

Sampo

Omfattande aktieanalys

14.6.2023 8:00



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



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

This is a single research report produced against compensation paid by Sampo plc. There is no agreement between Inderes and Sampo plc to produce continuous equity research.

**inde
res.**

Kungen av den nordiska skadeförsäkringsmarknaden

Sampo verkar huvudsakligen på den attraktiva nordiska skadeförsäkringsmarknaden och bolagets verksamheter är av speciellt hög kvalitet. Bolaget utvecklas för tillfället starkt och vi förväntar oss en stadig tillväx samt ett starkt utdelningsflöde under de närmaste åren. Aktiens värdering är i linje med våra värderingsmetoder och vi upprepar vår Minska rekommendation eftersom aktiens avkastning lutar i stor utsträckning på utdelningen. Vi reviderar vår riktkurs till 44,0 euro (tidigare 47,0) främst på grund av utdelningen som betalades ut i maj.

Nordens ledande försäkringsbolag

Sampo är Nordens ledande försäkringskoncern, som även har verksamhet i Storbritannien och Baltikum via sina dotterbolag. Samos största dotterbolag är Nordens största skadeförsäkringsgivare If. Sampo äger även cirka hälften av danska Topdanmark och Ifs samt Topdanmarks sammanlagda marknadsandel i Norden är cirka 20 %. Den nordiska skadeförsäkringsmarknaden är mycket attraktiv. Marknaden är konsoliderad (de tre största aktörernas marknadsandelar är mellan 65–80 %) och tack vare höga servicenivåer är kundlojaliteten mycket bra.

Lönsamhetsnivåerna på marknaden är därför starka, vilket har framhävts under det senaste decenniet när nollräntor har skiftat fokuset från finansiella intäkter till försäkringsresultatet. Marknadstillväxten är långsam, men marknaden är defensiv. Sampo har genomgått en omfattande transformation under strategiperioden 2021–2023. Bolaget har fokuserat på skadeförsäkring, sålt sitt innehav i Nordea, återfört överskottskapital till sina ägare och kommunicerat om Mandatums avknoppning.

Bolaget presterar starkt och tillväxtutsikterna är stabila.

If och Topdanmark presterar för närvarande starkt och vi förväntar oss att deras vinsttillväxt kommer att vara måttlig under de närmaste åren. Hastings har förutsättningar att växa klart snabbare än våra prognoser, men ett konservativt antagande motiveras av den utmanande marknaden i Storbritannien. Som helhet förväntar vi oss att Samos normala vinstnivå med den nuvarande strukturen är 2,5–2,8 euro per aktie, inklusive Mandatum. Med tanke på verksamheternas prestation finns det ingen anledning att förvänta sig högre nivåkorrigeringar. Resultatet kommer att växa stadigt, med stöd av en stark prestation i skadeförsäkringsverksamheten och pågående återköp av egna aktier (2024–2026 genomsnittlig tillväxt avseende vinst per aktie om 7 %). En viktig prognosrisk är fortfarande förknippad med försvagningen av resultatmixen eftersom de finansiella intäkterna ökar sannolikheten för stramare konkurrens, vilket skulle ha en negativ inverkan på resultatet från försäkringstjänster. Sampo har fortfarande cirka 2–3 euro per aktie i överskottskapital i sin balansräkning och vi förväntar oss att bolaget gradvis minskar på kapitalet med extra vinstutdelning när kapital frigörs från PE-investeringarna.

Aktien verkar vara korrekt prissatt och den förväntade avkastningen bygger främst på utdelningen

Vi har beräknat Samos inneboende värde genom en SOTP-värdering (Sum-of-the-Parts), relativ- och absolutvärdering samt beräknat på estimerade framtida utdelningar. I vår analys fokuserar vi på SOTP-värderingen, eftersom den bäst tar hänsyn till verksamheternas olika profiler. Dessutom kommer värdet att upplösas då PE-investeringarna säljs och Mandatum avknoppas. Vårt värde enligt vår SOTP-analys är cirka 44 euro per aktie (tidigare 47e). Vår relativ- och absolutvärdering, samt utdelningsberäkning stödjer rikt kursen och vi tror att Samos aktie är relativt rätt prissatt på rådande nivå. Vi anser att aktiens förväntad avkastning till stor del baseras på direktavkastning, vilket i genomsnitt är över 5 % för de närmaste åren. Vi anser inte att det är en tillräcklig avkastning, särskilt eftersom investerare också bär risken av fallande värderingsmultiplar i takt med att räntorna stiger.

Rekommendation

Minska

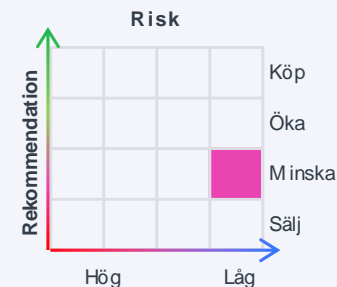
(tidigare Minska)

44,00 EUR

(tidigare 47,00 EUR)

Aktiekurs:

43,08



Nyckeltal

	2022	2023e	2024e	2025e
Vinst före skatt	1924	1476	1600	1679
tillväxt-%	-39 %	-23 %	8 %	5 %
Nettoresultat	1426	1045	1135	1203
Vinst per aktie (just.)	3,71	2,41	2,70	2,89
Utdelning/aktie	2,60	2,40	2,50	2,10

P/E (just.)	13,1	17,9	16,0	14,9
P/B	2,6	2,3	2,2	2,2
Direktavkastning-%	5,3 %	5,6 %	5,7 %	4,8 %
Utdelning/resultat-%	70 %	100 %	93 %	73 %

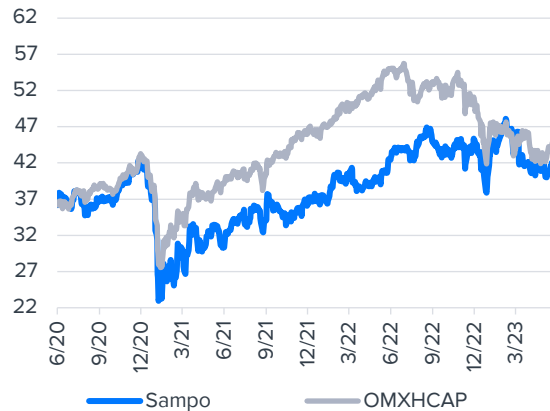
Källa: Inderes

Framtidsutsikt

(Oförändrad)

För Sampokoncernens skadeförsäkringsverksamhet väntas försäkringsmarginalerna uppnå de mål som har fastställts för åren 2021–2023. På koncernnivå siktar Sampo mot en totalkostnadsprocent på under 86 %, medan målet för If ligger under 85 %. För Hastings är målet en driftskostnadsprocent under 88 %. Efter första kvartalets goda resultat har prognosen för Ifs totalkostnadsprocent 2023 förbättrats till 82–84 %.

Aktiekurs



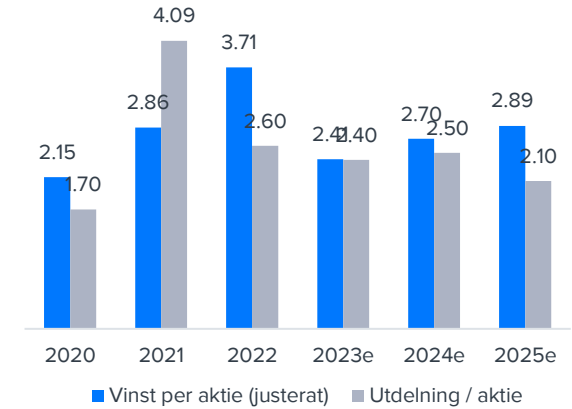
Källa: Millistream Market Data AB

Sampos PTP fördelning (EUR)



Källa: Inderes

Vinst per aktie och utdelning



Källa: Inderes



Värde drivare

- Lönsam tillväxt i försäkringsverksamheten
- Frigör kapital från aktiviteter som inte hör till kärnverksamheten
- Högre räntor förbättrar de finansiella intäkterna
- Topdanmark förvärvet
- Andra M&A-transaktioner



Risker

- En räntehöjning kan försämra försäkringsresultatet och sätta press på försäkringsbolagens värderingar
- Stramare konkurrens på den nordiska försäkringsmarknaden

Innehållsförteckning

Bolagsbeskrivning och affärsmodell	6–10
Strategi och finansiella mål	11–13
Investerings- och riskprofil	14–15
Industri och jämförelsebolag	16–21
Segment: If	22–27
Segment: Topdanmark	28–30
Segment: Hastings	31–33
Segment: Mandatum	34–37
Segment: Holding	38
Finansiell ställning	39–41
Prognoser	47–51
Värdering	47–51
Bilagor	52–58
Disclaimer och rekommendationshistoria	59

Sampo i korthet

Sampo är Nordens ledande försäkringskoncern, som även verkar i Storbritannien och Baltikum via sina dotterbolag. Samos strategiska fokusområde och kärnan för värdeskapande är skadeförsäkringsverksamheten.

1909

Grundande

1988

Introduktion på huvudlistan i Helsingfors

8 404 MEUR

Bruttoförsäkringsintäkter senaste 12 månaderna

1 592 MEUR

Resultat före skatt senaste 12 månaderna

~6 500 MEUR

Kapitalavkastning till aktieägarna sedan 2021

20 %

Marknadsandel på nordiska skadeförsäkringsmarknaden 2022

Aktiva M&A-transaktioner (2001–2008)

Sampo går in i bankverksamheten genom en fusion med Leonia bank

Sampo förvärvar Mandatum, och Björn Wahlroos blir koncernchef

Sampo förvärvar If (2002–2004)

Sampo säljer sin bankverksamhet till Danske till ett bra pris

Finanskonglomerat (2008–2019)

Wahlroos övergår till styrelseordförande och Kari Stadigh utses till koncernchef

Minoritetsförvärv av Topdanmark år 2011, där innehavet sedan ökades succesivt

Nordeas utmaningar återspeglas också i Samos utveckling

Trots ständiga rykten så genomförs inga stora M&A-transaktioner

Fokus på skadeförsäkring (2020–2023)

Torbjörn Magnusson blir koncernchef 2020

Den nya strategin stärker fokus på skadeförsäkring

Förvärv av Hastings och expansion till en ny marknad

Bryter upp från Nordea och avsevärd kapitalavkastning till aktieägarna

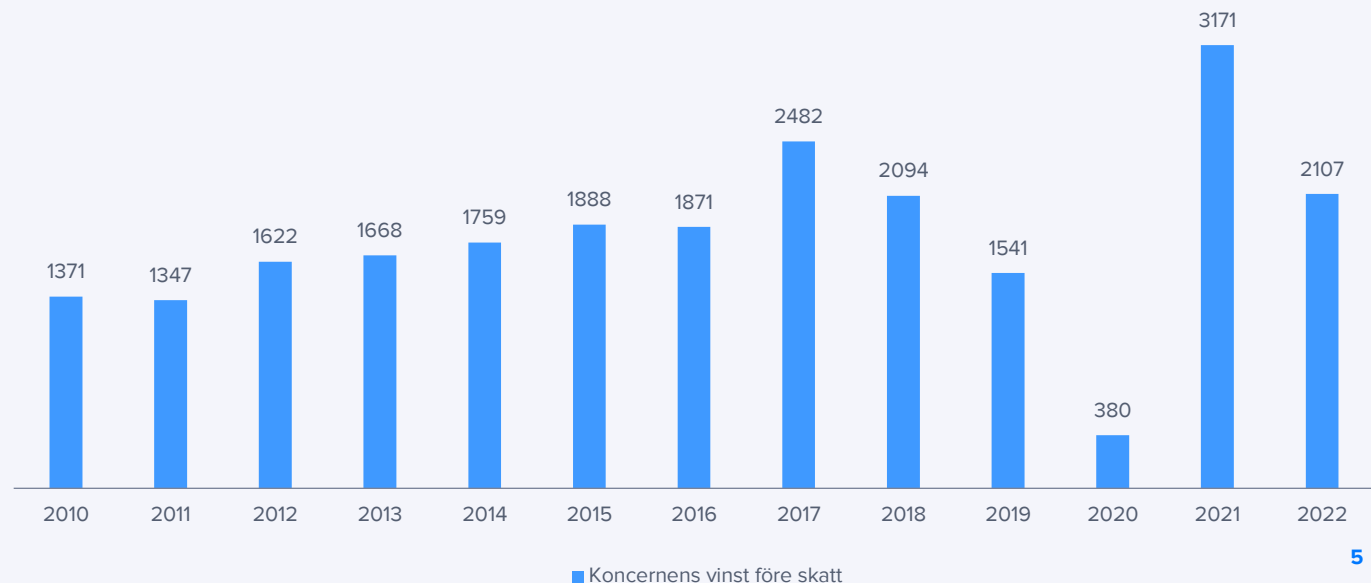
Börsnotering av Mandatum genom avknoppning (planerat till 1.10)

"Tristess är bra" (2024–)

Fokus för nästa strategiperiod fortsätter att vara på god operativ prestation

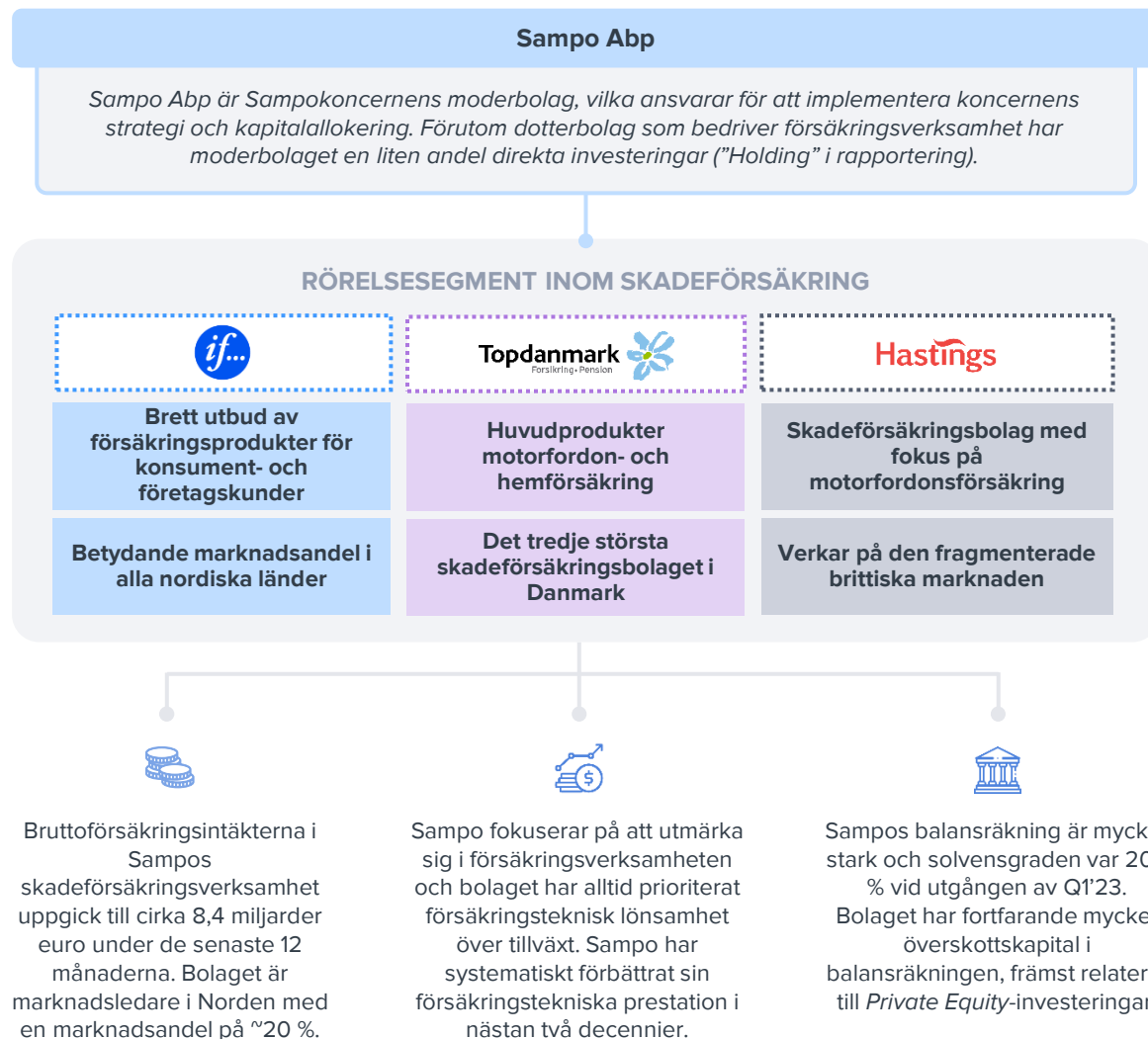
Återföring av återstående överskottskapital till aktieägarna

Vi bedömer att förvärvet av Topdanmarks minoritet är säkert någon gång, men i andra avseenden antar vi att ambitionerna för M&A-transaktioner är låga.



Bolagsbeskrivning och affärsmodell 1/2

Sampo är Nordens ledande försäkringskoncern, som även har verksamhet i Storbritannien och Baltikum via sina dotterbolag. Sampo strategiska fokusområde och kärnan för värdeskapande är skadeförsäkringsverksamheten.



Sampo verksamhet består av tre skadeförsäkringsbolag och moderbolaget som förvaltar koncerninvesteringar.



Koncernbolagen sysselsatte i genomsnitt 13 550 personer under räkenskapsåret 2022.

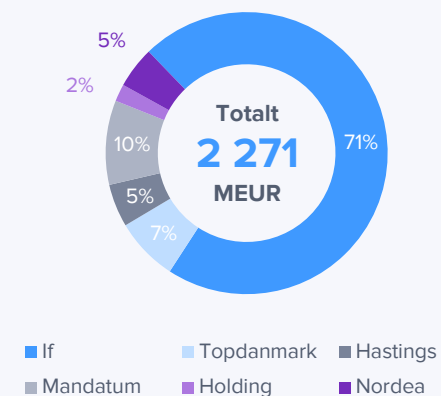


Sampo resa från en finansgrupp till ett fullfjädrat försäkringsbolag avslutas när Mandatum i oktober delas upp till ett enskilt bolag.



Koncernen har idag verksamhet i Finland, Sverige, Norge, Danmark, Baltikum och Storbritannien.

Fördelning av resultatet (PTP) 2022



Bolagsbeskrivning och affärsmodell 2/2

Fragmenterad ägarbas

Sampo har två aktieserier: A- och B-aktier. A-aktier berättigar till en röst och B-aktier till fem röster. Det finns bara 200 000 B-aktier som alla ägs av Ömsesidiga Försäkringsbolaget Kaleva. Sampos A-aktier är noterade på Helsingforsbörsen. Sampos aktie är även noterade på Stockholmsbörsen sedan hösten 2022.

Sampos ägarstruktur är mycket fragmenterad och de 10 största aktieägarna registrerade i Finland äger cirka 15 % av aktierna. De största aktieägarna är Solidium (6,5 %) samt inhemska pensionsbolag. Förvaltarregistrerade investerare äger över 60 % av Sampo.

Historiskt sett har Sampos situation varit relativt unik, med tanke på att Björn Wahlroos har haft ett stort inflytande i Sampo, även om hans aktieinnehav var cirka 2 % (Wahlroos har senare avsevärt minskat sitt direkta innehav). Vi tror att det var klart för alla vem Sampos makthavare var ända tills Wahlroos hoppade av styrelsen, och Sampos stora M&A-transaktioner var till stor del hans verk. När Wahlroos lämnade ordförandeposten i maj 2023 blev Antti Mäkinen, som är tidigare VD för Solidium, nya styrelseordförande. Enligt vår mening är han en mycket logisk efterträdare, eftersom han känner Sampo sedan tidigare genom Solidium (satt i Sampos styrelse 2018–2021). Med tanke på att Sampos ägarbas är mycket fragmenterad, samt att det inte finns någon tydlig huvudägare, var det förväntat att ett styrelseproffs som Mäkinen skulle ta över som ordförande.

Som vi påpekat tidigare är dagens Sampo inte längre aktiva inom fusioner och försäljning. Tidigare var Sampo ett holdingbolag där alla tillgångar var till salu, förutsatt att priset var rätt. Nu har Sampo blivit ett fullfjädrat försäkringsbolag, där betydelsen av M&A-transaktioner kommer att vara mycket mer begränsad än tidigare. De sista stegen på vägen till ett fullfjädrat försäkringsbolag är avknoppningen av Mandatum till ett enskilt börsbolag och återbetalande av återstående överskottskapital till aktieägarna.

Ledningsgruppen har en stark bakgrund från If

Sampos ledningsgrupp består av sju medlemmar, där Torbjörn Magnusson har varit koncernchef sedan 2020. Dessförinnan arbetade Magnusson som VD för If mellan 2002–2019 och styrelseordförande i Nordea mellan 2019–2020. Sedan 2019 har Knut Arne Alsaker varit bolagets ekonomichef, och han har också en lång historia i If (CFO 2011–2018). Andra medlemmar i ledningsgruppen har också långa erfarenheter inom Sampo, eftersom de har varit anställda av bolaget i genomsnitt i över 15 år enligt våra beräkningar.

Ledningsgruppen har också betydande aktieinnehav i Sampo, vilket vi har listat i den intilliggande tabellen. Det välkomnar vi naturligtvis, eftersom det stärker ledningens och aktieägarnas gemensamma intressen.

Största aktieägare registrerade i Finland (per 6/2023)	Andel av aktierna
Solidium Oy	6,51 %
Varma	4,35 %
Ilmarinen	1,37 %
Oy Lival AB	0,67 %
Elo	0,66 %
Valtion Eläkerahasto	0,57 %
OP-Livförsäkrings Ab	0,37 %
Sampo Abp	0,36 %
Svenska litteratursällskapet i Finland r.f.	0,32 %
Sijoitusrahasto Nordea Pohjoismaat	0,26 %
10 största totalt	15,43 %

Ledningens aktieinnehav (Per 6/2023)	Antal aktier
Magnusson	46 480
Alsaker	39 646
Janbu Holthe	1 875
Lapveteläinen	276 423
Niemesvirta	93 470
Thorsrud	61 344
Wennerklint	45 200
Totalt	564 438

Källa: Sampo

Sampos historia 2/2

Från ett finanskonglomerat till ett försäkringsbolag

Sampos historia sträcker sig mer än 100 år tillbaka i tiden men vi anser att moderna Sampos historia kan spåras tillbaka till millennieskiftet när Sampo slogs samman med Leonia bank år 2000. Sampo-Leonia förvärvade investeringsbanken Mandatum vid utgången av 2000, och samtidigt blev Mandatums grundare och VD Björn Wahlroos Sampos koncernchef. Sampos strategi var från början att vara ett nordiskt finansbolag med en mycket opportunistisk inställning till M&A-transaktioner. Bolaget hade ingen egentlig verksamhetsstrategi, men fokus låg på att skapa aktieägarvärde, speciellt via förvärv.

Sampo blev delägare i If år 2002 och 2004 löste Sampo ut norska Storebrand, svenska Skandia och finska Varma från If och blev ensam ägare i bolaget. Förvärvet av If är en av de mest framgångsrika i Finlands ekonomiska historia, eftersom lfs anskaffningspris var cirka 2,6 miljarder euro. Under de senaste 20 åren har If, enligt våra beräkningar, delat ut cirka 10 miljarder euro enbart i utdelning till Sampo och bolagets nuvarande värde är betydligt högre än anskaffningspriset.

Sampo sålde sin bankverksamhet till Danske för över 4 miljarder euro år 2006. Priset var återigen bra ur alla synvinklar, eftersom verksamhetens lönsamhet, tillika bankernas generella värderingar, sjönk avsevärt i samband med finanskrisen.

Sampo återvände till banksektorn 2008 när det köpte en betydande del av Nordea. Sampo fortsatte att köpa Nordeas aktier och 2010 blev Sampo Nordeas största ägare med en ägarandel på över 20%. Till skillnad från

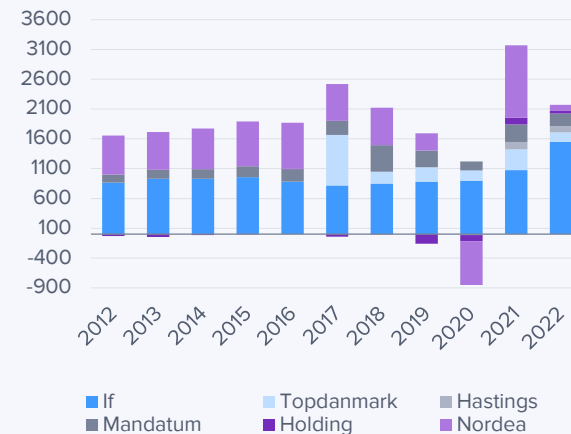
tidigare var Nordea-investeringen inte en stor framgång för Sampo. Den utmanande marknadssituationen (t.ex. reglering och nollränta) samt Nordeas interna utmaningar, resulterade i en dämpad operativ utveckling och långvarig underprestation i förhållande till nordiska jämförelsebolag. Efter strategiuppdateringen och förändringarna i ledningen under hösten 2019, har Nordeas utveckling förbättrats avsevärt.

I samband med bolagets strategiuppdatering under år 2021 meddelade Sampo att de gör en *exit* från Nordea och fokuserar enbart på skadeförsäkring. Bolaget sålde Nordeas aktier under 2020–2022 till ett genomsnittspris på cirka 9 euro och återförde merparten av tillgångarna till investerare i form av återköp av egna aktier och extra utdelningar. Sampo betalade även av skulder och ökade sitt innehav i Hastings till 100 %. Avkastningen på investeringen i Nordea uppgick till cirka 9 % under hela innehavsperioden, vilket kan ses som ett hyfsat resultat.

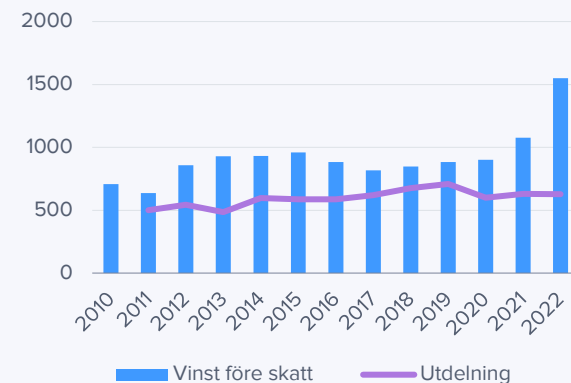
I sin helhet har Sampo återfört nästan 4 miljarder euro överskottskapital till sina ägare efter strategiförändringen 2021 i form av utdelningar och återköp av egna aktier.

Sampo kommunicerade i början av 2023 att bolaget fortsätter fokusera på försäkringsverksamheten genom att börsnotera Mandatum genom en avknoppning. Det borde ske i oktober 2023 och vi anser att det är ett strategiskt drag för båda bolagen. Vi diskuterar transaktionen närmare i Mandatum-delen av rapporten.

Koncernens vinst före skatt (MEUR)



Ifs resultat och utdelning (MEUR)*



* Innehåller Sampos resultatandel i Topdanmark fram till 2016
Källa: Sampo

Sampos historia 2/2

Efter avknoppningen av Mandatum är Sampo förändring till ett fullfjädrat försäkringsbolag mycket nära målet. Bolaget har fortfarande överskottskapital på cirka 1 miljard euro i balansräkningen, vilket är delvis relaterat till PE-investeringar. Därtill är minoritetsägandet i Topdanmark fortsatt ett skönhetsfel i bolagets saga och vi tror att bolaget kommer att försöka förvärva hela Topdanmark under de kommande åren.

Topdanmark

Sampo investerade i Topdanmark för första gången 2011 och ökade sitt innehav stadigt därefter (både genom att köpa aktier och genom Topdanmarks aggressiva återköp av egna aktier). 2017 blev Topdanmark Sampos dotterbolag. Sampos innehav vid slutet av Q1'23 var 48,5 %.

Topdanmark har varit en god investering för Sampo där den genomsnittliga anskaffningspriset för aktierna är cirka 113 DKK, samtidigt som det nuvarande värdet av aktierna är cirka 350 DKK. Därutöver har Sampo erhållit betydande utdelningar från Topdanmark genom åren. Vi diskuterar innehavet i Topdanmark närmare i Topdanmark-delen i rapporten.

Hastings

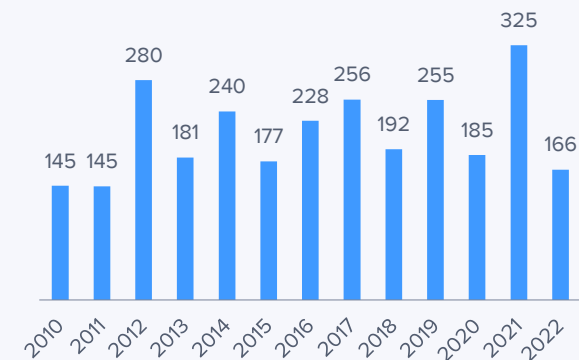
Sampo överraskade marknaden år 2020 genom att kommunicera att bolaget skulle lägga ett bud på det brittiska skadeförsäkringsbolaget Hastings tillsammans med Hastings dåvarande huvudägare, det sydafrikanska investeringsbolaget RMI. Sampos innehav uppgick initialt till 70 % och år 2021 blev Hastings ett helägt dotterbolag när Sampo köpte ut

RMI ur bolaget. Sampo motiverade expansionen med Hastings höga kvalitet, starka digitala kunskaper, intressanta tillväxtmöjligheter på den brittiska marknaden och synergier. Inlösningsen av RMI-minoriteten motiverades bland annat av snabbare beslutsfattande och enklare realisering av synergier (oavsett om synergier är synliga i If eller Hastings).

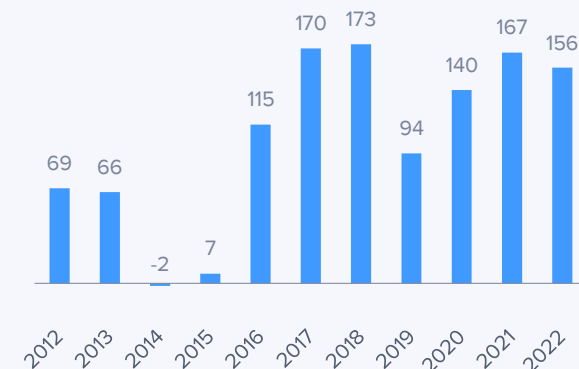
Köpesumman för hela Hastings var cirka 1,9 miljarder pund, eller med dåvarande växelkursen cirka 2,1 miljarder euro. I förhållande till nuvarande prestation skulle värderingsnivån motsvara cirka P/E 18x justerat för PPA-avskrivningar, och med hänsyn till Sampos synergier (en betydande del av synergier kommer att synas i If) cirka 14x. Vi anser inte att nivåerna är särskilt gynnsamma med tanke på den utmanande marknaden i Storbritannien och Hastings klart svagare konkurrensfördelar jämfört med Sampos andra skadeförsäkringsverksamhet.

Vi tycker att det är för tidigt att bedöma hur lyckad Hastings affärstransaktion har varit. Den brittiska marknaden har varit mycket svår på kort sikt och det är intressant att se Hastings prestation under normalare marknadsförhållanden. Vi är även relativt säkra på att om Hastings lyckas fortsätta sin imponerande historiska utveckling under de kommande åren, kommer Sampo att vara intresserade av att allokera mer kapital till Hastings för att accelerera bolagets strukturella tillväxt. Vi tror att den långsiktiga konsolideringspotentialen i denna mycket fragmenterade marknaden var en orsak till Hastings förvärvet.

Vinst före skatt för Topdanmarks skadeförsäkringsverksamhet (MEUR)



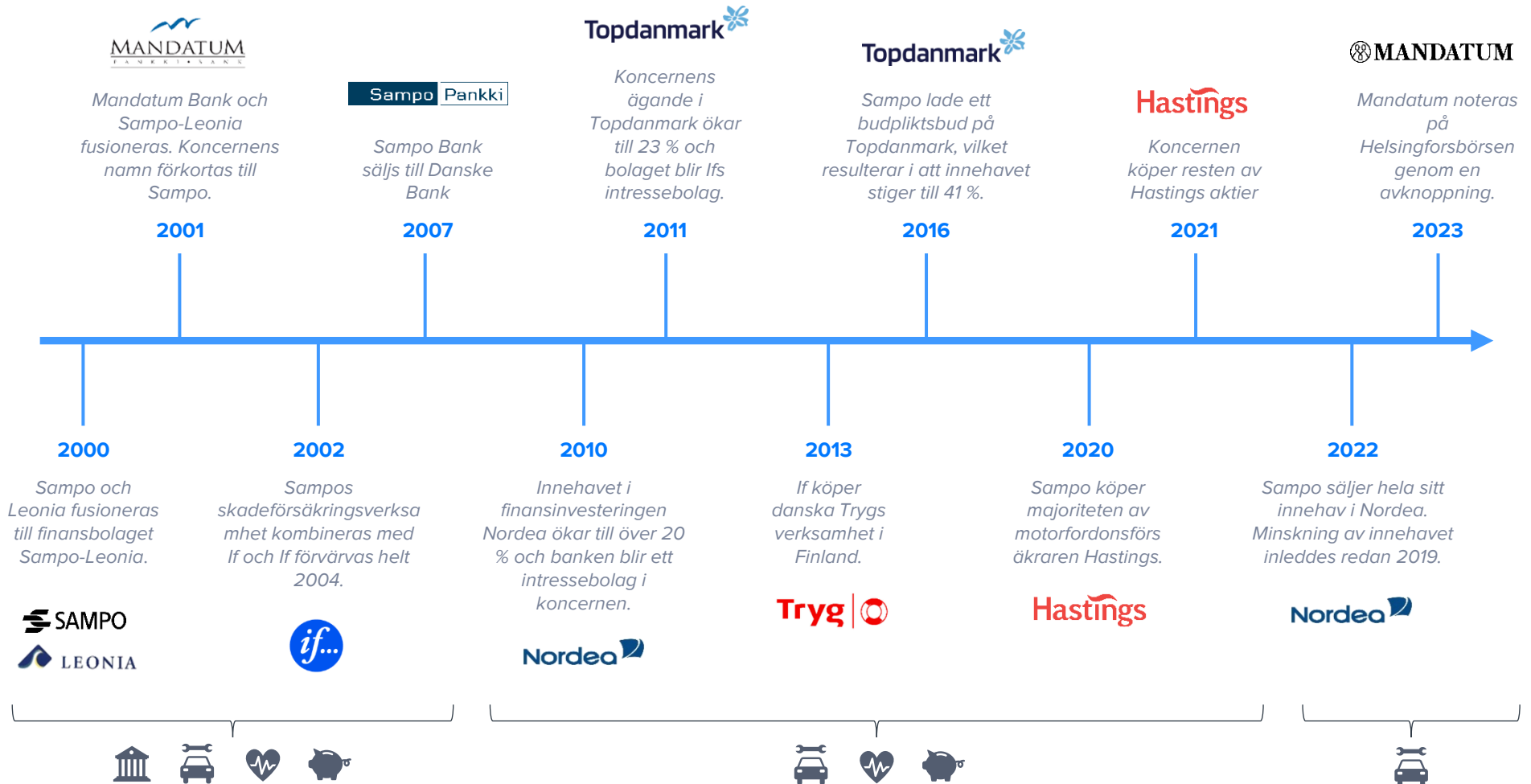
Hastings vinst före skatt* (MEUR)



Källa: Sampo, Bloomberg

*Ingår i koncernens siffror från och med 2020

M&A-transaktioner – resan från finanskonglomerat till skadeförsäkringsbolag



KONCERNENS OPERATIVA VERKSAMHETER



Bankverksamhet



Skadeförsäkring



Livförsäkring



Kapitalförvaltning

Strategi och finansiella mål 1/3

Strategi

Bolagets strategi är kristallklar

Sampo publicerade en uppdaterad strategi för åren 2021–2023 under 2021, vars huvudparametrar är:

- Fokusering på skadeförsäkringsverksamheten och fortsatt stark operationell utveckling
- Förtydligande av koncernstrukturen genom avyttring av tillgångar utanför skadeförsäkringsverksamheten
- Avsevärd kapitalavkastning till aktieägarna.

Strategin fokuserar tydligt på skadeförsäkring och till skillnad från tidigare omfattar den inte längre opportunistiska M&A-transaktioner utanför kärnverksamheten. Bolagets intresse i M&A-transaktioner är mycket begränsat och vi ser det som mindre troligt att Sampo kommer att utföra större transaktioner framgent, exklusive eventuell inlösen av minoriteten i Topdanmark.

Strategin har utvecklats i snabb takt

Sampo har gjort stora framsteg i sin strategi. Försäkringstekniska prestationen har varit utomordentligt bra, särskilt när det gäller lf. Omfördelningen av kapital har också framskridit snabbt och bolaget har avyttrat hela innehavet i Nordea och återfört kapitalet nästan helt till sina ägare. Därtill har bolagsstämman beslutat att knoppa av Mandatum, vilket bör genomföras i oktober (mera om detta på sida [35](#)). Koncernstrukturen har också förtydligats genom att förvärva minoriteten av Hastings.

Vid utgången av den nuvarande strategiperioden kommer bolaget endast ha Nexi och Nordax som så kallade PE-investeringar (värda cirka 600 miljoner euro) kvar i balansräkningen när Saxo och Enento säljs till Mandatum. Dessutom äger Sampo "bara" 48,5 % av Topdanmark vilket inte är optimalt för Sampos strategi. Vi diskuterar Topdanmark innehavet närmare på sida [29](#).

Strategiuppdateringen medför sannolikt inga större överraskningar

Sampo kommer med stor sannolikhet att uppdatera bolagets strategi under H2'23 när den nuvarande strategiperioden slutar. Vi förväntar oss inte att den nya strategin medför några större förändringar varför fokus fortsatt ligger på att ständigt förbättra skadeförsäkringsverksamheten. Det kapital som gradvis frigörs från PE-investeringar kommer att återföras till aktieägarna.

Vi ser det också som möjligt att bolaget kommer att öppna sina planer avseende den brittiska skadeförsäkringsmarknaden. Hastings är fortfarande en liten aktör på en stor, fragmenterad marknad och det är svårt för oss att tro att Sampo inte skulle ha planer på att ta Hastings till nästa storleksklass. Detta vore också logiskt ur en kapitalallokeringsynpunkt, då bolaget inte har några relevanta föremål att allokera kapital till i de nordiska länderna, förutom Topdanmark-minoriteten. Detta är dock en mindre fråga i den stora strategiska bilden eftersom Hastings representerar mindre än 10% av koncernens resultat.



Inderes kommenterar avseende utvecklingen av Sampos strategi

+ Styrkor

- Strategin har genomförts disciplinerat
- lf och Topdanmark utvecklas i en god takt
- Bolagets starka *track-record* av att skapa aktieägarvärde på den nordiska skadeförsäkringsmarknaden är i en klass för sig
- Distributionen av Mandatum till ägarna förtydligar koncernstrukturen och förbättrar Mandatums potential för värdeskapande

- Svagheter

- Hastings utveckling har varit svag
- Med facit i hand är det lätt att säga att Nordea övergavs onödigt snabbt när vändningen i verksamheten redan var på gång
- Avyttring av PE-investeringar tar tid
- Brist på betydande tillväxt drivande faktorer

Strategi och finansiella mål 2/3

Huvuddelarna i Samos nuvarande strategi och kopplingen till värdeskapande

Upprätthålla och förbättra kundnöjdheten



Kontinuerlig förbättring av kostnadseffektivitet



Fokus på försäkringsteknisk förträfflighet



Förbättra effektiviteten i kapitalanvändningen



Värdeskapare 1:

Ökning av försäkringsintäkter

- Att upprätthålla en hög nivå av kundnöjdhet är en förutsättning för hög kundlojalitet. Det stödjer i sin tur *Pricing Power* och möjliggör höjning av försäkringspriserna, vilket vi bedömer kommer att fortsätta att vara den främsta drivaren till ökade premieinkomster.
- Kundlojalitet sänker kostnaderna för kundförvärv och ökar kundspecifik lönsamhet, vilket återspeglas i en bättre totalkostnadsprocent.
- Vi anser således att fokus på kundnöjdhet är ett centralt mål för värdeskapande.

Värdeskapare 2:

Förbättring av operativ lönsamhet

- Utnyttjande av stordriftsfördelar bidrar till lönsamhetsutvecklingen. Dessutom tror vi att koncernen (särskilt If) uppnår effektivitetsfördelar genom sina långvariga investeringar i digitalisering.
- Den underliggande idén för hela organisationen är att lönsamhet kommer före tillväxt. Vi anser att detta är motiverat, eftersom den måttliga tillväxtutsikten på den nordiska försäkringsmarknaden understryker vikten av nuvarande kundbasen.
- Därtill antar vi att det är dyrt att öka marknadsandelar på grund av den höga kundlojaliteten, vilket kräver antingen aggressiv prissättning eller stora investeringar i marknadsföring som konkurrenterna lätt kan svara på.
- If har lyckats förbättra sin kostnadseffektivitet systematiskt genom hela bolagets historia, vilket i våra ögon ökar sannolikheten för framgång. Belöning är också kopplad till totalkostnadsprocenten och dess utveckling, varför incitamenten för ledning och personal ligger på åtgärder som förbättrar aktieägarvärdet på lång sikt.

Värdeskapare 3:

Frigörande av kapital

- Bolaget har åtagit sig att utnyttja balansräkningen effektivt under den aktuella strategiperioden. Hög avkastning på kapital är kärnan i värdeskapande.
- Sampo har gjort en exit från Nordea och kapitalet har återförts till aktieägarna, avyttringar från PE-investeringarna pågår och avknoppningen av Mandatum beräknas ske 1.10.2023.
- Enligt vår mening är bantning av den överstarka balansräkningen helt berättigad eftersom bolaget är en försäkringskoncern vars strategi inte innehåller opportunistiska M&A-transaktioner.

Strategi och finansiella mål 3/3

Finansiella mål

Målen är realistiska

Sampo har fastslagit finansiella mål på koncernnivå, samt If och Hastings har även egna finansiella mål. I den här delen diskuterar vi målen på koncernnivå.

Vi anser att tillväxtmålet för försäkringsresultatet på koncernnivå är motiverat, eftersom det ger en indikation på Sampo normala tillväxttakt med den nuvarande strukturen. Vi anser att målet är realistiskt på lång sikt, eftersom marknaden växer måttligt. Det är utmanande att fortsatt vinna marknadsandelar och totalkostnadsprocenten är på nivåer där det är svårt att se betydande förbättring, speciellt i Norden. Således tror vi att bolaget kommer att upprepa målet även under nästa strategiperiod.

När det gäller totalkostnadsprocenten anser vi inte att målet på koncernnivå är en optimal indikator, varför vi rekommenderar att investerare fokuserar på affärssegmenten. På koncernnivå var det tidigare målet om 86 % relativt konservativt, men efter korrigeringen till följd av IFRS 17, anser vi att målet är rimligt (2022: 85,8 %). Med tanke på riskerna för en eventuell ökning av totalkostnadsprocenten, på grund av en stark förbättring av de finansiella intäkterna, ser vi det som troligt att bolaget kommer att upprepa sitt nuvarande mål för nästa strategiperiod.

För målen avseende användning av balansräkningen är nivåerna i linje med konkurrenterna och vi anser att de är rimliga med tanke på effektiv kapitalanvändning. När det gäller

Solvens 2-räntemålet bör det tas i beaktning att nuvarande målet sattes under den gamla koncernstrukturen och eftersom Mandatum knoppas av skulle vi inte bli förvånade om bolaget reviderar ned sitt mål något eftersom volatiliteten i resultatet minskar. Bolaget vill dock behålla sin nuvarande höga kreditvärdighet, varför vi inte ser någon nämnvärd nedsida i målen. Nya solvensnivån kan till exempel vara 160–180%.

Målet för utdelning ser vi som motiverat även under nästa strategiperiod. Bolagets balansräkning är mycket stark och investeringsmöjligheterna begränsade. Således är det naturligt att Sampo fortsätter att dela ut största delen av resultatet. Vi anser att en stadig ökning av utdelningen är ett bra mål, eftersom det ger förutsägbarhet för utdelningsflödet och är väl lämpad för bolagets defensiva verksamhet. Bantningen av balansräkningen är fortfarande delvis pågående (PE-investeringar) och således är hänvisningen till återbetalning av överskottskapital fortfarande relevant. Vi tar en närmare titt på detta på sida [41](#).



Finansiella mål

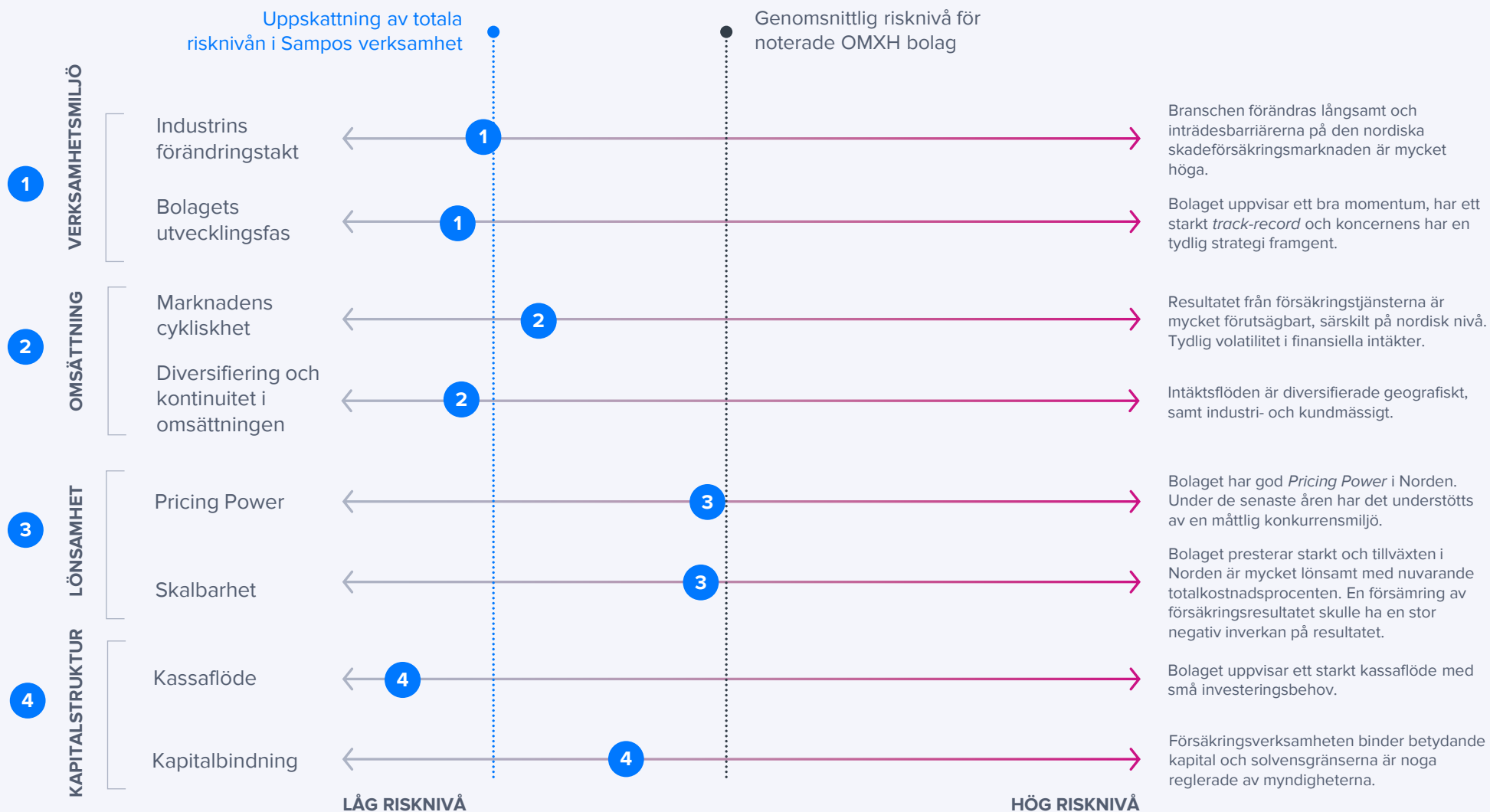
Sampos finansiella mål 2021–2023:

- Årlig genomsnittlig tillväxt av *underwriting*-resultatet **4–6 %** per år från 2020 års nivå, exklusive effekterna av coronapandemin.
- Koncernens totalkostnadsprocent **< 86 %**
- Solvens 2 grad **170–190 %**
- Finansiell hävstång **< 30 %**
- Minst **70 % av det operativa resultatet delas ut som utdelning**. Målet är att uppnå en stadigt ökande utdelning utöver att överskottskapital återförs till aktieägarna.

Inderes prognoser för år 2023-2025e:

- Tillväxt av underwriting-resultatet: **+4 % per år**
- Genomsnittlig totalkostnadsprocent: **83–84 %**
- Solvensgrad 2025e: **>210 %**
- Tillväxt i ordinarie utdelning: **+ 5 % per år**
- Extra utdelning: **~1,3 miljarder euro**

Riskprofil för affärsmodellen (utan Mandatum)



Investeringsprofil (utan Mandatum)

1.

Stark *track-record* avseende lönsam tillväxt inom segmentet skadeförsäkring

2.

Den nordiska skadeförsäkringsmarknaden är exceptionellt attraktiv

3.

Stabil och ökande utdelning samt eventuella extra kapitalåterbetalningar

4.

Förvärv av Topdanmark-minoriteten och andra eventuella M&A-transaktioner

5.

Stigande räntor ökar de finansiella intäkterna men kan sätta press på konkurrenssituationen och den försäkringstekniska lönsamheten

Potential



- Tillväxt i försäkringsverksamheten i Norden
- Hastings tillväxt
- Förvärv och synergier av Topdanmark-minoriteten
- Andra M&A-transaktioner
- Högre räntor förbättrar de finansiella intäkterna
- Avyttring av PE-investeringar

Risker



- Den allt hårdare konkurrenssituationen på nordiska skadeförsäkringsmarknaden
- Stigande räntor kan försämra det försäkringsresultatet genom ökad priskonkurrens
- Om det försäkringsresultatet minskar skulle även Samps värderingsmultiplar vara under press

Den nordiska skadeförsäkringsmarknaden 1/5

Marknaden växer långsamt

Den nordiska skadeförsäkringsmarknadens var värd cirka 25 miljarder euro år 2020 (källa: Insurance Europe). Historiskt sett har marknadstillväxten varit stabil men måttlig, och den genomsnittliga årliga tillväxten (CAGR) var cirka 1–2% mellan 2005 och 2020. Under 2020–2023 har tillväxten varit betydligt högre än den historiska takten, på grund av ökningen av antalet skadeanmälningar.

Marknadstillväxten drivs av både prishöjningar och nya försäkringsavtal. I dag är den förstnämnda viktigare, eftersom antalet försäkringsavtal inte kan förväntas öka avsevärt snabbare än regionernas befolkningstillväxt. Det beror på att närmare 95 % av invånarna i Norden har en giltig hemförsäkring (källa: Statistikmyndigheten SCB). Motorfordonsförsäkring är också till stor del obligatorisk, vilket innebär att volymökningen av försäkringsintäkter är kopplad till utvecklingen av fordonsbeståndet. För försäkringstyper förväntar vi oss att endast sjukförsäkring växer snabbare än resten av ekonomin under de kommande åren.

Inflationen ökar försäkringsersättningarna (bilreservdelar och andra saker som ersätts blir dyrare), vilket i slutändan kommer att flöda till premiepriserna. I Norden har konkurrensen varit relativt liten under de senaste åren, vilket har lett till att bolagen har lyckats flytta sina ökade kostnader effektivt till sina produktpriser.

Under de närmaste åren förväntar vi oss att konkurrenssituationen i skadeförsäkring förblir relativt stabil, vilket leder till att inflationen kommer att överföras till omsättningen för bolagen i branschen. Således anser vi inte att prognoser för inflationsutvecklingen är särskilt relevanta för en

investorare. Även på lång sikt förväntar vi oss att tillväxten är i linje med utvecklingen av nordiskt BNP, eftersom branschens omsättning/BNP-relation har varit relativt stabil år efter år.

Försäkringsmarknaden är mycket koncentrerad

Den nordiska skadeförsäkringsmarknaden är starkt koncentrerad och de tre största bolagens andel av totala marknaden är 65–80 % (källa: Insurance Europe). Konkurrenssituationen har också varit relativt stabil, eftersom de största bolagens sammanlagda marknadsandel har varit nästan oförändrad sedan 2015. Dessförinnan sågs en måttlig koncentration på marknaden, vilket bland annat kan förklaras av den ökande betydelsen av digitala distributionskanaler. Stora aktörer kan investera mer i dessa jämfört med mindre konkurrenter, vilket har ökat kostnaderna och minskat konkurrenskraften bland mindre aktörer. Endast i Norge har de tre största aktörernas andel av den totala marknaden sett en tydlig minskning. Skadeförsäkringen är i synnerhet koncentrerad i Finland där de tre största företagen står för cirka 80 % av försäkringsintäkterna.

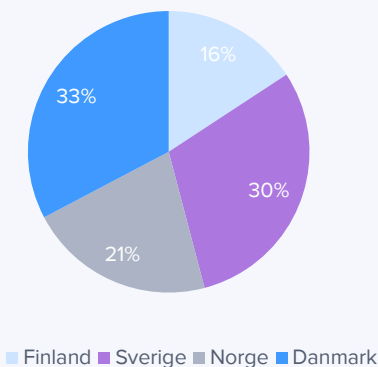
Den rådande marknadssituationen är gynnsam för bolagen

Inom skadeförsäkring betalar kunderna sina premier i förskott i början av försäkringsperioden (vanligtvis cirka ett år). Dessa tillgångar investerar försäkringsbolaget vanligtvis med låg risk främst i kortfristiga skuldebrev, vilket formar försäkringsbolagens finansiella intäkter. Utöver finansiella intäkter består försäkringsbolagens lönsamhet av resultatet från försäkringstjänster som definieras som skillnaden mellan försäkringsintäkterna och kostnaderna (rörelsekostnader och betalda ersättningar) som periodiseras under räkenskapsåret.

Utveckling av hela marknaden



Fördelning av premieinkomst per land



Källa: Insurance Europe

Den nordiska skadeförsäkringsmarknaden 2/5

Det viktigaste nyckeltalet i resultatet från försäkringstjänster är totalkostnadsprocenten, som tar hänsyn till både ersättningarna för skador samt rörelsekostnaderna. Den försämrade skadeprocenten (betalda ersättningar/premieinkomst) innebär således antingen högre försäkringsersättningar eller lägre försäkringspriser. Således anser vi att den bästa bilden av utvecklingen av priskonkurrenssituationen erhålls genom att beakta skadeprocenten, eftersom vi anser att mängden skador (i förhållande till försäkringsportföljen) kommer att förbli relativt stabil år efter år, i synnerhet under perioder av låg inflation.

Jämfört med början av 2000-talet har försäkringsersättningarna i förhållande till intjänad premie minskat i Norden, vilket tyder på en dämpad priskonkurrens och en sund konkurrenssituation. Därtill måste hänsyn tas till investeringsverksamhetens lönsamhet vid bedömning av totalkostnadsprocenten, eftersom när räntorna är låga måste ett strakt resultat från försäkringstjänster kompensera för låga finansiella intäkter för att uppnå tillräcklig kapitalavkastning. Detta kan således vara en anledning till den sjunkande totalkostnadsprocenten bland försäkringsbolagen under det senaste decenniet.

Dessutom har lönsamheten under de senaste åren främjats av en tillfällig minskning av bilåkning och rörlighet utanför hemmet på grund av coronapandemin, vilket har lett till en minskning av skador och därmed ersättningar. Den starka utvecklingen under 2022 understöddes av en kraftig ökning av räntorna, då den högre diskonteringsräntan minskar mängden försäkringsteknisk skuld i resultaträkningen. Marknaden visar också tecken på att antalet försäkringsfall gradvis minskar, men ersättningsbeloppen per försäkringsfall ökar i motsvarande grad.

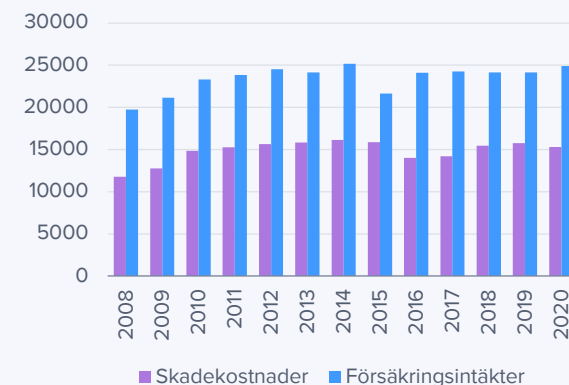
Konkurrensgraden beror också på konjunkturen

Konjunkturcykeln kan också påverka lönsamheten för bolagen i branschen, i synnerhet till följd av stigande kostnader på grund av inflationen. I en situation med hård priskonkurrens kan bolagen inte fullständigt överföra sina expanderande ersättnings- och rörelsekostnader till sina kunder, vilket försämrar försäkringsverksamhetens lönsamhet. I en högkonjunktur är dessutom konsumenternas totala aktivitet ofta högre, vilket ökar antalet försäkringsfall. Som motvikt till detta ökar den riskfria räntan vanligtvis vid en högkonjunktur och förbättrar därmed försäkringsbolagens finansiella intäkter. Denna dynamik kallas oftast för en försäkringscykel.

Den ovan beskrivna försäkringscykeln kräver dock priskonkurrens på marknaden för att materialiseras, eftersom en måttlig konkurrensmiljö möjliggör att försäkringspriserna stiger, åtminstone i linje med tillväxten av försäkringsersättningarna. Ett bra exempel på detta är att bolagens lönsamhet har varit rekordhög under de senaste åren, trots inflationen. Vi estimerar att den hårda konkurrensen kommer att ha en betydlig starkare inverkan på bolagen i branschen än utvecklingen av ekonomin och BNP.

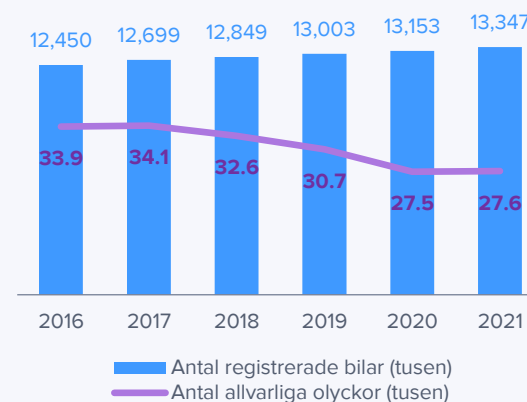
Vårt att notera dock är att hård konkurrens kan också delvis bero på konjunkturcykeln. I tider av stark ekonomisk tillväxt (och växande försäkringsportföljer) samt höga räntor, kan det ses som mer attraktivt att förvärva nya kunder genom aggressiv prissättning och risktagande, eftersom högre investeringsintäkter stöder den totala lönsamheten. I en svagare konjunktur lönar de sig inte för existerande aktörerna att konkurrera med pris, eftersom vi estimerar att försäkringspriset är ett viktigt kriterium enbart när nya kunder väljer försäkringsgivare.

Utveckling av premier och skadekostnader i Norden (MEUR)



Källa: Insurance Europé

Utveckling av bilflottan och olyckor i Norden



Statistik över olyckor innehåller olyckor som har lett till personskada eller dödsfall
Källa: Sampos investerarmaterial

Den nordiska skadeförsäkringsmarknaden 3/5

Konkurrenssituationen främsta drivkraften för lönsamhet

Vi har beskrivit vikten av branschens konkurrenskrafter för den totala lönsamheten i högra marginalen. Enligt vår bedömning har den nuvarande konkurrenssituationen största effekten. Under de senaste åren har bolagen i branschen klart dragit nytta av den måttliga konkurrenssituationen och genomsnittliga lönsamheten har ökat till en god nivå. Därtill stöder kundernas måttliga förhandlingsstyrka branschens totala lönsamhet och hotet av nya aktörer är relativt litet på grund av höga inträdesbarriärerna.

På kort sikt ser vi intensifiering av priskonkurrensen som en väsentlig risk för industrin eftersom effekterna av andra konkurrenskrafter är mer måttliga i skala. Dessutom är andra konkurrenskrafter relativt stabila till sin natur, medan konkurrenssituationen kan förändras snabbt, bland annat med utvecklingen av konjunkturen som är svår att förutsäga.

På en något längre tidshorizont förväntar vi oss att kundernas förhandlingsstyrka gradvis förbättras, eftersom kostnaden för utbyte huvudsakligen består av inhämtande av information och arbete förknippat med att öppna en ny kundrelation som försäkringsbolag och olika tjänsteleverantörer kan påverka genom sina lösningar. I Storbritannien är det till exempel mycket vanligare att kunder begär anbud och byter försäkringsbolag än i Norden, där vår bedömning är att hög kundnöjdhet leder till långsiktiga kundavtal (vi uppskattar att genomsnittliga kundrelationen är cirka 7–10 år). Då betonas vikten av kundservice och lättanvända och smidiga tjänster för kunden, eftersom försäkringsärenden (t.ex. ansökan

om ersättning och dess behandling) är i princip besvärliga för kunden. Detta leder till att befintliga kunders beslut drivs av andra faktorer utöver priset. Därtill är centralisering av försäkringar till ett bolag vanligt, vilket enligt vår uppskattning ökar kostnaden av att byta försäkringsbolag (i synnerhet sjukförsäkringar är jobbiga att byta från ett bolag till ett annat).

Bra kundlojalitet stöder lönsamheten

Vi anser att den höga avkastningen på eget kapital bland stora bolagen i branschen är en stark indikation på att det finns konkurrensfördelar. Vår bedömning är att branschens konkurrensfördelar bygger huvudsakligen på hög kundlojalitet, vilket ger operatörerna *Pricing Power* i sina nuvarande kundrelationer. Det är således uppenbart att marknadsandelen bland genomsnittligt billigare tjänsteleverantörer skulle vara klart högre om kundbasens priselasticitet vore betydande.

Kundbasen förnyas dock allt eftersom åldersklasser försvinner från marknaden och nya uppstår. Således måste försäkringsbolaget också kunna locka nya kunder i synnerhet bland unga åldersgrupper för att stanna i den nuvarande storleksklassen. Å andra sidan väljer unga ofta sina försäkringsbolag utifrån sina föräldrars försäkringsbolag, vilket erbjuder kundlojalitet över generationsgränser. Men enligt vår bedömning är marknadsföring och varumärkeskännedom också relevant vid val av försäkringsbolag. Detta i sin tur kräver att försäkringsbolaget är tillräckligt stort för att undvika överdrivna reklamkostnader jämfört med försäkringspremier.



Rådande konkurrenssituationens stramhet (låg)

- Viktigaste konkurrenskraften för skadeförsäkringsbolag. Definierar starkt lönsamhetsnivån som för tillfället råder i branschen.
- Nuvarande konkurrenssituationen är relativt måttlig och rådande priskonkurrensen är inte aggressiv.
- Risken för att konkurrenssituationen intensifieras är stor.

Kundernas förhandlingsstyrka (måttlig)

- Mycket små skillnader i produkter, så priset har betydelse. Valet av försäkringsbolag påverkas dock också av andra faktorer, såsom en väl fungerande kundservice och ersättnings processer.
- Speciellt under de senaste åren har det blivit lättare för kunder att byta försäkringsbolag tack vare olika digitala jämförelsetjänster vilket ökar kundernas förhandlingsstyrka. Kostnaden för att byta verkar dock vara relativt hög, eftersom kundlojaliteten är relativt bra i branschen.
- Det stora antalet kunder minskar å andra sidan förhandlingsstyrkan, eftersom försäkringsbolagets beroende av en enskild kund är låg.

Hot från nya konkurrenter/ersättande produkter (låg)

- Inträdesbarriärer i branschen är höga eftersom skadeförsäkring kräver stora investeringar i informationssystem och solvenskapital samt tillräcklig historiska skadedata för riskhantering.
- Måttlig kundlojalitet och måttliga tillväxtutsikter i branschen minskar hotet från nya konkurrenter.
- Verksamheten kräver även tillstånd från myndigheterna.

Den nordiska skadeförsäkringsmarknaden 4/5

Vi tror även att det är vanligare bland yngre generationer att be om anbud från försäkringsbolag. Således kan kundlojalitet förväntas minska över tid eftersom stora åldersgrupper försvinner under de närmaste decennierna. Dessutom förväntas digitaliserings trenderna att underlätta för kunderna att be om anbud av och byta försäkringsbolag, vilket minskar kostnaden för byte. Således kommer konkurrenstrycket mellan försäkringsbolag snarare öka än minska i framtiden.

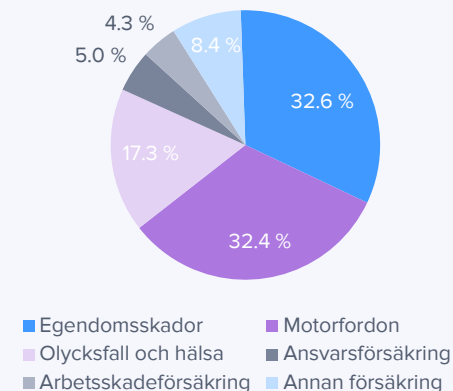
De måttliga tillväxtutsikterna i branschen och stora tyngden av nuvarande kundrelationer lindrar sannolikheten för intensifieringen av konkurrensen. Samtidigt minskar den nuvarande relativt goda kundlojaliteten även effektiviteten i aggressiva priskampanjer, eftersom lägre pris skulle framför allt försämra lönsamheten i den nuvarande försäkringsportföljen (nya priser är också tillgängliga för gamla kunder). Således är det effektivare för stora försäkringsbolag att utnyttja *Pricing Power* än att locka nya kunder, och för privata kunder bör prissättningen vara klart mer aggressiv än nuvarande marknadspriserna för att vinna marknadsandelar. Mindre operatörer drabbas däremot av kostnadsnackdelar på grund av lägre skala, vilket innebär att deras möjligheter till aggressiv prissättning är svaga, när hänsyn tas till konkurrenternas kundlojalitet. Vi tror att försäkringspriset har större betydelse för företagskunder. Riskgraderna är vanligtvis högre bland företagskunder vilket indikerar en hårdare konkurrenssituation och stramare prissättningsmiljö.

Värt att notera dock är att även om vi uppskattar att kundlojaliteten är bra i branschen, är kundbasen inte immun mot förändringar i försäkringspriserna. Således kan bolagen endast utnyttja sin *Pricing Power* när det finns tillräcklig enighet mellan operatörerna om prisnivån och dess utveckling vilket understryker, vikten av konkurrenssituationen.

Effektivitet är viktigare än skala

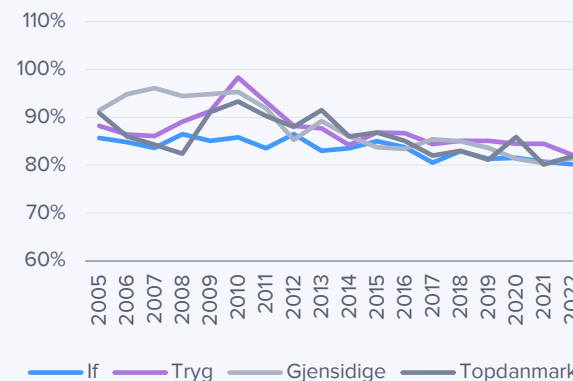
Det finns också tydliga skalfördelar i branschen, men vi anser inte att de är hållbara källor till konkurrensfördelar. När det gäller skalfördelar är försäkringsbolagets relativa storlek jämfört med dess konkurrenter väsentlig. Således är det svårt ur konkurrenssynpunkt att dra nytta av skalan, eftersom det finns ett antal stora aktörer på den nordiska försäkringsmarknaden och i den storleksklassen är kostnadsstrukturen inte längre betydande. Det beror på en relativt låg andel av fasta kostnader. Enligt vår uppskattning förklaras skillnaderna i rörelsekostnadsgraden mer av bolagsspecifik effektivitet än skalfördelar. I Finland har till exempel rörelsekostnadsgraderna varit relativt konstanta sedan 90-talet, även om bolagens storleksklasser har vuxit (källa: Finanssiala). Skadeprocenten återspeglar å andra sidan bättre ett enskilt bolags *Pricing Power* eftersom skadehändelserna i stort sett är oberoende av varandra (exklusive väderskador som påverkar hela geografiska området) och således rimligt förutsägbara. Vi bedömer således att *Pricing Power* och den prisposition som valts har en större inverkan på skadeersättningsgraden än hur bra riskhanteringen är.

Marknaden enligt typ av försäkring (2022)



Källa: Sampos investerarmaterial

Utveckling av jämförelsesbolags totalkostandsprocent



Källa: Bolagens bokslut

Den nordiska skadeförsäkringsmarknaden 5/5

De två huvudsakliga källorna till skalfördelar är, enligt vår bedömning, fasta rörelsekostnader och ett lägre pris i återförsäkringsavtal. När det gäller rörelsekostnader uppskattar vi att skalfördelar kan uppnås i synnerhet i IT-kostnader och andra allmänna administrativa kostnader (t.ex. hyror, ekonomiförvaltning). Riskhantering är också vanligtvis mer effektivt när storleken växer, eftersom bolaget har mer data för riskbedömning och vi tror att resurserna som krävs för riskhantering inte växer i förhållande till affärstillväxt. Till följd av dessa faktorer är inträdesbarriärer i branschen också höga, i synnerhet eftersom de investeringar som krävs i digitalisering har ökat avsevärt under senaste decenniet. Dessa kan dock ses som obligatoriska investeringar för alla operatörer. Således tror vi inte att exempelvis automatisering (behandling av ersättningsansökan, riskhantering, kundservice) skulle möjliggöra att uppnå en hållbar konkurrensfördel baserad på lägre kostnader.

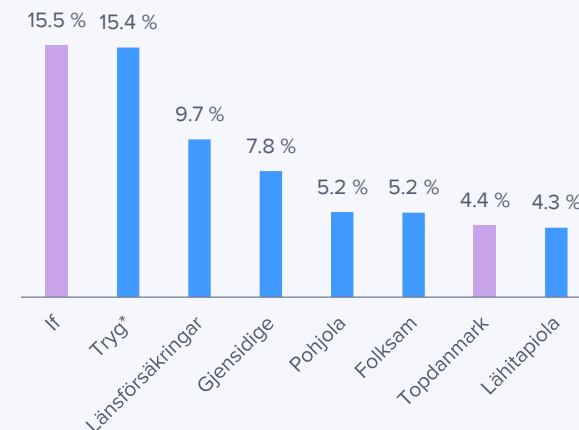
Vi förväntar oss att konkurrenssituationen förblir stabil

Vi förväntar oss att konkurrensen kommer att vara måttlig även under de kommande åren, eftersom vi tror att den osäkra marknadssituationen och antalet skadeanmälningar kommer att hålla operatörerna försiktiga. En stramare priskonkurrens är också ett möjligt scenario, även om detta inte gynnar befintliga aktörer. Marknadens oligopolistiska karaktär minskar dock sannolikheten för stramare priskonkurrens eftersom antalet relevanta aktörer är lågt och det är lätt att konstant övervaka konkurrenterna och deras förmåga att reagera på eventuella prisförändringar. På

lång sikt förväntar vi oss inte att marknadssituationen förblir lika gynnsam eftersom det finns endast få exempel där man har lyckats behålla en likartad situation i längre tider. Därför bör en investerare åtminstone vara beredd på ökad konkurrens på lite längre sikt, eftersom vi uppskattar att kundernas förhandlingsstyrka ökar över tid. Vi förväntar oss dock inte en dramatisk förändring av lönsamhetsnivån i sektorn, eftersom den koncentrerade marknaden håller konkurrenstrycket på en måttlig nivå.

Skillnader i lönsamheten bland de olika aktörerna kommer dock att framstå då digitaliserings- och effektivitetsprojekt framskrider i varierande takt mellan bolagen. Detta kan potentiellt skapa skillnader i lönsamhet som varar flera år, men på lång sikt förväntar vi oss att kostnadsskillnader och rörelsekostnadsgraderna balanseras när bästa praxis överförs från ett bolag till ett annat. Vi anmärker att kostnadsstrukturen, som blir effektivare tack vare digitalisering också kan förbättra försäkringsbolagens lönsamhet på branschnivå något, förutsatt att försäkringspriserna inte sjunker på grund av konkurrens.

Marknadsandelar (2021) – nordiska länder totalt



Källa: Inderes beräkning / Sampos investerarmaterial
*Inkluderar inköpta Codan Norge och Trygg-Hansa

If 1/5

Nordens största skadeförsäkringsbolag

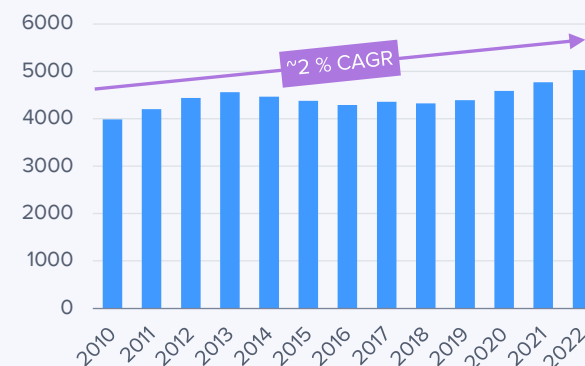
If är ett nordisk skadeförsäkringsbolag som grundades 1999. Bolaget har fyra affärsområden: Privat, Företag, Industri och Baltikum. If erbjuder sina kunder ett omfattande utbud av försäkringsprodukter inklusive motorfordons-, ansvars-, egendoms-, sjuk- och olycksfallsförsäkring. Viktigaste av dessa är egendoms- och motorfordonsförsäkring, som tillsammans utgjorde mer än 70 % av premieinkomsten under 2022. Bolaget är verksamt i Finland, Sverige, Norge, Danmark samt Baltikum och sysselsätter cirka 7 500 personer. Ifs marknadsposition i Norden är stark och är bland de tre största skadeförsäkringsbolagen i Finland (#3), Sverige (#2) och Norge (#2).

Inom skadeförsäkring betalar kunderna sina premier i början av varje försäkringsperiod. När en skada inträffar betalar försäkringsgivaren sina kunder försäkringsersättning i enlighet med avtalet med de premier som det samlat in. Försäkringsverksamhetens lönsamhet uppstår från skillnaden mellan inbetalda premier och utbetalda ersättningar samt rörelsekostnader. Riskhantering är således en viktig aktivitet för försäkringsbolaget, där succé är avgörande för framgång. Det är typiskt för skadeförsäkring att skadehändelser i stort sett är oberoende av varandra, så summan av ersättningar är relativt förutsägbar. Undantaget är väderrelaterade skador som berör alla kunder inom ett geografiskt område. Deras betydelse är vanligtvis relativt måttlig, och ersättningarna som If betalar är relativt stabila år efter år.

Eftersom premierna betalas i förskott och eventuell ersättning betalas först senare under försäkringsperioden, måste bolaget ha tillgångar i sin balansräkning för försäkringsfallen. Antalet tillgångsbufferingar som krävs bestäms av den lokala myndigheten på varje marknad. Insamlade premier investeras på kapitalmarknaden och försäkringsbolaget får finansiella intäkter från dessa. Ju längre försäkringsperioderna är, desto större tillgångar har försäkringsbolaget att investera. För If är majoriteten av perioderna ett år.

If distribuerar sina produkter antingen direkt via sin försäljningsorganisation eller genom externa försäljningsagenter. Bolagets egna försäljningskanaler består av både digitala lösningar och mer traditionell direktförsäljning. I privatkundernas försäkringar är digitala försäljningskanaler, som till exempel företagets egen webbplats, helt klart störst, eftersom mer än hälften av försäljning till nya kunder i segmentet var digital 2022. För företagskunder är personligt säljarbete klart viktigare. Distributionskanalerna varierar också mellan olika typer av försäkringar. Merparten av Ifs viktigaste motorfordonsförsäkring säljs via samarbetspartners (biltillverkare, bilhandlare) och företagets nätverk är det mest omfattande i Norden. Dessa distributionsavtal är värdefulla för If, eftersom bilhandlare skapar betydande affärsverksamhet (Ifs marknadsandel av nya bilars försäkringar ~25 %) och inte förmedlar mer än ett försäkringsbolags produkter åt gången. Externa distributionskanaler svarar för cirka två tredjedelar av bolagets produktförsäljning. Egendomsförsäkring distribueras främst via egna kanaler.

Utveckling av netto försäkringspremier (MEUR)



Fördelning av premieinkomster enligt typ av försäkring (2022)



Källa: Sampo

If 2/5

Försäkringsverksamheten har utvecklats stadigt

Vid beaktning av Ifs historiska utveckling är det nödvändigt att skilja på finansiella intäkter och lönsamhet för försäkringsverksamheten, vilket mäts genom resultatet från försäkringstjänster. Resultatet från försäkringstjänsterna består av skillnaden mellan inbetalda premier och utbetalda ersättningar samt rörelsekostnader.

Ifs försäkringsintäkter ökade i genomsnitt med cirka 2 % per år 2010–2022, vilket i stort sett är i linje med tillväxten på den nordiska försäkringsmarknaden. Under 2020–2022 har tillväxten dock varit långt över genomsnittet, drygt 5 % per år. Vi tror att detta främst har drivits av inflationshöjningar, men antalet kunder har också ökat. Ifs marknadsandel har dock varit stabil under de senaste åren. Värt att notera är att valutakursförändringar har en viss inverkan på utvecklingen av försäkringsintäkter i euro, då If har verksamhet i flera valutaområden.

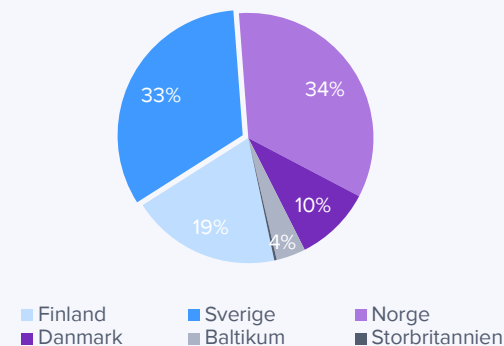
Totalkostnadsprocenten (förhållandet mellan rörelsekostnader och försäkringspremier) minskade stadigt från drygt 90 % i början av granskningsperioden till omkring 80 %. Vi anser att riskgradens utveckling (betalda ersättningar/premier) bör granskas under flera år, eftersom nyckeltalets kortsiktiga historiska utveckling påverkas av förändringen i diskonteringsräntan, men också av enskilda större skadeärenden som förekommer i ett kvartal och vars effekt balanseras i ett längre perspektiv. Den historiska tidsserien är dock inte jämförbar med senaste rapporterade siffrorna, eftersom kostnadsprocenten som rapporterats före 2022 också innehåller beräknade ändringar i försäkringstekniska skulden på grund av förändringen

i diskonteringsräntan. Framöver kommer dessa poster att redovisas på egen rad, som en del av den finansiella nettoinkomsten, efter IFRS 17 trädde i kraft i början av året. Därför ökade till exempel jämförelsetalet under år 2022 avsevärt när den positiva effekten av ökningen av diskonteringsräntan justerats bort (diskonteringsräntans ökning minskar nuvärdet av försäkringstekniska skulden och detta redovisas i resultatet).

Därtill kräver de tre senaste räkenskapsåren en särskild granskning till följd av de exceptionella omständigheter som rådde. Under 2020–2021 påverkades Ifs lönsamhet av en tillfällig minskning av bilåkning samt rörlighet utanför hemmet, till följd av pandemin, vilket sänkte skadorna och därmed ersättningarna. Vi antar att antalet ersättningar återgick till en normal nivå under 2022 när restriktionerna slopades på alla marknader i början av året. Detta resulterade i en tydlig ökning av totalkostnadsprocenten, justerat för förändringar i diskonteringsräntan, samtidigt som inflationen ökade försäkringsersättningarna. Kostnadsökningen har dock kompenseras fullt ut under innevarande år genom prisökningar.

Lönsamheten varierar mellan målmarknaderna, där segmentet privatkund är Ifs mest lönsamma verksamhet, mätt genom totalkostnadsprocenten. Historiskt sett har det också förekommit skillnader mellan länderna, där Danmark har uppvisat den lägsta lönsamheten. Under de senaste 10 åren har Danmarks totalkostnadsprocent i genomsnitt uppgått till över 96 %, medan Finland och Sverige har en motsvarande siffra på under 80 %. Detta förklaras delvis av Ifs marknadsandel som är klart lägre i Danmark än på andra marknader.

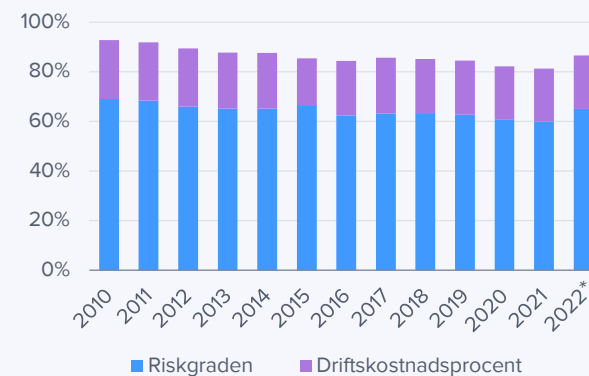
Fördelning av premieinkomster per land (2022)



Premieinkomst = premieinkomst för försäkringsperioden (fakturerad och ofakturerad).

Försäkringspremier = försäkringspremier justerat för förändring av avsättning för ej intjänade premier. Försäkringsbolagets omsättning.

Utveckling av totalkostnadsprocenten



Källa: Sampo

* IFRS 17 konvertering ingår

If 3/5

I allmänhet kan det dock konstateras att If, i linje med resten av marknaden, har gynnats av en liten konkurrensmiljö det senaste decenniet. Detta eftersom nästan alla aktörer har fokuserat på att förbättra försäkringstekniska lönsamheten medan de finansiella intäkterna varit under press. När det gäller rörelsekostnader har också verksamhetens effektivitet ökat i takt med att storleksklassen har vuxit, vilket vi tror beror på den relativt fasta kostnadsstrukturen och skalfördelarna som detta erbjuder. Ifs driftskostnadsprocent (driftskostnader/försäkringspremier) föll från cirka 24 % till drygt 21 % under 2010–2022.

Hög kundnöjdhet förbättrar kundlojaliteten

Förutom de finansiella siffrorna, har även andra nyckeltal utvecklats positivt för If. If mäter kundnöjdhet med rekommenderingsindexet (NPS), vilket har ökat stadigt under de senaste fem åren. Utvecklingen av kundomsättningen har också varit positiv, och idag tecknar cirka 90 % av bolagets kunder ett nytt försäkringsavtal efter det gamla utgått. Detta anses vara logiskt, eftersom högre kundnöjdhet leder till längre kundrelationer. Kundlojalitet är väsentlig i branschen, eftersom det är den viktigaste konkurrensfaktorn för ett enskilt bolag för att upprätthålla lönsamhet och tygla priskriget.

Investeringsverksamheten spelar en viktig roll

Till följd av den stora andelen finansiella intäkter är bolagets investeringsverksamhet väsentlig ur investerarens synpunkt, eftersom de finansiella intäkterna i genomsnitt utgör cirka 30 % av resultatet för räkenskapsåret. Detta beror i sin tur på historiskt sett relativt måttliga lönsamhetsnivåer i försäkringsverksamheten. Som följd av IFRS 9-direktivet, betonas betydelsen av finansiella intäkter i

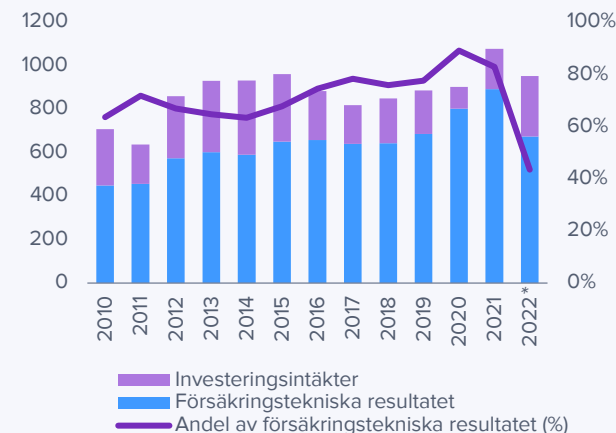
det redovisade resultatet eftersom förändringarna i portföljens inneboende värde kommer att ha en starkare inverkan på lönsamheten.

I enlighet med försäkringsbolagets affärsmodell, samlar If premier från sina kunder som sedan vidare investeras under försäkringens giltighetstid. If har ett eget investeringsteam, som huvudsakligen ansvarar för bolagets investeringsverksamhet. Bolagets investeringsrisknivå är mycket konservativ vilket är vanligt för försäkringsbolag och enligt vår mening jämförbar med andra försäkringsbolag och pensionsbolag.

Under 2004–2022 var Ifs investeringsportföljens genomsnittliga årsavkastning runt 3,5 %. Av Ifs investeringsportfölj (Q4'22) var 88 % placerade i ränteinvesteringar, 11 % i aktier och 1 % i penningmarknadsplaceringar. Vi uppskattar att den nuvarande portföljens långsiktiga, strukturella genomsnittliga avkastningen är cirka 4-5 %, vilket motsvarar den historiska nivån relativt väl. Som ett resultat av de stigande räntorna och ökade inflationsutsikterna förväntar vi oss att avkastningen för de kommande åren kommer att vara närmare toppen av intervallet. Dessutom är den relativa andelen penningmarknadsinvesteringar med låg inkomst den lägsta under den berörda perioden, vilket ökar våra estimat av portföljens potentiella avkastning.

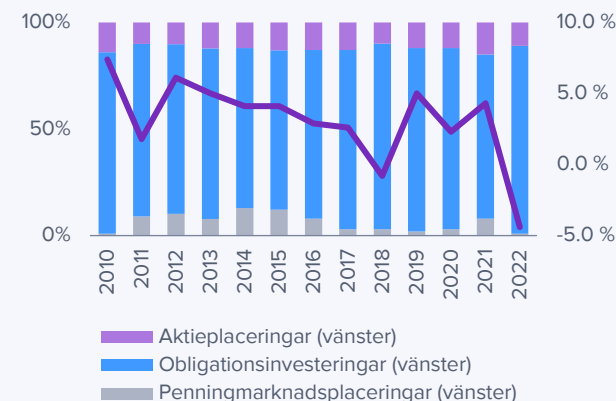
Värt att notera är att If redovisar sin historiska avkastning till verkligt värde, varför IFRS 9-direktivet som infördes i början av året inte påverkar tolkningen av siffrorna. Skillnaden är att förändringar i verkligt värde avseende investeringar i framtiden återspeglas fullt ut i Ifs resultaträkning, medan endast en del av dessa tidigare redovisats i resultaträkningen.

Fördelning av Ifs resultat (MEUR)



* IFRS 17 konvertering ingår; från och med 2022 ersätter resultatet från försäkringstjänster försäkringstekniska intäkter och finansiella nettoresultat ersätter finansiella intäkter

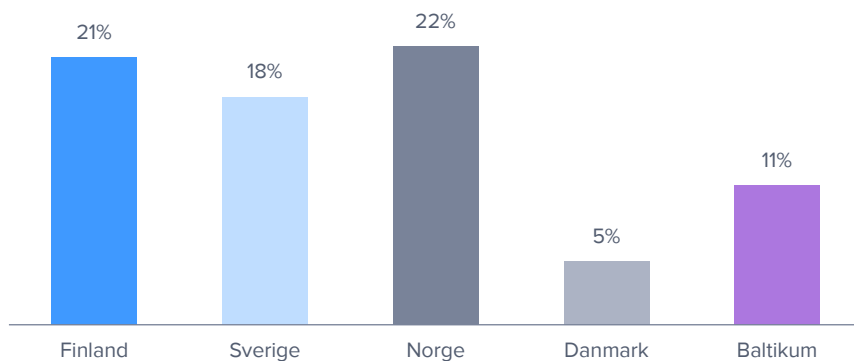
Investeringsportföljens fördelning och avkastning



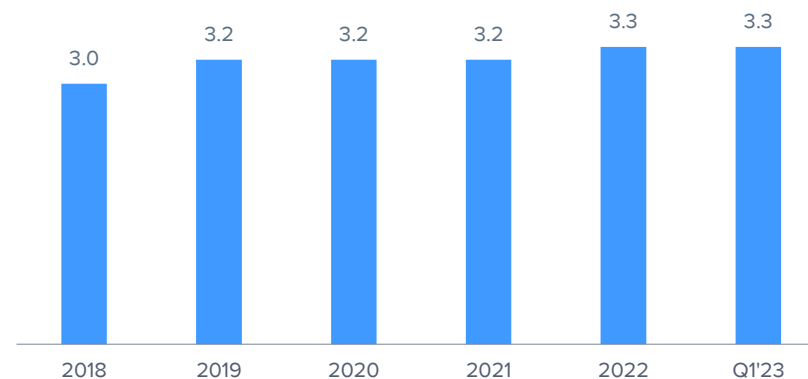
Källa: Sampo

Utveckling av Ifs nyckeltal

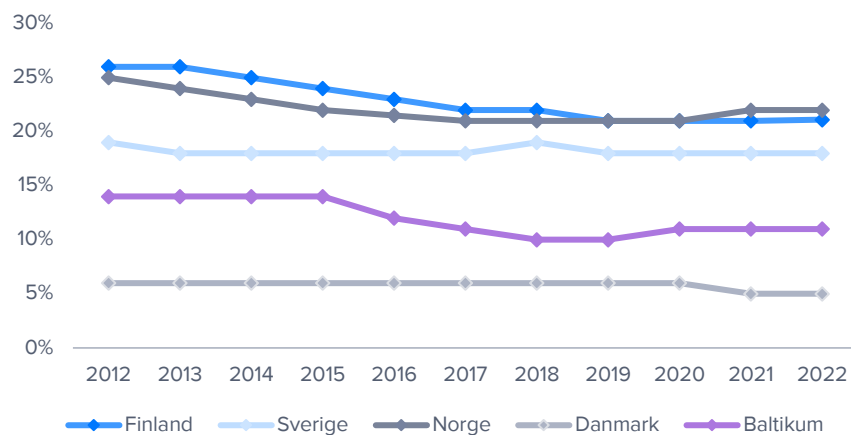
Ifs marknadsandelar per marknad (2022)



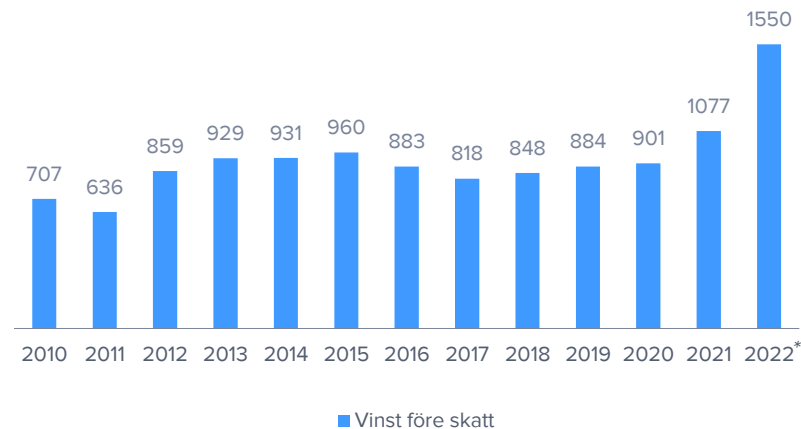
Utveckling av Ifs antal hushållskunder (miljoner)



Utveckling av Ifs marknadsandelar



Ifs resultatutveckling (MEUR)*



* IFRS 17 enliga siffror

* Innehåller Sampo's resultatandel i Topdanmark fram till 2016

If 4/5

Prognoser

Under de kommande åren är det viktigt att inse att kortsiktig volatilitet ökar i lfs resultat på grund av förändringar i redovisningen (IFRS 9 och IFRS 17). På lite längre sikt kommer dock deras påverkan att neutraliseras och resultatet är fortfarande mycket förutsägbart. Vi vill också påpeka att även om de finansiella intäkterna är mycket goda i våra prognoser i år, står resultatet från försäkringstjänster fortfarande för mer än 70 % av den totala inkomsten.

2023 blir ett utmärkt år

lfs 2023 startade bra. Bolagets Q1-resultat överträffade tydligt marknadens förväntningar tack vare ett starkt resultat från försäkringstjänster (337 vs. 281 miljoner euro). Premieinkomsten ökade med över 6 % valutaneutralt, drivet av prishöjningar.

Totalkostnadsprocenten var 82,4 %, vilket kan anses vara bra under det säsongsmässigt svåraste kvartalet. Den låga totalkostnadsprocenten förklaras delvis av ett lägre antal större skadeärenden än förväntat. De finansiella intäkterna var också på en bra nivå, och lfs effektiva avkastning på ränteportföljen (YTM) var cirka 5 % vid utgången av Q1. Till följd av den starka Q1-rapporten reviderade If sina förväntningar och uppskattar nu att totalkostnadsprocenten är 82–84 % (tidigare under 85 %). Förändringen var överraskande stor och vi tror att bolaget ser marknadsläget som gynnsamt också under resten av året.

Vi tycker att lfs utsikt för resten av året är mycket bra. Den nordiska skadeförsäkringsmarknaden är fortfarande mycket rationell när det gäller konkurrenssituationen och prishöjningar förs

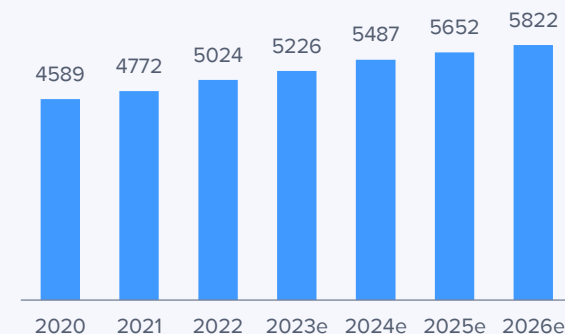
fortfarande igenom på bred front. Vi förväntar oss att lfs premieinkomst fortsätter att växa valutaneutralt på grund av det höga antalet skadeanmälningar. Totalkostnadsprocenten förblir mycket stark och vi estimerar att den kommer att vara 82,8%, något bättre än mittpunkten av bolagets förväntningar.

Största osäkerheten i våra prognoser är naturligtvis kopplad till det finansiella nettoresultatet, vars volatilitet ökar väsentligt med IFRS 9. Om räntorna förblir på nuvarande nivå borde det finansiella nettoresultatet vara betydligt över 300 miljoner euro tack vare starka finansiella intäkter. Sammantaget estimerar vi att lfs resultat kommer att vara 1 247 miljoner euro.

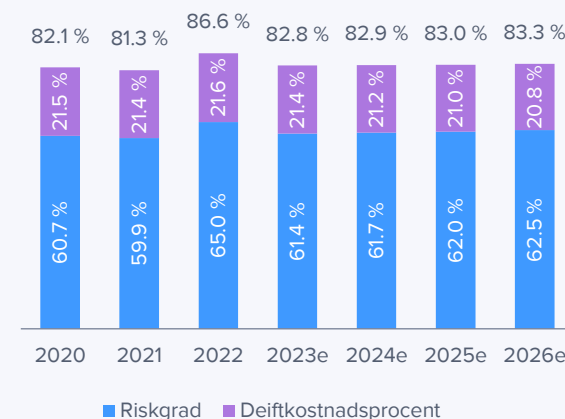
Bolaget fortsätter sin stadiga förbättring, men vinststillväxt är svårt att uppnå

Den stora bilden av prognoserna är mycket tydlig för de närmaste åren. Tillväxten får fortfarande stöd från inflationen under år 2024, men tillväxten normaliseras långsamt till cirka 3 % i våra prognoser, vilket vi anser vara i linje med den totala marknadstillväxten. Det är tydligt att lfs möjligheter att växa klart snabbare än marknaden är mycket begränsade eftersom bolaget föredrar vinst från försäkringstjänster framför omsättningstillväxt. Vi påpekar att lfs tillväxt är mycket lönsam med nuvarande totalkostnadsprocent.

Prognoser för nettopremieinkomst (MEUR)



Prognoser för totalkostnadsprocenter



Källa: Sampo

*I enlighet med IFRS 17 från och med 2022

If 5/5

När det gäller resultatet från försäkringstjänsterna förväntar vi oss ett litet ryck uppåt i riskgraden, på grund av branschens höga lönsamhet, i kombination med en gradvis sjunkande kostnadsinflation och stigande finansiella intäkter. Vi ser att dessa faktorer kommer att öka incitamenten för enskilda aktörer att konkurrera med pris. Vi förväntar dock att effekten förblir begränsad på hela lfs nivå, och att den ständigt förbättrade rörelsekostnadsgraden kompenserar för detta.

Utvecklingen av rörelsekostnadsgraden drivs i våra prognoser av framskridande i verksamhetens digitalisering (t.ex. behandling av ersättningar, kundservice, förbättrad försäljningseffektivitet med självbetjäningssystem) och tillväxten av verksamhetens storlek. Vi anser således att If är väl positionerad när det gäller kostnadseffektivitet tack vare starka utvecklingsresurser, och detta borde inte vara ett hinder för lönsamheten. Därtill har bolaget inte separata organisationer för respektive land, vilket avför onödiga administrativa lager. Vi förväntar att den kombinerade effekten av dessa leder endast till en begränsad minskning av totalkostnadsprocenten under de kommande åren. Vi förväntar oss att totalkostnadsprocenten är cirka 83 % i genomsnitt, mellan 2024-2026. Detta anser vi är en stark nivå, både i relativa och absoluta termer samt under bolagets nuvarande mål (under 85%) och det historiska genomsnittet (88 % mellan 2010 och 2022).

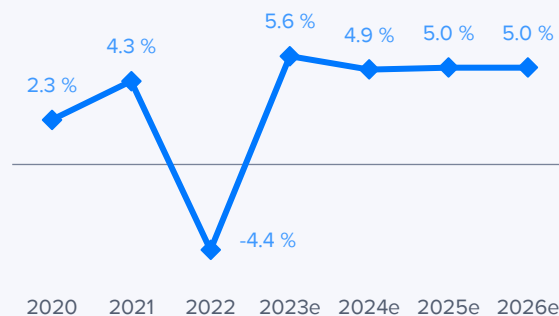
De finansiella intäkterna ligger också kvar på en god nivå i våra prognoser, så länge räntan inte faller väsentligt från nuvarande nivå. I sin helhet estimerar vi en årlig tillväxttakt på cirka 3% av If under de närmaste

åren. Drivkrafter för snabbare vinsttillväxt än våra prognoser skulle vara: 1) en fortsatt uppgång i räntenivåerna, som skulle stödja de finansiella intäkterna eller 2) en längre period med fortsatt hög inflation, vilket skulle stödja en ökning i försäkringsintäkterna (som kräver att prisdisciplinen upprätthålls på marknaden). Vi vill dock påpeka att lfs förutsättningar för vinsttillväxt för närvarande är relativt begränsade, vilket bolaget också betonar i sin finansiella målsättning. I stället för större resultatprång bör investerare förvänta sig att If fortsätter sin ständiga förbättring som har pågått i nästan två decennier.

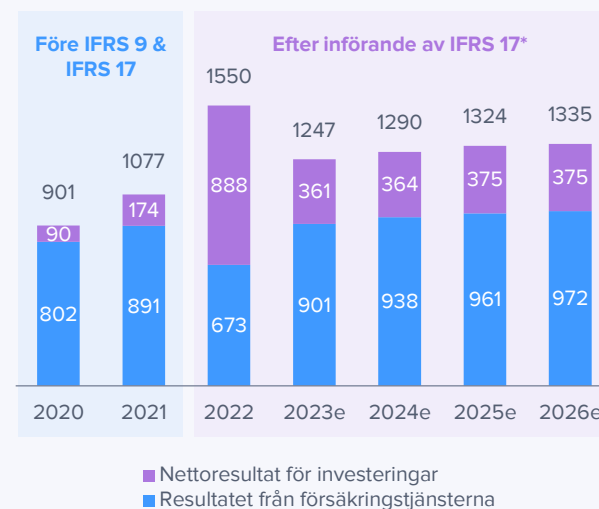
Prognoserna är i linje med konsensus

Våra prognoser för If är vi väl i linje med konsensus. Konsensus är lite mer optimistisk om resultatet från försäkringstjänster och förväntar sig att totalkostnadsprocenten behålls oförändrad medan vi förväntar oss en liten försvagning. När det gäller de finansiella intäkterna ligger vi något över konsensus när dessa effekter är i stort sett ömsesidigt uteslutande. Som helhet är våra prognoser för de kommande åren 1–2 % under konsensus.

Prognoser för investeringsavkastning (verkligt värde)

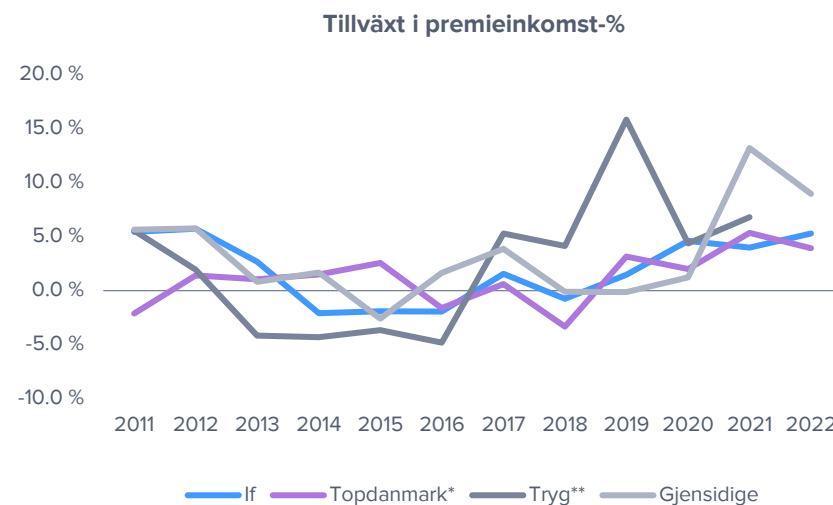
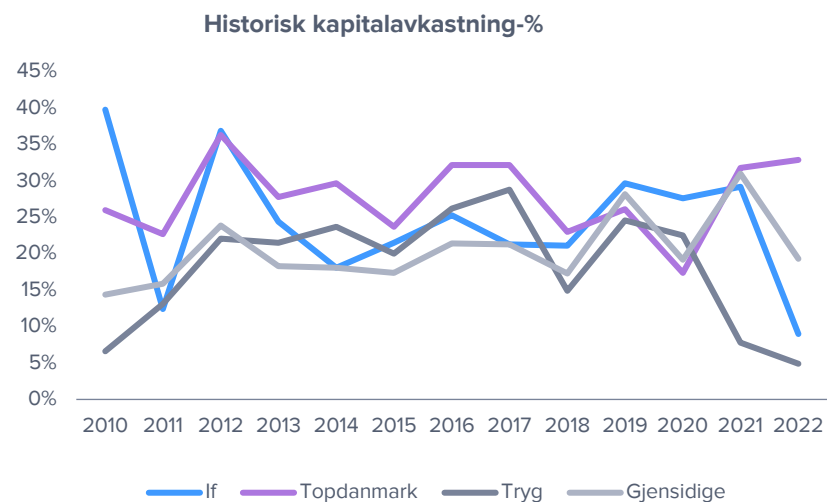
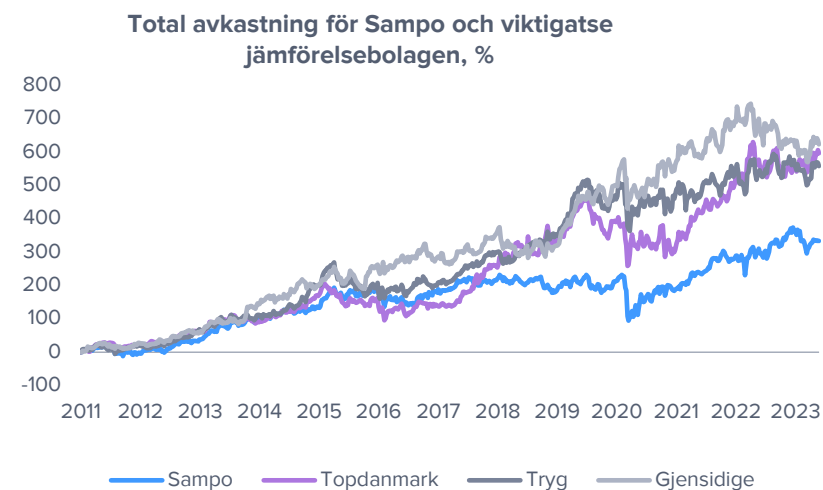
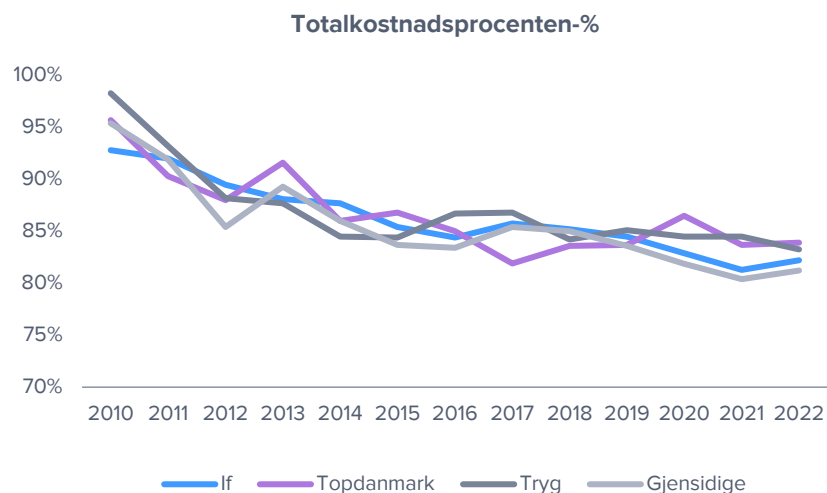


Prognoser – vinst för skatt (MEUR)



*I prognoserna beaktas även effekterna av IFRS 9
Källa: Sampo

Utveckling av lfs jämförelsebolag



* Enbart skadeförsäkringsverksamhetens utveckling

** 2022 tillväxt justerat på grund av stort förvärv

Topdanmark 1/3

Bolagsbeskrivning

Topdanmark är det tredje största skadeförsäkringsbolaget i Danmark med en marknadsandel på cirka 16%. Företaget fokuserar på försäkring av privata kunder, jordbruk samt små och medelstora företag. Topdanmark har cirka 620 000 kunder. Tidigare hade Topdanmark också en livförsäkringsverksamhet, men bolaget sålde den till Nordea 2022. Bolaget är noterat på Köpenhamnsbörsen.

Skadeförsäkringsverksamheten är uppdelad i två områden: privata- och företagskunder. De viktigaste försäkringsprodukterna som erbjuds privata kunder är motorfordons-, hem-, lösöres-, sjuk- och olycksfallsförsäkringar. Topdanmarks mer specialiserade produkterbjudande omfattar rese-, djur- och elektronikförsäkringar samt försäkring i samband med ägarbyte. Affärsområdet Privata kunder står för 54 % av bolagets skadeförsäkringsintäkter.

Affärsområdet SMF står för 46 % av försäkringsintäkterna. Topdanmarks kunder består av cirka 110 000 små och medelstora företagare eller lantbrukare.

En stabil historisk utveckling

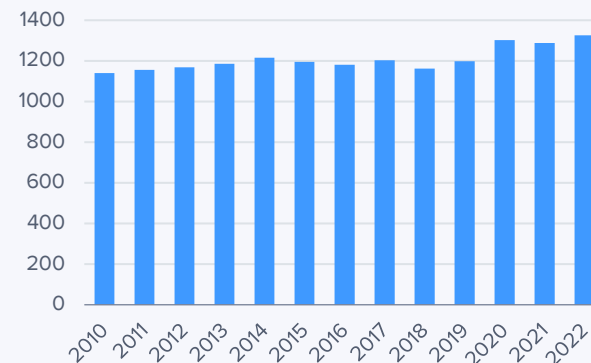
Topdanmarks filosofi är mycket lik Ifs, där bolaget ständigt prioriterat lönsamhet framför tillväxt. Bolagets tillväxt har varit mycket blygsam och den genomsnittliga tillväxten i försäkringsintäkterna var drygt en procent mellan 2010-2022. Samtidigt har företagets marknadsandel minskat från 18 % till cirka 16 %. Den svaga tillväxten förklaras inte bara av fokuset på det försäkringsresultatet utan också av företagets positionering utanför växande städer. Tidigare har bolagets låga digitala kapacitet förmodligen också

fungerat som en broms för tillväxten, även om bolaget har förbättrat detta område avsevärt med stora investeringar under de senaste åren.

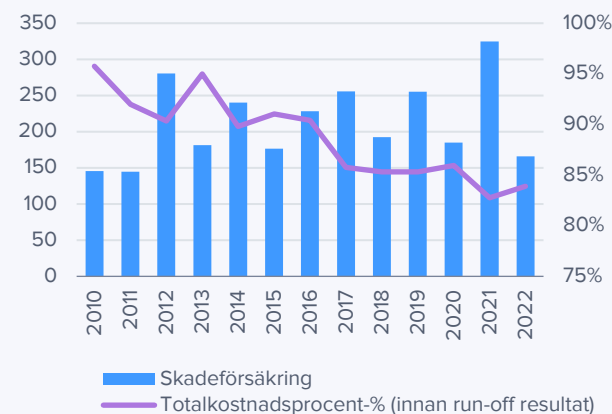
Samtidigt har utvecklingen av bolagets försäkringstekniska resultat varit starkt och totalkostnadsprocenten har minskat i trend från ca 93 % 2010 till ca 83 % 2022. De finansiella intäkterna har dock minskat klart på grund av mycket lägre räntor. Därmed har bolagets resultatutveckling varit relativt stabil. Vinsten per aktie har dock ökat tydligt på grund av att bolaget tidigare avsevärt återköpt egna aktier.

Bolaget har också haft ett konservativt förhållningssätt till kapitalallokering, där fokus har varit på att återföra tillgångar till investerare snarare än till exempel förvärv. Fram till 2017 var bolagets vinstfördelningsmetod återköp av egna aktier, men därefter har bolaget börjat dela ut utdelning på huvudägarens Sampos begäran. De viktigaste förvärven i Topdanmarks närhistoria är försäljningen av livförsäkringsverksamheten till Nordea (försäljningspris 270 miljoner euro) och förvärvet av Oona Health A/S, ett danskt försäkringsbolag, 2023 (cirka 300 miljoner euro), som förväntas slutföras under 2023. Bolagets mål idag är att fördela minst 70 % av resultatet som utdelning och marknaden förväntar sig att bolaget ska dela ut hela sitt resultat som utdelning.

Utveckling av premieinkomsten från skadeförsäkring (MEUR)



Vinst före skatt och lönsamhet av skadeförsäkringsverksamheten (MEUR)



Källa: Topdanmark

Topdanmark 2/3

Dödläge i ägande

Sampo investerade i Topdanmark för första gången 2011 och ökade sitt innehav succesivt därefter (både genom att köpa aktier och genom Topdanmarks aggressiva återköp av egna aktier). Sampo's innehav i Topdanmark överskred 30 % år 2016 och bolaget lade därmed ett budpliktsbud utan premie. År 2017 blev Topdanmark Sampo's dotterbolag när Sampo hade kontroll över företaget. Innehavet förblev oförändrat i flera år, då Topdanmark slutade återköpa egna aktier 2017 (vinstdelningspolicyn ändrades till utdelning) och Sampo köpte inte aktier eftersom ledningen ständigt tyckte att priset var för högt. I flera år har Sampo tydligt kommunicerat att de vill äga Topdanmark fullständigt. Topdanmarks utmanande värderingsnivå har dock fungerat som en broms på att lägga ett bud.

En tydlig förändring i Sampo's inställning till Topdanmark skedde under Q4'21, då Sampo för första gången på flera år köpte ett stort antal aktier på marknaden. Sedan dess har bolaget köpt små mängder aktier från marknaden och innehar för närvarande 48,5% av aktierna. Även om mängderna har varit blygsamma, anser vi att förändringen är betydande, eftersom det indikerar att Sampo är beredd att göra en insats på rådande nivåer.

För Sampo är Topdanmarks situation problematisk. Det är självklart att Topdanmark skulle vara ett utmärkt komplement till Sampo och dess sammanslagning med If skulle ge betydande synergier. För närvarande är If för liten i Danmark (5 % marknadsandel) och sammanslagningen med Topdanmark skulle lyfta företaget till den näst största aktören i Danmark. Problemet är aktiens prissättning, vilket systematiskt är på en premie i förhållande till jämförelsebolagen. I praktiken prissätter aktiekursen redan någon form av

premie för Sampo's bud, eftersom sannolikheten i allmänhet anses vara såpass hög. I praktiken förhindrar detta i sin tur möjligheten till en betydande nedgång i Topdanmarks aktiekurs.

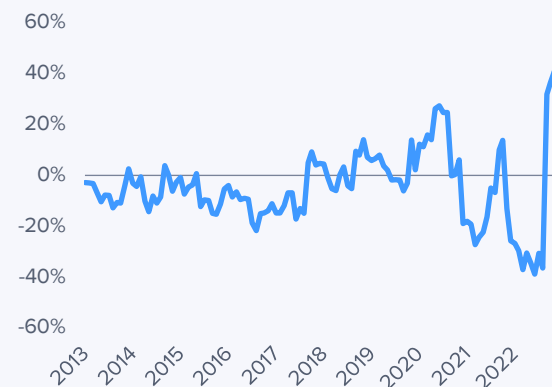
Möjligt bud

Topdanmarks marknadsvärde är för tillfället cirka 4,4 miljarder euro och marknadsvärdet på aktierna som Sampo inte äger är cirka 2,2 miljarder euro. Enligt våra uppskattningar skulle ett eventuellt bud kräva en tydlig premie på den nuvarande kursen och om vi tillämpar en premie på 30 % skulle priset på de återstående aktierna uppgå till cirka 2,9 miljarder euro. Eftersom premien skulle betalas endast till utomstående ägare skulle Topdanmarks marknadsvärde i beräkningen uppgå till cirka 5,0 miljarder euro.

Topdanmarks vinst efter skatt är cirka 200 miljoner euro enligt 2023 konsensusprognoser, vilket innebär att P/E-talet skulle vara cirka 25x. Topdanmarks resultat är mycket bra år 2023 och vi tycker att det ger en relativt exakt bild av företagets normala prestation.

Vi har beräknat att en eventuell sammanslagning med Topdanmark skulle med konservativa förväntningar erbjuda årliga synergier på minst 50 miljoner euro och i det optimistiska scenariot kunde synergier stiga till 100 miljoner euro. De viktigaste synergikällorna skulle vara utgällning av överlappande kostnader (nu 2x organisationer i Danmark), lägre återförsäkringspriser och IT-systemen. Dessutom tror vi att bolagen kunde uppnå betydande operativa synergier utöver detta (liknande som erhöles i Hastings).

Topdanmarks P/E vs. genomsnitt för Tryg, Sampo och Gjensidige



Topdanmarks P/E vs. Sampo



Källa: Bloomberg

Topdanmark 3/3

Med hänsyn till förväntade synergieffekter, skulle Topdanmarks vinst efter skatt uppgå till cirka 250–300 miljoner euro och P/E-talet skulle sjunka till omkring 20-17x, vilket är i linje med andra nordiska Försäkringsbolags värderingar. Vi anser att nivån är utmanande med tanke på att den innehåller förväntade synergier.

Skulle Sampo betala en premie på den nuvarande höga värderingsnivån kommer det att späda ut Sampo avkastning på investeringar. Vidare kommer avkastningen på de ytterligare pengar som investeras i Topdanmark oundvikligen att dämpas på kort sikt. Vi anser dock att transaktionen skulle vara motiverad tack vare exceptionell industriell logik och potential till långsiktiga synergier, förutsatt att storleksklassen på de synergier vi förväntar oss är rätt.

Vi anser att Sampo skulle kunna finansiera förvärvet av Topdanmark med sin nuvarande balansräkning, men det skulle å andra sidan förbruka allt överskottskapital och tillfälligt höja balansräkningens skuldnivå över målnivån. Vi diskuterar finansieringen av förvärvet av Topdanmark närmare på sida 41.

Vi anser dock fortsatt att ett bud är mycket sannolikt, även om det är svårt att specificera en tidpunkt. Om Sampo inte gör ett direkt bud kan Sampo fortsätta köpa Topdanmarks aktier på börsen mer aktivt än tidigare. På så sätt skulle bolaget gradvis förvärva aktier utan premie och sänka tröskeln betala en premie för de återstående aktierna eftersom det skulle finnas färre utomstående aktieägare.

Mycket stark solvens

Topdanmarks balansräkning är mycket stark och vid utgången av Q1'23 var bolagets Solvens 2 grad 351%. Solvensen tar hänsyn till den utdelning som betalades ut vid utgången av april, men tar inte hänsyn till förvärvet av Oona Health. Mot bakgrund av förvärvet så

kommer solvensen att vara något under 200 % vilket innebär att balansräkningen fortfarande är mycket stark.

Prognoseerna visar en stabil resultatutveckling

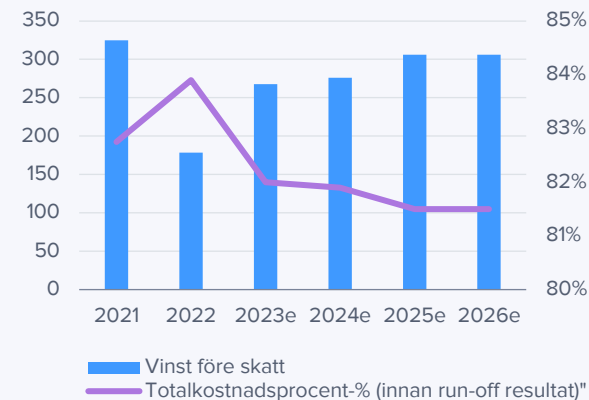
Topdanmarks år startade bra och Q1-resultatet var väl i linje med förväntningarna. Företaget höjde även sina förväntningar för totalkostnadsprocenten och förväntar sig ett starkt resultat från försäkringstjänsterna även under resten av året. Marknaden förväntar sig en försiktig ökning på drygt 2 % av premieinkomst och en stark totalkostnadsprocent på cirka 82 % år 2023. Vinsten per aktie beräknas uppgå till cirka DKK 16 som återförs fullt till aktieägarna.

Försäkringspremien stiger med cirka 10 % år 2024, drivet av Oona Health förvärvet. Resultatet från försäkringstjänsterna ligger kvar på en god nivå och förväntas ligga runt 82 % på marknaden. Med stigande försäkringsintäkter kommer vinsten per aktie att växa med cirka 10 % och vara drygt DKK 17. Utdelningsraden är cirka 100 %.

Tillväxten normaliseras till cirka 4 % och resultatet från försäkringstjänsterna fortsätter att förbättras år 2025. EPS ökar med cirka 7 %. Som helhet tror vi att det finns väldigt få osäkerheter kring Topdanmarks resultat eftersom det är mycket förutsägbart. Det är svårt att se att resultatet skulle öka betydligt mer än de nuvarande prognoserna, eftersom resultatet från försäkringstjänsterna har nått toppen samtidigt som en aggressiv strävan efter tillväxt är inte i linje med bolagets strategi.

Den största risken i prognoserna är hänförligt till marknaden konkurrenssituation och hållbarheten av nuvarande totalkostnadsprocenten, nu när de finansiella intäkterna återigen har blomstrat upp till en viktig resultatkomponent i branschen.

Koncernens vinst före skatt och lönsamhet (MEUR)*



*Obs: försäljningsvinsten från försäljningen av livförsäkringsverksamheten syns i EPS 2022, men inte i PTP

Vinst per aktie och utdelning (DKK)



Källa: Topdanmark / Vara Research / Bloomberg

Hastings 1/3

Bolagsbeskrivning

Hastings är ett av de ledande skadeförsäkringsföretagen i Storbritannien, vilka är verksamma på en digital plattform. Bolaget säljer främst motorfordons-, motorcykel- och hemförsäkringar. Motorfordonsförsäkring är bolagets största produktlinje och har en marknadsandel på över 8%. Hastings har mer än 3 miljoner kunder som de betjänar genom två huvudsakliga dotterbolag, Hastings Insurance Services Limited i Storbritannien och Advantage Insurance Company i Gibraltar.

Hastings förvärvet kom som en överraskning för marknaden

Sampo överraskade marknaden år 2020 genom att kommunicera att bolaget skulle lägga ett bud på det brittiska skadeförsäkringsbolaget Hastings tillsammans med Hastings dåvarande huvudägare, det sydafrikanska investeringsbolaget RMI. Sampo innehav var ursprungligen 70 % och år 2021 blev Hastings ett helägt dotterbolag när Sampo köpte resten av aktierna från RMI.

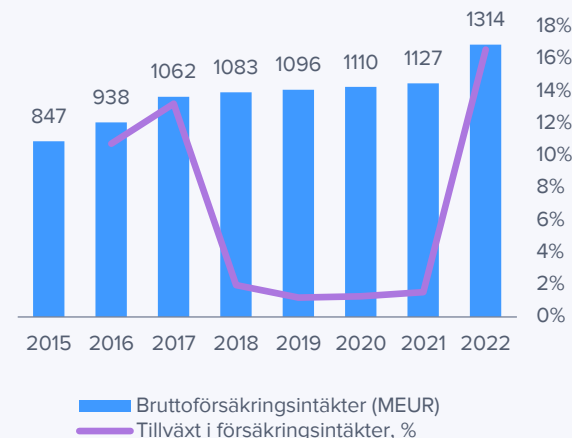
Sampo motiverade expansionen till Storbritannien med Hastings höga kvalitet, starka digitala kunskaper, intressanta tillväxtmöjligheter på den brittiska marknaden samt synergier. Inlösningen av RMI-minoriteten motiverades bland annat av snabbare beslutsfattande och enklare realisering av synergier (oavsett om synergier är synliga i If eller Hastings). Köpesumman för hela Hastings var cirka 1,9 miljarder pund, eller med dåvarande växelkursen cirka 2,1 miljarder euro.

Historiska utvecklingen har varit imponerande

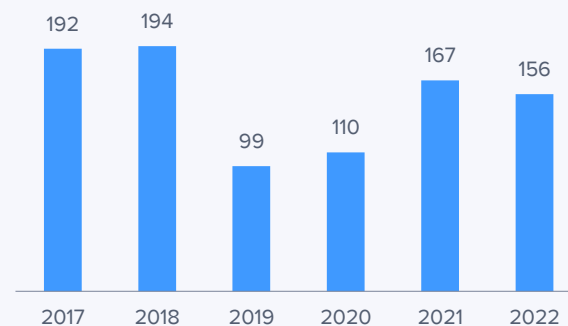
Hastings har historiskt vuxit snabbt och dess kundantal har ökat med cirka 12 % per år sedan 2012. Samtidigt har försäkringsintäkterna ökat med cirka 15 % per år. Tillväxten har drivits av företagets starka digitala kapacitet och en mycket konkurrenskraftig prissättning som möjliggörs av en effektiv verksamhetsmodell. Till skillnad från traditionella försäkringsbolag kommer största delen av Hastings nya försäljning via jämförelsesajter, vilket möjliggör låga kundanskaffningskostnader och snabb operativ expansion. Tillväxten har också varit relativt lönsam, även om resultatet tydligt visar förändringar i den brittiska marknads konkurrenssituation under olika år.

Även om Hastings, under Sampo's ledning, har stärkt sitt fokus på det försäkringstekniska resultatet, är Hastings enligt vår mening fortfarande ett tillväxtföretag. De viktigaste drivkrafterna för vinsttillväxt är högre försäkringsintäkter, skalbarhet av verksamheten samt betydande förbättringar i försäkringstekniska prestationen. Som svar på marknadsutmaningar har Hastings under de senaste 12 månaderna fokuserat på att försvara sin lönsamhet snarare än på stark tillväxt. Vi tror att när marknadssituationen återgår till det normala kommer Hastings att sträva efter betydande tillväxt, men inte till vilket pris som helst. Vårt att notera är att Hastings resultat endast har konsoliderats helt i Sampo sedan 2021

Utveckling av bruttoförsäkringsintäkt



Hastings vinst före skatt (MEUR*)



* Konverterad till euro till växelkurser vid årsskiftet
Källa: Sampo

Hastings 2/3

Integration till en del av Sampo

Även om Hastings är en del av Sampo-koncernen, leds bolaget fortfarande mycket självständigt och till exempel drivs bolaget med sina egna IT-system. Detta är motiverat på grund av mycket olika marknader och lagstiftning. Således har det inte varit meningsfullt att fullständigt integrera Hastings i lfs system.

Trots detta har Sampo fått betydande synergieffekt delar i Hastings. Bolagets ursprungliga synergi mål var 45 miljoner euro, varav cirka 30 miljoner euro skulle uppnås genom operativa synergieffekter och cirka 15 miljoner euro genom kapitalförvaltning. Operativa synergieffekter baseras främst på samarbete och kunskapsutbyte och cirka hälften av synergierna skulle realiseras genom lf. Det kommer dock att ta tid att förverkliga operativa synergieffekterna, eftersom effekterna av åtgärderna inte är omedelbara. Enligt bolaget hade man uppnått runt 14 miljoner euro vid utgången av 2022 av de eftertraktade synergierna på 45 miljoner euro.

Försäkringsmarknaden i Storbritannien

Den brittiska skadeförsäkringsmarknaden är den överlagset största av Sampo's marknader, totalt över 75 miljarder euro, vilket är nästan tre gånger större än hela nordiska marknaden. Branschens andel av BNP är också högre än i de nordiska länderna. Den brittiska skadeförsäkringsmarknaden är dock klart mer fragmenterad än den nordiska marknaden, eftersom den största aktören bara har en marknadsandel på cirka 7 %. Motsvarande andelen i de nordiska länderna varierar mellan 22 % och 32 %. Det finns 170 licensierade aktörer med fokus på skadeförsäkring på marknaden (källa: Sampo).

Marknaden är också annorlunda beträffande distributionskanaler, då prisjämförelsesidor är överlagset den största försäljningskanalen till brittiska motorfordons- och hemförsäkringskunder, även för Hastings som nästan enbart verkar via dessa sidor. Således förekommer en betydande priskonkurrens på marknaden, eftersom främsta valkriteriet för försäkringar är priset. Således tror vi också att genomsnittliga kundlojaliteten är relativt svag. Detta har i sin tur återspeglats i lönsamhetsnivåerna för skadeförsäkringsbolag, med en genomsnittlig totalkostnadsprocent på över 100 % på marknaden före 2021. När det gäller industristrukturen och konkurrensdynamiken anser vi därmed att marknaden är betydligt mer utmanande än Sampo's andra målmarknader.

Prognoser

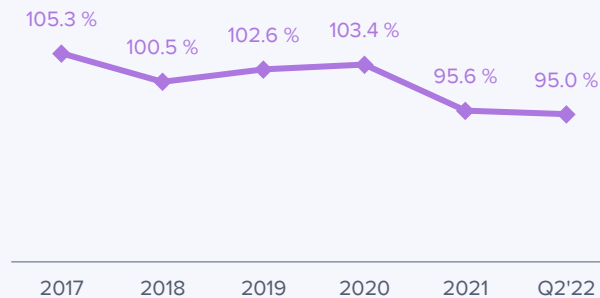
Hastings resultat påverkades negativt under år 2022 till följd av det exceptionella antalet skadeanmälningar på den brittiska marknaden, vilka operatörerna inte kunde överföra helt till priserna på grund av hård priskonkurrens. Därtill påverkades vissa aktörers priser av förändringarna i finansiella myndighetens regleringar, vilket tillfälligt förvirrade marknaden. Marknadssituationen visade dock tecken på förbättring mot slutet av året och prisökningarna under Q1 var redan mer i linje med antalet skadeanmälningar.

Hastings premieinkomst ökade med 39 % med fasta växelkurser under Q1, främst driven av prisökningar. Antalet giltiga försäkringar ökade med 4 % från året innan till 3,3 miljoner. Lönsamheten var fortfarande under press på grund av antalet skadeanmälningar och ökade skadefrekvensen. Driftskostnadsprocenten var låg på 93,3 % och resultatet före skatt justerat för icke-operativa avskrivningar var 24 miljoner euro.

Utveckling av brittiska skadeförsäkringsmarknaden



Utveckling av totalkostnadsprocenten på brittiska skadeförsäkringsmarknaden



Källa: Bank of England

Hastings 3/3

Under resterande del av året förväntar vi oss att försäkringsintäkterna fortsätter att växa snabbt, drivet av prisökningar. Vi estimerar att bruttoförsäkringsintäkterna ökar med 20 % och resultatet från försäkringstjänster förbättras när året fortskrider, då prisökningarnas inverkan också börjar stödja lönsamheten i takt med att antalet skadeanmälningar sjunker. I sin helhet prognostiserar vi att resultatet från försäkringstjänster kommer att bli ungefär detsamma som förra året, 153 miljoner euro (2022: 159 MEUR) och driftskostnadsprocenten 87,8 % (guidance under 88 %). Vinsten före skatt, justerat för icke-operativa avskrivningar, förväntas bli 159 miljoner euro. Våra prognoser ligger något över konsensus.

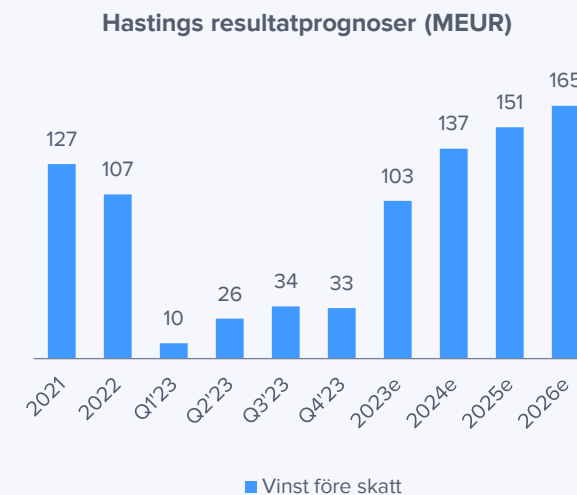
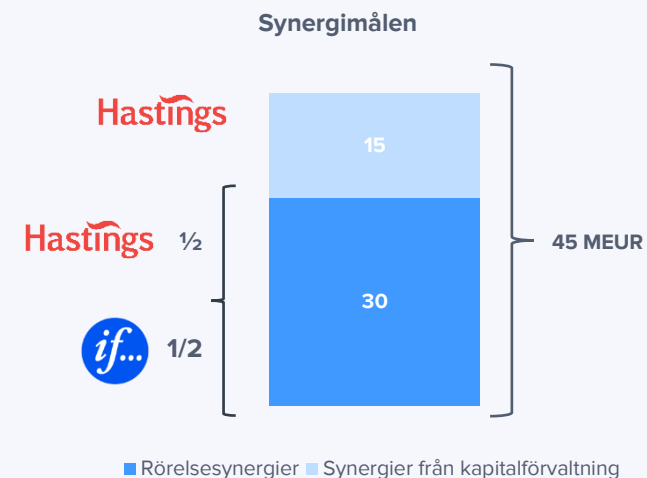
Marknadens förväntningar ligger klart under bolagets egna mål

Vi förväntar oss en årlig tillväxttakt på 8 % för Hastings mellan 2024–2026 (konsensus på ungefär samma nivå). Även om takten är relativt hög med tanke på Sampos nordiska verksamhet ligger den klart under bolagets egna mål. Vi anser att en försiktig inställning till tillväxten är motiverad, eftersom Hastings tillväxt är klart mer beroende av den allmänna marknadssituationen än i den nordiska verksamheten. Vi förväntar att driftskostnadsprocenten förbättras gradvis i takt med att omsättningen ökar och ligger på 86–87 % de närmaste åren, vilket är väl i linje med bolagets nuvarande målnivå på under än 88 %. Resultatet från försäkringstjänster förväntas öka till cirka 216 miljoner euro och resultatet före skatt, justerat för icke-operativa avskrivningar, till 220 miljoner euro år 2026. Konsensus resultatprognoserna för 2024–2026 ligger något under våra prognoser.

Enligt våra uppskattningar ligger prognoserna långt under Sampos målsättningar, även om bolaget inte har gett ut officiella mål för Hastings tillväxt.

M&A optionen

Som vi sagt tidigare tror vi att det är mycket möjligt att Hastings utöver stark organisk tillväxt även strävar efter kompletterande förvärv för att påskynda tillväxten. Vi tror att om Hastings lyckas fortsätta sin imponerande historiska utveckling under de kommande åren, kommer Sampo att vara intresserad i att allokerar mer kapital till Hastings för att påskynda strukturell tillväxt.



Källa: Inderes / Sampo

Mandatum 1/4

Värdepappersföretag

Mandatum-koncernen består av två affärsområden: livförsäkring och kapitalförvaltning. Mandatum Life erbjuder sina privat- och företagskunder tjänster inom kapitalförvaltning, sparande och placeringar, belönings- och lojalitetsprogram samt pensions- och personförsäkringstjänster. Mandatum Asset Management är ett värdepappersföretag som kombinerar fondverksamheten, fullmakt service och rådgivning inom kapitalförvaltning samt kapitalförvaltningstjänster för Sampo koncernen. Företaget sysselsatte cirka 660 personer år 2022.

Vid utgången av Q1'23 uppgick Mandatums förvaltade kapital till 19,8 miljarder euro och bolaget hade över 330 000 privatkunder och cirka 20 000 företagskunder.

Mandatum Life

Mandatum Life erbjuder i samarbete med övriga företag i Mandatum Group sina kunder omfattande tjänster för utökning av förmögenhet och beredskap, bland annat fondförsäkring och tillhörande kapitalförvaltning, investeringstjänster, personförsäkring samt företags pension- och belöningslösningar och rådgivning i anslutning därtill. Mandatum Life är Finlands näst största livförsäkringsbolag.

De livförsäkringsprodukter som Mandatum erbjuder kan klassificeras som fondförsäkring, kalkylräntebaserad försäkring och personriskförsäkring. Mandatum Lifes nyförsäljning fokuserar endast på fondförsäkring (unit-linked) och personriskförsäkring, och försäljningen av kalkylräntebaserade produkter avslutades redan för cirka 15 år sedan. I kalkylräntebaserade försäkringar

bär Mandatum placeringsriskerna som är förknippade med försäkringen. Även om kalkylräntebaserade försäkringar inte längre säljs aktivt har Mandatum fortsättningsvis en betydande kalkylräntebaserad försäkringsportfölj.

Mandatum har genomgått en betydande förändring under det senaste decenniet. Kalkylräntebaserade skulden har minskat från cirka 5 miljarder euro 2014 till cirka 2,6 miljarder euro i dag. Samtidigt har fondförsäkringsskulden ökat från drygt 5 miljarder euro till över 10 miljarder euro.

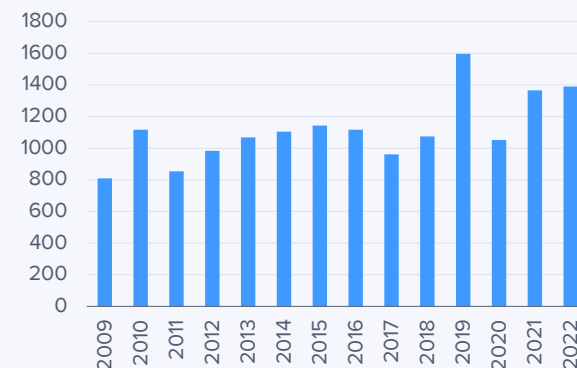
Mandatum Asset Management

Mandatum Asset Management är ett kapitalförvaltningsbolag bildat 2021 genom att kombinera Sampo Groups och Mandatum Lifes investeringsverksamhet. Således är det inte en separat enhet från Mandatums övriga verksamhet, utan nära förbunden till livförsäkringen.

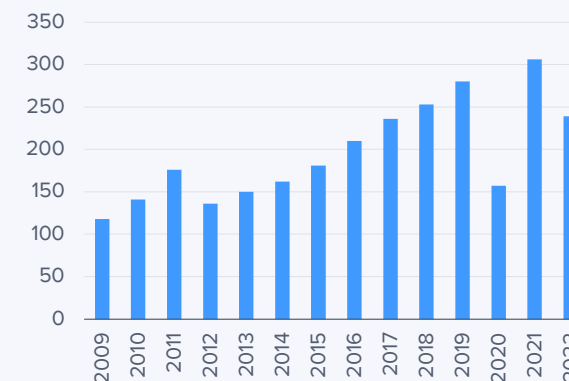
Förutom Sampo Group, har bolaget nordiska och europeiska institutionella kunder och UHNWI-kunder (Ultra High Net Worth Individual). Mandatum Asset Management har, liksom andra viktiga kapitalförvaltare, investerat stort i sin strategi i alternativa investeringsprodukter. Liksom andra stora kapitalförvaltare täcker företaget produkterbjudande alla viktiga tillgångsklasser.

Bolaget är en av de största bankoberoende kapitalförvaltarna i Finland och under år 2022 var bolagets provisionsintäkter cirka 80 miljoner euro, vilket är i samma storlek som Evli och eQ. Sampo och Mandatum Life är betydande kunder för Mandatum Asset Management och 2022 kom ungefär 75 % av provisionerna från koncernen.

Utveckling av försäkringsintäkterna (MEUR)



Vinst före skatt* (MEUR)



Källa: Sampo

*Justerat för koncernbidrag för 2020–2022 och engångsersättningen på 197 miljoner euro från Danske 2018

Mandaturn 2/4

Mandaturn blir eget b6rsbolag i oktober

V6aren 2023 meddelade Sampo att bolaget avser att b6rsnotera Mandatum genom en avknoppning. Avknoppningen har f6tt bemyndigande fr6n bolagsst6mman och ska genomf6ras 1.10.2023.

Genom avknoppningen erh6ller 6garna i Sampo aktier i Mandatum i f6rh6llande till sitt nuvarande 6gande. Vi anser att detta 6r det mest rimliga s6ttet att genomf6ra avknoppningen, eftersom varken Sampo eller Mandatum beh6ver nytt kapital. Dessutom 6r skatteeffekten av en avknoppning neutral i den finska beskattningen. Samtidigt konstaterar Sampo att bolaget n6r som helst kan avbryta avknoppningen. I praktiken inneb6r det att ifall ett tillr6ckligt bra erbjudande d6k upp skulle Sampo 6nnu kunna s6lja Mandatum. Vi anser dock att sannolikheten 6r mycket l6g.

Som en del av arrangemanget ber6ttade Sampo i samband med sitt Q1-resultat att bolaget skulle s6lja investeringarna i Saxo och Enento till Mandatum samt andra tillg6ngar som 6r klart mindre i storlek. Mandatum betalar 430 miljoner euro f6r dessa och finansierar det med en eng6ngsbetalning p6 150 miljoner euro och ett l6n p6 280 miljoner euro. Som en del av arrangemanget 6terbetalar Mandatum ocks6 ett hybridl6n p6 100 miljoner euro till Sampo och samtidigt allokerar Sampo 80–85 miljoner euro av koncernens skulder till Mandatum.

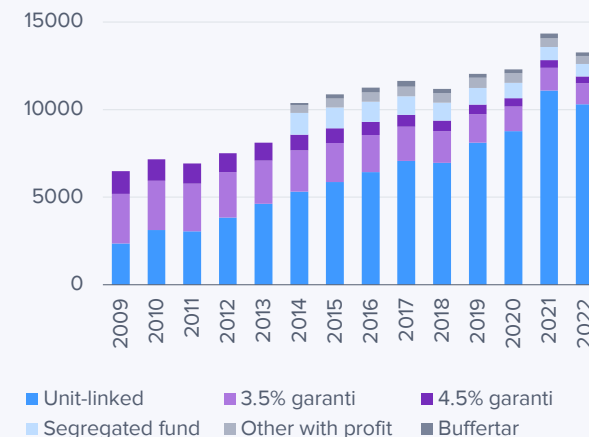
F6r Mandatum 6r f6rv6rvet av Saxo och Enento tv6faldigt. B6da 6r b6ttre l6mpade f6r Mandatum 6n f6r Sampo, f6r Mandatum har sm6skaligt samarbete med Saxo och Enenets styrelseordf6rande 6r 6ven den blivande styrelseordf6randen f6r Mandatum. 6 andra sidan 6r storleksklassen f6r investeringar, och i

synnerhet Saxo, betydande f6r Mandatum. Mandatum binder dessutom en betydande del av sitt 6verskottskapital 6tminstone tillf6lligt till dessa investeringar, n6r kapitalet kunde ha anv6nts f6r andra M&A-transaktioner p6 den finska kapitalf6rvaltningsmarknaden.

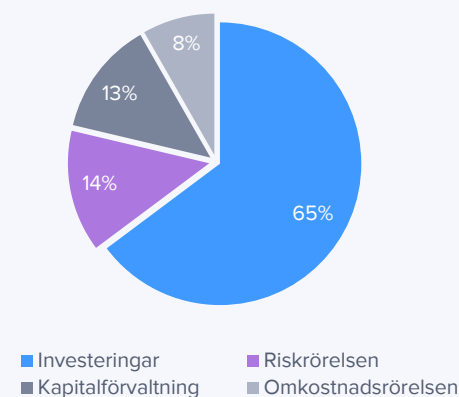
Ur Sampos synvinkel 6r avknoppningen av Mandatum ett nytt viktigt steg mot ett fullf6drat skadef6rs6kringsbolag. Avknoppningen minskar Sampos kapitalbehov samtidigt som resultatets volatilitet minskar med den allm6nna marknaden. D6rf6r kan Sampo, som fokuserar p6 skadef6rs6kring, sannolikt arbeta med n6got mindre kapital, vilket kan m6jligg6ra frig6rande av ytterligare kapital. I Sampos storleksklass 6r siffrorna dock inte m6rkbara enligt v6ra prelimin6ra ber6kningar. Investerares b6r vara medvetna om att enligt v6ra ber6kningar st6r Mandatum f6r cirka 10 % av v6rdet p6 Sampos delar och f6r under 15 % av resultatet med 2022 siffror (utan IFRS 17 justeringar). Naturligtvis kommer Sampos resultatprognoser att minska med detta belopp efter delningen.

Vi anser att beslutet 6r mycket bra 6ven f6r Mandatum. Mandatum har intressanta tillv6xtm6jigheter inom finsk kapitalf6rvaltning, men till exempel har st6rre oorganiska r6relser inte varit m6jliga under Sampos ledning eftersom koncernens strategi fokuserar p6 skadef6rs6kring. Som ett sj6lvst6ndigt bolag kan Mandatum s6ka snabbare tillv6xt b6de i Finland och utomlands.

Utveckling av f6rs6kringstekniska skulden (MEUR)



F6rdelning av resultatet (2022)



K6lla: Sampo

Mandaturn 3/4

Investeringsprofil efter noteringen

Vi anser att Mandatum har en god tillväxtpotential på finska investeringsstjänstmarknaden tack vare sin starka marknadsposition och branschens strukturella tillväxttrender. Vi tror att bolaget söker stark tillväxt inom båda segmenten, både organiskt och genom förvärv.

Dessutom vill Mandatum vara en bra utdelningsbetalare som är typiskt för bolagen i branschen, eftersom verksamheten genererar bra kassaflöde, solvensen är mycket stark och investeringsbehoven är begränsade (exklusive möjliga förvärv). Mandatum uppgav också i sitt noteringsprospekt att det har för avsikt att dela ut 500 miljoner euro som utdelning under 2024–2026. Detta ligger väl i linje med de nivåer som Mandatum har betalat till Sampo under de senaste åren. Tack vare kapitalet som frigörs som följd av den mycket starka balansräkningen och sänkningen av kalkylräntan har bolaget också utrymme för potentiella förvärv, där bolagets aktier även handlas, trots den generösa utdelningen.

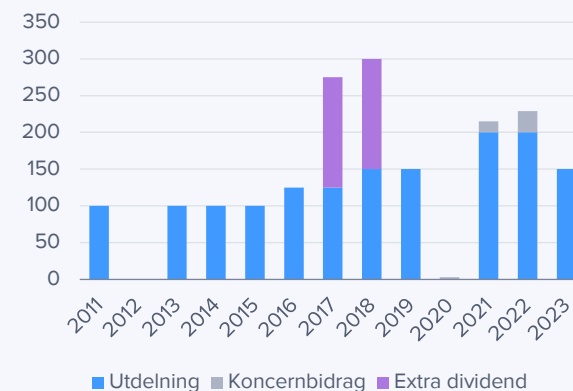
Mycket stark solvens

Mandaturns solvens är mycket stark och vid utgången av Q1'23 var bolagets solvens under Solvens 2 principen 284 %. Solvensen har stärkts avsevärt sedan början av 2022 på grund av den snabba räntehöjningen. Räntehöjningen har avsevärt minskat bolagets skuld och således har solvensen stigit från 192% i början av 2022 till 284% idag. Med tanke på planerade förvärvet av aktier i Saxo och Enento och de planerade lånearrangemangen skulle solvensen ha varit 224 %.

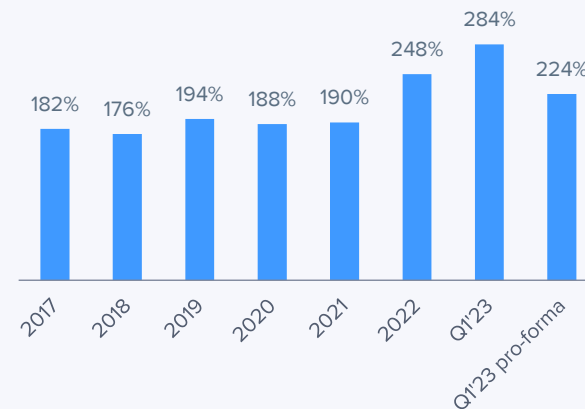
Enligt vår uppfattning är Mandaturns balansräkning överkapitaliserad och ger på sikt betydande utrymme, till exempel för M&A-transaktioner. Vi finner det relativt troligt att Mandatum vill vara en aktiv aktör på den konsoliderande finansmarknaden i Finland. Hittills har Mandatum enligt vår bedömning inte haft förutsättningar för större transaktioner, eftersom större transaktioner utanför skadeförsäkring inte varit en del av Sampos strategi. På kort sikt kan dock förvärvet av Saxos och Enentos aktier bromsa upp större transaktioner eftersom det tillfälligt utnyttjar största delen av spelrummet i balansräkningen. Saxos exit kan dock vara relativt snabb, eftersom Saxo planerade notering via SPAC redan 2022. I januari 2023 kommenterade företaget offentligt sina planer på att överväga notering eller andra ägararrangemang när SPAC-projektet gick om intet. Saxo har kommunicerat mycket tydligt att i samband med en börsnotering eller andra ägararrangemang erbjuds exitmöjlighet till Sampo och kinesiska Geely (äger cirka 50 %). Således är Mandatum innehav i bolaget knappast låst under en lång tid, och vi tror att en exit är sannolik under nästa 18 månader.

Mandatum har i sitt noteringsprospekt uppgett att dess mål på medellång och lång sikt är en solvensgrad på 170 %. Nivån återspeglar en situation där kalkylräntan har sjunkit betydligt från nuvarande nivå och företaget har avgått från sina investeringar i Enento och Saxo.

Mandaturns intäktflöden till Sampo
MEUR



Utveckling av totalkostnadsprocenten*



*Q1'23 pro-forma inkluderar förvärvet av Enento och Saxo, ett hybridlån på 100 miljoner euro som ska återbetalas till Sampo och en skuldallokering på 80–85 miljoner euro från Sampo
Källa: Sampo

Mandatums 4/4

Bakgrund till prognoserna

Mandatums resultat består av tre komponenter: Mandatum Lifes fondförsäkringsavtal, Mandatum Lifes övriga avtal (t.ex. försäkringar med vinstdelning) och Mandatum Asset Managements resultat.

För försäkringar med vinstdelning betalar Mandatum en fast årlig ränta på 3,5–4,5 %, där bolaget har investeringsrisken. Huvuddelen av skulden utgörs dock av Mandatum Lifes fondavtal (unit-linked), där risken för värdeförändringar ligger på kunden. Även om storleken på portföljen med vinstdelning är måttlig jämfört med företagets storleksklass (1,6 miljarder euro och ca 14 % av totala skulden), orsakar det viss volatilitet i Mandatums resultat som korrelerar med investeringsmarknaden. Mandatums resultat påverkas även starkt av förändringar i diskonteringen av skulden eftersom diskonteringen av skulden sker direkt i enlighet med marknadsräntan efter att IFRS 17 standarden trädde i kraft.

Löpande avkastning på Mandatums räntebärande investeringar till marknadsvärde (mark-to-market yield) var 5,7 % vid utgången av Q1'23. Vi anser att nivån är mycket bra och långt över kraven för avkastning på kalkylräntorna. Den starka avkastningen på ränteportföljen stöder Mandatums resultatutveckling under de kommande åren.

Prognoser

Mandatum uppvisade en bra start på året. Nettoteckning på fondförsäkringar och övrigt externt kundkapital var på en stark nivå på nästan 300 miljoner euro. Bolagets vinst före skatt uppgick till 32 miljoner euro och påverkades negativt av förändringar i diskonteringsräntor. Utan förändringar i diskonteringsräntorna skulle resultatet enligt våra

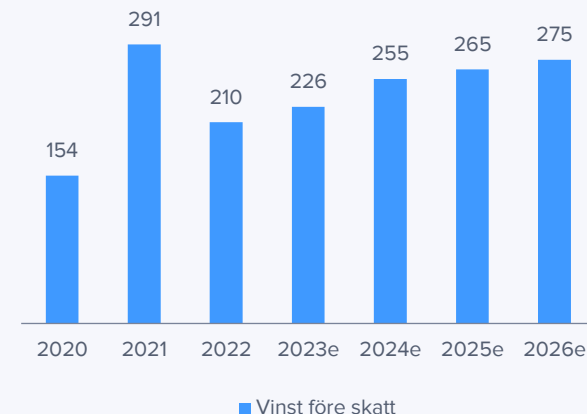
beräkningar ha varit nästan 80 miljoner euro. För helåret förväntar vi oss att Mandatums resultat uppgår till cirka 226 miljoner euro. Resultatet stöds av starka finansiella intäkter och god nyförsäljning.

Under de närmaste åren anser vi att Mandatum har goda förutsättningar att förbättra sitt resultat tack vare en stark nyförsäljning, trots den gradvisa nedgången i portföljen med vinstdelning. Resultatets fokus kommer dock gradvis att övergå från försäkringar med vinstdelning till en mer förutsägbar och kapital lättare verksamhet (Mandatum Lifes övriga avtal och Mandatum Asset Management). Förändringen i resultatets fokus stöder Mandatums värderingsnivå, då resultatet blir mera förutsägbart och mindre kapitalintensivt.

Som helhet förväntar vi att vinsten före skatt för 2024–2026 kommer att vara 250–280 miljoner euro. Nivån ligger väl i linje med Varas konsensusprognos som uppdaterades i februari. Konsensusprognosen för Mandatums 2024 vinst före skatt är 268 miljoner euro (Mandatum togs bort från Sampos konsensus efter februari).

Baserat på våra resultatprognoser har Mandatum bra förutsättningar att betala den utlovade kumulativa utdelningen på 500 miljoner euro för 2024–2026 medan solvens skulle förbli mycket stark.

Mandatums resultatprognoser (MEUR)



■ Vinst före skatt



Kumulativt utdelningsmål för
2024–2026

Källa: Inderes / Mandatum

Holding

Samos Holding-segment omfattar koncernens administration och icke-strategiska investeringar. Koncernens uppgifter omfattar bland annat koncernens strategi, kapitalallokering, riskhantering, koncernredovisning, investerarrationer, ansvarighet, samt rättsliga- och skattefrågor. Vad det gäller segmentets historiska siffror har vi också kombinerat inkomsterna från innehavet i Nordea (inkomstandel, utdelningar och försäljningsvinster/förluster) hit. Segmentet sysselsätter cirka 50 personer.

Kostnadsanalys

Kostnaderna för Sampos moderbolag kan delas in i två delar: rörelsekostnader och finansiella kostnader. Enligt våra beräkningar uppgår rörelsekostnaderna till cirka 45 miljoner euro per år, medan de netto finansiella kostnaderna är cirka 30 miljoner euro med den nuvarande skuldstrukturen. Nivån på de finansiella kostnaderna är låg på grund av den mycket låga genomsnittliga räntan på bolagets skulder och likaså de klart förbättrade lönsamhetsutsikterna för likviditetsportföljen. Eftersom balansräkningen fortfarande är mycket stark och överkapitaliserad kommer Sampo att fortsätta återbetala skulder och minska nettoskulden då skulderna gradvis förfaller.

Investeringarna kommer att säljas

Holdings investeringar består av koncernens fyra PE-investeringar inom ramen av tidigare strategin. Sampo investerade cirka 1 miljard euro i fyra nordiska finansbolag under 2017–2018. Vi beräknar att investeringarnas nuvärde är cirka 1,0 miljard euro (grafik till höger).

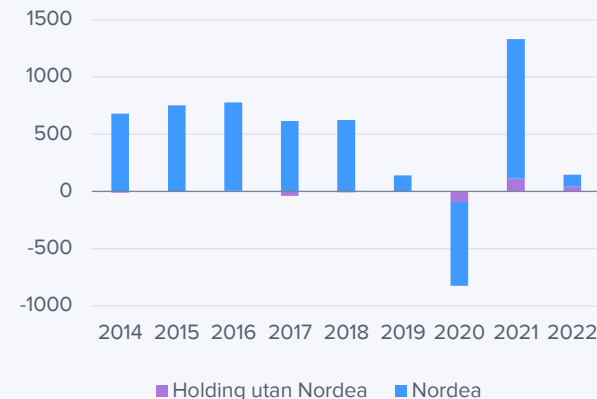
Bolaget har i sin strategi fastställt att det kommer att göra sig av med de icke-strategiska investeringarna under de närmaste åren. Första steget i denna riktning togs i början av året när Sampo kommunicerade att bolaget säljer sina aktier i Saxo och Enento till Mandatum. Mandatum betalar 430 miljoner euro för dessa och finansierar det med en engångsbetalning på 150 miljoner euro och ett lån på 280 miljoner euro från Sampo. Vi ser transaktionen som bra för Sampo, eftersom bolaget avyttrar några PE-investeringar. Därtill upprätthåller Sampos ägare värdestegringspotentialen i sina investeringar.

Vi påpekar för investerare att avyttringen inte i första hand ligger i Sampos egna händer, eftersom det är en minoritetsägare i flesta av projekten. Dessutom har Sampo inte bråttom med avyttringen så det har tid att vänta på den optimala utgångstiden. För Nexi anser vi att det en exit är möjlig under 2024, medan 2025 är förmodligen den tidigaste realistiska utgångstiden för Nordax. Vi anmärker dessutom att även om investeringarnas avkastning vore klart högre än våra förväntningar skulle omfattningen och betydelsen vara relativt liten för Sampo.

Framtidsprognoser

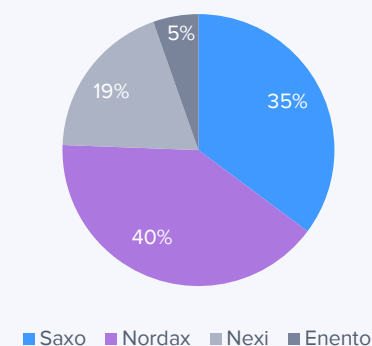
Under de närmaste åren kommer segmentets rörelseresultat att vara -75 miljoner euro per år, enligt våra beräkningar. Beloppet är relativt litet i förhållande till koncernens storlek (ungefär 5 % av vinsten före skatt).

Holdings vinst före skatt (MEUR)



Före 2020 redovisade Sampo Nordeas andel av intäkterna som ett skilt segment. Utöver Nordeas inkomstandelar innehåller bilden försäljningsvinster/förluster och Nordeas utdelningar 2020–2022

Fördelning av värdet på PE-portföljen (Inderes beräkning)



Finansiell ställning 1/3

Verksamheten binder mycket kapital

Sampos balansräkning är stor, vilket är typiskt för försäkringsbolag. Balansräkningen genomgick en omfattande transformation i början av 2023 då bolaget meddelade om Mandatums avknoppning. Från och med Q1'23 har Sampo rapporterat Mandatum på en rad i sin balansräkning (långfristiga tillgångar avsedda för utdelning till ägare och skulder relaterade till långfristiga tillgångar avsedda för utdelning till ägare). Vi påpekar att vi har korrigerat siffrorna för 2022 för att motsvara dagens situation där Mandatum endast presenteras på en rad. Detta ger investerarna en mycket bättre bild av koncernens balansräkningsstruktur när Mandatum lämnar koncernen.

Största enskilda balansposterna avseende tillgångar är relaterad till Sampos investeringar som är motpart till försäkringstekniska skulder. Vid utgången av Q1'23 hade Sampo investeringar på drygt 16 miljarder euro i sin balansräkning. Bolaget hade 1,8 miljarder euro tillgångar förknippade med återförsäkringsavtal.

Andra poster av betydande storlek är immateriella tillgångar (främst goodwill från förvärv av If, Hastings och Topdanmark), som vid slutet av Q1'23 uppgick till 3,3 miljarder euro. Likvida medel i bolagets balansräkning vid utgången av Q1'23 uppgick till 2,3 miljarder euro.

Mandatums balansposter har redovisats som tillgångar för utdelning till ägare och deras värde uppgick vid utgången av Q1'23 till 15,3 miljarder euro. Denna post kommer naturligtvis att falla bort från bolagets balansräkning Q4'23 efter avknoppningen.

På skuldsidan är den största posten bolagets

försäkringsskuld, som vid utgången av Q1'23 var 11,4 miljarder euro.

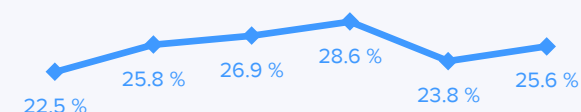
Bolaget hade 3,2 miljarder euro i finansiell skuld vid utgången av Q1'23. Bolagets skuld har i huvudsak anskaffats vid en mycket gynnsam tidpunkt och genomsnittsräntan på portföljen är mycket låg, cirka 2,4%. Skuldens genomsnittliga löptid är också mycket lång (se tabellen över skuldlöptider på nästa sida). Vi anser att en lång löptid i princip är bra och att en eventuell tidigare inlösning av skulder med nuvarande ränta knappast skulle visa sig vara ett stort problem.

Mandatums skulder redovisas på en rad i balansräkningen (skulder relaterade till långfristiga tillgångar avsedda för utdelning till ägare) och de uppgick vid utgången av Q1'23 till cirka 13,5 miljarder euro.

Solvens

Styrkan av försäkringsbolagets balansräkning mäts genom solvensgraden, vilken beskriver förhållandet mellan försäkringsbolagets eget kapital och det minimikapitalkrav som fastställts av tillsynsmyndigheten. Sampos Solvens 2 grad vid slutet av Q1'23 var 208 %. Siffran tar hänsyn till den utdelning som betalades ut i maj, utdelning som ackumulerats under Q1'23 och det pågående inköpsprogrammet på 400 miljoner euro. Om vi beaktar Mandatum-utdelningen och överlåtelserna av aktierna i Saxo och Enento var Sampos solvens 196 % under Q1 (utan utdelning som ackumulerats under början av året). Solvensen minskar på grund av Mandatums mycket starka kapitalisering och minskningen av diversifieringsförmånerna i solvensberäkningen. Solvensen ligger på en stark nivå, men relativt nära bolagets nuvarande målnivå (170–190 %).

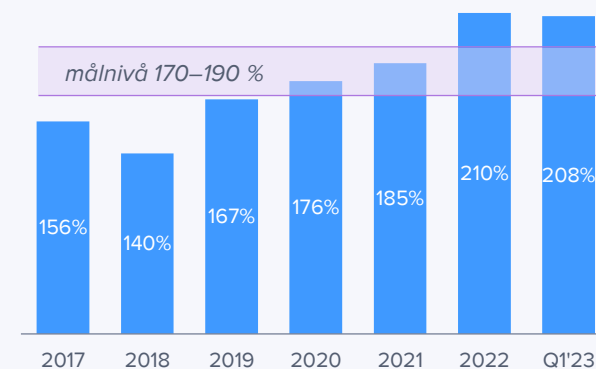
Utveckling av koncernens skuldförhållande



2017	2018	2019	2020	2021	2022
------	------	------	------	------	------

Skuldförhållande = finansiella skulder / finansiella skulder / + eget kapital (exklusive likvida medel)

Utveckling av solvensgraden



Källa: Sampo

Finansiell ställning 2/3

Vi noterar att de återstående PE-investeringarna (Nordax och Nexi) fortsätter att binda kapital, och om de såldes till balansvärdet skulle bolagets solvensgrad förbättras med cirka 15 procentenheter enligt våra beräkningar.

Efter separeringen av Mandatum minskar bolagets känslighet för kapitalmarknadens rörelser tydligt och ledning angav i Q1-konferenssamtalet att det skulle vara möjligt att sänka nuvarande solvensgränserna i nästa strategiska uppdatering för att förbättra koncernens kapitaleffektivitet. Om Sampo sänkte bolagets solvensmål till exempel till 160–180 % (nu 170–190 %) och sålde återstående PE-investeringarna till sina balansvärden, skulle Sampos solvens vara cirka 220 % enligt våra beräkningar. I förhållande till det nuvarande solvensmålet skulle överskottskapitalet vara 800–1300 miljoner euro och för målet på 160–180 % skulle överskottskapitalet vara 1 000–1 600 miljoner euro. I praktiken innebär detta att bolaget har cirka 2–3 euro per aktie i överskottskapital i sin balansräkning och detta är till stor del kopplat till PE-investeringarna.

Skuldsättning

Sampos skuldsättning (finansiella skulder/finansiella skulder + eget kapital) var 27,2% vid utgången av Q1'23, om vi beaktar återköp av egna aktier och utdelningen under våren, och därmed i linje med bolagets målnivå på under 30 %. Investerare bör iakta att Sampos skuldsättningsberäkning inte tar hänsyn till koncernens likvida medel så siffran ger tidvis en onödigt negativ bild av Sampos skuldsättning.

Vid utgången av Q1'23 hade bolaget skulder på cirka 3,2 miljarder euro, som delades upp i moderbolagets

skulder på 2,8 miljarder euro och dotterbolagens skulder på 500 miljoner euro. Sampo hade ett speciellt problem under 2021–2022, när bolaget hade för mycket likvida medel hänförligt till försäljningar i Nordea och samtidigt var beloppet av räntebärande värdepapper som handlas på marknaden lägre än vad bolaget ville lösa ut. Problemet var att under nollräntesatser var högklassiga räntepapper en bristvara och det fanns inte tillräckligt med villiga säljare. Situationen har dock nu balanserats tack vare inlösning, förfallna skulder och kapitalåterbärningar, och enligt vår mening borde bolaget inte längre ha större behov av att lösa in sina skulder från marknaden innan de förfaller. Vi förväntar oss att företagets bruttoskuld minskar under de närmaste åren när lånen förfaller. Med hänsyn till bolagets mycket starka kreditvärdighet och förutsägbar verksamhet är det dock lämpligt att utnyttja en viss skuldhävstång i verksamheten för att optimera kapitalstrukturen.

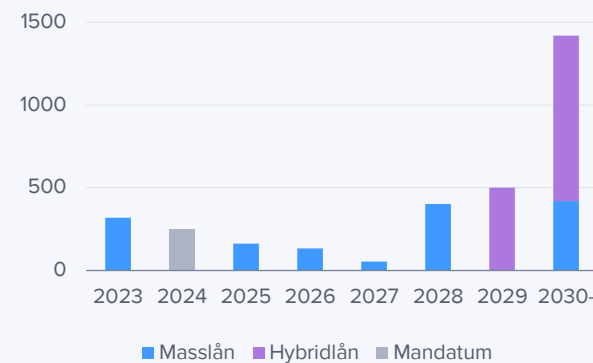
Sampo har olika kreditvärdighet på grund av sin verksamhet, både för försäkringsverksamheterna och för koncernens finansiella risk. Kreditvärdigheterna är mycket viktiga för bolaget eftersom de möjliggör kostnadseffektiv återförsäkring och tillgång till skuldfinansiering på gynnsamma villkor. Vi anser inte att bolaget kan minska sina solvens- eller skuldsättningsmål väsentligt för att upprätthålla starka kreditvärdigheter som bolaget vill behålla på nuvarande nivåer (kreditvärdigheterna visas i tabellen bredvid). Således lägger bibehållandet av kreditvärdigheterna också en ram för företagets kapitalstruktur.

Kreditvärdigheter

Bolag/segment	Moody's	S&P	Fitch
Sampo Abp	A3	A	-
If Skadeförsäkring*	A1	AA-	-
If	-	A	-
Mandatum	-	A	-
Hastings	-	-	A

* Separat skadeförsäkrings Financial Strength Rating. För andra återspeglar motpartsrisken i lånefinansiering.

Löptidsfördelning av skulder (MEUR)



Obs! Hybridlån hade inget förfalldatum, men kan lösas in under 2029 och 2030.

Källa: Sampo

Finansiell ställning 3/3

Utdelningarna är fortsatt generösa

Sampo har under den pågående strategiperioden aktivt minskat på sin balansräkning med extra utdelningar och återköp av egna aktier. Under strategiperioden har bolaget återfört överskottskapital till sina ägare för nästan 4 miljarder euro. Drygt hälften har använts till återköp av egna aktier och bolaget har delat ut totalt 1,7 miljarder euro i extra utdelningar.

Bolaget har sagt att det har cirka 2 euro per aktie av överskottskapital i sin balansräkning, och detta kapital är främst knutet till PE-investeringar. Som vår bedömning av företagets solvens visade är uppskattningen på 2 euro (cirka 1 miljarder euro) relativt försiktig och vår uppskattning är närmare 3 euro än 2 euro per aktie.

Samos vinstdelningspolicy är att öka ordinarie utdelningen jämnt och dela ut minst 70 % av vinsten som utdelning. Bolaget kan därtill dela ut eventuellt överskottskapital som extra utdelning eller via återköp av egna aktier.

Bolaget har i sin kommunikation betonat vikten av en stadig tillväxt i utdelning och vår bedömning är att utdelningsgraden kommer att ligga nära 70–80 % och utdelningstillväxten kommer att vara i linje med vinststillväxten. Investerares bör notera att Sampos ordinarie utdelning om 1,80 euro per aktie under år 2022 var cirka 0,30 euro från Mandatum och således, efter delningen, kommer Sampos utdelning att växa från 1,5 euro.

Eftersom utdelningsgraden genomgående ligger klart under 100 % och bolagets balansräkning redan är mycket stark, kommer det att vara möjligt att dela

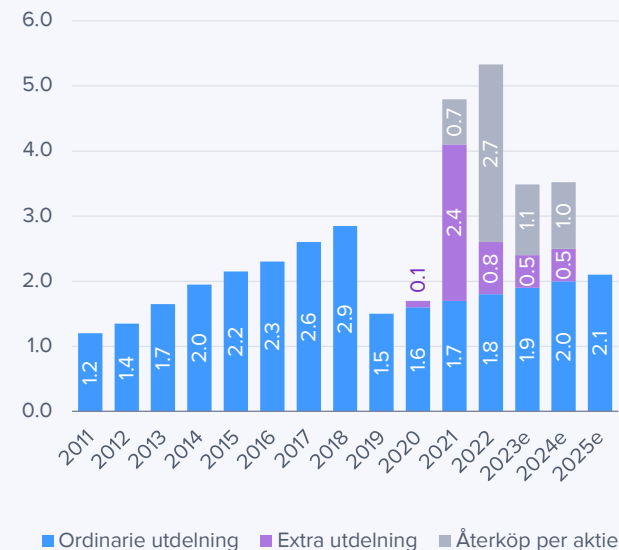
ut ordinarie överskottskapital även i framtiden. Vi tror därför att det är mycket sannolikt att ytterligare överskottskapitalåterbetalningar kommer förverkligas på längre sikt.

Potentiella förvärvet av Topdanmark gör balansräkningen snäv

Naturligtvis är Topdanmark en nyckelfråga i bolagets framtida kapitalanvändning. Enligt våra beräkningar skulle förvärvet av Topdanmark vara möjligt med bolagets nuvarande balansräkningsstruktur, men skulle kräva betydande hybridlånsemissioner. Tack vare hybriderna är solvens inte ett problem för bolaget, men skuldsättningsgraden skulle sannolikt vara över bolagets målnivå. Vi tror dock inte att detta automatiskt skulle vara ett stort problem, förutsatt att bolaget har en tydlig väg till att sänka skuldsättningen under de kommande åren. Vi påpekar också att förvärvet i praktiken skulle kräva all tillgänglig överskottskapital. Om bolaget bestämmer sig att dela ut allt sitt nuvarande överskottskapital skulle finansieringen av förvärvet av Topdanmark vara utmanande utan att bolaget använder egna aktier som betalningsmedel.

Ifall bolaget inte ökar sin ägarandel i Topdanmark förväntar vi oss att det gradvis minska på sin överkapitaliserade balansräkning när kapital lösgörs från PE-investeringarna. Ifall bolaget delar ut allt överskottskapital under kommande åren, kommer det oundvikligen att sänka sannolikheten av förvärvet av Topdanmark eftersom finansieringen av transaktionen tydligt blir svårare.

Sampos utdelning och återköp av aktier per aktie (EUR)



Källa: Sampo / Inderes

Prognoser 1/4

Utgångspunkten för våra prognoser

Vi har behandlat segmentspecifika prognoser i separata stycken, och i detta avsnitt fokuserar vi på en sammanfattning av prognoserna ur koncernens synvinkel. Vi påpekar till investerare att Mandatum fortfarande är med i våra prognoser, men är bara synlig på en rad ovanför nettoresultatet. Om avknoppningen genomförs skulle Sampos resultat naturligtvis minska med Mandatums andel.

Enligt våra uppskattningar kommer marknadssituationen att vara rimlig för Sampo under de närmaste åren. Även om de finansiella intäkterna som blomstrat upp med räntehöjningen kan sätta press på resultatet från försäkringstjänster inom branschen, kommer effekten att förbli måttlig på grund av en sund grund i branschen (konsoliderad marknad, höga inträdesbarriärer, god prisdisciplin bland operatörer, osv.). Vi anser dock att det är uppenbart att det i den nuvarande räntemiljön är svårt att förbättra totalkostnadsprocenten från dagens nivåer, vilket innebär att vinsttillväxten för If och Topdanmark lutar mer på tillväxt i försäkringsintäkterna och förbättring av de finansiella intäkterna. Detta är också i linje med marknadens förväntningar, eftersom konsensus förväntar sig att totalkostnadsprocenten för de viktigaste jämförelsebolagen är stabila under de närmaste åren.

Det verkar tydligt att Sampos vinsttillväxt kommer att vara måttlig under de kommande åren, vilket bolaget själva också har fastställt under kapitalmarknadsdagen 2021. Förutom Hastings är bolagets operativa delar i en kraftfull prestation och det är svårt för oss att se att If eller Topdanmark kan nå betydande resultatförbättringar från nuvarande

nivåer. Hastings resultat kan växa klart snabbare än våra prognoser, men i Sampos skala skulle effekten förbli måttlig, med hänsyn till Hastings lilla storleksklass.

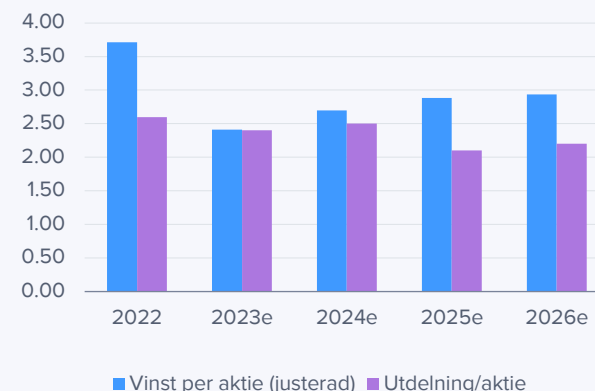
Sampos rapportering genomgick en betydande förändring i början av 2023 när bolaget övergick till IFRS 9 och IFRS 17 -redovisningsstandarder. Förändringarna har naturligtvis ingen operativ påverkan på Sampos verksamhet, men de har medfört betydande förändringar i bolagets rapportering. I framtiden redovisar bolaget effekterna av förändringar i diskonteringsräntan i nettoresultatet och nya resultatet från försäkringstjänsterna visar den rena försäkringsintäkten (mycket nära det tidigare försäkringstekniska resultatet). I framtiden redovisar bolaget också förändringar i de finansiella intäkternas inneboende värden direkt i sitt resultat och därmed ökar på kort sikt volatiliteten i resultatet. På längre sikt har detta dock inte en stor inverkan på siffrorna.

Investerare bör också notera att siffrorna för 2022 inte är helt jämförbara, eftersom de inkluderar ändringar av IFRS 17 men inte ändringar av IFRS 9. Resultatet för 2022 ser således för bra ut när det gäller finansiella intäkter.

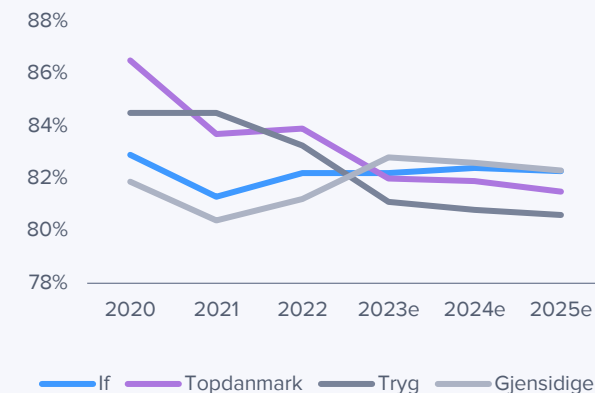
Prognosändringar

Vi har gjort en del mindre förändringar i våra prognoser, men förändringarna på koncernnivå är mycket små. Vår resultatprognos för If har stigit något på grund av högre prognoser på finansiella intäkter. När det gäller utdelning har vi reviderat den extra utdelningen för 2023 till 0,50 euro (tidigare 1,0 euro) och samtidigt satt in en motsvarande extra utdelning av 0,50 euro för 2024.

Justerad vinst per aktie och dividend



Totalkostnadsprocent-%



Källa: Vara Research / Gjensidige, Tryg ja Topdanmark

Prognoser 2/4

2023: fortsatt stark utveckling

Sampo hade en stark början på året och Q1-resultatet var bättre än marknadens förväntningar (359 MEUR vs. 342 MEUR). IFS premieinkomst ökade med över 6 % valutaneutralt, drivet av prisökningar.

Totalkostnadsprocenten var 82,4 %, vilket kan anses vara starkt under det säsongsmissigt svåraste kvartalet. Den låga totalkostnadsprocenten förklaras delvis av ett lägre antal större skadeärenden än förväntat. De finansiella intäkterna var också på en bra nivå, och IFS verkliga marknadsvärde på portföljens ränteavkastning var cirka 5 % vid utgången av Q1. Till följd av den starka Q1-rapporten reviderade IFS sina förväntningar och uppskattar nu att totalkostnadsprocenten är 82–84 % (tidigare under 85 %).

Hastings utveckling var tvådelad. Bolaget har inte kunnat fullt överföra antalet skadeanmälningar till sina produktpriser och det ledde till att Hastings skadeprocent ökade till 66,1% (Q1'22: 55 %), som enligt vår uppfattning pekar på den avgörande skillnaden i konkurrensen mellan Storbritannien och Norden. Den mycket starka utvecklingen av försäkringsintäkterna (+39%) bidrog dock till kostnadsökningen och resultatet från försäkringstjänsterna låg på jämförelseperiodens nivå. Topdanmarks resultat var redan känt. Mandatum däremot redovisas för närvarande som avvecklad verksamhet. I koncernfunktionerna gjorde bolaget små nedskrivningar i Enento och Nexi (-40 miljoner euro), och justerat för dessa skulle resultatöverskottet ha varit ännu starkare.

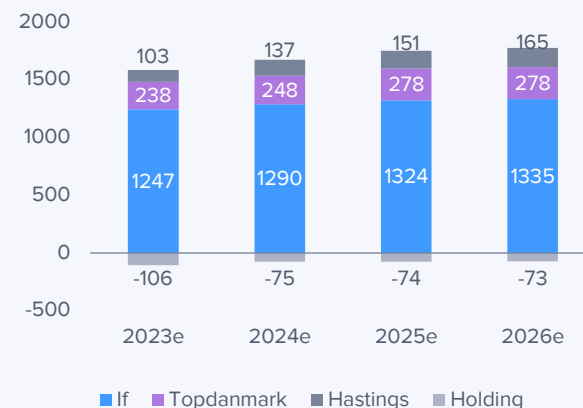
Under 2023 förväntar vi oss ett mycket starkt resultat från Sampo. IFS försäkringsintäkter fortsätter att växa sunt valutaneutralt, drivet av antalet skadeanmälningar. Totalkostnadsprocenten fortsätter som mycket stark och vi estimerar att den kommer att

uppgå till 82,8 %, något under mittpunkten av Sampos förväntningar. Största osäkerheten i prognoserna är naturligtvis kopplad till det finansiella nettoresultatet, där volatiliteten ökar väsentligt när IFRS 17- och IFRS 9-standarderna trätt i kraft. Om räntorna hålls kvar på nuvarande nivå bör nettoresultat av de finansiella transaktionerna ligga på en god nivå i takt med en ökning av de finansiella intäkterna. Sammantaget prognostiserar vi att IFS resultat kommer att vara 1 247 miljoner euro. Topdanmark gör ett bra resultat och får också stöd av de finansiella intäkternas återhämtande.

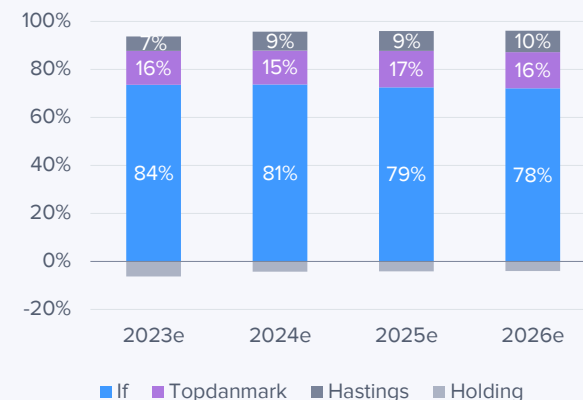
Största osäkerheten förknippas med Hastings prognoser eftersom bolaget är klart mest sårbart för förändringar i konkurrenssituationen. Enligt våra beräkningar kommer den brittiska marknaden att vara utmanande under hela 2023. Vi förväntar oss att Hastings försäkringsintäkter växer snabbt (+20 %) på grund av det snabbt stigande antalet skadeanmälningar och relaterade prisökningar. Hastings resultat från försäkringstjänster borde börja återhämta sig när året fortskrider, men vi förväntar oss att det förblir på ungefär samma nivå som under jämförelseperioden för helåret. Moderbolagets (Holding) förlust är något över 100 miljoner euro och klart över den normala nivån på grund av nedskrivningarna under första kvartalet.

Som helhet förväntar vi oss att Sampos vinst per aktie Uppgår till 2,41 euro. Vi påpekar att Mandatum numera endast syns i vinst per aktie och står för cirka 0,35 euro av EPS. När det gäller utdelning förväntar vi oss att Sampo höjer sin ordinarie utdelning med 0,10 euro till 1,90 euro och att bolaget delar ut en extra utdelning på 0,50 euro. Därtill förväntar vi oss att bolaget offentliggör ett nytt återköpsprogram för egna aktier för 500 miljoner euro under H2'23.

Koncernens vinst före skatt (MEUR)



Utveckling av koncernvinstens fördelning



Källa: Inderes

Prognoser 3/4

2024–2026: inget nytt under solen

Sampos resultatutveckling under de närmaste åren följer liknande steg som 2023. If fortsätter sin utmärkta operativa prestation och resultatet fortsätter växa måttligt. Måttlig vinsttillväxt förklaras helt av ökningen i försäkringsintäkter, eftersom vi förväntar oss att totalkostnadsprocenten försvagas något med ökat konkurrenstryck. De finansiella intäkterna ligger kvar på en god nivå om den nuvarande räntenivån håller.

Topdanmark fortsätter att växa stadigt, men som för If är det svårt att göra större förbättringar i lönsamheten då resultatet från försäkringstjänsterna är redan på en hög nivå.

Hastings producerar sund vinsttillväxt, men som helhet är vi mycket försiktiga i våra prognoser på grund av hur svårt det är att göra marknadsprognoser avseende Storbritannien. Vi anser att Hastings kunde ha potential för väsentligt högre vinsttillväxt än våra prognoser i ett optimistiskt scenario, speciellt via tillväxt i försäkringsintäkter. Däremot tycker vi att en försiktigare inställning är motiverat för tillfället. Vi förväntar oss att koncernsiffrorna förblir stabila.

Vinst per aktie får lite stöd i våra prognoser från återköp av egna aktier som fortsätter till slutet av 2024. I sin helhet förväntar vi oss att vinsten per aktie ökar i genomsnitt med 7 % mellan 2024 och 2026. Ordinarie utdelningen fortsätter att växa stabilt och vi förväntar oss att den stiger med 0,10 euro per år.

Överskottskapital kommer att återbetalas även i framtiden

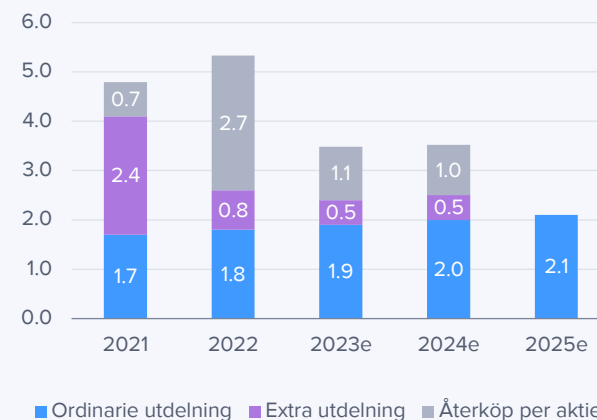
När det gäller återbetalning av överskottskapital förväntar vi oss ännu en extra utdelning på 0,5 euro per aktie under 2024. Därefter innehåller våra prognoser inte längre extra utdelningar, eftersom företags överskottskapital har rensats från balansräkningen med vår vinstfördelningsprognos. Överskottskapital kommer dock att fortsätta ackumuleras i balansräkningen, eftersom utdelningsgraden ligger runt 70–80 % i våra prognoser under de närmaste åren. Vi tror att bolaget vill med alla medel skydda och säkra en stadig ökning av utdelningen på lång sikt, och således kommer utdelningsgraden att förbli måttlig. Detta leder till överskottskapital, som bolaget sannolikt kommer att upplösa med oregelbundna intervaller, antingen genom återköp av egna aktier eller extra utdelningar.

Våra prognoser är i linje med konsensus

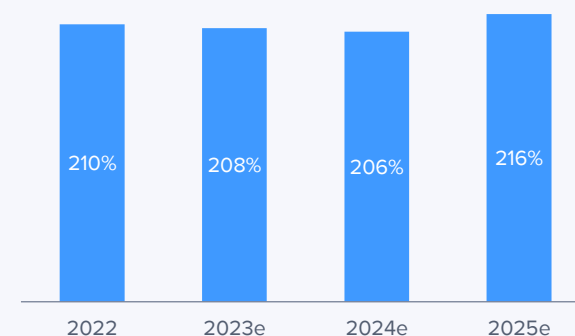
Våra prognoser är i linje med resultatkonsensus. Vår totalkostnadsprocentprognos för If är lite mer försiktig än konsensus medan vår investeringsintäktsprognos är något positivare. Skillnaderna på koncernnivå är dock mycket små.

Största skillnaden i förhållande till konsensus kommer från vinstfördelning. I konsensus är det få som förväntar sig att bolaget delar ut extra utdelning för 2023 och bara några analytiker förväntar extra utdelning 2024. I konsensus förväntas återköp av egna aktier däremot fortsätta fram till 2025 i ungefär samma omfattning som vi förväntar.

Dividend och återköp per aktie (EUR)



Utveckling av solvensgraden



Källa: Inderes

Prognoser 4/4

Vi anser fortfarande att det är motiverat att förvänta sig att bolaget fortsätter lätta på sin balansräkning under nästa strategiperiod, för om de inte allokerar kapital i Topdanmark har de inte någon annan användning för sitt kapital. Som vi tidigare påpekat har bolaget överskottskapital i sin balansräkning för cirka 2–3 euro per aktie. Kapitalet ökar gradvis, eftersom utdelningsgraden systematiskt är under 100% när bolaget strävar efter att upprätthålla en stadigt växande ordinarie utdelning. Vi anser därför att det är klart att bolaget fortsätter avveckla överskottskapitalet genom extra vinstfördelning. Det är tydligt att slutliga utdelningsformen kan variera mellan utdelningar och återköp, men den stora bilden ändras inte.

2023e	Inderes	Konsensus	Skillnad-%
<i>Sampo PTP</i>	1 476	1 515	-3 %
<i>If PTP</i>	1 247	1 270	-2 %
<i>Topdanmark PTP</i>	238	238	0 %
<i>Hastings PTP</i>	103	99	4 %
<i>Holding PTP</i>	-106	-91	17 %
Vinst per aktie	2,41	2,39	1 %
Utdelning per aktie	2,40	2,13	13 %
2024e	Inderes	Konsensus	Skillnad-%
<i>Sampo PTP</i>	1 600	1 621	-1 %
<i>If PTP</i>	1 290	1 300	-1 %
<i>Topdanmark PTP</i>	248	251	-1 %
<i>Hastings PTP</i>	137	130	5 %
<i>Holding PTP</i>	-75	-60	25 %
Vinst per aktie	2,50	1,97	27 %
Utdelning per aktie	2,70	2,57	5 %
2025e	Inderes	Konsensus	Skillnad-%
<i>Sampo PTP</i>	1 679	1 710	-2 %
<i>If PTP</i>	1 324	1 352	-2 %
<i>Topdanmark PTP</i>	278	275	1 %
<i>Hastings PTP</i>	151	145	4 %
<i>Holding PTP</i>	-74	-62	19 %
Vinst per aktie	2,89	2,75	5 %
Utdelning per aktie	2,10	2,07	1 %

Källa: Inderes / Vara Research

Prognossammanfattning

	Q1'22	Q2'22	Q3'22	Q4'22	2022	Q1'23	Q2'23e	Q3'23e	Q4'23e	2023e	2024e	2025e	2026e
Bruttoförsäkringsintäkter	2849	1972	1759	1687	8279	2986	2163	1919	1854	8598	8972	9227	9550
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
Resultat från försäkringstjänster	242	369	312	109	1031	298	324	331	324	1272	1362	1413	1447
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
Vinst före skatt	692	824	342	67	1835	359	376	391	370	1507	1628	1707	1733
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
Totalkostnadsprocent	86,2 %	79,7 %	83,2 %	94,1 %	85,8 %	84,0 %	81,9 %	82,5 %	85,8 %	83,6 %	83,4 %	83,3 %	83,5 %
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 %

Prognosändringar	2023e	2023e	Ändring	2024e	2024e	Ändring	2025e	2025e	Ändring
MEUR / EUR	Gammal	Ny	%	Gammal	Ny	%	Gammal	Ny	%
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 %
Holding	-103	-106	3 %	-72	-75	4 %	-69	-74	7 %
Vinst före skatt	1476	1476	0 %	1585	1600	1 %	1659	1679	1 %
Vinst per aktie (justerat)	2,44	2,41	-1 %	2,73	2,70	-1 %	2,89	2,89	0 %
Utdelning / aktie	2,90	2,40	-17 %	2,00	2,50	25 %	2,10	2,10	0 %

Källa: Inderes

Värdering 1/5

Sammanfattning av värderingen

Vi har beräknat Sampos inneboende värde genom en SOTP-värdering, relativ och absolut värdering samt genom utdelningsmodellen. I vår analys fokuserar vi på SOTP-värderingen, eftersom det bäst speglar värdet i Sampos olika delar och verksamheternas olika profiler. Dessutom kommer värdet att upplösas under de närmaste åren då PE-investeringarna säljs och Mandatum avknoppas.

Vårt värde, baserat på SOTP-värderingen, är cirka 44 euro per aktie och ligger i linje med vår riktkurs. Relativvärderingen, absolutvärderingen och vår utdelningsmodell stödjer vår riktkurs och vi tror att Sampos aktie är relativt rätt prissatt på rådande nivå.

If driver utvecklingen av koncernens värde

Skadeförsäkringsbolaget If är fortfarande dominerande i Sampos värde eftersom det står för cirka 75 % av koncernens värde i våra kalkyler. Således avgör bolagets utveckling till stor del koncernens värdering. Ifs värderingsnivå och resultatprognoser är relativt höga för tillfället så ett väsentligt högre aktievärde skulle framför allt kräva en ökning av marknadsförväntningarna för Ifs totalkostnadsprocent, eftersom lönsamhetsnivån är den enskilt viktigaste komponenten i företagets värdeutveckling. Vi tror inte att övriga drivare för aktieägarvärdet (ökning av premieinkomst och investeringar) innebär samma grad av osäkerhet, och vi anser till exempel att stora överraskningar i premieinkomstens långsiktiga tillväxtutsikter är relativt osannolika eftersom utvecklingen länge har följt utvecklingen av målmarknadernas BNP. På grund av

låga och förutsägbara investeringsbehov (i praktiken enbart kapital som krävs för att växa i storlek) anser vi att utvecklingen av Ifs balansräkning inte innebär möjligheter till överraskningar som vore väsentliga för koncernens värde. Vi förväntar oss därför att bolaget delar ut merparten av sin vinst till moderbolaget som utdelning i brist på attraktiva investeringsmöjligheter.

Investeraren bör således fokusera på utvecklingen av konkurrenssituationen i synnerhet på den nordiska skadeförsäkringsmarknaden, som enligt vår uppskattning har en betydande inverkan på både Ifs och Topdanmarks resultatutsikter. Utvecklingen av konkurrenssituationen påverkas enligt vår uppfattning mest av: 1) tillväxtutsikterna på försäkringsmarknaden, 2) förändringar i försäkringsbolagens kundlojalitet och 3) nya potentiella konkurrenter utanför försäkringsmarknaden. För If rekommenderar vi att en investerare bör hålla ett öga på, utöver de rapporterade resultatsiffrorna, utvecklingen av kundnöjdhet och kundomsättning, eftersom väsentliga förändringar i dessa kan tyda på en stramare priskonkurrens. Detta skulle i sin tur kunna förändra marknadens förväntningar om huruvida Ifs nuvarande goda lönsamhetsnivå är hållbar.

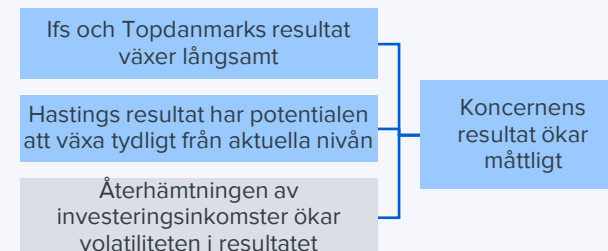
SOTP-värderingen ryggraden i värderingen

Vi anser att SOTP-värderingen är en bra utgångspunkt för Sampos värdering, eftersom den tar hänsyn till de olika delarna av koncernen och deras olika förutsättningar för värdeskapande. Dessutom frigörs värdet i delarna som ett resultat av Mandatum-noteringen och avyttringen från PE-investeringarna, vilket stöder metodens användbarhet.

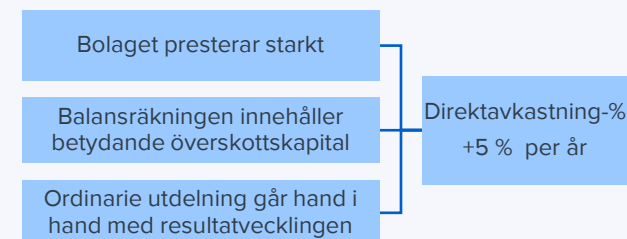
Drivkrafter för aktiens avkastning

■ Positiv ■ Neutral ■ Negativ

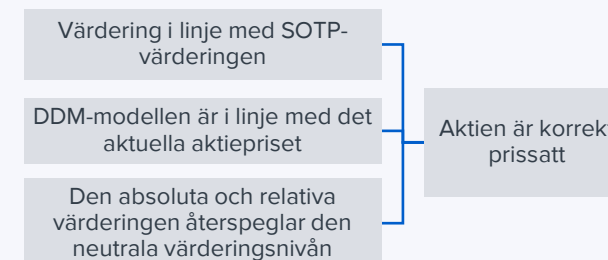
Resultatutveckling



Direktavkastning



Värderingsmultiplar



Förväntad avkastning ~ 5-10% per år

Värdering 2/5

Vår uppdaterade SOTP-värderingen indikerar ett värde om cirka 44,0 euro per aktie (tidigare 47,0 euro). Förändringen förklaras främst av den utdelning (2,4 euro per aktie) som betalades ut i maj. Andra väsentliga förändringar är lfs ökade värde (ca 2 euro per aktie) och redovisning av koncernkostnader (ca -1 euro per aktie).

Till höger har vi beskrivit värderingsrisken av Sampo delar. Figuren visar hur den nuvarande prisrisken, såväl som potentialen, i aktien främst är beroende av lf, eftersom lfs andel av Sampo värde är dominerande. Segmentets nuvarande värderingsmultiplar är höga i absoluta och relativa termer, vilket indikerar att marknaden förväntar sig en stabil vinstnivå. Våra estimat är också i linje med detta. Å andra sidan är det svårt att se utrymme för betydande förbättringar i resultatet, vilket också återspeglas i bolagets egna finansiella mål. Således är värderingsrisken av segmentet (och på grund av höga vikten även av Sampo) relativt hög.

Som helhet är det svårt att se ett betydande utrymme för en ökning av SOTP-värderingen utan stora M&A-transaktioner som för närvarande inte finns i bolagets planer (exklusive eventuellt bud på Topdanmark i framtiden). När det gäller resultatprognoser presterar både lf och Topdanmark redan mycket starkt, vilket också återspeglas i höga värderingsmultiplar. Det är således svårt att se en potentiell höjning för marknadsprissättningen av båda bolagen utan en dramatisk förändring av räntemiljön (en återkomst av den så kallade "There is No Alternative" - marknaden). Det kan finnas märkbar potential för en ökning i värderingen av Hastings och Mandatum,

men på koncernnivå har detta en begränsad inverkan. Värt att notera är att även om vi anser att avknoppningen av Mandatum är ett strategiskt smart beslut, förväntar vi oss inte att det har en väsentlig inverkan på Sampo nuvarande värderingsnivå som redan är i linje med de viktigaste jämförelsebolagen. Om marknadsvärdet på Mandatum efter noteringen vore högre än vårt estimat i SOTP-beräkningen, skulle det naturligtvis ha en positiv inverkan på vår syn i Sampo värde.

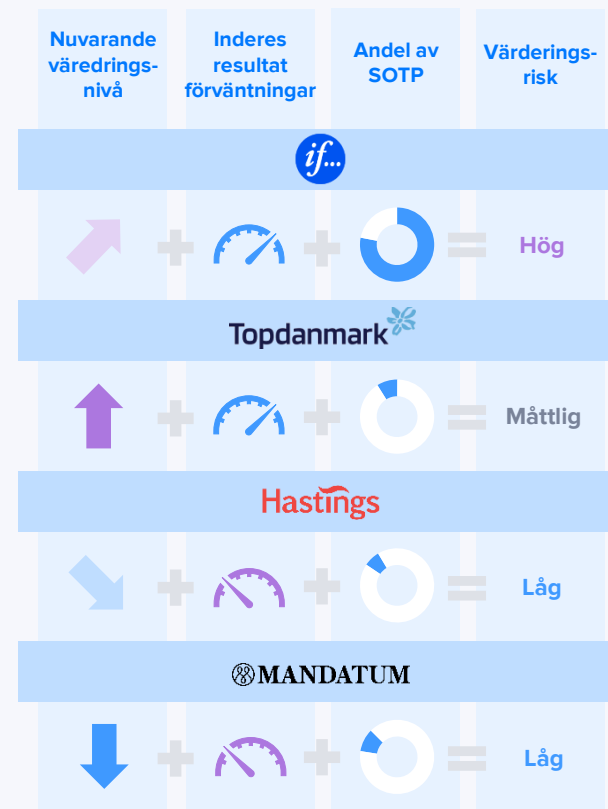
Värderingsmultiplarna ligger på en neutral nivå

På resultatbasis verkar Sampo värderingsnivå neutral. Värderingen för 2023–2024 (P/E 16-18x) verkar inte värst fördelaktig, särskilt med tanke på den ökade räntenivån som väger godtagbara värderingarna. Enligt våra prognoser är motsvarande direktavkastningar runt 5–6 % (under 5 % utan extra utdelning).

Sampo är prissatt ungefär i linje med bolagets viktigaste jämförelsebolag (Tryg & Gjensidige) och undervärderingen som rådde under flera år har utjämnats. I förhållande till den breda gruppen av jämförelsebolag speglar värderingen en premie, men vi anser att det är motiverat med tanke på bolagets högre kvalitet och bättre fundament på den nordiska skadeförsäkringsmarknaden. Som helhet stöder värderingsmultiplarna vår syn på att prissättning av aktien är korrekt.

Delarnas värderingsrisiker

● Sänker risknivån ● Höjer risknivån



Värderingsrisken för ett enskilt segment härleds från ekvationen av aktuella värderingsmultiplar, inkomstförväntningar och relativ vikt. En situation där värderingsnivån är hög, inkomstförväntningar svaga och vikten av segmentet är betydande för koncernen är särskilt utmanande för en investerare.

Värdering 3/5

Sum of the parts: If

Det finns jämförbara nordiska bolag för If (Tryg och Gjensidige), vilket vi anser ger en god grund för bolagets acceptabla värderingsnivå. Vi har lämnat Topdanmark utanför analysen av nordiska försäkringsbolag, eftersom värderingen inte helt bygger på marknadsmässiga grunder på grund av fortsatta spekulationer om Sampos bud.

P/E-multiplarna för Tryg och Gjensidigen har i genomsnitt varit cirka 20x under de senaste fem åren och motsvarande direktavkastning är cirka 4,5 %. För närvarande är nivåerna 17x och 5 %, något under nivåerna under de senaste åren. Vi anser att en nedgång från historiska nivåer är helt berättigad, eftersom den förändrade räntemiljön har lett till en nedgång i värderingen av hela börsen. Jämförelsebolagens värderingsnivåer är fortfarande höga i absoluta termer och ovanför börsens genomsnitt, men vi anser att det är fullt motiverat tack vare bolagens mycket höga kvalitet och den nordiska försäkringsmarknadens gynnsamma marknadsdynamiken.

Med hjälp av jämförelsebolagens multiplar och vår vinstprognos är lfs värde på basis av multiplarna cirka 17,5 miljarder euro.

lfs DDM-modell

Dessutom har vi analyserat lfs värde med utdelningsmodellen (DDM). Vi förväntar oss att lfs utdelningsgrad är hög på 85 % och att utdelningen växer stadigt under prognosperioden. Med våra resultatprognoser och vinstdelningspolicy kommer lfs solvens att förbli hög under prognosperioden och förändrad solvens kommer inte att orsaka problem för

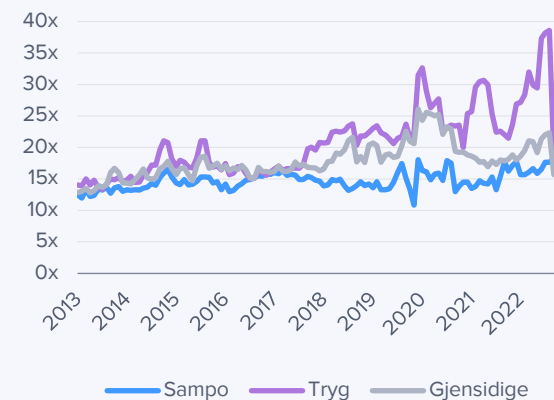
den estimerade vinstfördelningen. Vårt estimat för terminalperioden är 2 % årlig utdelningstillväxt, vilket återspeglar sektorns strukturellt långsamma tillväxt och motsvarar i princip långsiktiga inflationsförväntningar. Vi har tillämpat en kostnad av det egna kapitalet om 7,3 % för If (samma som för Sampo Abp). Som ett resultat av dessa antaganden visar vår DDM-modell att värdet på lfs aktie är cirka 17,6 miljarder euro.

Sum of the parts: Hastings

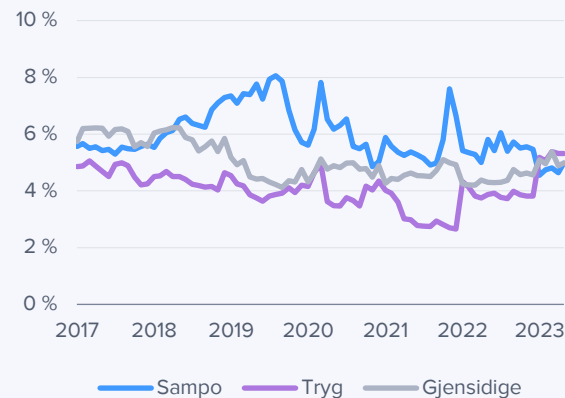
Hastings har också en relativt bra grupp av jämförelsebolag bland brittiska skadeförsäkringsbolag. Vissa företag har också livförsäkringsverksamhet, men vi tror att en bred grupp av jämförelsebolag ger en korrekt bild av den värderingsnivå som marknaden godkänner, vilket är mycket mer måttlig än för de nordiska skadeförsäkringsbolagen (referensernas median P/E 9x vs. nordiska skadeförsäkringsbolag 17x). Vi anser att detta beror på en mycket mer konkurrensutsatt marknad och på svagare konkurrensfördelar bland bolagen.

När vi bedömer Hastings värdering anser vi att det är motiverat att acceptera högre värderingsmultiplar än för jämförelsegruppen, eftersom vi anser att företaget är av högre kvalitet än det genomsnittliga jämförelsebolaget. P/E-multiplarna enligt våra 2023–2024 prognoser är 13x och 11x, vilket återspeglar företagets goda tillväxtutsikter, men ligger under multiplarna för koncernens delar av högre kvalitet, If och Topdamark. På så sätt blir Hastings värde cirka 1,6 miljarder euro. Vi påpekar att vi har använt resultatet justerat för icke-operativa avskrivningar i samband med förvärvet (se sida 33 för detaljer).

Nordiska försäkringsbolags P/E-tal



Nordiska försäkringsbolags direktavkastning-%



Värdering 4/5

Sum of the parts: Mandatum

När vi analyserat Mandatums värde har vi använt en jämförelsegrupp bestående av europeiska livförsäkringsbolag. Vi anmärker att gruppen innehåller mycket avvikande företag, så kvaliteten på jämförelsegruppen är hjälplig som bäst. Vi anser dock att en bred jämförelsegrupp ger rätt indikation på Mandatums godtagbara värdering. Vi anser att Mandatums mycket starka balansräkning måste beaktas i värderingen. I praktiken är investeringarna som köpts från Sampo (Enento, Saxo m.fl.) överskottskapital för Mandatum och vi tar hänsyn till dem som en separat komponent i våra beräkningar. Vi använder P/E- och P/B-multiplar och direktavkastning i vår jämförelsegruppsanalys.

Jämförelsebolagens värderingar ligger på mycket låga nivåer och genomsnittliga P/E-multiplarna är cirka 7x, P/B cirka 1x och direktavkastning cirka 7%. Dessa ligger under historiska nivåer, och till exempel P/E-multiplar har i genomsnitt varit cirka 9x under de senaste fem åren.

Genom att tillämpa de nuvarande nivåerna är Mandatums värde 1,8 miljarder euro och om vi beaktar överskottskapitalet på 430 miljoner euro, är värdet cirka 2,3 miljarder euro. Marknadsvärdet på 2,3 miljarder motsvarar ett P/E-tal på cirka 10-12x med prognoserna för de närmaste åren. Vi anser att premien i förhållande till historiska nivåerna av jämförelsebolagen kan motiveras av Mandatums höga kvalitet samt betydande kapitalförvaltningsverksamhet (klart högre multiplar kan accepteras för kapitalförvaltning).

Sum of the parts: Andra

I SOTP-värderingen har vi tagit hänsyn till marknadsvärdet av innehavet i Topdanmark, som för närvarande är cirka 2,1 miljarder euro.

Värdet på Holding segmentet utgörs av dess investeringsportfölj och koncernens kostnader. Vi har reviderat ned värdet på PE-investeringarna något till cirka 1 050 miljoner euro, vilket är på samma nivå som Samos balansvärde. Koncernens kostnader har vi lagt till enligt vår beräkning eftersom det inte längre är motiverat att utesluta koncernens kostnader med Holdings investeringsverksamhet. Vi uppskattar att koncernens kostnader exklusive räntekostnader är 45 miljoner euro per år, och detta diskonterat med det avkastningskrav vi tillämpar på Sampo (WACC 6,7 %) ger ett nuvärde på -650 miljoner euro.

Enligt våra beräkningar är Samos nettoskuld cirka 1 500 miljoner euro, med beaktande av utdelningen i maj.

Utredningsmodell (DDM)

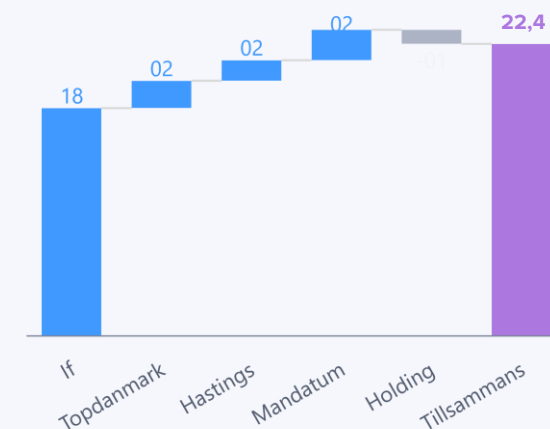
Värdet av Samos aktie enligt vår DDM-modell är cirka 43,6 euro. I värdet ingår förväntade återköp av egna aktier. Det tillämpade avkastningskravet på eget kapital om 7,3 % är ett av de lägsta bland företagen vi följer. Vi anser dock att den mycket låga diskonteringsräntan är motiverad av Samos låga riskprofil. Vi anmärker dock att nuvarande nivå fortsfarande är mycket låg, så varje ytterligare ränteökning och den efterföljande ökningen av diskonteringsräntan skulle kraftigt minska det värde som DDM-modellen anger.

Utveckling av P/E-talet bland Mandatum's jämförelsebolag



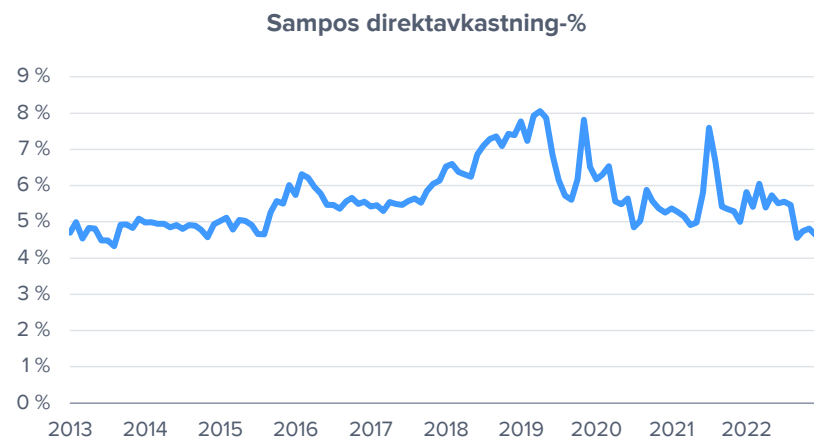
I jämförelsegruppen: Prudential, Legal & General Group, Aviva, Phoenix Group, Just Group, NN Group, Ageas, Swiss Life och Aegon

Beräkning av SOTP (miljarder euro)

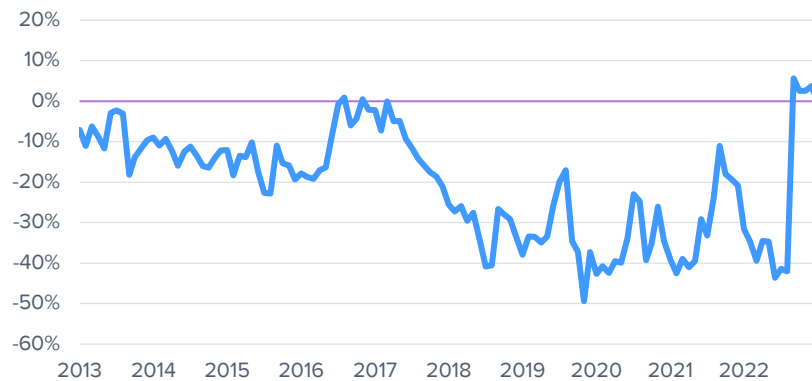


Värdering 5/5

Ändringar i SOTP-beräkningen	Ny	Gammal
If	17 500	16 500
Topdanmark	2 087	2 058
Hastings	1 600	1 800
Mandaturn	2 328	2 356
Holding (inkl. skulder och investeringar)	-1 088	1 118
Totalt (MEUR)	22 428	23 832
Per aktie (EUR)	44,1	46,8



Sampos P/E-tal vs. Tryg & Gjensidige genomsnitt



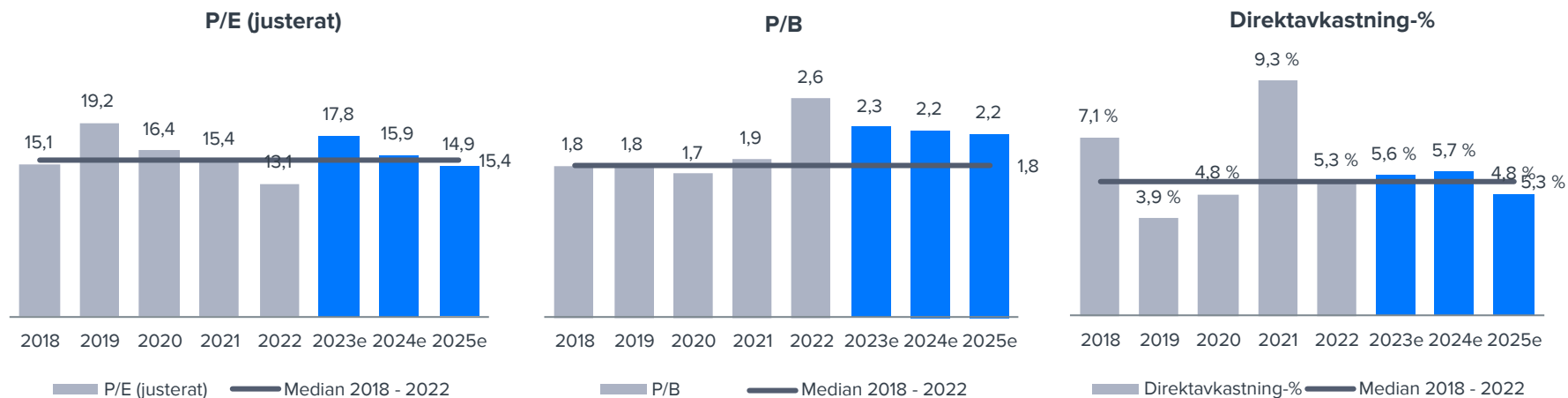
Sampos direktavkastning-% vs. Tryg & Gjensidige genomsnitt



Värdering

Värderingsnivå	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
Aktiekurs	40,4	38,9	35,3	44,1	48,8	43,0	43,0	43,0	43,0
Aktiebelopp, miljoner	556,6	556,6	556,6	554,3	530,3	508,1	496,0	490,4	490,4
Marknadsvärdet	22436	21609	19593	24109	25108	21580	21580	21580	21580
P/E (justerat)	15,1	19,2	16,4	15,4	13,1	17,8	15,9	14,9	14,6
P/E	13,3	19,2	>100	9,5	12,3	17,8	15,9	14,9	14,6
P/B	1,8	1,8	1,7	1,9	2,6	2,3	2,2	2,2	2,1
Utdeling/resultat (%)	93,8 %	73,7 %	2484,5 %	87,3 %	63,5 %	98,4 %	91,5 %	72,8 %	74,9 %
Direktavkastning-%	7,1 %	3,9 %	4,8 %	9,3 %	5,3 %	5,6 %	5,7 %	4,8 %	5,0 %

Källa: Inderes



Sampos jämförelsegrupp

Värdering av jämförelsebolag Bolag	Marknadsvärde MEUR	P/E		Direktavkastning-%		P/B 2023e
		2023e	2024e	2023e	2024e	
Tryg	13341	19,4	17,5	5,2	5,4	2,4
Gjensidige	7628	15,7	15,0	5,1	5,3	3,6
Topdanmark	4299	22,6	20,9	4,4	4,9	5,1
ALM	2338	27,8	17,4	5,7	7,2	1,2
Storebrand	3284	11,5	9,7	4,8	5,2	1,1
Admiral	8191	18,4	16,4	5,1	5,7	6,8
Direct Line	2508	9,8	6,9	6,8	10,0	1,0
Zurich Insurance Group	66581	12,2	11,3	5,9	6,3	2,5
Allianz	84010	8,8	8,0	5,8	6,3	1,5
Assicurazioni Generali	28231	8,7	8,2	6,7	7,1	1,4
Sampo (Inderes)	21580	17,8	15,9	5,6	5,7	2,3
Genomsnitt		15,5	13,1	5,6	6,3	2,6
Median		13,9	13,1	5,5	6,0	1,9
<i>Skillnad-% vs. median</i>		28 %	21 %	2 %	-5 %	19 %

Källa: Refinitiv / Inderes

Mandatums jämförelsegrupp

Värdering av jämförelsebolag Bolag	Marknadsvärde MEUR	P/E		Marknadsvärde-%		P/B
		2023e	2024e	2023e	2024e	2023e
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
Genomsnitt		7,6	7,1	6,7	7,1	1,1
Median		7,1	6,6	7,4	8,2	1,0

Hastings jämförelsegrupp

Värdering av jämförelsebolag Yhtiö	Marknadsvärde MEUR	P/E		Marknadsvärde-%		P/B
		2023e	2024e	2023e	2024e	2023e
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
Median		9,0	8,1	6,0	6,8	1,4
Genomsnitt		10,2	9,0	6,0	7,0	2,0

Sampos DDM-beräkning

DDM-värdering (MEUR)	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	TERM
Sampos resultat	1224	1339	1415	1440	1420	1412	1441	1432	1461	1492	1492
Sampos utdelning	1204	1226	1029	1079	1207	1200	1225	1217	1242	1268	24639
-Utdelning-%	98 %	92 %	73 %	75 %	85 %	85 %	85 %	85 %	85 %	85 %	
Tillväxt av Sampos utdelning, %	-9,9 %	1,8 %	-16,0 %	4,8 %	11,9 %	-0,6 %	2,1 %	-0,7 %	2,1 %	2,1 %	2,0 %
Diskonteringsränta	1159	1099	861	841	878	814	774	717	683	650	12626
Akkumulerad diskonteringsränta	21102	19943	18843	17982	17141	16263	15450	14675	13958	13275	12626

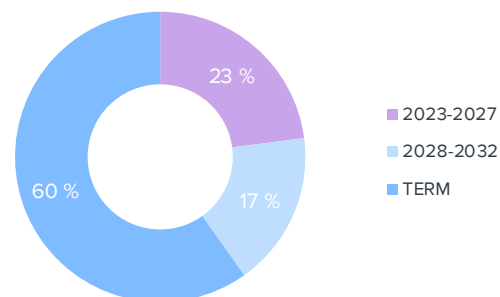
Eget kapital, DDM	21102
Per aktie EUR	42,0

Kapitalkostnad

Risikfri ränta	2,5%
Marknadsriskpremie	4,8%
Bolagets Beta	1,00
Likviditetspremie	0,0%
Kapitalkostnad	7,3%
WACC-%	6,7%

Obs! DDM-beräkningen inkluderar inte återköp, vars belopp vi uppskattar är cirka 1,6 euro per aktie.

Kassaflödesfördelning per period



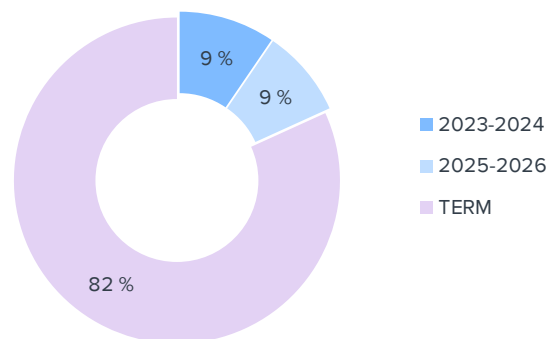
Ifs DDM-beräkning

DDM-värdering (MEUR)	2023e	2024e	2025e	2026e	TERM
Ifs resultat	985	1019	1046	1055	
Ifs utdelning	887	918	941	949	18444
-Utdelning-%	90 %	90 %	90 %	90 %	
Tillväxt av Ifs utdelning, %	41,4 %	3,5 %	2,6 %	0,9 %	2,0 %
Diskonteringsränta	853	823	787	740	14383
Accumulerad diskonteringsränta	17587	16734	15911	15124	14383
<hr/>					
Eget kapital, DDM	17587				
Per aktie EUR	35,0				

Kapitalkostnad

Risikfri ränta	2,5%
Marknadsriskpremie	4,8%
Bolagets Beta	1,00
Likviditetspremie	0,0%
Kapitalkostnad	7,3%
WACC-%	6,7%

Kassaflödesfördelning per period



Resultaträkning

Resultaträkning	2021	Q1'22	Q2'22	Q3'22	Q4'22	2022	Q1'23	Q2'23e	Q3'23e	Q4'23e	2023e	2024e	2025e	2026e
Försäkringspremien	9746	1863	2771	1848	1785	8267	1969	2077	2135	2038	8219	8708	9068	9385
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
EBIT exklusive engångsposter	2190	664	769	341	12,0	1786	359	369	384	363	1476	1600	1679	1705
EBIT	3172	692	844	341	47,0	1924	359	369	384	363	1476	1600	1679	1705
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
Holding	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
Vinst före skatt	3172	692	844	341	47,0	1924	359	369	384	363	1476	1600	1679	1705
Skatt	-423	-107	-62	-86	-129	-384	-91	-79	-83	-78	-331	-362	-369	-375
Minoritetsandelar	-181	-11	-20	-14	-69	-114	-26	-27	-26	-22	-100	-103	-107	-110
Netto resultat	2568	773	563	241	530	2107	271	310	327	316	1224	1339	1415	1440
Vinst per aktie (justerat)	2,86	1,37	0,92	0,46	0,93	3,71	0,53	0,61	0,65	0,63	2,41	2,70	2,89	2,94
Vinst per aktie (rapporterad)	4,63	1,43	1,06	0,46	1,00	3,97	0,53	0,61	0,65	0,63	2,41	2,70	2,89	2,94

Balansräkning

Tillgångar	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Anläggningstillgångar	50970	19463	19489	19527	19565
Goodwill	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Immateriella tillgångar	3794	3322	3357	3392	3427
Anläggningstillgångar	375	329	332	335	338
Investeringar i intresseföretag	777	11,7	0,0	0,0	0,0
Övriga investeringar	26274	15789	15789	15789	15789
Övriga anläggningstillgångar	19711	0,0	0,0	0,0	0,0
Uppskjutna skattefordringar	39,0	11,0	11,0	11,0	11,0
Omsättningstillgångar	10091	19749	19891	20145	20333
Varulager m.m.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Övriga omsättningstillgångar	2977	15617	15617	15617	15617
Kundfordringar	2295	1820	1808	1916	1995
Likvida medel	4819	2312	2466	2612	2721
Balansomslutning	61061	39212	39380	39672	39898

Källa: Inderes

Skulder	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Eget kapital	13464	10178	10065	10199	10389
Aktiekapital	98,0	98,0	98,0	98,0	98,0
Fonderade vinstmedel	9952	8482	8369	8503	8693
Lån i eget kapital	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uppskrivningsfond	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Övrigt eget kapital	2738	1038	1038	1038	1038
Minoritetsandel	676	560	560	560	560
Långfristiga skulder	45129	14484	14765	14923	14959
Uppskjutna skatteskulder	855	506	506	506	506
Avsättningar	9,0	6,0	6,0	6,0	6,0
Skulder till kreditinstitut	4346	3087	3368	3526	3562
Lån mot konvertibla skuldebrev	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Övriga långfristiga skulder	39919	10885	10885	10885	10885
Kortfristiga skulder	2468	14550	14550	14550	14550
Skulder till kreditinstitut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kortfristiga icke räntebärande skulder	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Övriga kortfristiga skulder	2468	14550	14550	14550	14550
Balansomslutning	61061	39212	39380	39672	39898

Disclaimer and recommendation history

The information presented in Inderes reports is obtained from several different public sources that Inderes considers to be reliable. Inderes aims to use reliable and comprehensive information, but Inderes does not guarantee the accuracy of the presented information. Any opinions, estimates and forecasts represent the views of the authors. Inderes is not responsible for the content or accuracy of the presented information. Inderes and its employees are also not responsible for the financial outcomes of investment decisions made based on the reports or any direct or indirect damage caused by the use of the information. The information used in producing the reports may change quickly. Inderes makes no commitment to announcing any potential changes to the presented information and opinions.

The reports produced by Inderes are intended for informational use only. The reports should not be construed as offers or advice to buy, sell or subscribe investment products. Customers should also understand that past performance is not a guarantee of future results. When making investment decisions, customers must base their decisions on their own research and their estimates of the factors that influence the value of the investment and take into account their objectives and financial position and use advisors as necessary. Customers are responsible for their investment decisions and their financial outcomes.

Reports produced by Inderes may not be edited, copied or made available to others in their entirety, or in part, without Inderes' written consent. No part of this report, or the report as a whole, shall be transferred or shared in any form to the United States, Canada or Japan or the citizens of the aforementioned countries. The legislation of other countries may also lay down restrictions pertaining to the distribution of the information contained in this report. Any individuals who may be subject to such restrictions must take said restrictions into account.

Inderes issues target prices for the shares it follows. The recommendation methodology used by Inderes is based on the share's 12-month expected total shareholder return (including the share price and dividends) and takes into account Inderes' view of the risk associated with the expected returns. The recommendation policy consists of four tiers: Sell, Reduce, Accumulate and Buy. As a rule, Inderes' investment recommendations and target prices are reviewed at least 2–4 times per year in connection with the companies' interim reports, but the recommendations and target prices may also be changed at other times depending on the market conditions. The issued recommendations and target prices do not guarantee that the share price will develop in line with the estimate. Inderes primarily uses the following valuation methods in determining target prices and recommendations: Cash flow analysis (DCF), valuation multiples, peer group analysis and sum of parts analysis. The valuation methods and target price criteria used are always company-specific and they may vary significantly depending on the company and (or) industry.

Inderes' recommendation policy is based on the following distribution relative to the 12-month risk-adjusted expected total shareholder return.

Buy	The 12-month risk-adjusted expected shareholder return of the share is very attractive
Accumulate	The 12-month risk-adjusted expected shareholder return of the share is attractive
Reduce	The 12-month risk-adjusted expected shareholder return of the share is weak
Sell	The 12-month risk-adjusted expected shareholder return of the share is very weak

The assessment of the 12-month risk-adjusted expected total shareholder return based on the above-mentioned definitions is company-specific and subjective. Consequently, similar 12-month expected total shareholder returns between different shares may result in different recommendations, and the recommendations and 12-month expected total shareholder returns between different shares should not be compared with each other. The counterpart of the expected total shareholder return is Inderes' view of the risk taken by the investor, which varies considerably between companies and scenarios. Thus, a high expected total shareholder return does not necessarily lead to positive performance when the risks are exceptionally high and, correspondingly, a low expected total shareholder return does not necessarily lead to a negative recommendation if Inderes considers the risks to be moderate.

The analysts who produce Inderes' research and Inderes employees cannot have 1) shareholdings that exceed the threshold of significant financial gain or 2) shareholdings exceeding 1% in any company subject to Inderes' research activities. Inderes Oyj can only own shares in the target companies it follows to the extent shown in the company's model portfolio investing real funds. All of Inderes Oyj's shareholdings are presented in itemised form in the model portfolio. Inderes Oyj does not have other shareholdings in the target companies analysed. The remuneration of the analysts who produce the analysis are not directly or indirectly linked to the issued recommendation or views. Inderes Oyj does not have investment bank operations.

Inderes or its partners whose customer relationships may have a financial impact on Inderes may, in their business operations, seek assignments with various issuers with respect to services provided by Inderes or its partners. Thus, Inderes may be in a direct or indirect contractual relationship with an issuer that is the subject of research activities. Inderes and its partners may provide investor relations services to issuers. The aim of such services is to improve communication between the company and the capital markets. These services include the organisation of investor events, advisory services related to investor relations and the production of investor research reports.

This is a single research report produced against compensation paid by Sampo plc. There is no agreement between Inderes and Sampo plc to produce continuous equity research.

More information about research disclaimers can be found at www.inderes.fi/research-disclaimer.

Rekommendationshistorik (>12 mån.)

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



Inderes connects investors and listed companies. We help over 400 listed companies to better serve their investors. Our community is home to over 70 000 active investors.

Our social objective is to democratize information in the financial markets.

We build solutions for listed companies that enable seamless and effective investor relations. Majority of our revenue comes from services to listed companies, including Commissioned Research, Virtual Events, AGM services, and IR technology and consultation.

Inderes is listed on Nasdaq First North growth market and operates in Finland, Sweden, Norway and Denmark.

Inderes Oyj

Itämerentori 2

FI-00180 Helsinki, Finland

+358 10 219 4690

Award-winning research at [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

**Research belongs
to everyone.**