

Sampo

Selskabsanalyse

09/08/2024 14:30 CET



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

Denne rapport er en delvis oversættelse af rapporten "The stalemate is finally resolved" publiceret d. 18. juni 2024 kl. 16:29 CET

**inde
res.**

Dødvandet er endelig overstået

Sampo annoncerede mandag d. 17. juni 2024, at de har underskrevet den længe ventede fusionsaftale med Topdanmark, hvilket vil øge deres ejerandel i selskabet til 100% fra de tidligere 48,9%. I praksis overtager Sampo Topdanmark, og integrerer deres skadeforsikringsforretning i lf. Vi anser det for sandsynligt, at fusionen bliver godkendt, og vi har derfor inkluderet dens estimerede effekt i vores estimater. Selvom vi ser positivt på fusionen, er dens betydning for gruppens samlede værdi moderat. Vi opjusterer vores kursmål til EUR 40 (tidligere EUR 39) og gentager vores Reducer-anbefaling, da aktien er neutral værdiansat.

Rationalet for fusionen skal findes i synergierne

Fusionen styrker Sampo's position som den førende skadeforsikringsudbyder i Norden og åbner op for betydelige omkostningssynergier, f.eks. inden for IT-systemer, når Topdanmarks skadeforsikringsforretning integreres i lf's nordiske organisation. Samtidig bliver den fastlåste ejersituation i Topdanmark endelig løst, og fokus kan nu rettes mod den fortsatte udvikling af gruppens skadeforsikringsaktiviteter. Sampo annoncerede samtidig et aktietilbagekøbsprogram på 800 MEUR for at reducere udvandingen af aktiekapitalen som følge af det øgede antal aktier efter fusionen. Fusionen er planlagt til at blive gennemført via en aktieombytning, hvor Topdanmarks værdi pr. aktie er sat til DKK 366,38, hvilket svarer til en præmie på ca. 27% i forhold til fredagens lukkekurs. P/E-forholdet, som tager højde for engangsomkostninger, vil således være omkring 14x baseret på indtjeningsestimater for 2025. Dette kan anses som et fair niveau set fra Sampo's aktionærers perspektiv, da vi anser et P/E-forhold på 15-17x for Sampo som rimeligt.

Fusionens potentiale vil med en vis forsinkelse blive synliggjort i indtjeningen

Vores EPS-forventninger for de næste par år er faldet en smule som følge af det øgede antal aktier. Synergifordelene ved fusionen vil først blive synlige med en vis forsinkelse, så vores langsigtede indtjeningsestimater er steget tilsvarende. Overordnet set er vores syn på Sampo's muligheder næsten 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, men større niveaujusteringer bør ikke forventes givet den nuværende stærke eksekvering i alle selskaberne.

Aktien er korrekt prissat

I vores værdiansættelse fokuserer vi især på udbyttemodellen, da selskabets investeringsbehov er begrænsede, og Sampo kan udlodde størstedelen af sin indtjening til aktionærerne. 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, da lf stadig udgør en dominerende andel. Desuden vil en betydelig del af synergipotentialt blive udbetalt som en præmie til Topdanmarks aktionærer. Vores vurdering af Sampo's værdi er stort set uændret, men opkøbet af Topdanmarks minoritetsaktionærer vil have en lille positiv indvirkning. Sampo's værdi understøttes af et lavt investeringsbehov, samt et moderat risikoniveau. I en moden industri er vækstmulighederne begrænsede, hvilket sænker det acceptable værdiansættelsesniveau. Samlet set anser vi aktien for at være korrekt prissat og mener, at et bedre forventet afkast kræver hurtigere indtjeningsvækst end forventet, især da betydelige nye opkøb er usandsynlige efter opkøbet af de resterende aktier i Topdanmark.

Anbefaling

Reducer
(tidligere Reducer)

EUR 40.00
(tidligere EUR 39.00)

Aktiekurs:
38.81



Nøgletal

	2023	2024e	2025e	2026e
PTP	1481	1675	1672	1763
growth-%	-23%	13%	0%	5%
Net Income	1323	1241	1304	1375
EPS (adj.)	2.60	2.40	2.56	2.55
Dividend / share	1.80	2.00	2.10	2.10

P/E (adj.)	15.2	16.2	15.2	15.2
P/B	2.7	2.8	2.7	2.6
Dividend yield-%	4.5 %	5.2 %	5.3 %	5.3 %
Payout ratio (%)	69%	83%	82%	82%

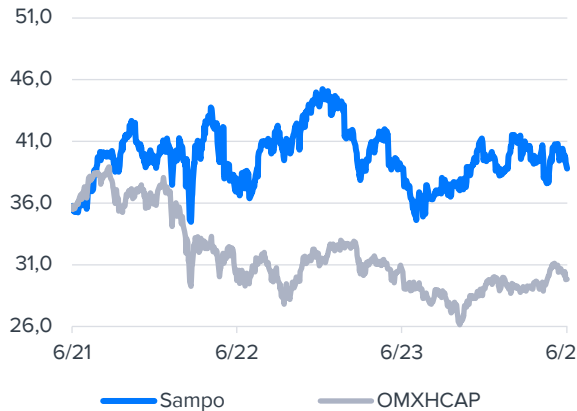
Source: Inderes

Guidance

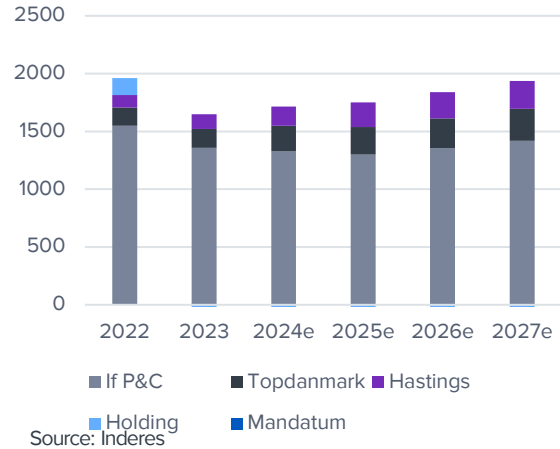
(Uændret)

Efter resultaterne for første kvartal har Sampo revideret sine forventninger til koncernens combined ratio for 2024 og forventer nu et niveau på 83-85 %.

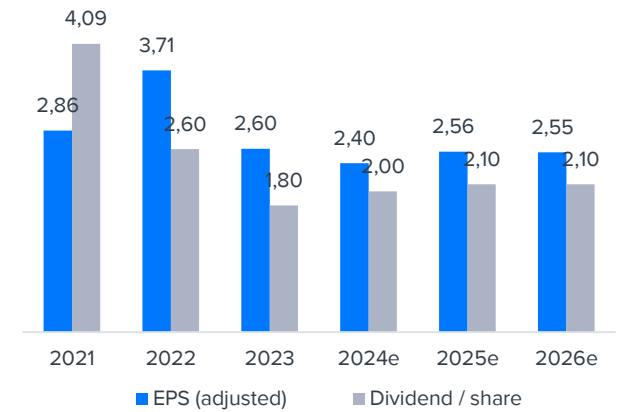
Aktiekurs



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	38.8	38.8	38.8
Number of shares, millions	549.0	538.5	538.5
Market cap	21298	21298	21298
P/E (adj.)	16.2	15.2	15.2
P/E	17.2	16.0	15.2
P/B	2.8	2.7	2.6
Payout ratio (%)	88.4 %	86.7 %	82.2 %
Dividend yield-%	5.2 %	5.3 %	5.3 %

Source: Inderes

Integrationen er baseret på synergier

Det estimerede synergipotential er højt

I fusionen vil aktionærene i Topdanmark modtage 1,25 nye Sampo A-aktier for hver aktie i Topdanmark. Topdanmarks indre værdi pr. aktie vil dermed være DKK 366,38, og værdien af hele aktiekapitalen vil være 33 mia. DKK, hvilket er en præmie på cirka 27% i forhold til fredagens lukkekurs. Dette svarer nogenlunde til vores eget estimat på præmiens størrelse i forbindelse med et muligt bud.

Baseret på konsensusforventningerne for 2025 er transaktionens P/E på 22,2x, hvilket er relativt højt. Sampo's ledelse forventer dog synergier på cirka 95 MEUR fra fusionen, hvilket vil reducere P/E-forholdet til 13x. Engangsomkostninger til integrationen anslås til omkring 150 MEUR, og inkluderes disse som en del af købsprisen, vil P/E-forholdet være omkring 14x. Prisen kan derfor anses for rimelig ud fra Sampo aktionærernes perspektiv, da vi betragter en P/E på 15-17x som acceptabel for Sampo. Fusionens indvirkning på den samlede værdi af Sampo er dog begrænset og udgør kun få procent baseret på vores estimater.

Ved første øjekast synes synergipotentialet at være noget højere end vores tidligere estimater og svarer til vores positive scenarie. De primære kilder til synergier er omkostningsbesparelser (65 MEUR), hvoraf de mest betydelige er relateret til

standardisering af IT-systemer (~40% af omkostningssynergierne). Sampo forventer, at resten af synergipotentialet (30 MEUR) vil blive opnået gennem højere afkast, f.eks. via bedre prissætning og bedre udnyttelse af digitale salgskanaler. Synergierne forventes at blive realiseret gradvist frem til 2028.

Nye aktietilbagekøb forventes også

Samtidig annoncerede Sampo et aktietilbagekøbsprogram på 800 MEUR, hvilket vil reducere udvandingen af aktiekapitalen som kan henføres til det øgede antal aktier efter fusionen. En del af midlerne kan bruges til at tvangsindløse minoritetsaktionærene i Topdanmark. Imod vores forventning vil fusionen ikke stramme Sampo's solvensposition, hvilket betyder, at aktietilbagekøb kan gennemføres parallelt med fusionen.

Med hensyn til solvens estimerer Sampo, at deres Solvency II-niveau efter fusionen og aktietilbagekøbsprogrammet vil være cirka 171%, hvilket er i overensstemmelse med gruppens målsætning (150-190%). Tiltagene til at optimere balancen er stadig i gang med frasalg af Private Equity-investeringer, hvilket ifølge selskabets tidligere estimater bør frigøre omkring 500 MEUR af kapitalen, som kan anvendes til f.eks. aktietilbagekøb.

Således hævdede Sampo på kapitalmarkedsdagen (CMD) deres estimat for kapital, der kan udloddes til aktionærene. Det tidligere estimat fra marts var 4,0 mia. EUR, hvilket nu er øget til 4,5 mia. EUR. Vi har indarbejdet et nyt aktietilbagekøbsprogram på cirka 500 MEUR i vores prognoser for 2026, hvilket betyder, at vores forventninger til udlodning af overskud nu er i overensstemmelse med selskabets nye målsætning.

Investeringscasen tog endnu et skridt fremad

Tydelige fordele ved fusionen

Vi anser fusionen for berettiget, da det muliggør positive synergier og styrker Sampo's position, især på det danske marked, hvor If i øjeblikket har for lille en størrelse. Fusionen kom ikke som en fuldstændig overraskelse for os, da vi havde forventet, at Sampo på et tidspunkt ville opkøbe de resterende aktier i Topdanmark.

Selvom Sampo tidligere ejede 49,6% af stemmerettighederne i Topdanmark, vil være betydelige ændringer forårsaget af fusionen. Dette skyldes, at If og Topdanmark fremover kan udvikles sammen, hvilket gør det muligt at udnytte den stærkere markedsposition for den nye enhed i Danmark. Tidligere var dette ikke muligt, da virksomhederne opererede separat og i praksis var konkurrenter. Derudover kan de digitale

kompetencer fra et klart større If og de betydelige omkostningssynergier, som fusionen muliggør, udnyttes i Danmark. Argumentet for fusionen har været tydeligt fra starten, og den eneste udfordring har været prisen.

Efter den planlagte fusion er gruppens investeringsstrategi også meget klar, da der praktisk talt ikke er nogen fornuftige og betydelige opkøbsmål på det nordiske skadeforsikringsmarked tilbage. I fremtiden vil Sampo udelukkende fokusere på skadeforsikring i overensstemmelse med deres strategi, hvor deres konkurrenceposition er meget stærk, især i de nordiske lande. Dette understøttes af den høje historiske forrentning af egenkapitalen i både Sampo og Topdanmark.

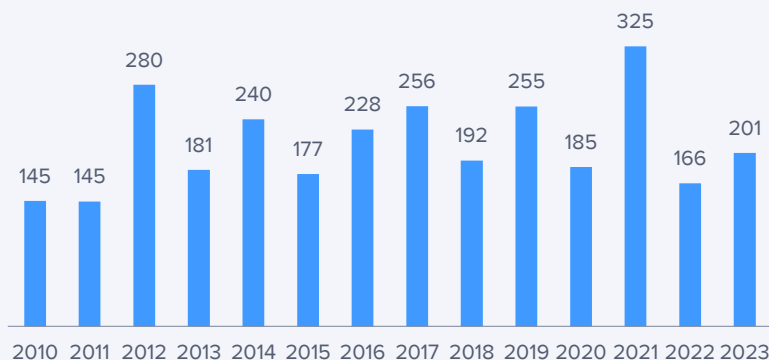
Gennemførelsen af fusionen kræver, at Sampo erhverver mindst 90% af de udestående aktier i

Topdanmark, og at Sampo's aktionærer godkender ombytningstilbuddet. På nuværende tidspunkt anser vi det for sandsynligt, at fusionen vil blive gennemført, da det tilbudte vederlag er attraktivt, og bestyrelserne i begge selskaber anbefaler at acceptere det. Tilbudsperioden forventes at starte i juli/august, og tilbuddet forventes afsluttet i september 2024.

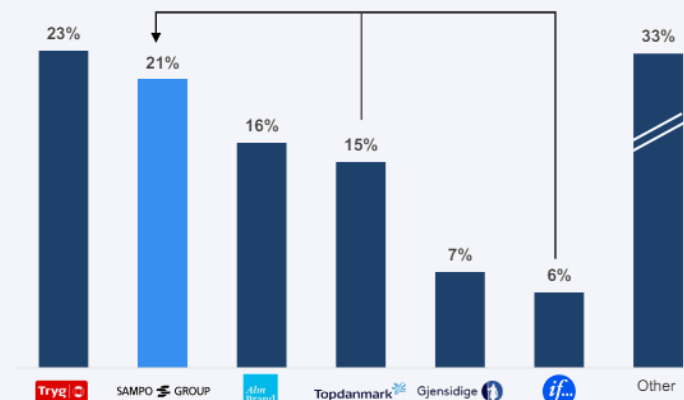
Ingen væsentlige ændringer i rapporteringen

Effekterne på resultatopgørelsen er begrænsede, da Topdanmark allerede er fuldt konsolideret ind i Sampo's koncernregnskab. Dog vil minoritetsaktionærernes andel af overskuddet bortfalde fremadrettet, og antallet af aktier i Sampo vil stige som modvægt. Fusionen har ingen direkte indvirkning på forsikringsindtægterne, selvom Sampo forventer, at fusionen vil medføre salgssynergier.

Resultat før skat i Topdanmarks skadeforsikringsforretning (EUR mio.)



Markedsandele for skadeforsikring i Danmark



Fusionens potentiale vil blive synliggjort i indtjeningen med en vis forsinkelse

Ændringer i estimater:

- Vi har tilføjet forøgelsen i antallet af aktier som følge af fusionen til vores estimater. Forudsætningen er, at Sampo vil opnå en 100% ejerandel inden udgangen af fjerde kvartal.
- Baseret på virksomhedens vurdering vil synergierne fra fusionen først være fuldt synlige fra 2028 og frem, og vil dermed gradvist understøtte resultatet. Som følge heraf er vores EPS-estimater for de næste par år faldet, da antallet af aktier er steget. Derudover inkluderer vores forventninger til det rapporterede resultat engangsomkostninger på 150 MEUR relateret til fusionen, som foreløbigt er planlagt til 2024-2025 i vores estimater.
- Vi har inkluderet det samlede synergiestimat på 95 MEUR i lfs tal, selvom disse vedrører begge selskaber. Vi antager, at segmenterne på et tidspunkt vil blive kombineret i rapporteringen, hvilket er irrelevant for estimaterne for den samlede koncern.
- Vores udbytteforventninger er også steget fra 2026 og frem, da hele Topdanmarks resultat fremadrettet vil være tilgængeligt for distribution som udbytte fra moderselskabet.
- Vi har ikke foretaget ændringer i vores estimater på væksten i præmieindtægterne.
- På længere sigt er vores indtjeningsestimater øget på grund af synergierne og da minoritetsaktionærens andel af overskuddet i Topdanmark bortfalder.

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 pris konkurrence 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	8250	8336	1%	8791	8800	0%	9094	9122	0%
EBIT (exc. NRIs)	1696	1750	3%	1731	1747	1%	1728	1763	2%
PTP	1696	1675	-1%	1731	1672	-3%	1728	1763	2%
EPS (excl. NRIs)	2.48	2.40	-3%	2.58	2.56	-1%	2.57	2.55	-1%
DPS	2.00	2.00	0%	2.10	2.10	0%	1.90	2.10	11%

Source: Inderes

Værdiansættelsen er endnu ikke attraktiv nok

Opkøbet af de resterende aktier i Topdanmark ændrer ikke de væsentlige forudsætninger i Sampo's værdiansættelse. Selvom den tilbudte pris alene kan retfærdiggøres af omkostningssynergier, er den positive effekt af transaktionen på koncernniveauet ret begrænset, da If stadig udgør en betydelig del af værdien. Desuden vil en betydelig del af synergipotentialt blive udbetalt som en præmie til Topdanmarks aktionærer. Set fra Sampo's skadeforsikringsforretning er det vigtigste at fusionere If's og Topdanmarks aktiviteter. Dette vil forbedre stordriftsfordelene og effektiviteten af skadeforsikringsaktiviteterne i Danmark, da If i øjeblikket er en for lille aktør på markedet. 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.

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 aktionærerne.

Vores vurdering af Sampo's værdi er stort set uændret, men opkøbet af Topdanmarks minoritetsinteresser har haft en lille positiv indvirkning. Vi hæver vores kursmål til EUR 40,0 (tidligere EUR 39,0).

Udbyttemodel (DDM)

Vores udbyttemodel (DDM) indikerer en værdi på omkring EUR 41 pr. aktie for Sampo (tidligere EUR 40). I beregningen har vi taget højde for den nuværende overskudskapital på balancen, som vil blive frigjort i de kommende år, f.eks. i forbindelse med frasalg af Private Equity-investeringer. Gruppens værdi afhænger stadig kraftigt af If, som står for mere end

85% af værdien i vores beregninger. Vi bemærker, at vores udbyttemodel antager fremtidige udlodninger gennem udbytter, men i realiteten vil dette sandsynligvis være en kombination af udbytter og aktietilbagekøb. Hvis aktierne købes tilbage til cirka fair value, er effekten den samme.

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

- Højere synergieffekt end forventet
- Flere succesfulde frasalg af Private Equity-investeringer end forventet
- Stærkere end forventet organisk indtjeningsvækst i skadeforsikringsaktiviteterne

Potentielle vækstområder for If er SMV-forsikring og personforsikring. Derudover giver Hastings' effektive driftsmodel potentiale for at vinde markedsandele i Storbritannien. Med hensyn til indtjeningsvækst, ser vi ikke en realistisk mulighed for betydelig vækst, hvilket også reflekteres i selskabets nuværende finansielle mål. Derfor er det svært for os at se Sampo's værdi stige væsentligt fra det nuværende niveau.

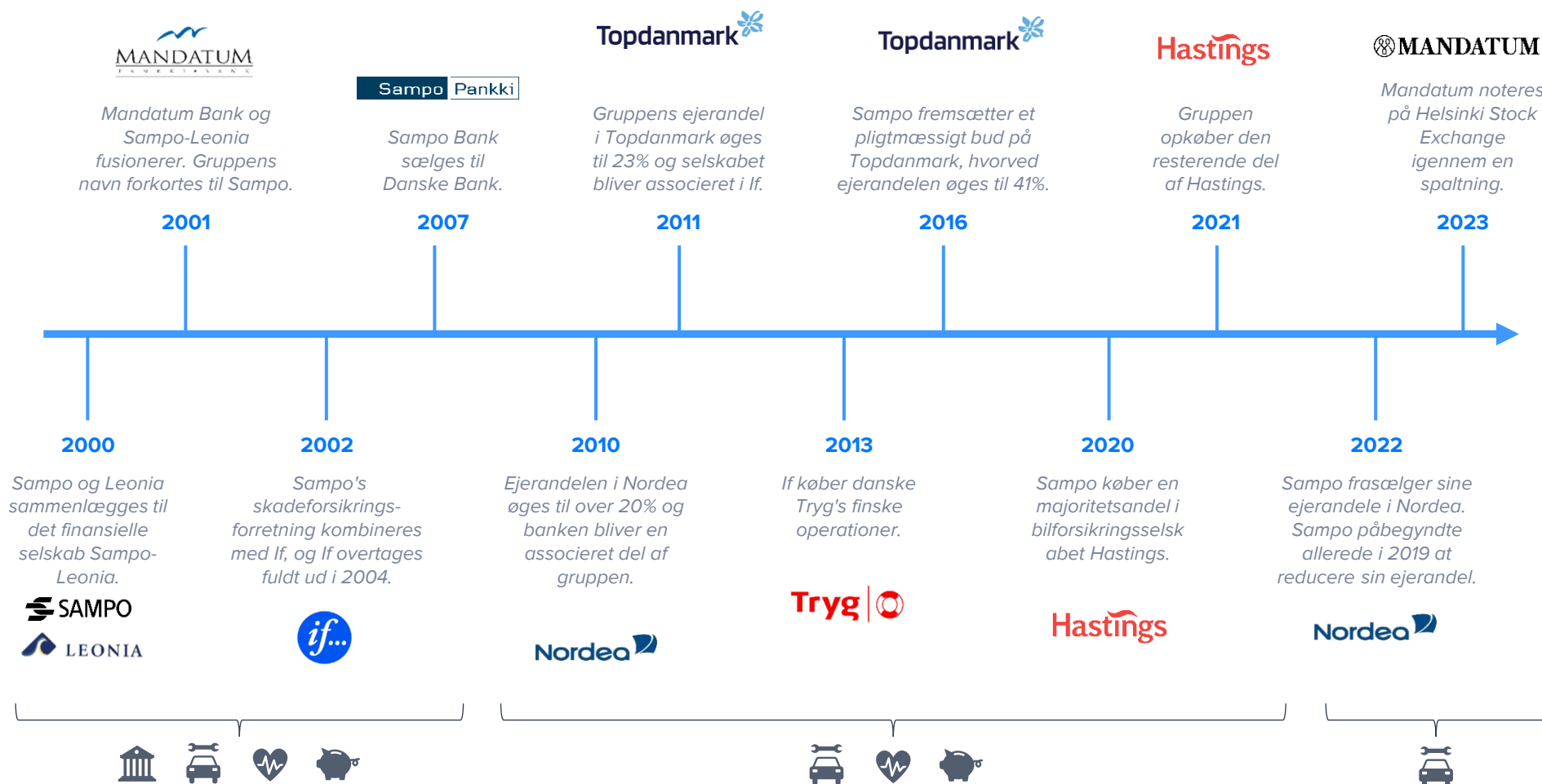
Indtjeningsbaseret værdiansættelse er neutral

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 forsikringselskaber. Værdiansættelsen er stadig ikke specielt lav, men det er berettiget givet den høje kvalitet af Sampo's forretning. Sampo's værdi baseret på multipler understøttes af selskabets lave investeringsbehov og moderate risikoprofil. 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.

Valuation	2024e	2025e	2026e
Share price	38.8	38.8	38.8
Number of shares, millions	549.0	538.5	538.5
Market cap	21298	21298	21298
P/E (adj.)	16.2	15.2	15.2
P/E	17.2	16.0	15.2
P/B	2.8	2.7	2.6
Payout ratio (%)	88.4 %	86.7 %	82.2 %
Dividend yield-%	5.2 %	5.3 %	5.3 %

Source: Inderes

M&A transaktioner – Rejsen fra et finansielt konglomerat til et skadeforsikringselskab



THE GROUP'S OPERATIONAL BUSINESSES

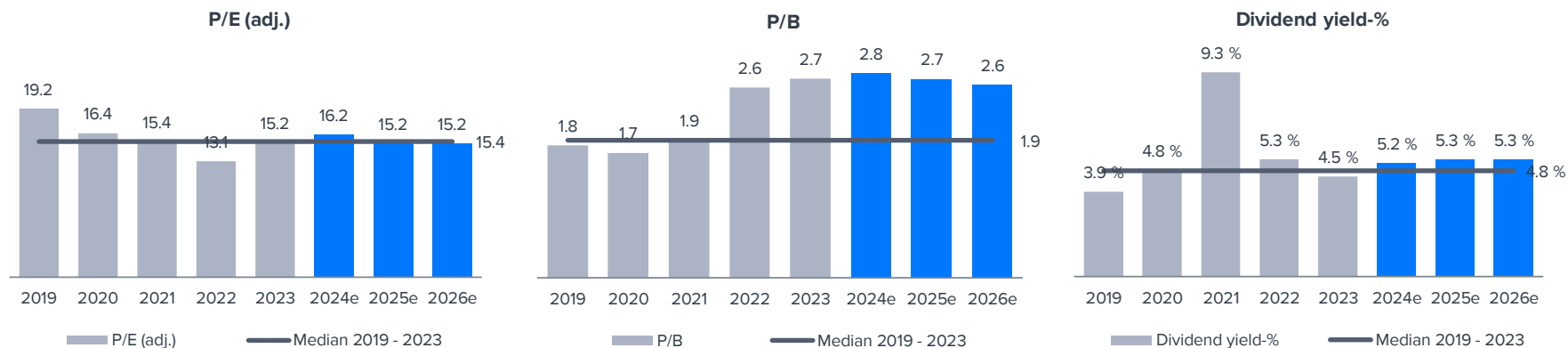
Source: Sampo



Valuation table

Valuation	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	2027e
Share price	38.9	35.3	44.1	48.8	39.6	38.8	38.8	38.8	38.8
Number of shares, millions	556.6	556.6	554.3	530.3	508.0	549.0	538.5	538.5	538.5
Market cap	21609	19593	24109	25108	19876	21298	21298	21298	21298
P/E (adj.)	19.2	16.4	15.4	13.1	15.2	16.2	15.2	15.2	14.4
P/E	19.2	>100	9.5	12.3	15.2	17.2	16.0	15.2	14.4
P/B	1.8	1.7	1.9	2.6	2.7	2.8	2.7	2.6	2.5
Payout ratio (%)	73.7 %	2484.5 %	87.3 %	63.5 %	68.3 %	88.4 %	86.7 %	82.2 %	81.6 %
Dividend yield-%	3.9 %	4.8 %	9.3 %	5.3 %	4.5 %	5.2 %	5.3 %	5.3 %	5.6 %

Source: Inderes



Peer group valuation

Peer group valuation Company	Market cap MEUR	P/E		Dividend yield-%		P/B
		2024e	2025e	2024e	2025e	2024e
Tryg	11823	16.3	14.9	5.7	6.0	2.4
Gjensidige	8265	17.1	14.9	5.1	5.4	3.9
Topdanmark	3494	18.8	17.6	4.9	5.4	4.8
ALM	2758	13.4	12.1	4.9	8.6	1.5
Storebrand	4243	11.2	11.6	4.4	4.7	1.6
Admiral	9261	16.9	14.9	5.3	6.0	7.1
Direct Line	2997	14.2	8.3	6.8	9.2	1.2
Zurich Insurance Group	72496	13.6	12.4	5.8	6.2	3.0
Allianz	99379	10.1	9.2	5.9	6.3	1.7
Assicurazioni Generali	35447	9.1	8.4	6.1	6.5	1.1
Sampo (Inderes)	21298	16.2	15.2	5.2	5.3	2.8
Average		14.1	12.4	5.5	6.4	2.8
Median		13.9	12.3	5.5	6.1	2.0
Diff-% to median		17%	23%	-6%	-13%	38%

Source: Refinitiv / Inderes

Income statement

Income statement	2022	Q1'23	Q2'23	Q3'23	Q4'23	2023	Q1'24	Q2'24e	Q3'24e	Q4'24e	2024e	2025e	2026e	2027e
Premiums written	7267	1799	1820	1881	2035	7535	2020	2070	2114	2133	8336	8800	9122	9425
If P&C	5024	1235	1231	1264	1266	4996	1290	1305	1326	1329	5250	5408	5570	5737
Topdanmark	1255	318	317	321	332	1288	361	379	379	379	1497	1581	1632	1664
Hastings	988	246	272	296	437	1251	369	386	409	425	1589	1811	1920	2024
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	405	406	474	1750	1747	1763	1860
EBIT	1924	359	363	390	369	1481	465	405	406	399	1675	1672	1763	1860
If P&C	1550	337	320	332	369	1358	356	326	324	320	1326	1299	1355	1418
Topdanmark	157	63	42	38	19	162	63	53	53	52	222	238	258	277
Hastings	107	10	17	43	59	129	26	44	47	50	167	212	227	241
Holding	146	-45	-15	-21	-79	-160	20	-19	-19	-23	-40	-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	405	406	399	1675	1672	1763	1860
Taxes	-384	-91	-81	-79	-88	-339	-96	-89	-89	-88	-362	-368	-388	-409
Minority interest	-114	-26	-18	-17	-9	-70	-26	-23	-23	0	-72	0	0	0
Net earnings	2107	271	306	363	383	1323	343	293	294	311	1241	1304	1375	1451
EPS (adj.)	3.71	0.53	0.61	0.72	0.76	2.64	0.68	0.53	0.54	0.70	2.40	2.56	2.55	2.69
EPS (rep.)	3.97	0.53	0.61	0.72	0.76	2.60	0.68	0.53	0.54	0.57	2.26	2.42	2.55	2.69

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	4968	5200	5361
Inventories	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Other current assets	15617	800	800	800	800
Receivables	1820	2282	2084	2200	2281
Cash and equivalents	2312	1415	2084	2200	2281
Balance sheet total	39212	24224	24733	25003	25202

Source: Inderes

Liabilities & equity	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Equity	10178	7687	8025	8232	8477
Share capital	98.0	98.0	98.0	98.0	98.0
Retained earnings	8482	6378	6716	6923	7168
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	15368	15432	15385
Deferred tax liabilities	506	567	567	567	567
Provisions	6.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Interest bearing debt	3087	2914	3085	3149	3102
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	24733	25003	25202

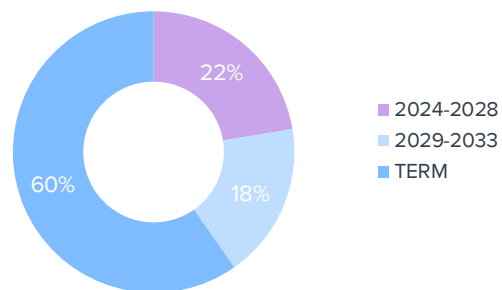
DDM calculation

DDM valuation (MEUR)	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	TERM
Sampo's result	1241	1304	1375	1451	1387	1415	1443	1472	1502	1532	1532
Dividend distributed by Sampo	1098	1130	1130	1184	1249	1273	1299	1325	1351	1378	25623
-Payout ratio-%	88%	87%	82%	82%	90%	90%	90%	90%	90%	90%	
Sampo's dividend growth-%	21.5 %	3.0 %	0.0 %	4.8 %	5.4 %	2.0 %	2.0 %	2.0 %	2.0 %	2.0 %	2.0 %
Discount rate	1056	1012	941	917	900	854	810	769	730	692	12870
Cumulative discount rate	21551	20495	19484	18542	17625	16725	15871	15061	14292	13563	12870
Capital surplus on balance sheet (MEUR)	800										
Equity value (MEUR)	22351										
Per share EUR	40.7										

Cost of equity

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

Cash flow breakdown by period



Summary

Income statement	2021	2022	2023	2024e	2025e	Per share data	2021	2022	2023	2024e	2025e
Premiums written	9746	7267	7535	8336	8800	EPS (reported)	4.63	3.97	2.60	2.26	2.42
PTP	3172	1924	1481	1675	1672	EPS (adj.)	2.86	3.71	2.60	2.40	2.56
Net profit	2568	2107	1323	1241	1304	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	13.8	14.5
Balance sheet	2021	2022	2023	2024e	2025e	If key ratios	2021	2022	2023	2024e	2025e
Balance sheet total	61061	39212	24224	24733	25003	Premiums written	4772	5024	4996	5250	5408
Equity capital	13464	10178	7687	8025	8232	Growth in premiums written, %	6.0 %	5.3 %	-0.6 %	5.1 %	3.0 %
ROE-%	21.2 %	18.8 %	15.7 %	16.7 %	16.9 %	Investment income	174	278	871	650	600
						Combined ratio-%	81.3 %	86.6 %	83.1 %	84.0 %	82.8 %
						Risk ratio-%	59.9 %	65.0 %	61.9 %	63.0 %	62.0 %
						Cost ratio-%	21.4 %	21.6 %	21.2 %	21.0 %	20.8 %

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 €



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.**