

Sampo

Selskabsanalyse

09/08/2024 14:45 pm CET



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

Denne rapport er en delvis oversættelse af rapporten "Insurance pays off" publiceret d. 8. august 2024 kl. 11:50 CET

inde
res.

Forsikring betaler sig

Sampo's resultat lå betydeligt over forventningerne drevet af investeringsresultatet. Rentabiliteten i forsikringsaktiviteterne forblev stærk, og estimat-ændringerne for de kommende år er relativt moderate. Vi forventer fortsat en solid indtjeningsvækst i Sampo. Vi anser aktien for at være korrekt prissat ud fra flere betragtninger, og vurderer derfor risiko/afkast-forholdet som neutralt. Vi gentager vores Reducér-anbefaling, og justerer vores kursmål til 41 EUR per aktie (tidligere EUR 40) som følge af små positive estimat-ændringer.

Det bedre end ventede resultat kan henføres til investeringsresultatet

Sampo's Q2-resultat oversteg klart vores estimater. Rentabiliteten i forsikringsdelen var på linje med vores forventninger, men If's investeringsresultat lå langt over vores estimater. Dette var også årsagen til størstedelen af den bedre end forventede performance på kvartalet. Sampo's driftsaktiviteter fortsætter med at levere, og udviklingen var særlig stærk i Storbritannien. Også i Norden forblev rentabiliteten på forsikring på et højt niveau, selvom kvartalet var påvirket af nogle få storskader. Overordnet set var Sampo's samlede resultat før skat på 444 MEUR betydeligt over både vores estimater (+26%) og konsensus (+24%). Sampo ændrer ikke på helårs guidance, og fastholder forventninger om en samlet combined ratio på 83-85% på koncernniveau.

Løfter estimater som følge af det stærke investeringsresultat

Overordnet set er estimat-ændringerne efter Q2 2024 rapporten forholdsvis moderate. Vi øger vores estimat på resultat før skat for hele året med 4 %, primært drevet af det højere end forventede investeringsresultat i andet kvartal. Vores estimater for de kommende år forbliver stort set uændrede, selvom vi har hævet vores estimat for væksten i skadesforsikringsindtægterne for If en smule, og sænket vores forventninger til tab resten af året. For hele året forventer vi nu en samlet combined ratio på 84,3 %, hvilket er i indenfor rammen af selskabets nuværende guidance (83-85%).

Vores syn på Sampo's muligheder er stort set uændret, og vi estimerer, at selskabets normale indtjening under den nuværende struktur er omkring EUR 2,4-2,6 pr. aktie. Dette niveau bør vokse støt, drevet af vækst i driftsresultatet og aktietillbagekøb, men større ændringer bør ikke forventes givet den nuværende stærke eksekvering i alle forretningerne.

Det aktuelle kursniveau er fortsat ikke attraktivt

I vores værdiansættelse fokuserer vi især på udbytted modellen, da selskabets investeringsbehov er begrænset, og Sampo kan udlodde størstedelen af sin indtjening til aktionærene. Sampo's værdi pr. aktie baseret på vores udbytted model, som tager hensyn til overskydende kapital på balancen, er EUR41. Opkøbet af den resterende andel af Topdanmark ændrer ikke væsentligt på værdiansættelsen, da den tilbudte pris alene kan retfærdiggøres igennem omkostningssynergier, og den positive effekt på koncernens samlede størrelse er begrænset. Sampo's værdi understøttes af et lavt investeringsbehov samt et moderat risikoniveau. I en moden industri er vækstmulighederne begrænsede, hvilket sænker værdiansættelsesniveauet. Samlet set anser vi aktien for at være korrekt prissat (2024e P/E ~16x), og mener, at et bedre forventet afkast vil kræve en hurtigere indtjeningsvækst end hvad vi forventer, især da betydelige nye opkøb er usandsynlige efter opkøbet af de resterende aktier i Topdanmark.

Anbefaling

Reducer

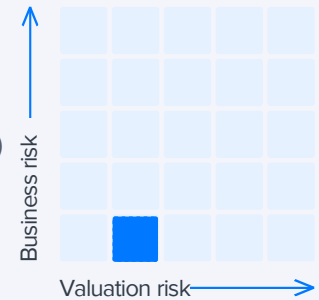
(Tidligere Reducér)

EUR 41.00

(Tidligere EUR 40.00)

Aktiekurs:

40.00



Nøgletal

	2023	2024e	2025e	2026e
PTP	1481	1744	1667	1769
growth-%	-23%	18%	-4%	6%
Net income	1323	1282	1300	1380
EPS (adj.)	2.60	2.47	2.55	2.62
Dividend / share	1.80	2.00	2.10	2.10
P/E (adj.)	15.2	16.2	15.7	15.3
P/B	2.7	2.9	2.8	2.7
Dividend yield-%	4.5 %	5.0 %	5.2 %	5.0 %
Payout ratio (%)	69%	81%	82%	80%

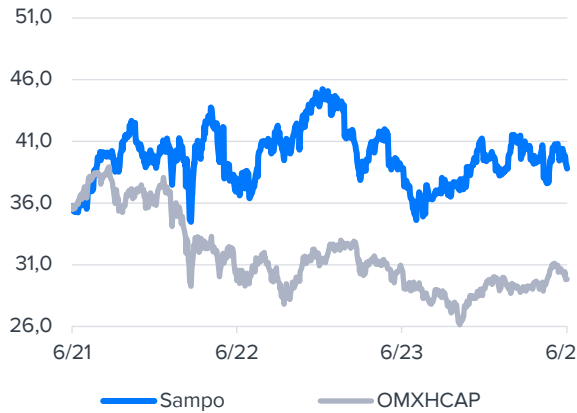
Source: Inderes

Guidance

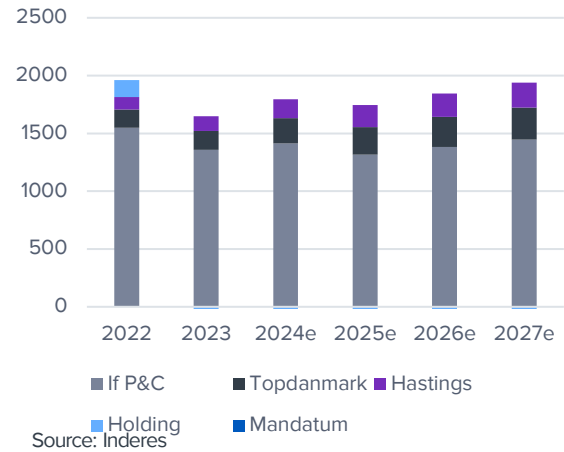
(Uændret)

Efter resultaterne for første halvår fastholder Sampo sine forventninger til koncernens combined ratio for 2024 om et niveau på 83-85 %.

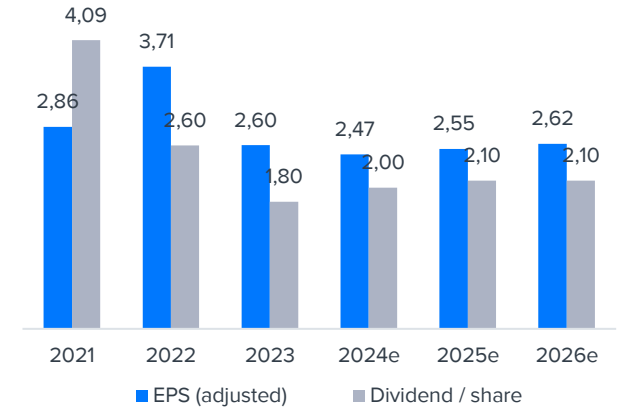
Aktiekurs



Segmentering af Sampo's resultat før skat (MEUR)



Indtjening pr. aktie og udbytte (EUR)



Værdiskabere

- Profitabel vækst i forsikringsaktiviteterne
- Kapital frigjort fra aktiviteter, der ikke er en del af kerneforretningen
- Højere renter vil forbedre investeringsresultatet
- Opkøb af Topdanmark
- Andre M&A-transaktioner



Risikofaktorer

- Stigende renter kan svække resultaterne fra garantistillelse og presse forsikringsselskabernes multipler
- Skærpet konkurrence på det nordiske forsikringsmarked

Valuation	2024e	2025e	2026e
Share price	40.0	40.0	40.0
Number of shares, millions	549.4	539.4	526.8
Market cap	21969	21969	21969
P/E (adj.)	16.2	15.7	15.3
P/E	17.1	16.6	15.3
P/B	2.9	2.8	2.7
Payout ratio (%)	85.7 %	87.1 %	80.1 %
Dividend yield-%	5.0 %	5.2 %	5.0 %

Source: Inderes

Bedre resultat end ventet forklaret af If's investeringsafkast

Sampo's resultat for 2. kvartal oversteg klart vores forventninger. Rentabiliteten i forsikringsaktiviteterne var i overensstemmelse med forventningerne, men If's investeringsafkast var klart bedre end vores forventninger. Samlet set var Sampo's koncernresultat før skat på 444 MEUR, hvilket klart oversteg både vores og konsensus-forventningerne. Sampo ændrede ikke 2024 guidance, men forventer stadig, at koncernens combined ratio vil være på 83-85%.

If's stærke investeringsafkast gav solid støtte til resultatet

Samlet set var If's forsikringsresultat i overensstemmelse med forventningerne. Bruttoopræmierne steg med 5,4% (6,7% ved faste valutakurser), hvilket var lidt under forventningerne. Væksten blev igen primært drevet af prisstigninger,

da nyregistreringer af biler forblev træge. Væksten var dog særligt stærk inden for personforsikring og SMV-kunder. På Kapitalmarkedsdagen identificerede Sampo disse som sine vigtigste vækstområder for de kommende år. Mere omkostningseffektivt digitalt salg spillede en vigtig rolle i væksten blandt SMV-kunder, som også var ret stærk (+18%).

Kundelojaliteten forblev høj, selvom den gennemsnitlige kundetilfredshed faldt en smule. Det lille fald skyldes sandsynligvis de betydelige prisstigninger på grund af inflation. Udviklingen i kundetilfredsheden skal følges nøje, da pricing power gennem stærk kundelojalitet er én af de vigtigste konkurrencemæssige fordele i skadeforsikringsforretningen.

Forholdet mellem erstatninger og præmier var lidt lavere end forventet, hvilket opvejede de lavere

indtægter. Som forventet var udgifterne til erstatninger dog lidt højere end i samme periode sidste år som følge af storskader i kvartalet. Når der justeres for flere engangsposter, var den justerede risikofaktor på et rigtig godt niveau. Dette er en vigtig forretningsindikator og den bedste forudsigelse af udviklingen i pricing power og konkurrencesituationen, da volatile elementer (såsom vejret og storskader) kan have en betydelig indflydelse på rentabiliteten på kort sigt.

If's investeringsresultat var langt over vores forventninger, hvilket førte til et resultat før skat på 379 MEUR, 24% over vores estimer.

Estimates MEUR / EUR	Q2'23	Q2'24	Q2'24e	Q2'24e	Consensus		Difference (%)	2024
	Comparison	Actualized	Inderes	Consensus	Low	High	Act. vs. Inderes	Inderes
Profit before taxes	363	444	352	358	312	418	26%	1546
If	320	379	305	321	261	367	24%	1229
Topdanmark	42	49	49	45	18	54	0%	218
Hastings	17	45	44	42	22	54	2%	167
Holdings	-15	-29	-46	-50	-70	-5	37%	-68
EPS (rep.)	0.60	0.62	0.50	0.50	0.43	0.61	24%	2.31

Source: Inderes & Vara (consensus)

Watch interview with the CFO here:



Ingen ændringer til guidance

Hastings fortsatte den positive udvikling

Hastings fortsatte med at udvikle sig positivt, og forsikringsindtægterne voksede hurtigere, end vi havde forventet. Antallet af forsikringspolicer fortsatte med at stige, så præmievæksten skyldtes ikke udelukkende prisstigninger. Dette er naturligvis i overensstemmelse med Hastings' mål, da de igennem effektiv drift og konkurrencedygtige priser sigter mod at opnå yderligere markedsandele, især gennem prissammenligningssider. Husforsikringer fortsatte med at vise den stærkeste vækst i løbet af kvartalet, med en stigning på 7% målt på antal policer.

Den operationelle udvikling var dog lidt bedre end forventet, så resultat før skat på 45 MEUR var på linje med vores forventninger. Under alle omstændigheder forblev resultatet rigtig stærkt, og Hastings' forrentning på egenkapitalen var på 18,6%

ved årets begyndelse. Dette er særdeles stærkt på et mere udfordret britisk marked.

Topdanmark har allerede rapporteret sit regnskab for Q2, som var nogenlunde på linje med forventningerne.

Ingen ændringer til guidance

I forbindelse med første kvartal reviderede Sampo sine forventninger til koncernens combined ratio for 2024 til et niveau på 83-85%. Som forventet var der ingen ændringer til guidance i forbindelse med Q2-rapporten. Vores opdaterede estimater viser nu en samlet combined ratio på 84,2% i indeværende år, hvilket er meget tæt på midtpunktet af selskabets guidance-interval.

Solvensen forblev på niveauet fra sidste kvartal

Sampo's solvens forblev på niveau med det

foregående kvartal, og koncernens solvens 2-ratio var på 179% (Q1'23: 180%). Solvensen blev understøttet af implementeringen af Partial Internal Model (PIM), hvis effekt ifølge vores beregninger var i overensstemmelse med virksomhedens tidligere estimater. Til gengæld blev solvensen negativt påvirket af det annoncerede aktietilbagekøbsprogram i juni på 800 MEUR, som blev fratrukket egenkapitalen i solvensberegningen.

Blandt Sampo's tiltag til at optimere balancen er exit fra private equity investeringer stadig i gang og forventes at finde sted i de næste par år. Selskabet estimerer, at dette vil frigøre yderligere 500 MEUR i kapital til udlodning. Hvis opkøbet af Topdanmark gennemføres, vil det ikke have væsentlig indflydelse på Sampo's solvens.

Estimates MEUR / EUR	Q2'23	Q2'24	Q2'24e	Q2'24e	Consensus		Difference (%)	2024
	Comparison	Actualized	Inderes	Consensus	Low	High	Act. vs. Inderes	Inderes
Profit before taxes	363	444	352	358	312	418	26%	1546
If	320	379	305	321	261	367	24%	1229
Topdanmark	42	49	49	45	18	54	0%	218
Hastings	17	45	44	42	22	54	2%	167
Holdings	-15	-29	-46	-50	-70	-5	37%	-68
EPS (rep.)	0.60	0.62	0.50	0.50	0.43	0.61	24%	2.31

Source: Inderes & Vara (consensus)

Se Sampo's Q2 webcast (på engelsk):



Topdanmark-opkøb forbedrer konkurrencepositionen i Danmark

Vi forventer, at det igangværende aktietilbagekøbsprogram på 800 MEUR vil blive delt 50/50 mellem i år og næste år. Vi forventer også et aktietilbagekøbsprogram på omkring 500 MEUR i 2026 og små ekstraordinære udbytter i de kommende år. Dog er mængden af ekstraordinære udbytter væsentligt lavere end vores estimerede aktietilbagekøb. Som følge heraf vil koncernens samlede udlodning for perioden 2024-2026 være ca. 4,4 BNEUR, hvilket er i overensstemmelse med Sampo's målsætning på 4,5 BNEUR.

Mod slutningen af kvartalet meddelte Sampo, at man havde underskrevet en længe ventet fusionsaftale med Topdanmark (se vores kommentarer [her](#)). Rapporten og earnings call med ledelsen indeholdt ikke andre væsentlige oplysninger om overtagelsestilbuddet. Tilbudsperioden forventes at starte i denne uge.

Opkøbet af Topdanmark forbedrer positionen i Danmark

Topdanmarks købstilbud har ikke ændret vores syn væsentligt på Sampo. Selvom den tilbudte pris alene kan retfærdiggøres af omkostningssynergier, er den positive effekt af transaktionen på koncern-niveau ret begrænset, da If's andel stadig er dominerende. Herudover vil en væsentlig del af synergipotentialet blive udbetalt som præmie til Topdanmarks aktionærer.

Men set fra Sampo's skadeforsikringsforretning er det vigtigste at fusionere If og Topdanmarks forretninger. Dette vil forbedre effektiviteten af skadeforsikringsaktiviteterne i Danmark, da If i dag er en for lille aktør på markedet. Dette afspejles i segmentets lavere lønsomhed.

Samlet set vil fusionen ikke være en øjeblikkelig

succes, hvis den gennemføres, men den giver stadig et godt grundlag for at opretholde stærk rentabilitet og moderat indtjeningsvækst, især på længere sigt.

Selvom der ikke blev givet yderligere oplysninger om Topdanmarks overtagelsestilbud i kvartalsrapporten, rapporterede Sampo, at man havde nået sit synergimål på 45 MEUR i Hastings indenfor den oprindelige tidsramme. Størstedelen af de opnåede forbedringer kom fra mere effektiv skadebehandling og forebyggelse af svindel. Derudover nævner Sampo, at man forventer, at yderligere forbedringer vil være synlige i resultatopgørelsen i fremtiden, men har ikke givet et estimat i euro. Under alle omstændigheder vil realisering af målene til tiden også øge tilliden til, at fordelene ved Topdanmark planen som minimum realiseres som planlagt.

Estimates MEUR / EUR	Q2'23	Q2'24	Q2'24e	Q2'24e	Consensus		Difference (%)	2024
	Comparison	Actualized	Inderes	Consensus	Low	High	Act. vs. Inderes	Inderes
Profit before taxes	363	444	352	358	312	418	26%	1546
If	320	379	305	321	261	367	24%	1229
Topdanmark	42	49	49	45	18	54	0%	218
Hastings	17	45	44	42	22	54	2%	167
Holdings	-15	-29	-46	-50	-70	-5	37%	-68
EPS (rep.)	0.60	0.62	0.50	0.50	0.43	0.61	24%	2.31

Source: Inderes & Vara (consensus)

Estimater øges på baggrund af det stærke investeringsafkast

Estimat-ændringer:

- Efter Q2 rapporten hævdede vi vores forventninger til bruttopræmierne en smule for if, da væksten i lokale valutaer var stærkere end forventet i første halvår. Da vi ikke tager stilling til valutabevægelser, bør det også føre til en stærkere præmievækst end forventet mod slutningen af året. Vi har også øget vores estimater lidt for næste års omsætningsvækst i lf. Dette skyldes ikke kun prisstigninger, men også vækst i person- og SMV-forsikringer. Effekten af dette er dog lille på koncernniveau.
- Overordnet set er estimat-ændringerne efter Q2 2024 rapporten forholdsvis moderate. Vi øger vores estimat på resultat før skat for hele året med 4 %, primært drevet af det højere end forventede investeringsresultat i andet kvartal. Vores estimater for de kommende år forbliver stort set uændrede. For hele året forventer vi nu en samlet combined ratio på 84,3 %, hvilket er i indenfor rammen af selskabets nuværende guidance (83-85%).
- Vi har ikke ændret i vores estimater til udlodning efter Q2 rapporten.

Værdiskabere for den operationelle indtjening:

- Vores vurdering af Sampo's potentiale er uændret, og vi estimerer, at selskabets normale indtjening under den nuværende struktur er omkring EUR 2,4-2,6 pr. aktie. EPS bør vokse støt fra dette niveau, drevet af vækst i driftsresultat og aktietilbagekøb, men større justeringer bør ikke forventes givet den nuværende stærke eksekvering i alle selskaberne.
- En væsentlig risiko for indtjeningsudviklingen er den ændrede konkurrencesituation, da priskonkurrence uundgåeligt vil påvirke sektorens rentabilitet. Vi er dog mere optimistiske end tidligere omkring markedets prisdisciplin, da der ikke har været nogen væsentlig forringelse af rentabiliteten, selv med stigende renter. Men overordnet set mener vi, at sektoren er gået ind i en periode med permanent lavere combined ratios, og en tilbagevenden til niveauerne for et årti siden er ikke forventet.
- Resultatet af investeringsaktiviteterne vil fortsat påvirke de kortsigtede resultater, men på længere sigt vil denne effekt udjævnes. Afkastudsigterne for Sampo's investeringsportefølje, der primært består af obligationer, er tydeligt forbedret i takt med stigende renter, hvilket vil understøtte indtjeningen i de kommende år.

Estimate revisions	2024	2024	Change	2025e	2025e	Change	2026e	2026e	Change
MEUR / EUR	Old	New	%	Old	New	%	Old	New	%
Revenue	8336	8324	0%	8800	8859	1%	9122	9233	1%
EBIT (exc. NRIs)	1750	1819	4%	1747	1742	0%	1763	1769	0%
PTP	1675	1744	4%	1672	1667	0%	1763	1769	0%
EPS (excl. NRIs)	2.40	2.47	3%	2.56	2.55	0%	2.55	2.62	3%
DPS	2.00	2.00	0%	2.10	2.10	0%	2.10	2.10	0%

Source: Inderes

Aktien er korrekt prisfastsat

Vi vurderer Sampo's fair value ud fra en relativ og absolut værdiansættelse samt en udbyttemodel. I vores analyse har vi særligt fokus på udbyttemodellen, da selskabets investeringsbehov er lav, og virksomheden er i stand til at udlodde størstedelen af sin indtjening til aktionærene.

Vores opfattelse af Sampo's værdi er stort set uændret siden Q2-rapporten. Dog reviderer vi Sampo's kursmål til 41 EUR (tidligere 40 EUR) for at afspejle mindre ændringer i vores estimater.

Udbyttemodel (DDM)

Vores udbyttemodel indikerer en værdi på omkring 41 EUR pr. aktie for Sampo (tidligere 40 EUR). Koncernens værdi er særlig afhængig af If, som udgør mere end 80% af værdien i vores beregninger.

Vores udbyttemodel antager, at fremtidige udbetalinger foretages gennem udbytter, men i virkeligheden vil dette sandsynligvis blive en kombination af udbytter og aktietilbagekøb. Hvis aktierne tilbagekøbes i markedet til omkring fair værdi, er effekten på aktiens værdi den samme. Antagelsen er i overensstemmelse med vores opfattelse af, at Sampo's aktie er rimelig vurderet på de nuværende niveauer. Vi har dog inkluderet den nuværende overskudskapital på balancen i beregningen af aktiens værdi.

Faktorer der kan føre til i en højere sum-of-the-parts (SOTP), vil være:

- Højere synergieffekter end forventet fra Topdanmark transaktionen
- Flere succesfulde frasalg af Private Equity-investeringer end forventet
- Stærkere end forventet organisk indtjeningsvækst i skadeforsikringsaktiviteterne

Potentielle produktområder, der kan accelerere

væksten, inkluderer SMV-forsikring og personforsikring, som stadig udgør en relativ lille del af den nuværende forretning.

Derudover har Hastings potentiale til at vinde markedsandele i Storbritannien gennem en effektiv driftsmodel og konkurrencedygtige priser. Når det kommer til indtjeningsvækst, ser vi dog ikke en betydelig vækst foran os, hvilket også indikeres i Sampo's finansielle mål. Derfor har vi svært ved at se Sampo's værdi stige markant fra nuværende niveau.

Indtjeningsbaseret værdiansættelse af aktien er neutral

P/E-multiplerne for de næste par år ligger på cirka 16x, og de tilsvarende udbytteafkast er 5% (inklusive ekstraordinære udbytter i 2024-2025). Disse niveauer er i tråd med de største nordiske forsikringsselskaber. Værdiansættelsen er stadig ikke specielt lav, men det er berettiget givet den høje kvalitet af Sampo's forretningsenheder. Sampo's værdi baseret på multipler understøttes af selskabets lave investeringsbehov og moderate risikoprofil. Derudover forhøjes værdien af den overskydende kapital på balancen. I en moden industri er vækstmulighederne begrænsede, hvilket sænker acceptable multiple-niveauer. Det er svært for os at se et væsentligt potentiale for kursstigninger fra det nuværende niveau.

Aktien er korrekt prisfastsat

Samlet set ser vi Sampo's aktie som korrekt prissat. Det forventede afkast på aktien er hovedsageligt baseret på udbytte og optimering af balancen, hvilket vi ikke anser for et tilstrækkelig attraktiv afkast i det nuværende rentemiljø. Et bedre forventet afkast vil efter vores vurdering kræve en hurtigere vækst i indtjeningen, end vi forventer nu, hvor væsentlige nye M&A-aktiviteter er højest usandsynlig efter Topdanmark-opkøbstilbuddet.

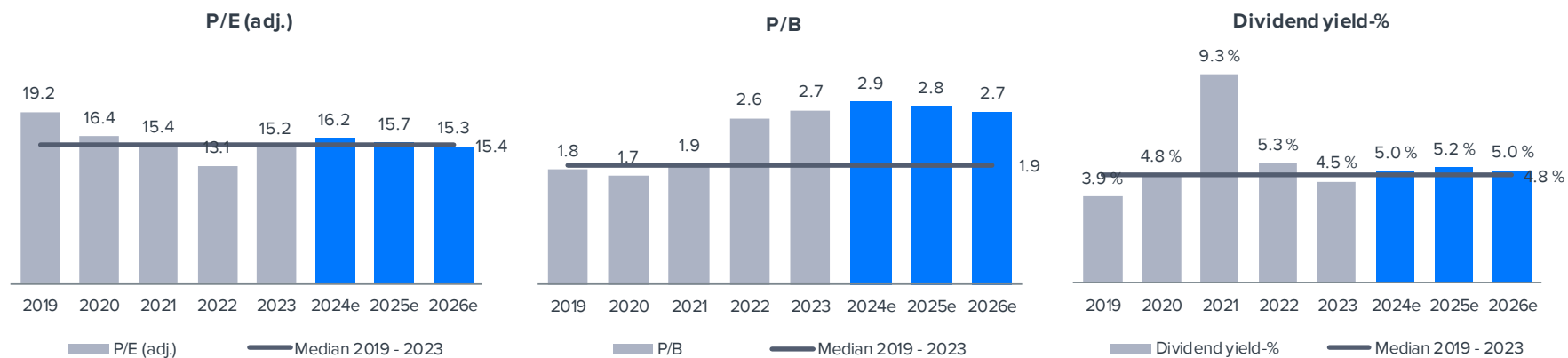
Valuation	2024e	2025e	2026e
Share price	40.0	40.0	40.0
Number of shares, millions	549.4	539.4	526.8
Market cap	21969	21969	21969
P/E (adj.)	16.2	15.7	15.3
P/E	17.1	16.6	15.3
P/B	2.9	2.8	2.7
Payout ratio (%)	85.7 %	87.1 %	80.1 %
Dividend yield-%	5.0 %	5.2 %	5.0 %

Source: Inderes

Valuation table

Valuation	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	2027e
Share price	38.9	35.3	44.1	48.8	39.6	40.0	40.0	40.0	40.0
Number of shares, millions	556.6	556.6	554.3	530.3	508.0	549.4	539.4	526.8	526.8
Market cap	21609	19593	24109	25108	19876	21969	21969	21969	21969
P/E (adj.)	19.2	16.4	15.4	13.1	15.2	16.2	15.7	15.3	14.5
P/E	19.2	>100	9.5	12.3	15.2	17.1	16.6	15.3	14.5
P/B	1.8	1.7	1.9	2.6	2.7	2.9	2.8	2.7	2.6
Payout ratio (%)	73.7 %	2484.5 %	87.3 %	63.5 %	68.3 %	85.7 %	87.1 %	80.1 %	79.7 %
Dividend yield-%	3.9 %	4.8 %	9.3 %	5.3 %	4.5 %	5.0 %	5.2 %	5.0 %	5.3 %

Source: Inderes



Peer group valuation

Peer group valuation Company	Market cap MEUR	P/E		Dividend yield-%		P/B
		2024e	2025e	2024e	2025e	2024e
Tryg	11985	16.9	15.7	5.6	5.9	2.6
Gjensidige	7383	17.5	14.3	5.2	5.8	3.7
Topdanmark	4320	25.6	22.3	3.7	4.3	6.3
ALM	2594	15.7	12.6	5.2	9.2	1.4
Storebrand	3874	10.1	10.8	4.6	4.9	1.5
Admiral	9353	17.3	15.3	5.2	5.8	7.3
Direct Line	2648	13.5	7.7	6.3	8.8	1.0
Zurich Insurance Group	71075	13.7	12.5	5.9	6.3	3.0
Allianz	96520	9.9	8.9	6.1	6.6	1.6
Assicurazioni Generali	34370	8.8	8.2	6.2	6.7	1.1
Sampo (Inderes)	21969	16.2	15.7	5.0	5.2	2.9
Average		14.9	12.8	5.4	6.4	3.0
Median		14.7	12.5	5.4	6.1	2.1
Diff-% to median		10%	25%	-8%	-15%	36%

Source: Refinitiv / Inderes

Income statement

Income statement	2022	Q1'23	Q2'23	Q3'23	Q4'23	2023	Q1'24	Q2'24	Q3'24e	Q4'24e	2024e	2025e	2026e	2027e
Insurance revenue	7267	1799	1820	1881	2035	7535	2020	2057	2114	2133	8324	8859	9233	9539
If P&C	5024	1235	1231	1264	1266	4996	1290	1297	1339	1342	5268	5505	5725	5897
Topdanmark	1255	318	317	321	332	1288	361	361	383	383	1488	1582	1630	1662
Hastings	988	246	272	296	437	1251	369	399	392	408	1568	1772	1879	1980
Mandatum	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
EBIT (excl. NRI)	1786	359	363	390	369	1481	465	444	416	495	1819	1742	1769	1863
EBIT	1924	359	363	390	369	1481	465	444	416	420	1744	1667	1769	1863
If P&C	1550	337	320	332	369	1358	356	379	336	343	1414	1317	1383	1447
Topdanmark	157	63	42	38	19	162	63	49	53	52	217	238	260	276
Hastings	107	10	17	43	59	129	26	45	45	47	164	190	202	216
Holding	146	-45	-15	-21	-79	-160	20	-30	-19	-23	-51	-78	-76	-76
Mandatum	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
PTP	1924	359	363	390	369	1481	465	444	416	420	1744	1667	1769	1863
Taxes	-384	-91	-81	-79	-88	-339	-96	-100	-91	-92	-380	-367	-389	-410
Minority interest	-114	-26	-18	-17	-9	-70	-26	-7	-23	0	-56	0	0	0
Net earnings	2107	271	306	363	383	1323	343	310	302	327	1282	1300	1380	1453
EPS (adj.)	3.71	0.53	0.61	0.72	0.76	2.64	0.68	0.62	0.55	0.73	2.47	2.55	2.62	2.76
EPS (rep.)	3.97	0.53	0.61	0.72	0.76	2.60	0.68	0.62	0.55	0.60	2.33	2.41	2.62	2.76

Balance sheet

Assets	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Non-current assets	19463	19727	19765	19803	19841
Goodwill	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Intangible assets	3322	3637	3672	3707	3742
Tangible assets	329	318	321	324	327
Associated companies	11.7	12.0	12.0	12.0	12.0
Other investments	15789	15757	15757	15757	15757
Other non-current assets	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Deferred tax assets	11.0	3.0	3.0	3.0	3.0
Current assets	19749	4497	4962	5229	5417
Inventories	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Other current assets	15617	800	800	800	800
Receivables	1820	2282	2081	2215	2308
Cash and equivalents	2312	1415	2081	2215	2308
Balance sheet total	39212	24224	24727	25032	25258

Source: Inderes

Liabilities & equity	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Equity	10178	7687	8066	8268	8516
Share capital	98.0	98.0	98.0	98.0	98.0
Retained earnings	8482	6378	6757	6959	7207
Hybrid bonds	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Revaluation reserve	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Other equity	1038	787	787	787	787
Minorities	560	424	424	424	424
Non-current liabilities	14484	15197	15321	15425	15402
Deferred tax liabilities	506	567	567	567	567
Provisions	6.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Interest bearing debt	3087	2914	3038	3142	3119
Convertibles	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Other long term liabilities	10885	11716	11716	11716	11716
Current liabilities	14550	1340	1340	1340	1340
Interest bearing debt	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Payables	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Other current liabilities	14550	1340	1340	1340	1340
Balance sheet total	39212	24224	24727	25032	25258

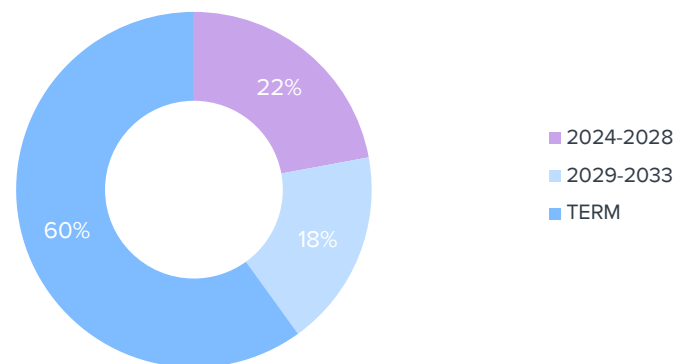
DDM calculation

DDM- valuation (MEUR)	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	TERM
Sampo's result	1282	1300	1380	1453	1404	1432	1461	1490	1520	1550	1550
Sampo's dividend	1098	1132	1106	1158	1264	1289	1315	1341	1368	1395	25932
Payout ratio	86%	87%	80%	80%	90%	90%	90%	90%	90%	90%	
Growth-% in Sampo's dividend	21.6 %	3.1 %	-2.3 %	4.8 %	9.1 %	2.0 %	2.0 %	2.0 %	2.0 %	2.0 %	2.0 %
Discounted dividend	1067	1024	930	906	920	873	828	786	746	708	13157
Discounted cumulative dividend	21946	20879	19855	18925	18018	17099	16226	15397	14611	13865	13157
Excess capital on balance sheet (MEUR)	750										
Equity value (MEUR)	22696										
Per share EUR	41.3										

Cost of capital

Risk-free interest	2.5%
Market risk premium	4.8%
Company Beta	1.05
Liquidity premium	0.0%
Cost of equity	7.5%

Cash flow breakdown



Summary

Income statement	2021	2022	2023	2024e	2025e	Per share data	2021	2022	2023	2024e	2025e
Insurance revenue	9746	7267	7535	8324	8859	EPS (reported)	4.63	3.97	2.60	2.33	2.41
Profit before taxes	3172	1924	1481	1744	1667	EPS (adj.)	2.86	3.71	2.60	2.47	2.55
Net profit	2568	2107	1323	1282	1300	Dividend / share	4.10	2.60	1.80	2.00	2.10
Extraordinary items	982	138	0	-75	-75	Book value / share	23.1	18.1	14.3	13.9	14.5
Balance sheet	2021	2022	2023	2024e	2025e	If tunnusluvut	2021	2022	2023	2024e	2025e
Balance sheet total	61061	39212	24224	24727	25032	Insurance revenue	4772	5024	4996	5268	5505
Equity capital	13464	10178	7687	8066	8268	Insurance revenue growth-%	6.0 %	5.3 %	-0.6 %	5.4 %	4.5 %
ROE-%	21.2 %	18.8 %	15.7 %	17.2 %	16.8 %	Investment income	174	278	871	680	600
						Combined ratio	81.3 %	86.6 %	83.1 %	83.7 %	82.7 %
						Risk ratio	59.9 %	65.0 %	61.9 %	62.8 %	62.0 %
						Cost ratio	21.4 %	21.6 %	21.2 %	20.9 %	20.7 %

Source: Inderes

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.

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

Recommendation history (>12 mo)

Date	Recommendation	Target	Share price
3/17/2020	Buy	30.00 €	23.83 €
4/30/2020	Buy	34.00 €	30.85 €
5/7/2020	Accumulate	33.00 €	30.40 €
6/16/2020	Buy	34.00 €	30.40 €
8/6/2020	Buy	35.00 €	30.30 €
10/9/2020	Buy	38.00 €	35.20 €
11/5/2020	Buy	38.00 €	34.14 €
1/20/2021	Buy	38.00 €	35.28 €
2/12/2021	Buy	41.00 €	36.04 €
2/25/2021	Buy	41.00 €	36.95 €
4/7/2021	Buy	43.00 €	39.23 €
5/6/2021	Buy	44.00 €	39.85 €
8/5/2021	Buy	45.00 €	42.39 €
9/24/2021	Buy	46.00 €	43.35 €
11/4/2021	Accumulate	48.00 €	46.73 €
12/9/2021	Accumulate	48.00 €	44.09 €
2/10/2022	Accumulate	49.00 €	45.35 €
5/5/2022	Accumulate	48.00 €	45.85 €
5/23/2022	Accumulate	44.00 €	41.76 €
8/4/2022	Accumulate	46.00 €	43.71 €
10/27/2022	Reduce	46.00 €	46.67 €
11/3/2022	Reduce	46.00 €	44.32 €
2/13/2023	Reduce	46.00 €	45.50 €
5/11/2023	Reduce	47.00 €	46.15 €
6/14/2023	Reduce	44.00 €	43.08 €
8/10/2023	Accumulate	44.00 €	40.35 €
10/2/2023	Accumulate	39.00 €	40.98 €
11/9/2023	Reduce	39.00 €	38.94 €
2/9/2024	Reduce	40.00 €	39.50 €
5/8/2024	Reduce	39.00 €	37.66 €
6/18/2024	Reduce	40.00 €	38.81 €
8/8/2024	Reduce	40.00 €	40.00 €



Inderes democratizes investor information by connecting investors and listed companies.

We help over 400 listed companies better serve investors. Our investor community is home to over 70,000 active members.

We build solutions for listed companies that enable frictionless and effective investor relations. For listed companies, we offer Commissioned Research, IR Events, AGMs, and IR Software.

Inderes is listed on the 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

**Connecting investors
and listed companies.**