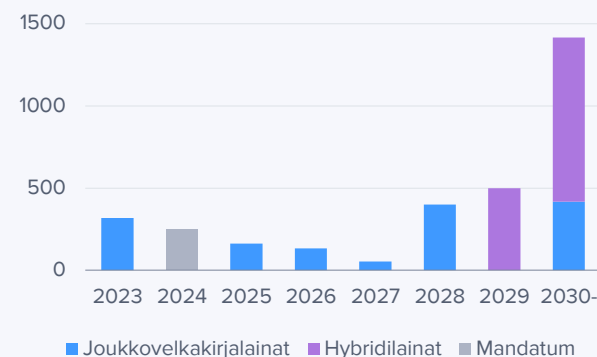
Luottoluokituksia Sammolla on liiketoiminnan luonteesta johtuen useita sekä vakuustoinnoinneille että konsernin rahoitusriskille. Luottoluokitukset ovat yhtiölle erittäin tärkeitä, sillä ne mahdollistavat kustannustehokkaan jälleenvakuuttamisen sekä velkamuotoisen rahoituksen saamisen edullisin ehdoin. Arviomme mukaan yhtiö ei oleellisesti voi heikentää vakavaraisuus- tai velkaantuneisuustavoitteitaan ylläpitääkseen vahvoja luottoluokituksia, jotka yhtiö haluaa säilyttää nykytasoiltaan (luottoluokitukset esitetty oheisessa taulukossa). Näin ollen luottoluokitusten ylläpito asettaa myös raamit yhtiön pääomarakenteelle.

## Luottoluokitukset

Yhtiö/segmentti	Moody's	S&P	Fitch
Sampo Oyj	A3	A	-
If Vahinkovakuutus*	A1	AA-	-
If	-	A	-
Mandatum	-	A	-
Hastings	-	-	A

\*Erillinen vahinkovakuutuksen Insurance Financial Strength Rating. Muiden osalta kuvastaa lainarahoituksen vastapuoliriskiä.

## Velkojen maturiteettijakauma Q1'23 (MEUR)



\*Huom: Hybridilainoilla ei ole eräpäivää, nämä ovat kuitenkin lunastettavissa vuosina 2029 ja 2030.

Lähde: Sampo



# Taloudellinen tilanne 3/3

## Voitonjako pysyy avokätisenä

Sampo on tyhjentänyt tasettaan aktiivisesti lisäosingoilla sekä omien osakkeiden ostoilla nykyisen strategiakauden aikana. Yhtiö onkin palauttanut strategiakauden aikana omistajilleen ylimääräisiä pääomia yhteensä lähes 4 miljardilla eurolla. Hieman yli puolet summasta on käytetty omien osakkeiden ostoihin ja lisäosinkoja yhtiö on jakanut yhteensä 1,7 miljardilla eurolla.

Yhtiö on itse sanonut, että sillä on taseessaan jäljellä ylimääräistä pääomaa noin kahdella eurolla per osake, ja tämä pääoma on pääosin kiinni PE-sijoituksissa. Kuten arviomme yhtiön vakavaraisuudesta osoittivat, on kahden euron (noin yksi miljardi) arvio suhteellisen konservatiivinen ja arviomme mukaan summa on lähempänä kolmea kuin kahta euroa per osake.

Sammon voitonjakopolitiikkana on kasvattaa perusosinkoa tasaisesti ja jakaa vähintään 70 % tuloksesta osinkoina. Lisäksi yhtiö voi jakaa mahdollista ylimääräistä pääomaa lisäosinkoina tai omien osakkeiden ostoina.

Yhtiö on viestinnässään korostanut osingon tasaisen kasvun tärkeyttä ja arviomme mukaan voitonjakosuhte tulee olemaan 70–80 %:n tuntumassa ja osingon kasvuvauhti tulee olemaan linjassa tuloksen kasvuvauhdin kanssa. Sijoittajien on hyvä huomioda, että Sammon vuoden 2022 1,80 euron osakekohtaisesta perusosingosta noin 0,30 euroa tuli Mandatumista ja näin ollen jakautumisen jälkeen Sammon osinko lähtee kasvamaan 1,5 euron tasolta.

Koska voitonjakosuhte on jatkuvasti reippaasti alle 100 % ja yhtiön tase on jo valmiiksi erittäin

vahva, mahdollistaa tämän säännöllisen ylimääräisen pääoman palauttamisen myös jatkossa. Pidämmekin hyvin todennäköisenä, että tulemme näkemään ylimääräisiä pääomanpalautuksia myös pidemmällä aikavälillä.

## Topdanmarkin mahdollinen hankinta pistää taseen tiukille

Keskeinen kysymys yhtiön tulevaisuuden pääoman käytössä on luonnollisesti Topdanmark. Laskelmiemme mukaan Topdanmarkin hankinta olisi yhtiön nykyisellä taserakenteella toteutettavissa, mutta se vaatisi merkittäviä hybridilainojen liikkeellelaskuja. Hybridien ansiosta vakavaraisuus ei olisi yhtiölle ongelma, mutta velkaantumisasaste tulisi todennäköisesti nousemaan yli yhtiön tavoitetason. Mielestämme tämä ei kuitenkaan automaattisesti olisi suurikaaan ongelma, kunhan yhtiöllä olisi selkeä reitti velkaantuneisuuden laskulle seuraavina vuosina. Lisäksi huomautamme, että kauppa vaatisi käytännössä kaiken nykyisen ylimääräisen pääoman. Mikäli yhtiö päätyy jakamaan ulos kaikki tämänhetkiset ylimääräiset pääomansa, muodostuisi Topdanmarkin hankinnan rahoitus haasteelliseksi ilman, että yhtiö käyttäisi maksuvälineenä omaa osakettaan.

Mikäli yhtiö ei tee Topdanmarkin suhteen isompia liikkeitä, odotamme sen purkavan ylikapitalisoitunutta tasettaan asteittain, kun PE-sijoituksista vapautuu pääomia. Mikäli yhtiö päätyy jakamaan kaiken ylimääräisen pääoman pois tulevien vuosien aikana, laskee se väistämättä Topdanmarkin ostotarjouksen todennäköisyyttä johtuen järjestelyn rahoituksen selkeästä vaikeutumisesta.

Sammon osinko ja omien osakkeiden ostot per osake (EUR)



Lähde: Sampo / Inderes

# Ennusteet 1/4

## Ennusteidemme lähtökohdat

Segmenttikohtaiset ennusteet olemme käsitelleet segmenttien omista kappaleissa, ja tässä osiossa keskitymme ennusteiden yhteenvetoon konsernin näkökulmasta. Huomautamme sijoittajille, että Mandatum on ennusteissamme vielä mukana, mutta se näkyy ainoastaan yhdellä rivillä nettotuloksen yläpuolella. Luonnollisesti jakautumisen toteutuessa Sammon tulos laskisi Mandatumin tuloksen verran.

Arviomme mukaan markkinatilanne säilyy lähivuosina Sammon kannalta vähintään kohtuullisena. Vaikka korkojen nousun myötä elpyneet sijoitustuotot saattavat aiheuttaa painetta sektorin vakuutuspalvelutuloosiin, tulee tämän vaikutus jäämään maltilliseksi johtuen toimialan terveistä fundamenteista (konsolidoitu markkina, korkea alalle tulon kynnyks, toimijoiden hyvä hintakuri yms.). Mielestämme on kuitenkin selvää, että nykyisessä korkoympäristössä yhdistettyjä kulusuhteita on hankala enää parantaa nykytasoilta, jolloin lfin sekä Topdanmarkin tuloskasvu nojaakin jatkossa enemmän vakuutusmaksutulon kasvuun sekä sijoitustuottojen parantumiseen. Tämä on linjassa myös markkinaodotusten kanssa, sillä konsensus odottaa keskeisten listattujen verrokkien yhdistettyjen kulusuhteiden säilyvän lähivuodet vakaina.

Mielestämme on selvää, että Sammon tuloskasvu tulee lähivuodet olemaan maltillista, kuten yhtiö on myös itse ohjeistanut vuonna 2021 pääomamarkkinapäivällään. Yhtiön operatiiviset osat ovat Hastingsiä lukuun ottamatta hurjassa tulokunnossa ja meidän on vaikea nähdä, että lf tai Topdanmark kykenisivät merkittäviin

tulosparannuksiin nykytasoilta. Hastingsin tulos voisi kasvaa selvästi ennusteitamme nopeammin, mutta Sammon mittakaavassa tämän vaikutus jäisi kuitenkin maltilliseksi Hastingsin pienehkö kokoluokka huomioiden.

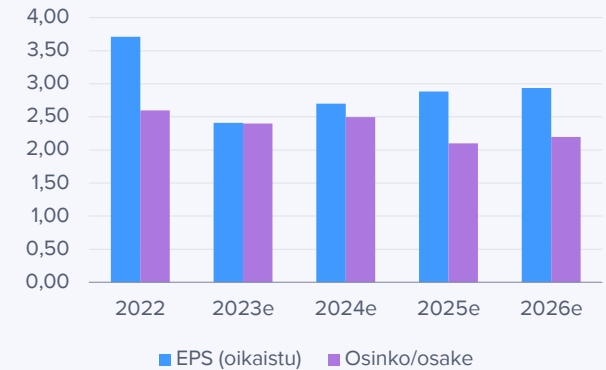
Sammon raportointi koki merkittävän muutoksen vuoden 2023 alussa, kun yhtiö siirtyi käyttämään IFRS 9 ja IFRS 17 -kirjanpitostandardeja. Muutoksilla ei luonnollisesti ole operatiivista vaikutusta Sammon liiketoimintaan, mutta ne aiheuttivat merkittäviä muutoksia yhtiön raportointiin. Jatkossa yhtiö kirjaa diskonttokoron muutosten vaikutukset rahoitustoiminnan nettotulokseen ja uusi vakuutuspalvelutulos kuvastaa puhdasta vakuutustulosta (hyvin lähellä aiempaa vakuutusteknistä tulosta). Jatkossa yhtiö myös kirjaa sijoitustuottojen käypien arvojen muutokset välittömästi tulokseensa ja näin ollen lyhyellä aikavälillä tämä tuloksen volatiliteettiä. Pidemmällä aikavälillä tällä ei kuitenkaan ole oleellista vaikutusta numeroihin.

Sijoittajien on myös hyvä huomioida, että vuoden 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.

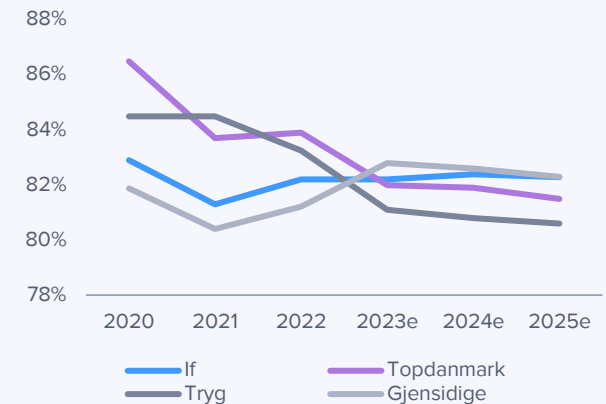
## Ennustemuutokset

Olemme tehneet ennusteisiimme paljon pieniä muutoksia, mutta konsernitasolla muutokset ovat jääneet hyvin pieniksi. lfin tulosennusteemme ovat nousseet hieman johtuen korkeammista sijoitustuottojen ennusteista. Osingon osalta olemme tarkistaneet vuoden 2023 lisäosingon nyt 0,50 euroon (aik. 1,0 euroa) ja samalla lisänneet vastaavan 0,50 euron lisäosingon vuodelle 2024.

## Oikaistu osakekohtainen tulos ja osinko (Mandatum vielä mukana)



## Yhdistetty kulusuhde-%



Lähde: Vara Research / Gjensidige, Tryg ja Topdanmark

# Ennusteet 2/4

## 2023: erinomainen kehitys jatkuu

Sammon vuosi lähti liikkeelle vahvasti ja Q1-tulos oli markkinaodotuksia parempi (359 MEUR vs. 342 MEUR). Ifin maksutulo kasvoi valuuttaneutraalisti yli 6 %:lla hinnankorotusten vetämänä. Yhdistetty kulusuhde oli 82,4 %, jota voidaan pitää erinomaisena suorituksena kausiluontoisesti hankalimmalla neljänneksellä. Hurjaa yhdistettyä kulusuhdetta selittää osin suurvahinkojen odotuksia matalampi määrä. Myös sijoitustuotot olivat hyvällä tasolla ja Ifin sijoitussalkun käyvin markkina-arvoin laskettu korkotuotto oli Q1:n lopussa noin 5 %. Erinomaisen Q1-raportin myötä If myös tarkisti ohjeistustaan ja odottaa nyt 82–84 %:n yhdistettyä kulusuhdetta (aik. alle 85 %).

Hastingsin kehitys oli kaksijakoista. Yhtiö ei ole saanut vietyä korvauskuluinflaatiota tuotteidensa hintoihin täysimääräisesti ja tämän seurauksena Hastingsin vahinkosuhte nousi 66,1 %:iin (Q1'22: 55 %), mikä alleviivaakin näkemyksemme mukaan keskeistä eroa Iso-Britannian ja Pohjoismaiden kilpailun kireydessä. Vakuutusmaksutulon todella vahva kehitys (+39 %) kuitenkin paikkasi osaltaan kulujen nousua ja vakuutuspalvelutulos pysyi vertailukauden tasolla. Topdanmarkin tulos oli jo entuudestaan tiedossa. Mandatum puolestaan raportoidaan nykyisin lopetettuna toimintona. Konsernitoiminnoissa yhtiö teki pienet alaskirjaukset Enentossa sekä Nexissä (-40 MEUR) ja näistä oikaistuna olisi tulositylitys ollut vielä selvästi voimakkaampi.

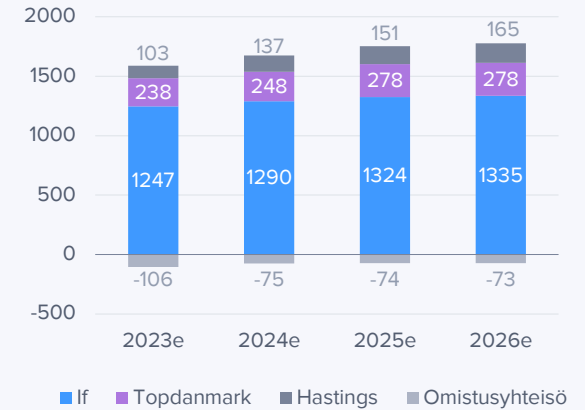
Koko vuoden osalta odotamme Sammolta erittäin vahvaa tulosta. Ifin vakuutusmaksutulo jatkaa valuuttaneutraalisti tervettä kasvuaan korvauskuluinflaation vetämänä. Yhdistetty kulusuhde säilyy erittäin vahvana ja ennustamme

sen olevan 82,8 %, eli hieman Sammon oman ohjeistuksen keskikohdan alapuolella. Suurin epävarmuus ennusteissa liittyy luonnollisesti rahoitustoiminnan nettotulokseen, jonka volatilitteetti kasvaa selvästi IFRS 17 ja IFRS 9 -standardien voimaantulon myötä. Korkotason pysyessä nykyisellä tasolla pitäisi rahoitustoiminnan nettotuloksen olla hyvällä tasolla sijoitustuottojen nousun myötä. Kokonaisuutena ennustamme Ifin tuloksen olevan 1247 MEUR. Topdanmark tekee hyvän tuloksen ja myös se saa tukea sijoitustuottojen elpymisestä.

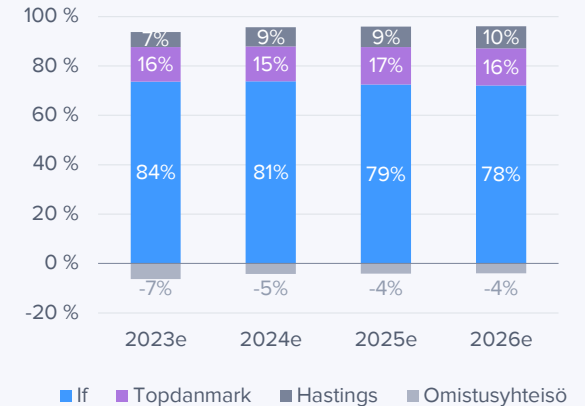
Hastingsin osalta ennusteisiin liittyy ylivoimaisesti suurinta epävarmuutta, sillä yhtiö on liiketoiminnoista selvästi alttein kilpailutilanteen muutoksille. Britannian markkina säilyy arviomme mukaan vaikeana läpi vuoden 2023. Odotamme Hastingsin vakuutusmaksutulon kasvavan ripeästi (+20 %) johtuen ripeänä säilyvästä korvauskuluinflaatiosta sekä tähän liittyvillä hinnankorotuksilla. Hastingsin vakuutuspalvelutuloksen pitäisi lähteä elpymään vuoden edetessä, mutta odotamme sen jäävään suunnilleen vertailukauden tasolle koko vuoden osalta. Emoyhtiön (Omistusyhteisö) tappio on hieman yli 100 MEUR ja selvästi normaalitasoa suurempi johtuen Q1:llä tehdyistä alaskirjauksista.

Kokonaisuutena odotamme Sammolta 2,41 euron osakekohtaista tulosta. Huomautamme, että Mandatum näkyy numeroissa enää osakekohtaisessa tuloksessa ja sen osuus EPS:stä on noin 0,35 euroa. Osingon osalta odotamme Sammon korottavan perusosinkoaan 0,10 eurolla 1,90 euroon ja jakavan tämän lisäksi 0,50 euron lisäosingon. Lisäksi odotamme yhtiön ilmoittavan uudesta 500 MEUR:n omien osakkeiden ostohjelmasta H2'23 aikana.

### Konsernin tulos ennen veroja (MEUR)



### Konsernin tuloksen jakauman kehitys



Lähde: Inderes

# Ennusteet 3/4

## 2024–2026: ei uutta auringon alla

Sammon lähivuosien tuloskehitys noudattelee hyvin samoja askelmerkkejä kuin vuosi 2023. If jatkaa erinomaista operatiivista suorittamistaan ja tulos pysyy maltillisessa kasvussa. Maltillinen tuloskasvu selittyy täysin vakuutusmaksutulon kasvulla, sillä yhdistetyn kulusuhteen osalta odotamme varovaista heikentymistä kasvavan kilpailupaineen johdosta. Sijoitustuotot säilyvät hyvällä tasolla nykyisen korkotason kestäessä.

Topdanmark jatkaa tasaista tuloskasvuun, mutta lfin tapaan sen on vaikea tehdä suurempia tulosloikkia vakuutuspalvelutuloksen ollessa jo valmiiksi hurjalla tasolla.

Hastings tekee tervettä tuloskasvua, mutta kokonaisuutena olemme ennusteissamme hyvin varovaisia johtuen Iso-Britannian vaikeasti ennustettavasta markkinasta. Mielestämme Hastingsillä voisi optimistisessä skenaariossa olla edellytykset merkittävästi ennusteitamme kovempaan tuloskasvuun etenkin vakuutusmaksutulon kasvun kautta, mutta pidämme konservatiivista lähestymistä toistaiseksi perusteltuna. Konsernikulujen odotamme pysyvän vakaina.

Osakekohtainen tulos saa pientä tukea ennusteissamme vuoden 2024 loppuun jatkuvista omien osakkeiden ostoista. Kokonaisuutena odotamme osakekohtaisen tuloksen kasvavan vuosina 2024–2026 keskimäärin 7 %:lla. Perusosinko pysyy vakaalla kasvu-uralla ja ennustamme sen nousevan 0,10 eurolla per vuosi.

## Ylimääräistä pääomaa palautetaan jatkossakin

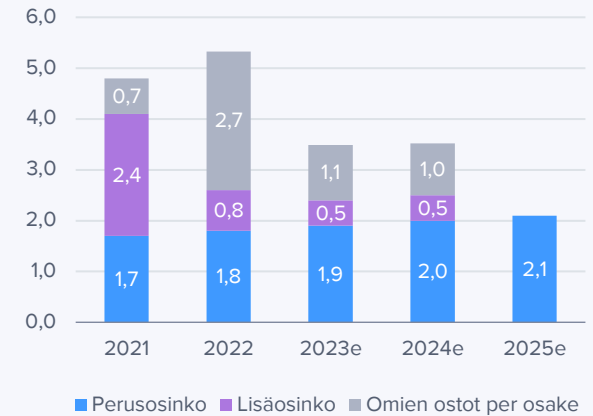
Ylimääräisen pääoman palautuksen osalta odotamme vuonna 2024 vielä yhtä 0,5 euron osakekohtaista lisäosinkoa. Tämän jälkeen ennusteemme eivät enää sisällä ylimääräistä voitonjakoa, sillä ennustamamme voitonjaon myötä yhtiön ylimääräinen pääoma on siivottu taseesta pois. Ylimääräistä pääomaa pakkautuu taseeseen kuitenkin myös jatkossa, sillä voitonjakosuhte on ennusteissamme lähivuosina 70–80 %:n tuntumassa. Arviomme mukaan yhtiö haluaakin kaikin keinoin suojella ja turvata osingon tasaisen kasvun myös pitkällä aikavälillä ja näin ollen voitonjakosuhte tulee pysymään maltillisena. Tämä johtaa taas ylimääräiseen pääomaan, jota yhtiö todennäköisesti purkaa epäsäännöllisin väliajoin joko omien osakkeiden ostoilla tai lisäosingoilla.

## Ennusteemme ovat linjassa konsensukseen

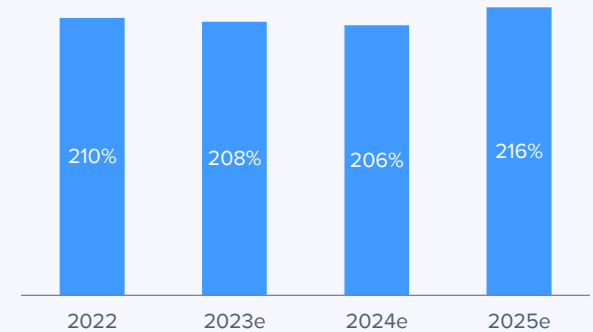
Omat ennusteemme ovat tuloksen osalta linjassa konsensuksen kanssa. Ifissä olemme yhdistetyn kulusuhteen osalta ennusteissamme lievästi konsensusta varovaisempi ja vastaavasti sijoitustuotoissa hieman positiivisempi. Konsernitasolla erot ovat kuitenkin hyvin pieniä.

Suurin ero suhteessa konsensukseen tulee voitonjaosta. Konsensuksessa vain harva odottaa yhtiön jakavan vuoden 2023 osalta lisäosinkoa ja vuodelta 2024 lisäosinkoa ei odota kuin muutama analyytikko. Omien osakkeiden ostojen konsensus puolestaan odottaa jatkuvan vuoteen 2025 asti suunnilleen kanssamme samassa mittakaavassa.

Osinko ja omien osakkeiden ostot per osake (EUR)



Vakavaraisuussuhteen kehitys



Lähde: Inderes

# Ennusteet 4/4

Mielestämme on edelleen perusteltua odottaa yhtiön jatkavan taseensa purkua seuraavan strategiakauden aikana, sillä mikäli se ei tee liikkeitä Topdanmarkin kanssa, ei sillä ole muuta käyttöä pääomilleen. Kuten olemme aiemmin käyneet läpi, on yhtiöllä ylimääräistä pääomaa taseessaan noin 2–3 eurolla per osake. Pääomaa kasautuu asteittain lisää, sillä voitonjakosuhte on systemaattisesti alle 100 % yhtiön pyrkiessä vaalimaan tasaisesti kasvavaa perusosinkoa. Näin ollen on mielestämme selvää, että ylimääräistä pääomaa tullaan purkamaan myös jatkossa ylimääräisellä voitonjaolla. On selvää, että voitonjaon lopullinen muoto voi vaihdella osingon ja omien ostojen välillä, mutta isoa kuvaa tämä ei kuitenkaan muuta.

<b>2023e</b>	<b>Inderes</b>	<b>Konsensus</b>	<b>Ero-%</b>
<i>Sampo PTP</i>	1476	1515	-3 %
<i>If PTP</i>	1247	1270	-2 %
<i>Topdanmark PTP</i>	238	238	0 %
<i>Hastings PTP</i>	103	99	4 %
<i>Omistusyhteisö PTP</i>	-106	-91	17 %
<b>EPS</b>	<b>2,41</b>	<b>2,39</b>	<b>1 %</b>
<b>Osinko per osake</b>	<b>2,40</b>	<b>2,13</b>	<b>13 %</b>
<b>2024e</b>	<b>Inderes</b>	<b>Konsensus</b>	<b>Ero-%</b>
<i>Sampo PTP</i>	1600	1621	-1 %
<i>If PTP</i>	1290	1300	-1 %
<i>Topdanmark PTP</i>	248	251	-1 %
<i>Hastings PTP</i>	137	130	5 %
<i>Omistusyhteisö PTP</i>	-75	-60	25 %
<b>EPS</b>	<b>2,50</b>	<b>1,97</b>	<b>27 %</b>
<b>Osinko per osake</b>	<b>2,70</b>	<b>2,57</b>	<b>5 %</b>
<b>2025e</b>	<b>Inderes</b>	<b>Konsensus</b>	<b>Ero-%</b>
<i>Sampo PTP</i>	1679	1710	-2 %
<i>If PTP</i>	1324	1352	-2 %
<i>Topdanmark PTP</i>	278	275	1 %
<i>Hastings PTP</i>	151	145	4 %
<i>Omistusyhteisö PTP</i>	-74	-62	19 %
<b>EPS</b>	<b>2,89</b>	<b>2,75</b>	<b>5 %</b>
<b>Osinko per osake</b>	<b>2,10</b>	<b>2,07</b>	<b>1 %</b>

Lähde: Inderes / Vara Research

# Ennusteiden yhteenveto

	Q1'22	Q2'22	Q3'22	Q4'22	2022	Q1'23	Q2'23e	Q3'23e	Q4'23e	2023e	2024e	2025e	2026e
<b>Bruttovakuutusmaksutulo</b>	<b>2849</b>	<b>1972</b>	<b>1759</b>	<b>1687</b>	<b>8279</b>	<b>2986</b>	<b>2163</b>	<b>1919</b>	<b>1854</b>	<b>8598</b>	<b>8972</b>	<b>9227</b>	<b>9550</b>
If	1923	1343	1081	1084	5432	1966	1410	1135	1138	5649	5762	5822	5996
Topdanmark	598	245	245	221	1320	604	339	347	348	1367	1503	1562	1562
Hastings	328	384	433	382	1527	416	414	437	367	1581	1708	1844	1992
<b>Vakuutuspalvelutulo</b>	<b>242</b>	<b>369</b>	<b>312</b>	<b>109</b>	<b>1031</b>	<b>298</b>	<b>324</b>	<b>331</b>	<b>324</b>	<b>1272</b>	<b>1362</b>	<b>1413</b>	<b>1447</b>
If	197	248	216	12	673	217	226	233	225	901	938	961	972
Topdanmark	26	80	62	62	230	57	68	60	62	247	274	288	297
Hastings	18	41	34	35	128	25	30	38	37	124	150	164	178
<b>Voitto ennen veroja</b>	<b>692</b>	<b>824</b>	<b>342</b>	<b>67</b>	<b>1835</b>	<b>359</b>	<b>376</b>	<b>391</b>	<b>370</b>	<b>1507</b>	<b>1628</b>	<b>1707</b>	<b>1733</b>
If	495	732	264	60	1550	337	298	310	302	1247	1290	1324	1335
Topdanmark	15	67	24	1	178	63	70	67	58	268	276	306	306
Hastings	21	25	54	6	107	10	26	34	33	103	137	151	165
Omistusyhteisö	164	40	-10	-48	146	-50	-18	-20	-23	-111	-75	-74	-73
<b>Yhdistetty kulusuhde</b>	<b>86,2 %</b>	<b>79,7 %</b>	<b>83,2 %</b>	<b>94,1 %</b>	<b>85,8 %</b>	<b>84,0 %</b>	<b>81,9 %</b>	<b>82,5 %</b>	<b>85,8 %</b>	<b>83,6 %</b>	<b>83,4 %</b>	<b>83,3 %</b>	<b>83,5 %</b>
If	83,9 %	80,3 %	83,1 %	98,5 %	86,6 %	82,4 %	82,1 %	81,3 %	86,6 %	82,8 %	82,9 %	83,0 %	83,3 %
Topdanmark	91,4 %	79,4 %	80,1 %	81,0 %	82,8 %	83,6 %	80,0 %	81,0 %	81,0 %	82,0 %	81,9 %	81,5 %	81,5 %
Hastings	91,3 %	83,7 %	86,9 %	87,4 %	87,2 %	93,3 %	83,0 %	87,0 %	88,0 %	87,8 %	86,5 %	86,0 %	85,8 %

<b>Ennustemuutokset</b>	<b>2023e</b>	<b>2023e</b>	<b>Muutos</b>	<b>2024e</b>	<b>2024e</b>	<b>Muutos</b>	<b>2025e</b>	<b>2025e</b>	<b>Muutos</b>
<b>MEUR / EUR</b>	<b>Vanha</b>	<b>Uusi</b>	<b>%</b>	<b>Vanha</b>	<b>Uusi</b>	<b>%</b>	<b>Vanha</b>	<b>Uusi</b>	<b>%</b>
If	1222	1247	2 %	1249	1290	3 %	1293	1324	2 %
Topdanmark	246	238	-3 %	276	248	-10 %	298	278	-7 %
Hastings	117	103	-12 %	132	137	4 %	137	151	10 %
Omistusyhteisö	-103	-106	3 %	-72	-75	4 %	-69	-74	7 %
<b>Tulos ennen veroja</b>	<b>1476</b>	<b>1476</b>	<b>0 %</b>	<b>1585</b>	<b>1600</b>	<b>1 %</b>	<b>1659</b>	<b>1679</b>	<b>1 %</b>
<b>EPS (oikaistu)</b>	<b>2,44</b>	<b>2,41</b>	<b>-1 %</b>	<b>2,73</b>	<b>2,70</b>	<b>-1 %</b>	<b>2,89</b>	<b>2,89</b>	<b>0 %</b>
Osinko / osake	2,90	2,40	-17 %	2,00	2,50	25 %	2,10	2,10	0 %

Lähde: Inderes

# Arvonmääritys 1/5

## Yhteenveto arvostuksesta

Olemme haarukoineet Sammon käypää arvoa osien summan, suhteellisen ja absoluuttisen arvostuksen sekä osinkomallin kautta. Keskityimme analyysissämme etenkin osien summaan, sillä se huomioi parhaiten Sammon eri osissa olevan arvon ja liiketoimintojen erilaiset profiilit. Lisäksi arvo tulee purkautumaan lähivuosien aikana, kun PE-sijoitukset myydään ja Mandatumista irtaudutaan.

Osien summan mukainen arvomme on noin 44 euroa osakkeelta ollen linjassa tavoitehintamme kanssa. Verrokkianalyysi, absoluuttiset kertoimet sekä osinkomalli tukevat nykyistä tavoitehintaamme, ja näkemyksemme mukaan Sammon osake on nykytasolla oikein hinnoiteltu.

## If ajaa konsernin arvon kehitystä

Vahinkovakuuttaja If on Sammon arvon kannalta edelleen dominoiva, sillä sen osuus konsernin arvosta on laskelmissamme noin 75 %. Näin ollen yhtiön kehitys määrittää suurilta osin myös konsernin arvostusta. Ifin arvostustaso ja tulosenusteet ovat nykyisellään varsin korkeita, joten nykyistä olennaisesti korkeampi osakkeen arvo vaatisi ennen kaikkea nousua markkinan odotuksissa Ifin yhdistetyn kulusuhteen osalta, sillä kannattavuustaso on yhtiön arvonkehityksen näkökulmasta tärkein yksittäinen komponentti. Muihin omistaja-arvon ajureihin (maksutulon kasvu sekä investoinnit) ei mielestämme liity samassa määrin epävarmuutta, ja pidämme esimerkiksi merkittäviä yllätyksiä maksutulon pitkän aikavälin kasvunäkymissä kohtalaisen epätodennäköisinä, sillä kasvu on jo pitkään mukaillut kohdemarkkinoiden bruttokansantuotteen kehitystä. Matalista ja ennakoitavista

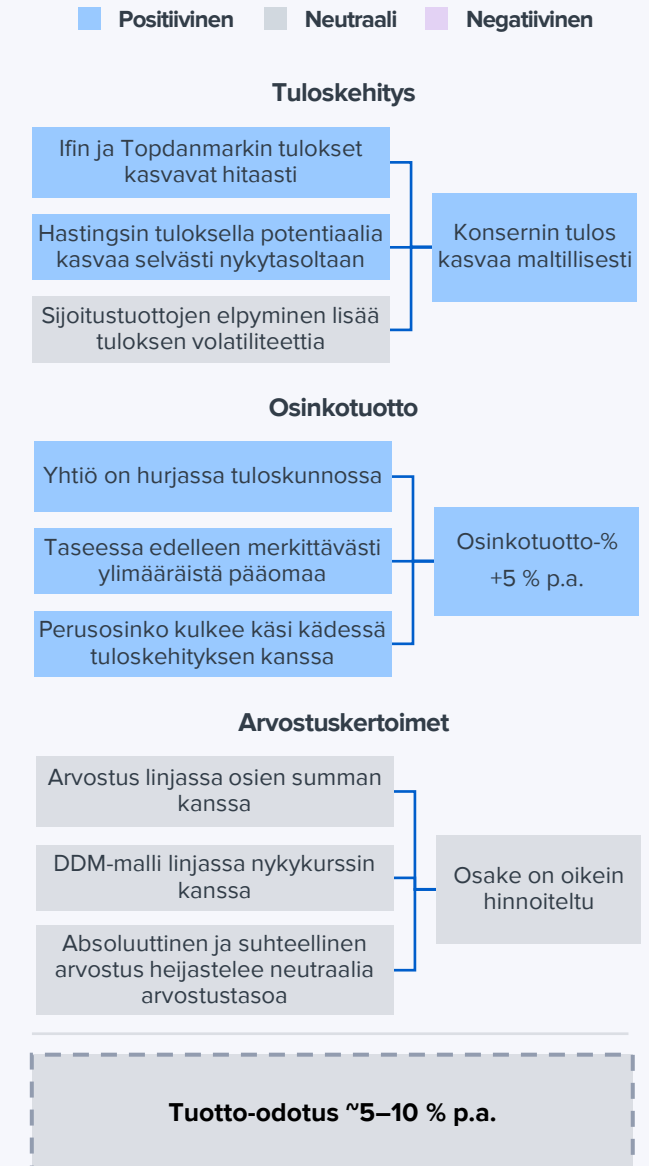
investointitarpeista (käytännössä pelkästään kokoluokan kasvun vaatima uusi vakavaraisuuspääoma) johtuen myöskään Ifin taseen kehitykseen ei mielestämme liity sellaisia yllätysmahdollisuuksia, joilla olisi konsernin arvon kannalta olennaista merkitystä. Odotammekin yhtiön jakavan perustellusti valtaosan tuloksestaan emoyhtiölle osinkoina houkuttelevien investointikohteiden puuttuessa.

Sijoittajan kannattaakin keskittää huomionsa erityisesti Pohjoismaisen vahinkovakuutusmarkkinan kilpailutilanteen kehitykseen, sillä tällä on arviomme mukaan merkittävä vaikutus sekä Ifin että Topdanmarkin tulospäämiin. Kilpailutilanteen kehitykseen taas vaikuttavat näkemyksemme mukaan eniten 1) vakuutusmarkkinan kasvunäkymät, 2) muutokset vakuutusyhtiöiden asiakaspidossa sekä 3) uudet mahdolliset haastajat vakuutusmarkkinan ulkopuolelta. Ifin kohdalla suosittellemekin raportoitujen tuloslukujen ohella seuraamaan erityisesti asiakastytyvyyden ja asiakasvaihtuvuuden kehitystä, sillä olennaiset muutokset näissä voivat ennakoida hintakilpailun kiristymistä. Tämä taas voisi muuttaa markkinaodotuksia Ifin nykyisen erinomaisen kannattavuustason pitävyydestä.

## Osien summa arvonmäärityksen selkärangana

Näkemyksemme mukaan osien summa tarjoaa hyvän lähtökohdan Sammon arvostukselle, sillä se huomioi konsernin eri osat ja niiden toisistaan poikkeavat arvonluontiedellytykset. Lisäksi osissa oleva arvo purkautuu Mandatum listautumisen sekä PE-sijoitusten irtaantumisen myötä, mikä tukee menetelmän käyttökelpoisuutta.

## Osaketuoton ajurit





# Arvonmääritys 2/5

Päivitetty osien summamme on noin 44 euroa per osake (aik. 47 euroa). Muutos aiempaan selittyi pääosin toukokuussa irronneella osingolla (2,4e/osake). Muut keskeiset muutokset ovat lfin kohonnut arvo (noin 2e/osake) sekä konsernikulujen huomioiminen (noin -1e/osake).

Sivun oikeassa palkissa olemme hahmotelleet Sammon osiin liittyvää arvostusriskiä. Kuvio havainnollistaa, miten potentiaalin ohella myös osakkeen hintariski muodostuu suurilta osin lfiistä. Segmentin nykyiset arvostuskertoimet ovat absoluuttisesti ja suhteellisesti korkeita, mikä viittaa markkinaodotuksiin vahvana säilyvästä tulostasosta. Myös omat nykyiset ennusteemme ovat linjassa tämän kanssa. Huomattavasti nykyisiä odotuksia ripeämpään tuloskasvuun taas on vaikea keksiä uskottavaa tiekarttaa, mitä myös yhtiön omat taloudelliset tavoitteet indikoivat. Näin ollen segmentin (ja korkeasta painoarvosta johtuen myös Sammon) arvostukseen liittyvä riski on kohtalaisen korkea.

Kokonaisuutena osien summassa onkin vaikea nähdä merkittävää nousuvaraa nykytasolta ilman merkittäviä uusia yritysjärjestelyitä, jotka eivät nyt ole yhtiön agendalla (pois lukien mahdollinen myöhempi Topdanmarkin ostotarjous). Tulosennusteiden osalta lfin ohella myös Topdanmark on jo hurjassa tuloskunnossa, mikä näkyy niin ikään korkeina arvostuskertoimina. Näin ollen kummankaan yhtiön markkinahinnoittelussa on vaikea nähdä nousuvaraa ilman dramaattista muutosta korkoympäristössä (ns. ”There is No Alternative” -markkinan paluu). Hastingsin sekä Mandatumin arvostuksissa voisi puolestaan olla

huomattavaakin potentiaalia ylöspäin, mutta konsernitasolla tämän vaikutus jäisi pieneksi. Huomautamme, että vaikka pidämme Mandatumin irrottamista omaksi pörssiyhtiökseen fiksunä strategisena liikkeenä, emme näe sillä olevan nostavaa vaikutusta Sammon nykyiseen arvostustasoon tämän ollessa jo valmiiksi linjassa sen keskeisten verrokkien kanssa. Mikäli Mandatumin listauksen jälkeinen hinta olisi olennaisesti yli osien summamme, olisi tällä luonnollisesti positiivinen vaikutus näkemykseemme yhtiön arvosta.

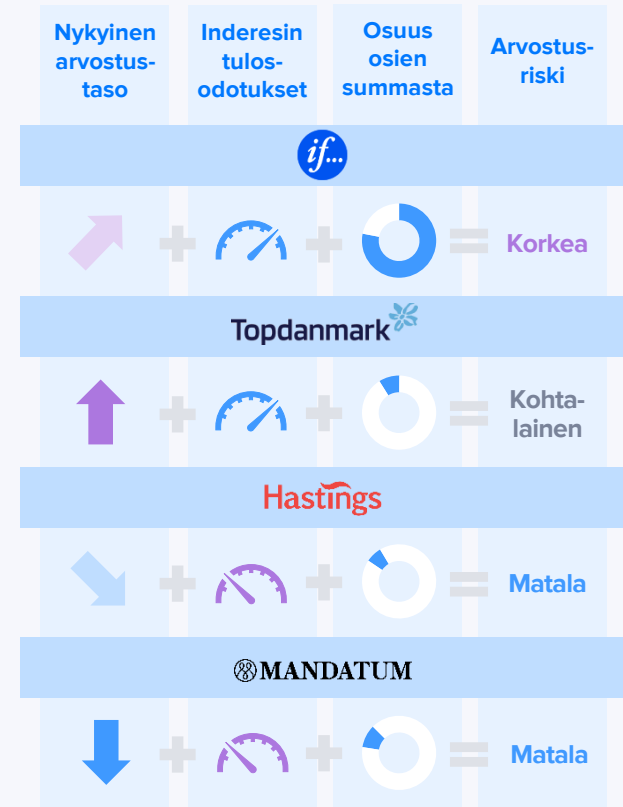
## Arvostuskertoimet ovat neutraalilla tasolla

Tulospohjaisesti tarkasteltuna Sammon arvostustaso vaikuttaa mielestämme neutraalilta. 2023–2024 arvostus (P/E 16–18x) ei näytä erityisen edulliselta, etenkin kun huomioidaan kohonnut korkotaso, joka painaa hyväksyttäviä valuaatioita kautta linjan. Vastaavat osinkotuotot ovat ennusteidemme mukaan 5–6 %:n tuntumassa (alle 5 % ilman lisäosinkoja).

Myös suhteellisesti Sampoa hinnoitellaan suunnilleen linjassa sen keskeisten verrokkien (Tryg & Gjensidige) kanssa ja vuosia jatkunut aliarvostus on kuroutunut umpeen. Suhteessa laajaan verrokkiryhmään arvostus on selvällä preemiolla, mutta pidämme tätä täysin perusteltuna yhtiön verrokkeja korkeampi laatu sekä Pohjoismaisen vahinkovakuutusmarkkinan paremmat fundamentit huomioiden. Kokonaisuutena arvostuskertoimet tukevat näkemystämme osakkeen oikeasta hinnoittelusta.

## Osien arvostusriskit

● Laskee riskitasoa ● Nostaa riskitasoa



*Yksittäisen segmentin arvostusriski syntyy nykyisten arvostuskertoimien, tulosodotusten sekä suhteellisen painoarvon yhtälönä. Sijoittajan kannalta erityisen haastava on tilanne, jossa arvostustaso on korkea, tulosnäkömät heikot sekä kyseisen segmentin painoarvo konsernille huomattava.*



# Arvonmääritys 3/5

## Osien summa: If

Ifillä on tarjolla Pohjoismaista erinomaiset verrokkiyhtiöt (Tryg ja Gjensidige), jotka mielestämme antavat hyvän pohjan yhtiön hyväksyttävän arvostustason haarukoinnille. Topdanmarkin olemme jättäneet pohjoismaiden vakuutusyhtiöiden tarkastelusta pois, sillä sen arvostus ei nojaa täysin markkinan fundamentteihin Sammon ostotarjoukseen liittyvästä jatkuvasta spekulatiosta johtuen.

Trygin ja Gjensidigen P/E-kertoimet ovat viimeisen viiden vuoden ajalta keskimäärin noin 20x ja vastaava osinkotuotto noin 4,5 %. Tällä hetkellä tasot ovat 17x ja 5 %, eli lievästi alle viime vuosien tasojen. Mielestämme lasku historiallisilta tasoilta on täysin perusteltua, sillä muuttuneen korkoympäristön johdosta on pörssin yleinen arvostustaso laskenut kautta linjan. Verrokkien arvostustasot ovat edelleen absoluuttisesti korkeita ja yli pörssi keskiarvojen, mutta mielestämme täysin perusteltuja ottaen huomioon liiketoimintojen erittäin korkeat laadut ja Pohjoismaisen vakuutusmarkkinan erinomaiset markkinafundamentit.

Verrokkien kertoimia ja meidän tulosennusteitamme käyttämällä saamme Ifin kerroin pohjaiseksi arvoksi noin 17,5 miljardia euroa.

## Ifin DDM-malli

Lisäksi olemme tarkastelleet Ifin arvoa osinkomallin (DDM) kautta. Odotamme Ifin voitonjakosuhteen olevan korkea 85 % ja osingon kasvavan tasaisesti läpi ennustejakson tulosennusteiden mukana. Ennustamallamme tuloskehityksellä ja voitonjakopolitiikalla Ifin vakavaraisuussuhde säilyy ennustejaksollamme korkeana eikä vakavaraisuus

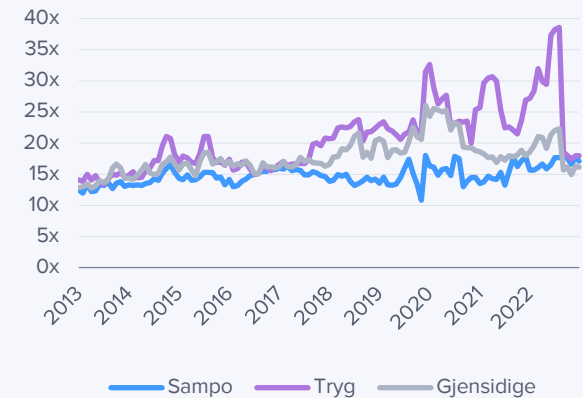
asetta ongelmia ennusteidemme mukaiselle voitonjaolle. Terminaalijakson oletuksemme osingon vuosikasvusta on 2 %, mikä heijastelee alan rakenteellisesti hidasta kasvua ja vastaa käytännössä pitkän aikavälin inflaatio-odotuksia. Olemme soveltaneet Ifille 7,3 %:n oman pääoman kustannusta (sama kuin Sampo Oyj:lle). Näiden oletusten lopputulemana DDM-mallimme indikoi Ifin osakekannan arvoksi noin 17,6 miljardia euroa.

## Osien summa: Hastings

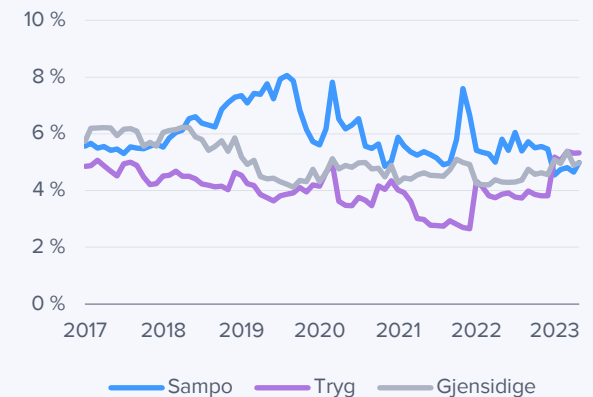
Hastingsille on niin ikään tarjolla suhteellisen laadukas verrokkiryhmä Ison-Britannian vahinkovakuutusyhtiöistä. Osalla yhtiöistä on myös henkivakuutustoimintaa, mutta laaja verrokkiryhmä antaa mielestämme oikean suuntaisen kuvan markkinan hyväksymästä arvostustasosta, joka on selvästi pohjoismaisia vahinkovakuuttajia maltillisempi (verrokkien mediaani P/E-kerroin 9x vs. pohjoismaiset vahinkovakuuttajat 17x). Tämä johtuu näkemyksemme mukaan kilpailultaan selvästi kireämmästä markkinasta sekä yhtiöiden heikommista kilpailueduista.

Hastingsin arvostusta määritettäessä on mielestämme kuitenkin perusteltua hyväksyä verrokkiryhmää korkeammat tuloskertoimet, sillä näkemyksemme mukaan yhtiö on keskimääräistä verrokkiaan laadukkaampi. Vuosien 2023–2024 ennusteidemme mukaiset P/E-kertoimet ovat 13x ja 11x, jotka heijastelevat yhtiön kelvollisia tuloskasvunäkymiä, mutta ovat selvästi konsernin laadukkaampien osien Ifin ja Topdanmarkin kertoimia maltillisempia. Näin saamme Hastingsin arvoksi noin 1,6 mrd. euroa. Huomautamme, että olemme käyttäneet yrityskauppaan liittyvistä ei-operatiivisista poistoista oikaistua tulosta (selitetty tarkemmin sivulla [33](#)).

Pohjoismaisten vakuutusyhtiöiden P/E-kertoimet



Pohjoismaisten vakuutusyhtiöiden osinkotuotto-%



Lähde: Bloomberg

# Arvonmääritys 4/5

## Osien summa: Mandatum

Mandatumin arvoa haarukoidessa olemme käyttäneet eurooppalaista henkivakuutusyhtiöistä koostuvaa verrokkiryhmää. Huomautamme, että ryhmä sisältää hyvin erilaisia yhtiöitä, joten verrokkiryhmän laatu on korkeintaan välttävä. Uskomme kuitenkin, että laaja verrokkiryhmä antaa oikean suuntaisen indikaation Mandatumin hyväksyttävästä arvostuksesta. Mielestämme Mandatumin arvoa määritettäessä tulee ottaa huomioon sen erittäin vahva tase. Käytännössä Sammolta ostettavat sijoitukset (Enento, Saxo ja muut) ovat Mandatumille täysin ylimääräistä pääomaa ja huomioimme ne laskelmissamme erillisenä komponenttina. Käytämme verrokkiryhmäanalyyssissämme P/E- ja P/B-kertoimia sekä osinkotuottoa.

Verrokkien arvostukset ovat kautta linjan hyvin alhaisilla tasoilla ja keskimääräiset P/E-kertoimet ovat noin 7x, P/B noin 1x ja osinkotuotot noin 7 %:n. Nämä ovat alle historiallisten tasojen ja esimerkiksi P/E-kerroin on viimeisen viiden vuoden aikana ollut keskimäärin noin 9x.

Nykyisiä tasoja soveltamalla saamme Mandatumin arvoksi 1,8 miljardia euroa ja ylimääräinen 430 MEUR:n pääoma huomioiden noin 2,3 mrd. euroa. 2,3 miljardin markkina-arvo vastaa noin 10-12x P/E-kerrointa lähivuosien ennusteilla. Premio suhteessa verrokkiryhmän historiallisiin tasoihin on perusteltavissa mielestämme Mandatumin korkealla laadulla sekä huomattavalla varainhoitoliiketoiminnalla (varainhoidolle voidaan hyväksyä selvästi tätä korkeammat kertoimet).

## Osien summa: Muut

Topdanmarkin omistuksen olemme osien summassamme huomioineet sen markkina-arvolla, joka on tällä hetkellä noin 2,1 mrd. euroa.

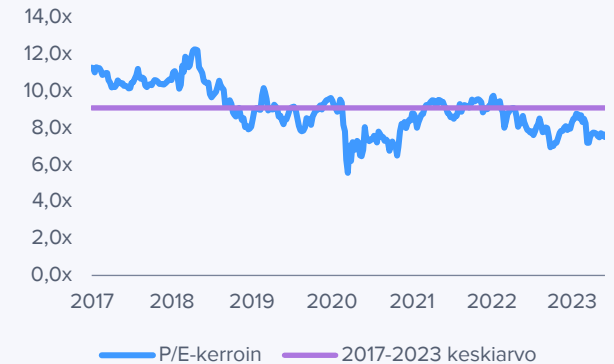
Omistusyhteisösegmentin arvo muodostuu sen sijoitussalkusta sekä konsernin kuluista. PE-sijoitusten arvoa olemme tarkistaneet hieman alaspäin noin 1050 MEUR:oon, eli samalle tasolle Sammon tasearvojen kanssa. Konsernikulut olemme lisänneet laskelmaamme mukaan, sillä omistusyhteisön sijoitustoiminnalla ei enää voi perustella konsernikulujen huomioimatta jättämistä. Konsernikulut ilman korkomenoja ovat vuodessa arviomme mukaan noin 45 MEUR ja tämä diskontattuna Sammolle soveltavallamme tuottovaatimuksella (WACC 6,7 %) antaa nykyarvoksi -650 MEUR.

Nettovelkaa Sammolla on laskelmiemme mukaan noin 1500 MEUR toukokuun osingonjako huomioiden.

## Osinkomalli (DDM)

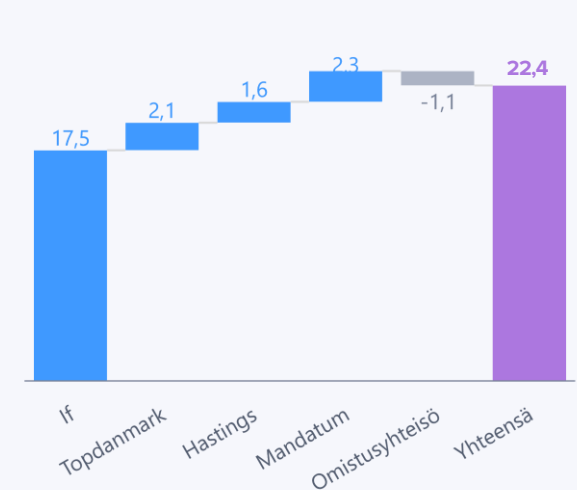
Osinkomallimme mukainen arvo Sammon osakkeelle on noin 43,6 euroa. Arvo pitää sisällään ennustamamme omien osakkeiden ostot. Soveltamamme 7,3 %:n oman pääoman tuottovaatimus on yksi matalimmista seuraamiemme yhtiöiden keskuudesta. Erittäin matala diskonttokorko on kuitenkin mielestämme perusteltu Sammon hyvin matala riskiprofiili huomioiden. Huomautamme kuitenkin, että taso on nykytasollaan yhä absoluuttisesti hyvin matala, joten mahdollinen korkojen nousun jatkuminen ja tätä seuraava diskonttokoron kohoaminen leikkaisi reippaasti osinkomallin indikoimaa arvoa.

## Mandatumin verrokkiryhmän P/E-kertoimen kehitys



Verrokkiryhmässä mukana: Prudential, Legal & General Group, Aviva, Phoenix Group, Just Group, NN Group, Ageas, Swiss Life ja Aegon  
Lähde: Bloomberg

## Osien summa -laskelma (mrd. euroa)



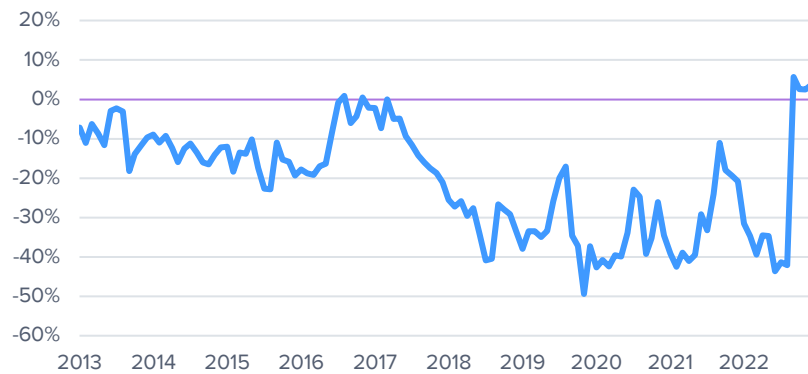
# Arvonmääritys 5/5

Muutokset osien summa -laskelmassa	Uusi	Vanha
If	17500	16500
Topdanmark	2087	2058
Hastings	1600	1800
Mandatum	2328	2356
Omistusyhteisö (sis. velat ja sijoitukset)	-1088	1118
<b>Yhteensä (MEUR)</b>	<b>22428</b>	<b>23832</b>
Per osake (EUR)	44,1	46,8

Sammon osinkotuotto-%



Sammon P/E-kerroin vs. Tryg & Gjensidige keskiarvo



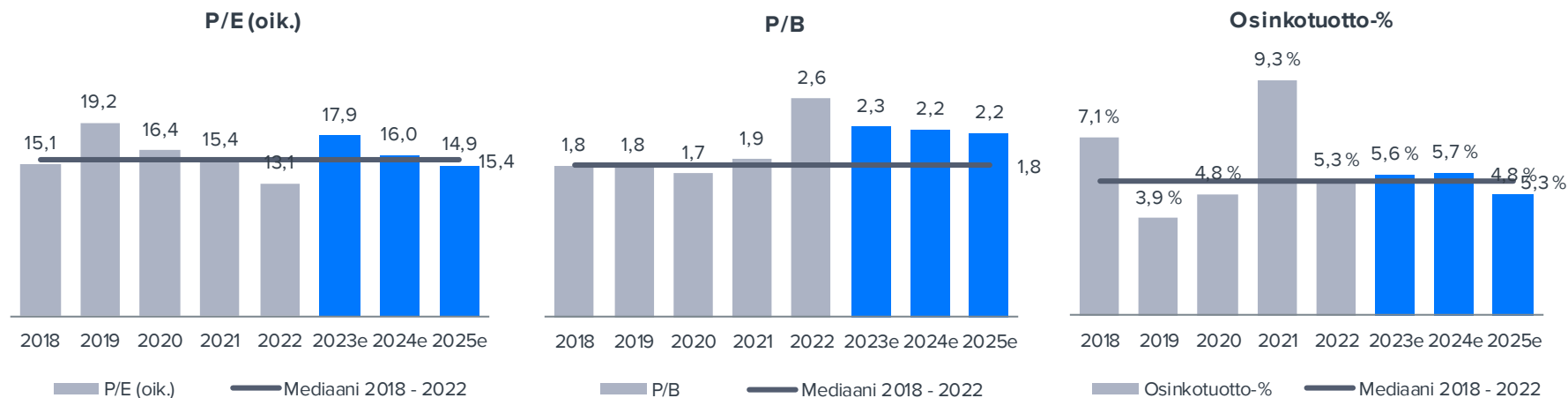
Sammon osinkotuotto-% vs. Tryg & Gjensidige keskiarvo



# Arvostustaulukko

Arvostustaso	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
Osakekurssi	40,4	38,9	35,3	44,1	48,8	43,1	43,1	43,1	43,1
Osakemäärä, milj. kpl	556,6	556,6	556,6	554,3	530,3	508,1	496,0	490,4	490,4
Markkina-arvo	22436	21609	19593	24109	25108	21620	21620	21620	21620
P/E (oik.)	15,1	19,2	16,4	15,4	13,1	17,9	16,0	14,9	14,7
P/E	13,3	19,2	>100	9,5	12,3	17,9	16,0	14,9	14,7
P/B	1,8	1,8	1,7	1,9	2,6	2,3	2,2	2,2	2,1
Osinko/tulos (%)	93,8 %	73,7 %	2484,5 %	87,3 %	63,5 %	98,4 %	91,5 %	72,8 %	74,9 %
Osinkotuotto-%	7,1 %	3,9 %	4,8 %	9,3 %	5,3 %	5,6 %	5,7 %	4,8 %	5,0 %

Lähde: Inderes



# Sammon verrokkiryhmä

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Markkina-arvo MEUR	P/E		Osinkotuotto-%		P/B
		2023e	2024e	2023e	2024e	2023e
Tryg	13024	18,9	17,1	5,4	5,6	2,3
Gjensidige	7643	15,5	14,8	5,2	5,4	3,5
Topdanmark	4265	22,2	20,4	4,4	4,9	5,0
ALM	2345	27,9	17,5	5,7	7,2	1,2
Storebrand	3310	11,4	9,6	4,9	5,3	1,1
Admiral	8217	18,4	16,4	5,1	5,6	6,8
Direct Line	2522	9,8	6,9	6,8	10,0	1,0
Zurich Insurance Group	65642	12,0	11,2	6,0	6,4	2,4
Allianz	84192	8,8	8,0	5,8	6,3	1,5
Assicurazioni Generali	29010	8,9	8,4	6,6	6,9	1,4
<b>Sampo (Inderes)</b>	<b>21620</b>	<b>17,9</b>	<b>16,0</b>	<b>5,6</b>	<b>5,7</b>	<b>2,3</b>
<b>Keskiarvo</b>		<b>15,4</b>	<b>13,0</b>	<b>5,6</b>	<b>6,3</b>	<b>2,6</b>
<b>Mediaani</b>		<b>13,8</b>	<b>13,0</b>	<b>5,5</b>	<b>6,0</b>	<b>1,9</b>
<b>Erotus-% vrt. mediaani</b>		<b>30 %</b>	<b>23 %</b>	<b>1 %</b>	<b>-5 %</b>	<b>21 %</b>

Lähde: Refinitiv / Inderes

# Mandatumin verrokkiryhmä

Verrokkiryhmän arvostus	Markkina-arvo	P/E		Osinkotuotto-%		P/B
		2023e	2024e	2023e	2024e	2023e
Yhtiö	MEUR					
Prudential Plc	35148	12,8	11,0	1,5	1,5	1,9
Legal & General Group Plc	15670	6,6	5,9	8,9	9,4	1,1
Aviva Plc	12662	7,0	6,1	8,3	8,7	0,9
Phoenix Group Holdings Plc	6396	7,7	8,3	9,5	9,7	1,4
Just Group Plc	1060	3,8	3,3	2,1	2,3	0,5
NN Group N.V.	10142	6,0	6,4	8,7	9,0	0,6
Ageas N.V.	7678	7,1	6,8	7,9	8,3	0,9
Swiss Life	16680	10,6	9,8	6,2	6,7	1,6
Aegon	9074	7,2	6,4	7,0	8,0	0,7
<b>Keskiarvo</b>		<b>7,6</b>	<b>7,1</b>	<b>6,7</b>	<b>7,1</b>	<b>1,1</b>
<b>Mediaani</b>		<b>7,1</b>	<b>6,6</b>	<b>7,4</b>	<b>8,2</b>	<b>1,0</b>

# Hastingsin verrokkiryhmä

Verrokkiryhmän arvostus	Markkina-arvo	P/E		Osinkotuotto-%		P/B
		2023e	2024e	2023e	2024e	2023e
Yhtiö	MEUR					
Admiral Group	8069	18,3	16,6	5,2	5,6	6,7
Direct Line Insurance Group	2529	11,3	7,3	5,3	10,5	1,0
Allianz	82921	8,7	7,9	5,9	6,3	1,5
AXA	61848	8,0	7,5	6,8	7,3	1,3
Zurich Insurance Group	65299	12,0	11,2	6,0	6,4	2,5
Assicurazioni Generali	27997	9,0	8,2	6,8	7,2	1,5
Talanx	12435	8,9	8,2	4,5	4,9	1,4
Unipol	3412	4,9	4,7	7,9	8,1	0,5
<b>Mediaani</b>		<b>9,0</b>	<b>8,1</b>	<b>6,0</b>	<b>6,8</b>	<b>1,4</b>
<b>Keskiarvo</b>		<b>10,2</b>	<b>9,0</b>	<b>6,0</b>	<b>7,0</b>	<b>2,0</b>

# DDM-laskelma Sampo

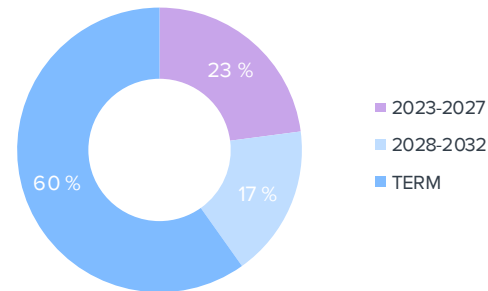
DDM-arvonmääritys (MEUR)	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	TERM
Sammon tulos	1224	1339	1415	1440	1420	1412	1441	1432	1461	1492	1492
Sammon jakama osinko	1204	1226	1029	1079	1207	1200	1225	1217	1242	1268	24639
-Osingonjako-%	98 %	92 %	73 %	75 %	85 %	85 %	85 %	85 %	85 %	85 %	
Sammon osingon kasvu-%	-9,9 %	1,8 %	-16,0 %	4,8 %	11,9 %	-0,6 %	2,1 %	-0,7 %	2,1 %	2,1 %	2,0 %
Disk. osinko	1158	1098	860	840	877	813	774	717	682	649	12614
Disk. Kum osinko	21081	19924	18825	17965	17125	16248	15435	14661	13945	13263	12614

Oman pääoman arvo, DDM	21081
<b>Per osake EUR</b>	<b>42,0</b>

## Pääoman kustannus

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

Rahavirranjakauma jaksoittain



Huom: DDM-laskelma ei sisällä omien ostoja joiden määrän arvioimme olevan noin 1,6e/osake.



# DDM-laskelma lf

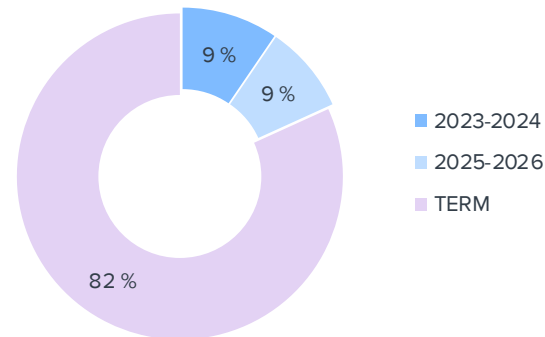
DDM-arvonmääritys (MEUR)	2023e	2024e	2025e	2026e	TERM
<b>lfin tulos</b>	<b>985</b>	<b>1019</b>	<b>1046</b>	<b>1055</b>	
<b>lfin osinko</b>	<b>887</b>	<b>918</b>	<b>941</b>	<b>949</b>	<b>18444</b>
-Osingonjako-%	90 %	90 %	90 %	90 %	
lfin osingon kasvu-%	41,4 %	3,5 %	2,6 %	0,9 %	2,0 %
Disk. osinko	852	822	786	740	14370
Disk. Kum osinko	17570	16718	15896	15109	14370

Oman pääoman arvo, DDM	17570
<b>Per osake EUR</b>	<b>35,0</b>

## Pääoman kustannus

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

Rahavirranjakauma jaksoittain



# Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2021	Q1'22	Q2'22	Q3'22	Q4'22	2022	Q1'23	Q2'23e	Q3'23e	Q4'23e	2023e	2024e	2025e	2026e
<b>Vakuutusmaksutulo</b>	<b>9746</b>	<b>1863</b>	<b>2771</b>	<b>1848</b>	<b>1785</b>	<b>8267</b>	<b>1969</b>	<b>2077</b>	<b>2135</b>	<b>2038</b>	<b>8219</b>	<b>8708</b>	<b>9068</b>	<b>9385</b>
If	4855	1222	2044	1081	1085	5432	1235	1322	1349	1320	5226	5487	5652	5822
Topdanmark	2694	312	343	334	318	1307	318	341	349	350	1359	1513	1572	1572
Hastings	830	329	384	433	382	1528	416	414	437	367	1634	1708	1844	1992
Mandatum	1367	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Liikevoitto ilman kertaeriä</b>	<b>2190</b>	<b>664</b>	<b>769</b>	<b>341</b>	<b>12,0</b>	<b>1786</b>	<b>359</b>	<b>369</b>	<b>384</b>	<b>363</b>	<b>1476</b>	<b>1600</b>	<b>1679</b>	<b>1705</b>
<b>Liikevoitto</b>	<b>3172</b>	<b>692</b>	<b>844</b>	<b>341</b>	<b>47,0</b>	<b>1924</b>	<b>359</b>	<b>369</b>	<b>384</b>	<b>363</b>	<b>1476</b>	<b>1600</b>	<b>1679</b>	<b>1705</b>
If	1077	495	732	264	59	1550	337	298	310	302	1247	1290	1324	1335
Topdanmark	346	15	45	32	65	157	63	63	60	51	238	248	278	278
Hastings	127	21	25	54	7	107	10	26	34	33	103	137	151	165
Omistusyhteisö	1331	164	39	-9	-48	146	-45	-18	-20	-23	-106	-75	-74	-73
Mandatum	291	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Tulos ennen veroja</b>	<b>3172</b>	<b>692</b>	<b>844</b>	<b>341</b>	<b>47,0</b>	<b>1924</b>	<b>359</b>	<b>369</b>	<b>384</b>	<b>363</b>	<b>1476</b>	<b>1600</b>	<b>1679</b>	<b>1705</b>
Verot	-423	-107	-62	-86	-129	-384	-91	-79	-83	-78	-331	-362	-369	-375
Vähemmistöosuudet	-181	-11	-20	-14	-69	-114	-26	-27	-26	-22	-100	-103	-107	-110
<b>Nettotulos</b>	<b>2568</b>	<b>773</b>	<b>563</b>	<b>241</b>	<b>530</b>	<b>2107</b>	<b>271</b>	<b>310</b>	<b>327</b>	<b>316</b>	<b>1224</b>	<b>1339</b>	<b>1415</b>	<b>1440</b>
<b>EPS (oikaistu)</b>	<b>2,86</b>	<b>1,37</b>	<b>0,92</b>	<b>0,46</b>	<b>0,93</b>	<b>3,71</b>	<b>0,53</b>	<b>0,61</b>	<b>0,65</b>	<b>0,63</b>	<b>2,41</b>	<b>2,70</b>	<b>2,89</b>	<b>2,94</b>
<b>EPS (raportoitu)</b>	<b>4,63</b>	<b>1,43</b>	<b>1,06</b>	<b>0,46</b>	<b>1,00</b>	<b>3,97</b>	<b>0,53</b>	<b>0,61</b>	<b>0,65</b>	<b>0,63</b>	<b>2,41</b>	<b>2,70</b>	<b>2,89</b>	<b>2,94</b>

# Tase

Vastaavaa	2021	2022	2023e	2024e	2025e
<b>Pysyvät vastaavat</b>	<b>50970</b>	<b>19463</b>	<b>19489</b>	<b>19527</b>	<b>19565</b>
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aineettomat hyödykkeet	3794	3322	3357	3392	3427
Käyttöomaisuus	375	329	332	335	338
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	777	11,7	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	26274	15789	15789	15789	15789
Muut pitkäaikaiset varat	19711	0,0	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verosaamiset	39,0	11,0	11,0	11,0	11,0
<b>Vaihtuvat vastaavat</b>	<b>10091</b>	<b>19749</b>	<b>19891</b>	<b>20145</b>	<b>20333</b>
Vaihto-omaisuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut lyhytaikaiset varat	2977	15617	15617	15617	15617
Myyntisaamiset	2295	1820	1808	1916	1995
Likvidit varat	4819	2312	2466	2612	2721
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>61061</b>	<b>39212</b>	<b>39380</b>	<b>39672</b>	<b>39898</b>

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2021	2022	2023e	2024e	2025e
<b>Oma pääoma</b>	<b>13464</b>	<b>10178</b>	<b>10065</b>	<b>10199</b>	<b>10389</b>
Osakepääoma	98,0	98,0	98,0	98,0	98,0
Kertyneet voittovarot	9952	8482	8369	8503	8693
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	2738	1038	1038	1038	1038
Vähemmistöosuus	676	560	560	560	560
<b>Pitkäaikaiset velat</b>	<b>45129</b>	<b>14484</b>	<b>14765</b>	<b>14923</b>	<b>14959</b>
Laskennalliset verovelat	855	506	506	506	506
Varaukset	9,0	6,0	6,0	6,0	6,0
Lainat rahoituslaitoksilta	4346	3087	3368	3526	3562
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	39919	10885	10885	10885	10885
<b>Lyhytaikaiset velat</b>	<b>2468</b>	<b>14550</b>	<b>14550</b>	<b>14550</b>	<b>14550</b>
Lainat rahoituslaitoksilta	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut lyhytaikaiset velat	2468	14550	14550	14550	14550
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>61061</b>	<b>39212</b>	<b>39380</b>	<b>39672</b>	<b>39898</b>

# 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 käsitellä 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 neuvonantajia. Asiakas vastaa sijoituspäätöksensä tekemisestä ja niiden taloudellisesta tuloksesta.

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

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen 12 kuukauden kokonaistuotto-odotukseen (sis. kurssinousu ja osingot) ja huomioi Inderesin näkemyksen tuotto-odotukseen liittyvästä riskistä. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituksiin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään 2-4 kertaa vuodessa yhtiöiden osavuosikatsausten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvion 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 jakamaan 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 investointipankkiliketoimintaa.

Inderes tai sen yhteistyökumppanit, joiden asiakkuuksilla voi olla taloudellinen vaikutus Inderesiin, voivat liiketoiminnassaan pyrkiä toimeksiantosuhteisiin eri liikkeeseenlaskijoiden kanssa Inderesin tai sen yhteistyökumppanien tarjoamien palveluiden osalta. Inderes voi siten olla suorassa tai epäsuorassa sopimussuhteessa tutkimuksen kohteena olevaan liikkeeseenlaskijaan. Inderes voi yhdessä yhteistyökumppaneineen tarjota liikkeeseen laskijoille sijoittajaviestinnän palveluita, joiden tavoitteena on parantaa yhtiön ja pääomamarkkinoiden välistä kommunikaatiota. Näitä palveluita ovat sijoittajatilaisuuksien ja -tapahtumien järjestäminen, sijoittajaviestinnän liittyvä neuvonanto, sijoitustutkimusraporttien laatiminen.

Kaikki Inderes Oyj:n osakeomistukset sen seurannassa olevissa kohdeyhtiöissä esitetään yksilöityinä oikeaa rahaa sijoittavassa Inderes Oyj:n [mallisalkussa](#).

Tämä raportti on Sampo Oyj:n maksamaa korvausta vastaan tuotettu yksittäinen analyysiraportti. Inderesin ja Sampo Oyj:n välillä ei ole sopimusta jatkuvan osaketutkimuksen tuottamisesta

Lisätietoa Inderesin tutkimuksesta: <http://www.inderes.fi/research-disclaimer/>

## Suosituksihistoria (>12 kk)

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

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

Yhteiskunnallisena tavoitteenamme on demokratisoida tieto finanssimarkkinoilla.

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

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

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

### Inderes Oyj

Itämerentori 2  
00180 Helsinki  
+358 10 219 4690

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



STARMINE  
ANALYST AWARDS  
FROM REFINITIV



THOMSON REUTERS  
ANALYST AWARDS



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



Mikael Rautanen  
2014, 2016, 2017, 2019



Sauli Vilén  
2012, 2016, 2018, 2019, 2020



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



Olli Koponen  
2020



Joni Grönqvist  
2019, 2020



Erkki Vesola  
2018, 2020



Petri Gostowski  
2020



Atte Riikola  
2020

**Analyysi kuuluu  
kaikille.**