

Sampo

Yhtiöpäivitys

8/5/2019

- Tarkistamme Sammon tavoitehintamme 43,0 euroon (aik. 46,0 euroa) ja toistamme lisää-suosituksen
- Q1-raportti oli lopulta pitkälti odotuksien mukainen
- Nordean myötä heikentynyt osingon kasvunäkymä rajoittaa osakkeen nousuvaraa lyhyellä aikavälillä
- Absoluuttisesti ja suhteellisesti historiallisen korkea osinkotuotto tarjoaa riittävän tuotto-odotuksen

Nordean heikkous painaa

Tarkistamme Sammon tavoitehintamme 43,0 euroon (aik. 46,0 euroa) ja toistamme lisää-suosituksen. Yhtiön osinkonäkymä on muuttunut aiempaa vaisummaksi Nordean heikkouden johdosta ja tämä rajoittaa osakkeen lyhyen aikavälin tuottopotentiaalia. Absoluuttisesti sekä suhteellisesti historiallisen korkea osinkotuotto (+7 %) yhdessä yritysjärjestelyoption kanssa tarjoaa kuitenkin osakkeelle riittävän tuotto-odotuksen.

Q1-tulos näyttää paremmalta mitä se todellisuudessa oli

Sammon Q1-tulos oli 475 MEUR (Q1'18: 445 MEUR) ylittäen konsensuksen 427 MEUR:n (Inderes 433 MEUR) ennusteen selvästi. Tuloslityksen taustalla olivat kuitenkin pitkälti kertaluontoiset sekä kirjanpidolliset tekijät. Sammon Topdanmarkin tuloksesta kirjaama osuus oli selvästi markkinoiden odotuksia suurempi ja tämä on puhtaasti kirjanpidollinen ylitys (loppuvuoden tuloskirjaukset vastaavasti pienempiä). Konsernin emoyhtiö hyötyi katsauskaudella merkittävästi valuuttakursseista ja myös tämä osa tuloslityksestä on kertaluontoiseksi tulkittava. Näistä oikaistuna voitto ennen veroja oli olisi ollut 421 MEUR ja hyvin linjassa konsensuksen kanssa.

Konferenssipuhelussa fokus vakavaraisuudessa ja osingossa

Sammon vakavaraisuus laski Q1-raportissa odotuksien vastaisesti johtuen Nordean kohonneista pääomavaatimuksista. Yhtiö sanoi konferenssipuhelussaan suoraan, että se tulee laskemaan Nordea omistuksensa alle 20 %:iin keventääkseen pääomavaatimuksiaan ja kasvattaakseen liikkumavaraansa. Yhtiö tulee näillä näkymin päättämään asiasta kesäkuun hallituksen kokouksessa ja jakamaan tämän jälkeen Nordean osakkeita 500 MEUR:n arvosta (noin 0,90 euroa). Konferenssipuhelussa keskityttiin vakavaraisuuden lisäksi pääosin osinkoon ja muistiinpanomme puhelusta ovat luettavissa [täältä](#).

Tulosnäköymä on vakaa, osinkonäköymä heikentyneet

Odotamme Sammolta lähivuosilta vakaata noin 2000 MEUR:n tulosta ennen veroja kertaeristä oikaistuna. Tuloksen kasvuajurit ovat vähissä johtuen laskevista sijoitustuotoista, Nordean vaisuhkoista tulosnäköymistä ja jo valmiiksi erinomaisesta vakuutusteknisestä tuloksesta. Nordean surkean tuloskehityksen seurauksena markkinat odottavat nyt Nordealta osingon laskua ensi keväänä. Tämä on myrkyä Sammolle, sillä Nordea on Sammon osingolle ylivoimaisesti tärkein kasvuajuri lähivuosina. Olemme tarkistaneet osinkoennusteitamme alaspäin noin 2 %:lla heijastelemaan aiempaa vaisumpaa osinkonäköymää.

Lyhyen aikavälin tuotto nojaa osinkoon

Olemme tarkistaneet näkemyksemme Sammon osien summasta 37,1 euroon (aik. 40,5 euroa). Pidämme edelleen perusteltuna, että Sampoa hinnoitellaan preemiolla suhteessa sen osien summaan johtuen sen osien toisiaan tasaavasta riskiprofilista. Sammon osinkotuotto on absoluuttisesti sekä yhtiön omiin historiallisiin tasoihin nähden ennätyskorkea ja tämä kertoo mielestämme markkinan huolista osingon kasvunäkymiin liittyen. Vaikka osingon kasvuun liittyikin aiempaa enemmän huolia, haluamme muistuttaa sijoittajia siitä, että yhtiön osinko on poikkeuksellisen turvallinen. Näin ollen yli 7 %:n osinkotuotto on mielestämme erittäin houkutteleva, heikentyneestä kasvunäkymästä huolimatta. Ilman Nordean epävarmuuden hälventymistä osakkeen positiiviset ajurit ovat lyhyellä aikavälillä vähissä. Lyhyellä aikavälillä näemmekin Sammon tuotto-odotuksen nojaavan pitkälti osinkoon.

Analytikot



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

Suositus ja tavoitehinta

Lisää



(aik. Lisää)

43,00 EUR

(aik. 46,00 EUR)

Osakekurssi: 39,69 EUR

Potentiaali: 9 %

Ohjeistus

(Tarkennus)

Sampo odottaa liiketoiminta-alueidensa raportoivan hyvän toiminnallisen tuloksen vuonna 2018. If:n yhdistetyn kulusuhteen odotetaan olevan 85-88 %.

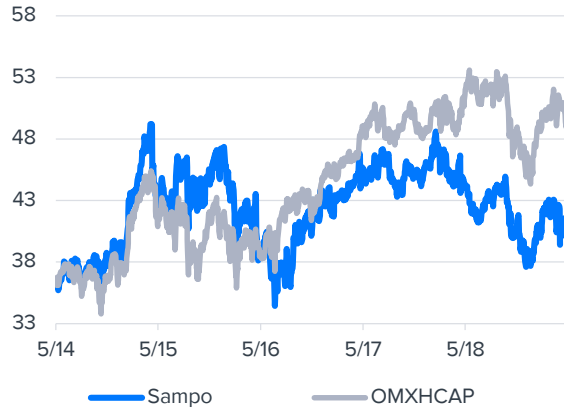
Avainluvut

	2018	2019e	2020e	2021e
PTP	2095	1933	2012	2070
kasvu-%	-16 %	-8 %	4 %	3 %
Nettotulos	1687	1534	1615	1664
EPS (oik.)	2,68	2,76	2,91	3,00
Oma pääoma/osake	22,3	22,2	22,2	22,1
Osinko/osake	2,85	2,95	3,05	3,15

P/E (oik.)	15,1	14,3	13,6	13,2
P/B	1,8	1,8	1,8	1,8
Osinkotuotto-%	7,1 %	7,4 %	7,7 %	8,0 %
Osinko/tulos-%	106 %	107 %	105 %	105 %

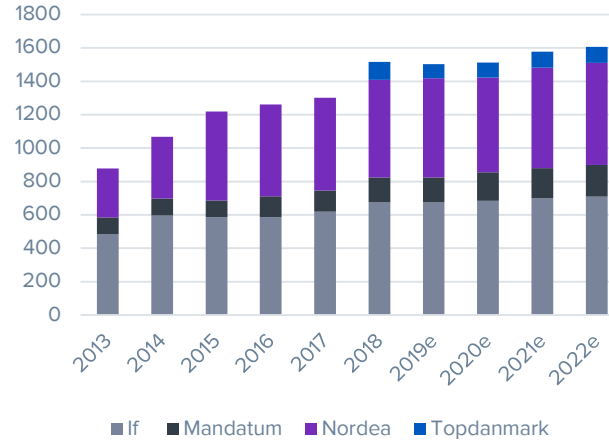
Lähde: Inderes

Osakekurssi

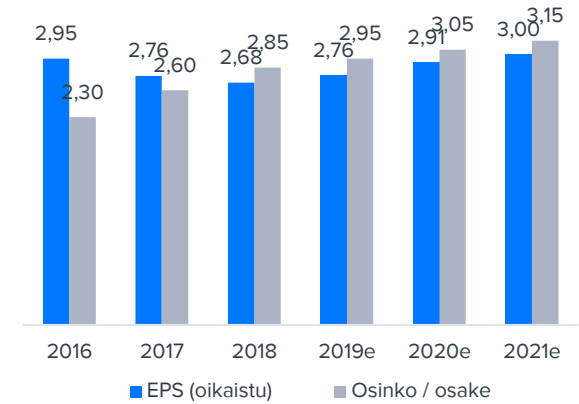


Lähde: Thomson Reuters

Sammon sisäiset osingot MEUR



Osakekohtainen tulos ja osinko



Arvoajurit

- Vakuutusliiketoiminta erinomaisessa kunnossa
- Nordean tulosparannuksen onnistuminen
- Yritysjärjestelyt

Riskitekijät

- Nordean strategian epäonnistuminen
- Arvostustasot rajaavat mahdollisuuksia M&A-markkinalla
- Korkotason pysyminen alhaisena odotettua pidempään

Arvostus

- Osinkotuotto historiallisen korkea
- Premio suhteessa osien summaan perusteltu johtuen poikkeuksellisen ennustettavista kassavirroista
- Osien summan kasvu nojaa Nordean kurssikehitykseen

MCAP
21992
MEUR

Osinko-%
7,4%
2019e

Osinko-%
7,7%
2020e

P/B
1,8
2019e

Odotuksien mukainen tulos

Tulos näytti paremmalta mitä se oikeasti oli

Sammon Q1-tulos oli 475 MEUR (Q1'18: 445 MEUR) ylittäen konsensuksen 427 MEUR:n (Inderes 433 MEUR) ennusteen selvästi. Tulositylyys näyttää kuitenkin paperilla todellista ylitystä merkittävämmältä, sillä sen taustalla olivat pitkälti kertaluonteiset sekä kirjanpidolliset tekijät. Sammon Topdanmarkin tuloksesta kirjaama osuus oli selvästi markkinoiden odotuksia suurempi ja tämä on puhtaasti kirjanpidollinen ylitys (loppuvuoden tuloskirjaukset vastaavasti pienempiä). Konsernin emoyhtiö hyötyi katsauskaudella merkittävästi valuuttakursseista ja myös tämä osa tulositylyksestä on kertaluonteiseksi tulkittava. Näistä oikaistuna voitto ennen veroja oli olisi ollut 421 MEUR ja hyvin linjassa konsensuksen kanssa.

If:n tulos jäi hieman markkinaennusteista ollen 198

MEUR (konsensus 207 MEUR). Lievän alituksen taustalla oli hieman odotuksia korkeampi yhdistetty kulusuhde (86,5 % vs. 85,5 %). If:n kasvu jatkui jälleen erinomaisena ja valuuttakurssioikaistuna vakuutusmaksutulo kasvoi 3,9 %. Epäsuotuisista valuuttakursseista johtuen tämä kasvu ei heijastu If:n raportoituuihin numeroihin. Kasvun taustalla ovat sekä volyymi, että hinnoittelu. Korostamme, että If:n kasvussa kyse ei ole kasvun haalimisesta kannattavuuden kustannuksella. Mandatumin tulos oli hieman odotuksia parempi (72 vs. 66 MEUR) johtuen odotuksia korkeammista sijoitustuotoista.

Nordea-omistusta tullaan laskemaan

Sammon vakavaraisuus laski Q1-raportissa odotuksien vastaisesti johtuen Nordean kohonneista pääomavaatimuksista. Yhtiö sanoi konferenssipuhelussaan suoraan, että se tulee

laskemaan Nordea omistuksensa alle 20 %:iin keventääkseen pääomavaatimuksiaan ja kasvattaakseen liikkumavaraansa. Yhtiö tulee näillä näkymin päättämään asiasta kesäkuun hallituksen kokouksessa ja jakamaan tämän jälkeen Nordean osakkeita 500 MEUR:n arvosta (noin 0,90 euroa). Tämä on täysin ymmärrettävää, sillä nykyisellään Nordean pääomavaatimukset ovat noin 55 % Sammon kokonaispääomavaatimuksista, vaikka Nordean osuus konsernin kassavirroista on vai noin 30 %. Kokonaisuutena suhtaudumme Nordean omistuksen kevennykseen positiivisesti ja pidämme sitä järkevänä liikkeenä osakkeenomistajien kannalta.

Konferenssipuhelussa keskityttiin vakavaraisuuden lisäksi pääosin osinkoon ja muistiinpanomme puhelusta ovat luettavissa [täältä](#).

Ennustetaulukko MEUR / EUR	Q1'18	Q1'19	Q1'19e	Q1'19e	Konsensus		Erotus (%)	2019e
	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Tot. vs. inderes	Inderes
Tulos ennen veroja	445	475	433	427	360	460	10 %	1933
If	193	198	213	207	187	223	-7 %	844
Mandatum	73	72	60	66	51	83	20 %	251
Nordea	165	83	86	86	86	88	-3 %	583
Holdings	-46	29	-2	-7	-35	21		9
Topdanmark	60	92	75	74	32	99	23 %	245
EPS (raportoitu)	0,63	0,64	0,59	0,59	0,51	0,72	8 %	2,77

Lähde: Inderes & Vara (konsensus)

Tulosnäkyvä vakaa, osingon kasvattaminen hankaloituu

Keskeiset ennustemuutokset

Emme ole tehneet ennusteisiimme oleellisia muutoksia Q1-tuloksen jälkeen. If:n ennusteet ovat pysyneet pääosin ennallaan ja odotamme erinomaista vakuutusteknistä suorittamista myös jatkossa. Yhtiön kannattava kasvu pitää tuloksen kasvussa sijoitustuottojen paineesta huolimatta. Nordean tulosennusteita on laskettu konsensuksen mukana. Topdanmarkin ennusteita puolestaan nostettu konsensuksen mukana. Emoyhtiön kulujen osalta olemme tarkistaneet arviotamme vuotuisista rahoituskuluista lievästi alaspäin.

Tuloskasvua on vaikea löytää

Odotamme Sammolta lähivuosilta vakaata noin 2000 MEUR:n tulosta ennen veroja kertaeristä oikaistuna. Tuloksen kasvuajurit ovat vähissä johtuen laskevista sijoitustuotoista, Nordean vaisuhoista

tulosnäkyvästä ja jo valmiiksi erinomaisesta vakuutusteknisestä tuloksesta.

Mielestämme tuloksen selkeä kasvu vaatisi taakseen korkojen nousua tai vaihtoehtoisesti Nordean tuloskunnan selkeää parantumista. Korkojen nousun suhteen näkyvä on varsin vaisu, sillä EKP tulee pitämään korot alhaalla vielä pitkään. Lisäksi korostamme, että mikäli korkotaso nousisi Euroopassa selvästi, tarkoittaisi se todennäköisesti hankalampaa sijoitusympäristöä osakemarkkinoilla ja tällä olisi selkeä negatiivinen vaikutus Sammon tulokseen sijoitusten kautta lyhyellä aikavälillä.

Sammolla ja markkinalla iso näkemysero Nordeasta

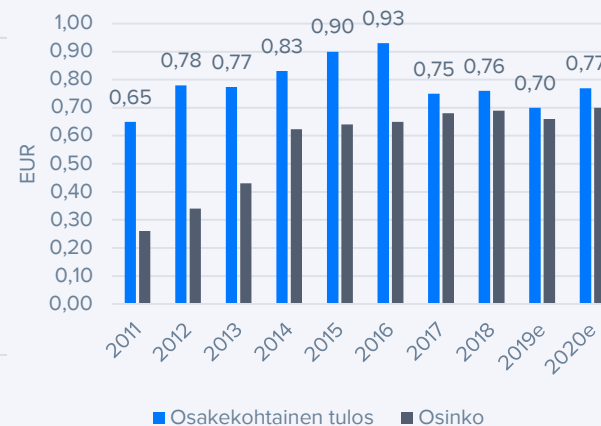
Markkina on edelleen hyvin skeptinen Nordean tulosnäkyvien suhteen ja konsensus ei odota oleellista tuloskasvua edes pidemmällä aikavälillä. Vaikka huolet Nordean oman IT-projektin

onnistumisen suhteen ovat vähentyneet, ovat markkinan huolet pankkisektorin murroksesta ja perinteisten pankkien roolista kasvaneet, sekä Nordean kyvystä kasvattaa liikevaihtoa jatkossa. Tämän seurauksena myös markkinan tulosennusteet ovat pysyneet vaatimattomalla tasolla. Tässä Sammolla ja markkinalla on edelleen merkittävä näkemysero, sillä Sammon johto totesi jälleen [konferenssipuhelussa](#) positiivisen näkemyksensä Nordeasta.

Ennustemuutokset	2019e			2020e			2021e		
	Vanha	Uusi	Muutos %	Vanha	Uusi	Muutos %	Vanha	Uusi	Muutos %
MEUR / EUR									
If	850	844	-1 %	855	873	2 %	874	892	2 %
Mandatum	223	251	13 %	225	235	4 %	230	235	2 %
Nordea	664	583	-12 %	706	663	-6 %	663	697	5 %
Holdings	-22	9		-25	-15	-40 %	-25	-15	-40 %
Topdanmark	234	245	5 %	253	257	1 %	255	261	2 %
Tulos ennen veroja	1949	1933	-1 %	2013	2012	0 %	1996	2070	4 %
EPS (oikaistu)	2,84	2,77	-2 %	2,92	2,91	0 %	2,90	3,00	3 %
Osinko / osake	3,00	2,95	-2 %	3,10	3,05	-2 %	3,20	3,15	-2 %

Lähde: Inderes

Nordea tuloskehitys (Bloomberg konsensus)



Osingon kasvattaminen hankaloituu

Tummia pilviä osinkonäkymien yllä

Nordean surkean tuloskehityksen seurauksena markkinat odottavat nyt Nordealta osingon laskua ensi keväänä. Tämä on myrkyä Sammolle, sillä Nordea on Sammon osingolle ylivoimaisesti tärkein kasvuajuri lähivuosina. Olemme tarkistaneet osinkoennusteitamme alaspäin noin 2 %:lla heijastelemaan aiempaa vaisumpaa osinkonäkymää.

Odotamme osingon edelleen pysyvän kasvussa, mutta ennustamme lähivuosilta vaatimatonta osingon kasvua (2018-2022 CAGR 3 % vs. aik. +4 %). Odotamme vakaata osingon kasvua kaikilta tulosyksiköiltä (sivulla 8 tarkemmat ennusteet) pois lukien Nordealta, jonka osingon ennustamme laskevan ensi keväänä.

Ennusteillamme Sammon saamat osingot tulevat jäämään alle Sammon maksaman osinkosumman

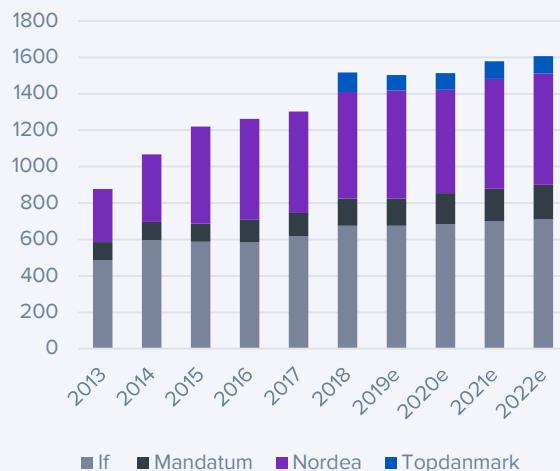
2020 keväästä alkaen. Näin ollen Sampo joutuukin ennusteissamme käyttämään hieman tasetaan osingon kasvun ylläpitämiseksi. Taseesta tarvittavat summat ovat pieniä ja yhtiöllä on tähän taseensa puolesta varaa. Laskelmiemme mukaan vuosien 2018-2021 ennustamiimme osinkoihin yhtiö tarvitsee taseestaan noin 500 MEUR (noin 0,9e/osake). Yhtiön johto on useaan otteeseen todennut, että osinkoa voidaan tarvittaessa tukea taseen kautta.

Uusia temppejuja tarvitaan osingon kasvussa pitämiseksi

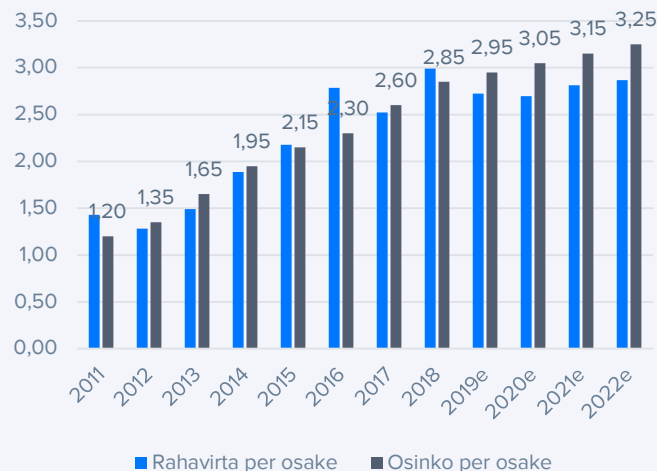
Nordean heikentyneiden osinkonäkymien myötä paine uusille toimienpiteille osingon kasvussa pitämiseksi kasvaa. Ennusteemme eivät huomioi mahdollisia irtaantumisia viimevuosina tehdyistä finanssisijoituksista (Saxo, Nets, Intrum yms.) ja onnistuneet irtautumiset näistä helpottaisivat osingon kasvussa pitämistä. Lisäksi tase antaa edelleen

liikkumavaraa, etenkin kun Sampo laskee Nordea omistuksensa alle 20 %:iin. Tase sekä finanssisijoitusten mahdolliset irtaantumiset ovat kuitenkin kertaluontoisia tuottoja ja pitkällä aikavälillä on selvää, että Sammon kestävä osingon kasvattaminen nykytasolta vaatii tuloksen kääntymistä kasvuun. Tuloksessa kolme keskeistä ajuria lähivuosina ovat Nordea, korkojen nousu tai yritysjärjestelyt. Nordean suhteen Sampo tekee jo tällä hetkellä kaiken voitavansa (hpj:n vaihtaminen yms.) ja korkojen nousuun yhtiö ei itse voi vaikuttaa. Näin ollen vaihtoehdoksi jääkin yritysjärjestelyt, jonka suuntaan Sampo myös vihjaili kertoessaan alun perin Nordea-lisäosingosta. Sammon poikkeuksellisen M&A track-recordin johdosta suhtaudumme mahdollisiin järjestelyihin lähtökohtaisesti positiivisesti. Samalla kuitenkin on tärkeä tiedostaa, että nykyisessä nollakorkoympäristössä hyvien kohteiden löytäminen alihintaan on hankalaa.

Sammon sisäiset osingot



Osinko ja rahavirta per osake



Osinkoennusteisiin vaadittava pääomitus Sammon taseesta



Osinko tarjoaa riittävän tuotto-odotuksen

Osien summaa tarkistettu alaspäin

Olemme tarkistaneet näkemyksemme Sammon osien summasta 37,1 euroon (aik. 40,5 euroa). Taustalla on keväällä irronnut osinko sekä Nordean laskenut osakekurssi. Käytämme osien summa laskelmassamme Nordean ja Topdanmarkin käypinä arvoina niiden osakekurseja. If:n ja Mandatumin arvot laskemme niiden verokkiryhmien perusteella. Sammon tekemät sijoitukset on huomioitu niiden kirjanpitoarvoilla. Pidämme edelleen perusteltuna, että Sampo hinnoitellaan preemiolla suhteessa sen osien summaan johtuen sen osien toisiaan tasaavasta riskiprofiilista. Toisin sanoen osat ovat arvokkaammat yhdessä kuin erikseen, koska yhdessä osat tekevät Sammon riskitasosta poikkeuksellisen matalan, joka heijastuu mm. matalana tulosvolatiliteettina sekä erittäin vakaana osinkona.

Osinkotuotto historiallisen korkea

Sammon ensi kevään ennustamamme osinko (linjassa konsensuksen kanssa) on 7,4 % joka on tämän vuosikymmenen korkein taso (2011-2018 keskiarvo 5,5 %). Myös suhteessa verokkiryhmään (sivut 10-11) Sammon alennus osinkotuotolla mitattuna on kasvanut poikkeuksellisen suureksi, kun historiassa Sampo on hinnoiteltu verokkiryhmää matalammalla osinkotuotolla. Korkea osinkotuotto ja selkeä alennus suhteessa verokkiryhmään kertoo mielestämme markkinan huolista osingon kasvunäkymiin liittyen.

Vaikka osingon kasvuun liittyikin aiempaa enemmän huolia, haluamme muistuttaa sijoittajia siitä, että yhtiön osinko on poikkeuksellisen turvallinen. Näin ollen yli 7 %:n osinkotuotto on mielestämme erittäin houkutteleva, heikentyneestä kasvunäkymästä huolimatta.

Lyhyen aikavälin tuotto-odotus rajoittuu osinkoon

Ilman Nordean epävarmuuden hälventymistä osakkeen positiiviset ajurit ovat lyhyellä aikavälillä vähissä. Lyhyellä aikavälillä näemmekin Sammon tuotto-odotuksen nojaavan pitkälti osinkoon. Tasokorjausta osakkeeseen voidaan mielestämme odottaa vasta, kun Sammon osinkonäkymä selkeytyy (vaatii tuloskasvua) ja/tai yhtiö toteuttaa omistaja-arvoa luovia yritysjärjestelyitä. Näkemyksemme mukaan nykyinen yli 7 %:n erittäin turvallinen ja maltillisesti kasvava osinko tarjoavat riittävän tuotto-odotuksen osakkeen ostojen perustelemiseksi.

Yritysjärjestelyoptio tulee kaupan päälle

Sammon yritysjärjestelyoptio on viimeisen parin vuoden aikana nostanut päätään selvästi ja Sampo on toteuttanut useita transaktioita, joista osoituksena mm. Topdanmark-ostotarjous, Nordax, Nets ja Saxo. Lisäksi ABN Amron ja Nordean fuusiotunnustelu on terve muistutus siitä, että myös suuremmat järjestelyt ovat Sammon tapauksessa aina mahdollisia. Sammon näytöt yritysjärjestelyistä ja omistaja-arvon luonnista ovat poikkeuksellisen hyvät ja mielestämme yritysjärjestelyoption arvo on sijoittajille selvästi positiivinen.

Arvostustaso	2019e	2020e	2021e
Osakekurssi	39,7	39,7	39,7
Osakemäärä, milj. kpl	555,4	555,4	555,4
Markkina-arvo	22042	22042	22042
P/E (oik.)	14,4	13,6	13,2
P/E	14,4	13,6	13,2
P/B	1,8	1,8	1,8
Osinko/tulos (%)	106,8 %	104,9 %	105,1 %
Osinkotuotto-%	7,4 %	7,7 %	7,9 %

Lähde: Inderes

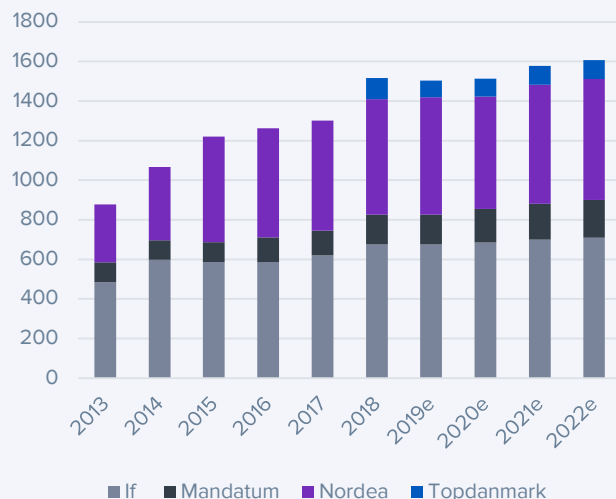
Sammon osinkotuotto-%



Osien summa	Uusi	Vanha
If	11500	11500
Mandatum	2510	2230
Nordea	6023	6970
Topdanmark	1962	1826
Muut sijoitukset	2073	2073
Nettovelka	-3484	-2100
Yhteensä (MEUR)	20584	22499
Per osake (EUR)	37,1	40,5

Sammon osingot

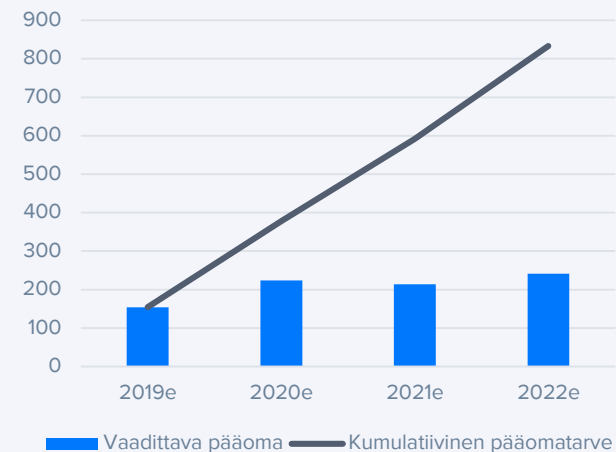
Sammon sisäiset osingot MEUR



Osinko ja rahavirta per osake



Osinkoennusteisiin vaadittava pääomitus Sammon taseesta

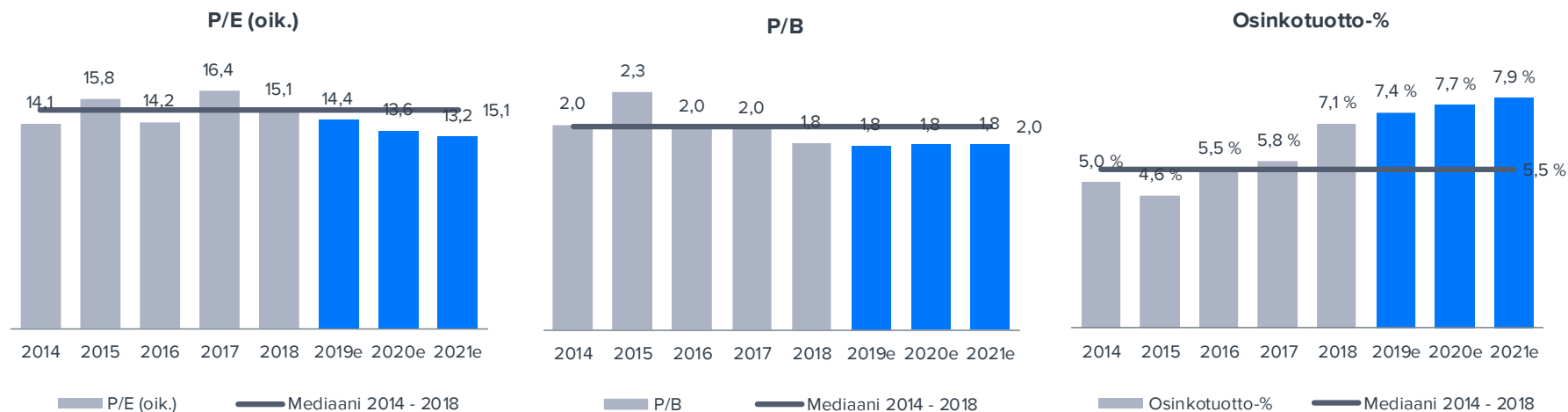


Sammon kassavirrat MEUR	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e	2022e
If	500	544	485	597	587	586	620	675	675	685	700	710
If lisäosinko						293						
Mandatum	100	0	100	100	100	125	125	150	150	170	180	190
Mandatum lisäosinko							150	150				
Nordea	250	224	293	370	533	551	557	585	594	568	602	611
Holdings	-50	-50	-44	-11	-1	5	-40	-7	9	-15	-15	-15
Topdanmark								107	84	90	96	96
Yhteensä	800	718	834	1056	1219	1560	1412	1660	1512	1498	1563	1592
Rahavirta per osake	1,43	1,28	1,49	1,89	2,18	2,79	2,52	2,99	2,72	2,70	2,81	2,87
Osinko per osake	1,20	1,35	1,65	1,95	2,15	2,30	2,60	2,85	2,95	3,05	3,15	3,25
Rahavirran jakosuhte-%	84 %	105 %	111 %	103 %	99 %	83 %	103 %	95 %	108 %	113 %	112 %	113 %
Osingon kasvu-%		12,5 %	22,2 %	18,2 %	10,3 %	7,0 %	13,0 %	9,6 %	3,5 %	3,4 %	3,3 %	3,2 %

Arvostustaulukko

Arvostustaso	2014	2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e	2022e
Osakekurssi	38,8	47,0	42,0	45,2	40,4	39,7	39,7	39,7	39,7
Osakemäärä, milj. kpl	560,0	560,0	560,0	555,4	555,4	555,4	555,4	555,4	555,4
Markkina-arvo	21739	26320	23520	25091	22436	22042	22042	22042	22042
P/E (oik.)	14,1	15,8	14,2	16,4	15,1	14,4	13,6	13,2	13,0
P/E	14,1	15,8	14,2	11,2	13,3	14,4	13,6	13,2	13,0
P/B	2,0	2,3	2,0	2,0	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8
Osinko/tulos (%)	70,9 %	72,4 %	78,0 %	64,5 %	93,8 %	106,8 %	104,9 %	105,1 %	106,3 %
Osinkotuotto-%	5,0 %	4,6 %	5,5 %	5,8 %	7,1 %	7,4 %	7,7 %	7,9 %	8,2 %

Lähde: Inderes



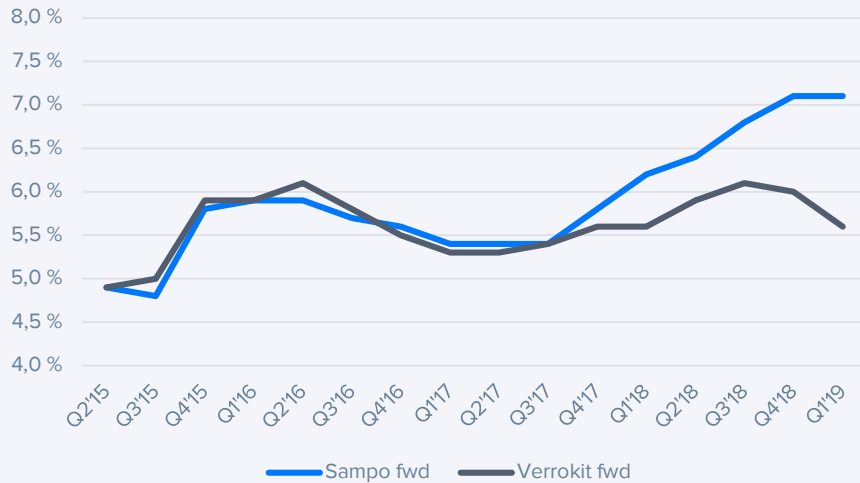
Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	P/E		Osinkotuotto-%		P/B 2019e
				2019e	2020e	2019e	2020e	
Aviva	416,60	19128		7,3	6,8	7,2	7,6	1,0
Prudential	100,87	36598	43590	8,4	7,9	3,5	3,9	1,0
Nordea	6,94	28247	163268	9,5	10,2	10,1	9,1	0,9
RSA Insurance Group	530,00	6404	6344	14,1	11,8	4,1	5,3	1,4
AXA	22,45	54536	53065	8,8	8,1	5,9	6,6	0,9
Allianz	209,45	89235	106003	12,1	11,2	4,2	4,5	1,4
Topdanmark	348,80	4211	4511	22,8	20,1	4,3	4,8	5,0
Gjensidige	167,15	8532	8173	27,7	17,4	4,4	4,5	3,7
Zurich Insurance Group	318,60	42276	46723	13,9	11,3	6,2	6,4	1,5
Tryg	201,80	8222	9339	34,9	22,8	3,3	3,8	5,2
Direct Line Insurance	311,90	5107	4539	9,6	10,9	9,1	9,3	1,6
SEB	89,02	18181	59592	10,6	10,3	7,3	7,4	1,3
Handelsbanken	102,05	18526	117323	12,1	11,5	6,2	5,7	1,4
Storebrand	68,52	3456	6096	12,9	12,5	4,4	4,9	1,1
Assicurazioni Generali	17,10	26841	35704	11,6	10,4	5,2	5,6	1,1
Aegon	4,46	9361	14298	6,4	6,2	6,5	6,9	0,5
Sampo (Inderes)	39,60	21992	25528	15,1	14,3	7,1	7,4	1,8
Keskiarvo				13,9	11,8	5,7	6,0	1,8
Mediaani				11,8	11,0	5,6	5,6	1,3
Erotus-% vrt. mediaani				27 %	30 %	27 %	32 %	36 %

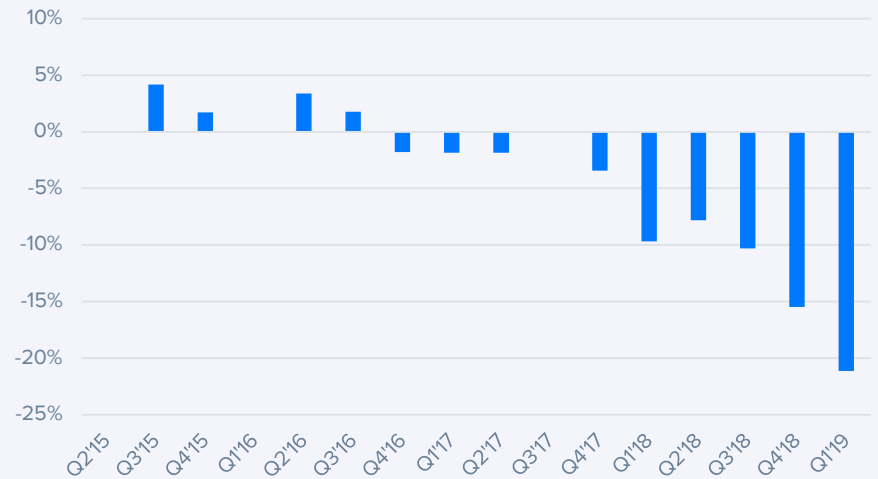
Lähde: Thomson Reuters / Inderes. Huomautus: Inderesin käyttämä markkina-arvo ei ota huomioon yhtiön hallussa olevia omia osakkeita.

Historiallinen arvostus vs. verrokkiryhmä

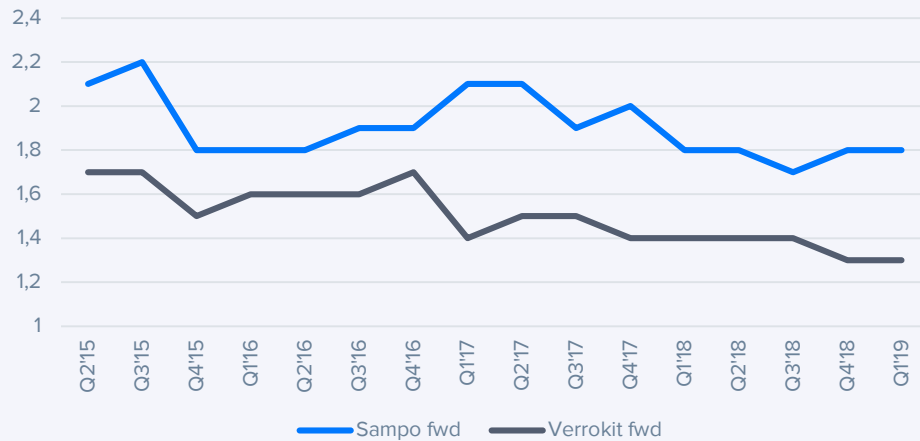
Sammon fwd osinkotuotto vs. verrokkit



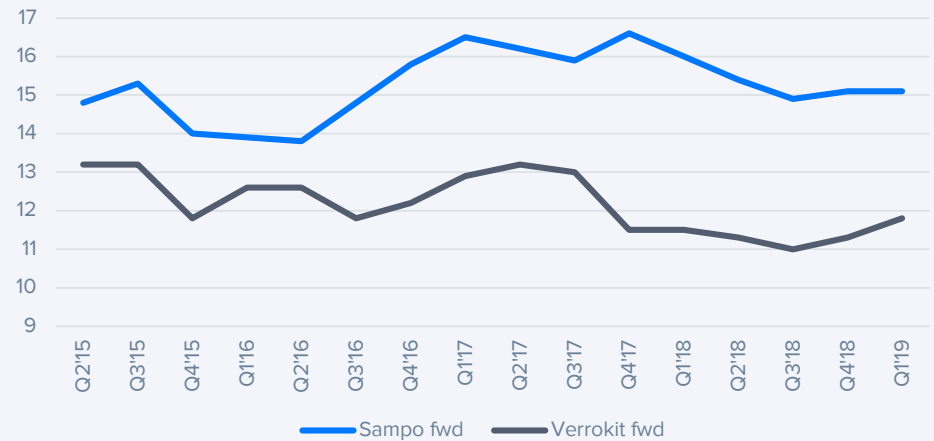
Osinkotuoton preemio/alennus vs. verrokkiryhmä



Sammon fwd P/B vs. verrokkit

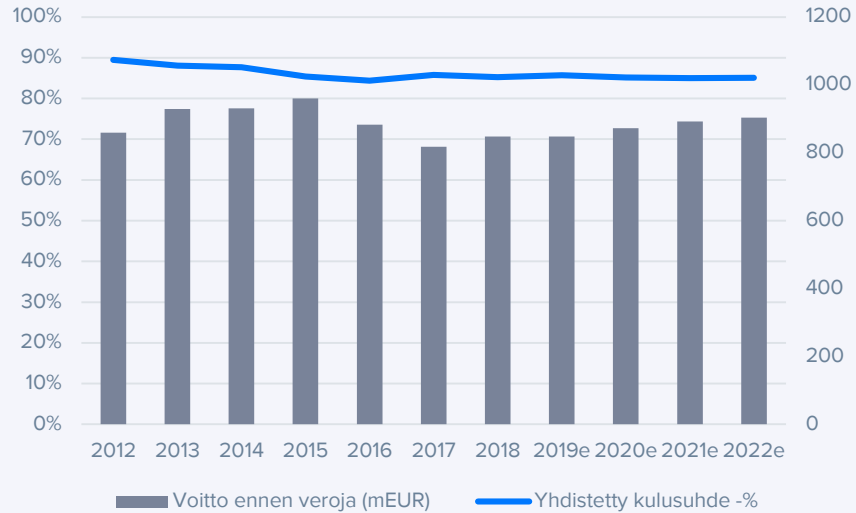


Sammon fwd P/E vs. verrokkit



Tulosennusteet graafeina

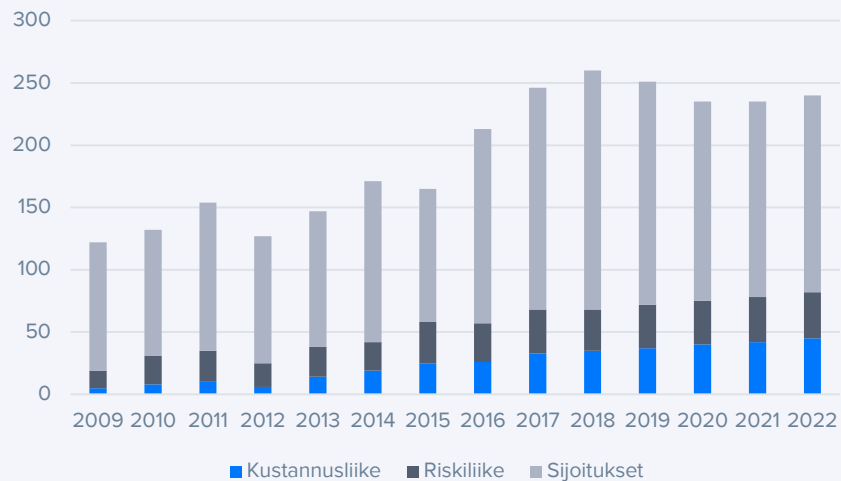
If ennusteet 2012-2022e



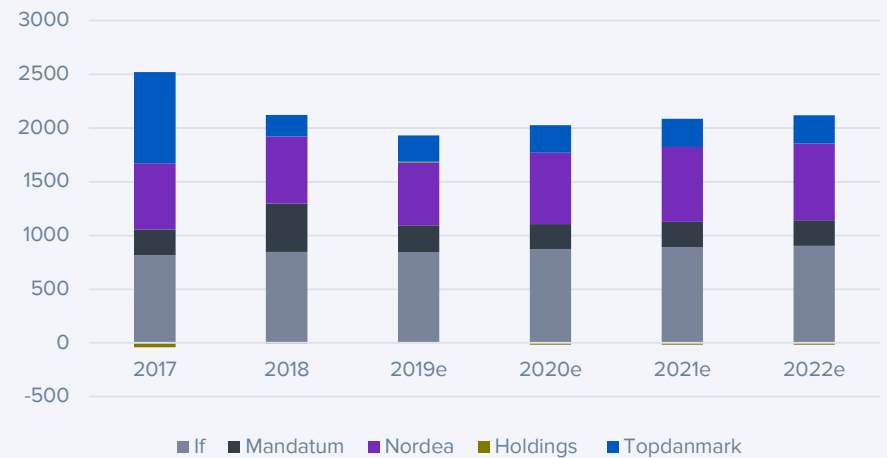
If ennusteet 2016-2022e



Mandatumin tuloskehitys 2012-2022e



Sammon PTP jakauma MEUR



Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2017	Q1'18	Q2'18	Q3'18	Q4'18	2018	Q1'19	Q2'19e	Q3'19e	Q4'19e	2019e	2020e	2021e	2022e
Vakuutusmaksutulo	5815	2598	1858	1562	1890	7908	2681	1973	1657	2023	8335	8322	8524	8732
If	4357	1518	1046	865	896	4325	1537	1063	878	909	4387	4475	4564	4656
Mandatum	960	243	285	153	393	1074	238	299	160	414	1111	1184	1243	1305
Nordea	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Holdings	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Topdanmark	498	837	527	544	601	2509	906	612	620	700	2837	2663	2716	2771
Elminoinnit	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	0,0
Käyttökate	2482	445	728	493	429	2095	475	501	488	469	1933	2012	2070	2105
Poistot ja arvonalennukset	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	0,0
Liikevoitto ilman kertaeriä	1776	445	531	493	429	1898	475	501	488	469	1933	2012	2070	2105
Liikevoitto	2482	445	728	493	429	2095	475	501	488	469	1933	2012	2070	2105
If	819	193	222	211	222	848	198	217	213	216	844	873	892	904
Mandatum	237	73	240	72	65	450	72	58	61	60	251	235	235	240
Nordea	617	165	223	139	98	625	83	190	155	155	583	663	697	714
Holdings	-40	-46	-2	6	35	-7	29	-7	-6	-7	9	-15	-15	-15
Topdanmark	848	60	45	65	29	199	92	43	65	45	245	257	261	262
Elminoinnit	0	0	0	0	-20	-20	0	0	0	0	0	0	0	0
Nettorahoituskulut	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Tulos ennen veroja	2482	445	728	493	429	2095	475	501	488	469	1933	2012	2070	2105
Verot	-243	-70	-101	-76	-70	-317	-82	-67	-72	-68	-289	-292	-301	-306
Vähemmistöosuudet	0,0	-27,0	-21,0	-28,0	-15,0	-91,0	-30,4	-23,9	-31,6	-17,9	-103,7	-104,2	-105,4	-100,0
Nettotulos	2239	348	606	389	344	1687	363	410	385	383	1540	1615	1664	1699
EPS (oikaistu)	2,76	0,63	0,74	0,70	0,62	2,68	0,65	0,74	0,69	0,69	2,77	2,91	3,00	3,06
EPS (raportoitu)	4,03	0,63	1,09	0,70	0,62	3,04	0,65	0,74	0,69	0,69	2,77	2,91	3,00	3,06

Tase

Vastaavaa	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Pysyvät vastaavat	44332	44422	44424	44426	44428
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aineettomat hyödykkeet	2121	2143	2144	2145	2146
Käyttöomaisuus	158	162	163	164	165
Sijoitukset osakkuusyhtiöihin	7765	8065	8065	8065	8065
Muut sijoitukset	23487	23357	23357	23357	23357
Muut pitkäaikaiset varat	10783	10671	10671	10671	10671
Laskennalliset verosaamiset	18,0	24,0	24,0	24,0	24,0
Vaihtuvat vastaavat	4971	4918	4240	4131	4099
Vaihto-omaisuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut lyhytaikaiset varat	1940	2263	2263	2263	2263
Myyntisaamiset	297	294	310	309	317
Likvidit varat	2734	2361	1667	1559	1519
Taseen loppusumma	49303	49340	48664	48557	48527

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Oma pääoma	13508	13014	12965	12942	12912
Osakepääoma	98,0	98,0	98,0	98,0	98,0
Kertyneet voittovarot	10692	10944	10895	10872	10842
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	2058	1344	1344	1344	1344
Vähemmistöosuus	660	628	628	628	628
Pitkäaikaiset velat	34478	35017	34390	34306	34306
Laskennalliset verovelat	638	487	487	487	487
Varaukset	33,0	18,0	18,0	18,0	18,0
Lainat rahoituslaitoksilta	3649	4711	4084	4000	4000
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	30158	29801	29801	29801	29801
Lyhytaikaiset velat	1317	1309	1309	1309	1309
Lainat rahoituslaitoksilta	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut lyhytaikaiset velat	1317	1309	1309	1309	1309
Taseen loppusumma	49303	49340	48664	48557	48527

Osinkomalli (DDM)

DDM-arvonmääritys (MEUR)	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	TERM
Sammon saamat osingot	1512	1498	1563	1592	1632	1672	1714	1757	1783
-Sammon saamien osinkojen kasvu-%	8,9 %	-0,9 %	4,3 %	1,8 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	1,5 %
Sammon jakama osinko	1666	1722	1777	1833	1833	1833	1833	1833	32210
-Osingonjako-%	110 %	115 %	114 %	115 %	112 %	110 %	107 %	104 %	
Sammon osingon kasvu-%	3,3 %	3,2 %	3,1 %	-100,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	1,5 %
Disk. osinko	1592	1533	1475	1418	1322	1232	1149	1071	17545
Disk. Kum osinko	28336	26745	25212	23737	22318	20996	19764	18615	17545

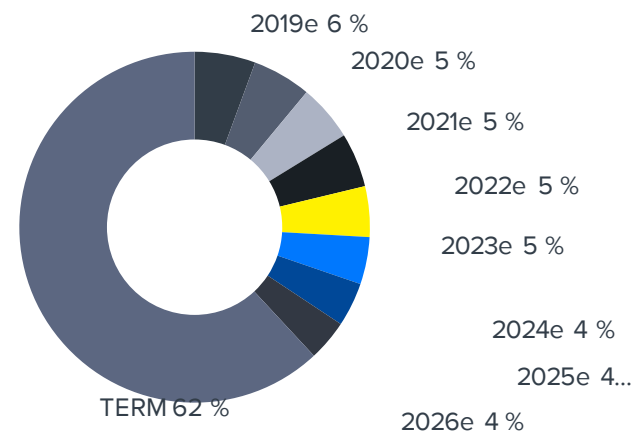
Oman pääoman arvo, DDM 28336

Per osake EUR 51,0

Pääoman kustannus

Riskitön korko	3,0%
Markkinoiden riskipremio	4,8%
Yrityksen Beta	0,90
Likviditeettipremio	0,0%
Pääoman kustannus	7,3%
WACC-%	6,8%

Rahavirran jakauma jaksoittain



Yhteenveto

Tuloslaskelma	2016	2017	2018	2019e	2020e
Vakuutusmaksutulo	5408	5815	7908	8335	8322
Voitto ennen veroja	1872	2482	2095	1933	2012
Nettovoitto	1651	2239	1687	1534	1615
Kertaluontoiset erät	0	706	197	0	0

Tase	2016	2017	2018	2019e	2020e
Taseen loppusumma	37954	49303	49340	48664	48557
Oma pääoma	11934	13508	13014	12965	12942
Nettovelat	1265	915	2350	2417	2441
ROE-%	14,1%	18,1%	13,4 %	12,4 %	13,1 %

Kassavirta MEUR	2016	2017	2018	2019e	2020e
If osinko	586	620	675	675	685
Mandatum osinko	125	125	150	150	170
Nordea osinko	551	557	585	594	568
Topdanmark osinko	0	0	107	84	90
Holdings kulut	5	-40	-7	9	-15
Osingot Sammolle	1267	1262	1510	1512	1498
Sammon jakama osinko	1288	1444	1583	1638	1694

Osakekohtaiset luvut	2016	2017	2018	2019e	2020e
EPS (raportoitu)	2,95	4,03	3,04	2,76	2,91
EPS (oikaistu)	2,95	2,76	2,68	2,76	2,91
Kassavirta/osake	2,26	2,27	2,72	2,72	2,70
Osinko / osake	2,30	2,60	2,85	2,95	3,05
Osinko/kassavirta	102 %	114 %	105 %	108 %	113 %
Omapääoma / osake	21,3	23,1	22,3	22,2	22,2

If tunnusluvut	2016	2017	2018	2019e	2020e
Vakuutusmaksutulo	4292	4358	4325	4387	4475
Vakuutusmaksutulon kasvu-%	-2,0 %	1,5 %	-0,8 %	1,4 %	2,0 %
Sijoitustuotot	173	215	229	229	220
Yhdistetty kulusuhde-%	84,4 %	85,7 %	85,2 %	85,7 %	85,2 %
Riskisuhde-%	62,3 %	63,3 %	63,3 %	63,9 %	64,0 %
Kulusuhde-%	22,1%	22,5 %	21,9 %	21,8 %	21,1 %

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

Lähde: Inderes

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

Suositushistoria (>12 kk)

Raporteilla esitettävä informaatio on hankittu useista eri julkisista lähteistä, joita Inderes pitää luotettavana. Inderesin pyrkimyksenä on käyttää luotettavaa ja kattavaa tietoa, mutta Inderes ei takaa esitettyjen tietojen virheettömyyttä. Mahdolliset kannanotot, arviot ja ennusteet ovat esittäjiensä näkemyksiä. Inderes ei vastaa esitettyjen tietojen sisällöstä tai paikkansapitävyydestä. Inderes tai sen työntekijät eivät myöskään vastaa raporttien perusteella tehtyjen sijoituspäätösten taloudellisesta tuloksesta tai muista vahingoista (välittömät ja välilliset vahingot), joita tietojen käytöstä voi aiheutua. Raportilla esitettyjen tietojen perustana oleva informaatio voi muuttua nopeastikin. Inderes ei sitoudu ilmoittamaan esitettyjen tietojen/kannanottojen mahdollisista muutoksista.

Mahdolliset kannanotot, arviot ja ennusteet ovat esittäjiensä näkemyksiä. Inderes ei vastaa esitettyjen tietojen sisällöstä tai paikkansapitävyydestä. Inderes tai sen työntekijät eivät myöskään vastaa tämän raportin perusteella tehtyjen päätösten taloudellisesta tuloksesta tai muista vahingoista (välittömät ja välilliset vahingot), joita tietojen käytöstä voi aiheutua. Raportilla esitettyjen tietojen perustana oleva informaatio voi muuttua nopeastikin. Inderes ei sitoudu ilmoittamaan esitettyjen tietojen/kannanottojen mahdollisista muutoksista.

Tuotetut raportit on tarkoitettu informatiiviseen käyttöön, joten raportteja ei tule käsittää tarjoukseksi tai kehotukseksi ostaa, myydä tai merkitä sijoitustuotteita. Asiakkaan tulee myös ymmärtää, että historiallinen kehitys ei ole tae tulevasta. Tehdessään päätöksiä sijoitustoimenpiteistä, asiakkaan tulee perustaa päätöksensä omaan tutkimukseensa, sekä arvioonsa sijoituskohteen arvoon vaikuttavista seikoista ja ottaa huomioon omat tavoitteensa, taloudellinen tilanteensa sekä tarvittaessa käytettävä neuvonantaja. Asiakas vastaa sijoituspäätöksensä tekemisestä ja niiden taloudellisesta tuloksesta.

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

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen tämänhetkisen hinnan ja 12 kuukauden tavoitehintamme väliseen prosenttieroön. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituksin myy, vähennä, lisää ja

osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään neljä kertaa vuodessa yhtiöiden osavuositarkastusten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvion mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmääritysmenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF) ja lisäarvomalli (EVA), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmääritysmenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

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

Osta	>15 %
Lisää	5-15 %
Vähennä	-5-5 %
Myy	< -5 %

Inderesin tutkimusta laatineilla analytikoilla tai Inderesin työntekijöillä ei voi olla 1) merkittävän taloudellisen edun ylittäviä omistuksia tai 2) yli 1 %:n omistusosuuksia missään tutkimuksen kohteena olevissa yhtiössä. Inderes Oy voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoittavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oy:n omistukset esitetään yksilöitynä mallisalkussa. Inderes Oy:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin laatineen analyytikon palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oy:llä ei ole investointipankkiliiketoimintaa.

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

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
12/02/2015	Lisää	45,00 €	43,00 €
07/05/2015	Lisää	45,00 €	42,70 €
13/08/2015	Lisää	48,00 €	45,27 €
14/09/2015	Lisää	48,00 €	44,60 €
06/11/2015	Lisää	48,00 €	45,30 €
10/02/2016	Lisää	45,00 €	39,17 €
12/05/2016	Lisää	43,00 €	39,00 €
10/08/2016	Lisää	43,00 €	38,06 €
10/10/2016	Lisää	43,00 €	40,47 €
03/11/2016	Lisää	44,00 €	40,67 €
09/02/2017	Lisää	46,00 €	42,15 €
16/03/2017	Lisää	46,00 €	43,15 €
12/05/2017	Lisää	47,00 €	45,60 €
09/08/2017	Lisää	47,00 €	45,28 €
03/11/2017	Lisää	47,00 €	45,18 €
08/02/2018	Lisää	48,00 €	46,78 €
11/05/2018	Lisää	46,00 €	43,86 €
09/08/2018	Lisää	46,00 €	42,94 €
08/11/2018	Lisää	46,00 €	41,20 €
08/02/2018	Lisää	46,00 €	42,16 €
09/05/2019	Lisää	43,00 €	39,69 €



Inderes on kaikille osakesijoittajille avoin analyysipalvelu ja yhteisö. Toimintaamme ohjaavat viisi periaatetta: riippumattomuus, laadukas analyysi, intohimo osakemarkkinoita kohtaan, pääomamarkkinoiden avoimuuden parantaminen sekä toiminta yhteisönä yhteisen hyvän edistämiseksi. Tavoitteemme on vaikuttaa positiivisesti yhteiskuntaan edistämällä kotimaista omistajuutta ja kansankapitalismia. Yhteisöömme kuuluvat sijoittajat oppivat tuntemaan kohdeyhtiöt paremmin, ymmärtävät omistajuuden merkityksen ja voivat kehittyä paremmiksi sijoittajiksi. Pörssiyrityksille varmistamme, että yhtiöstä on jatkuvasti sijoittajien ja omistajien saatavilla laadukasta tietoa päätöksentekoon. Inderes-yhteisöön kuuluu yli 35 000 aktiivista sijoittajaa ja yli 100 kotimaista pörssiyritystä, jotka haluavat pitää omistajiensa tietotarpeista huolta. Palvelemme yhteisöämme yli 20 työntekijän tiimillä intohimosta osakesijoittamiseen.

Inderes Oy

Itämerentori 2
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

Palkittua analyysiä osoitteessa www.inderes.fi

Palkinnot



2015, 2018
Suositus- ja
ennustetarkkuus



2014, 2016, 2017
Suositustarkkuus



2014, 2015, 2016, 2018
Suositus- ja
ennustetarkkuus



2012, 2016, 2018
Suositustarkkuus



2012, 2016, 2017, 2018
Suositus- ja
ennustetarkkuus



2017
Suositustarkkuus



2017
Suositustarkkuus



2018
Ennustetarkkuus



**Analyysi kuuluu
kaikille.**