

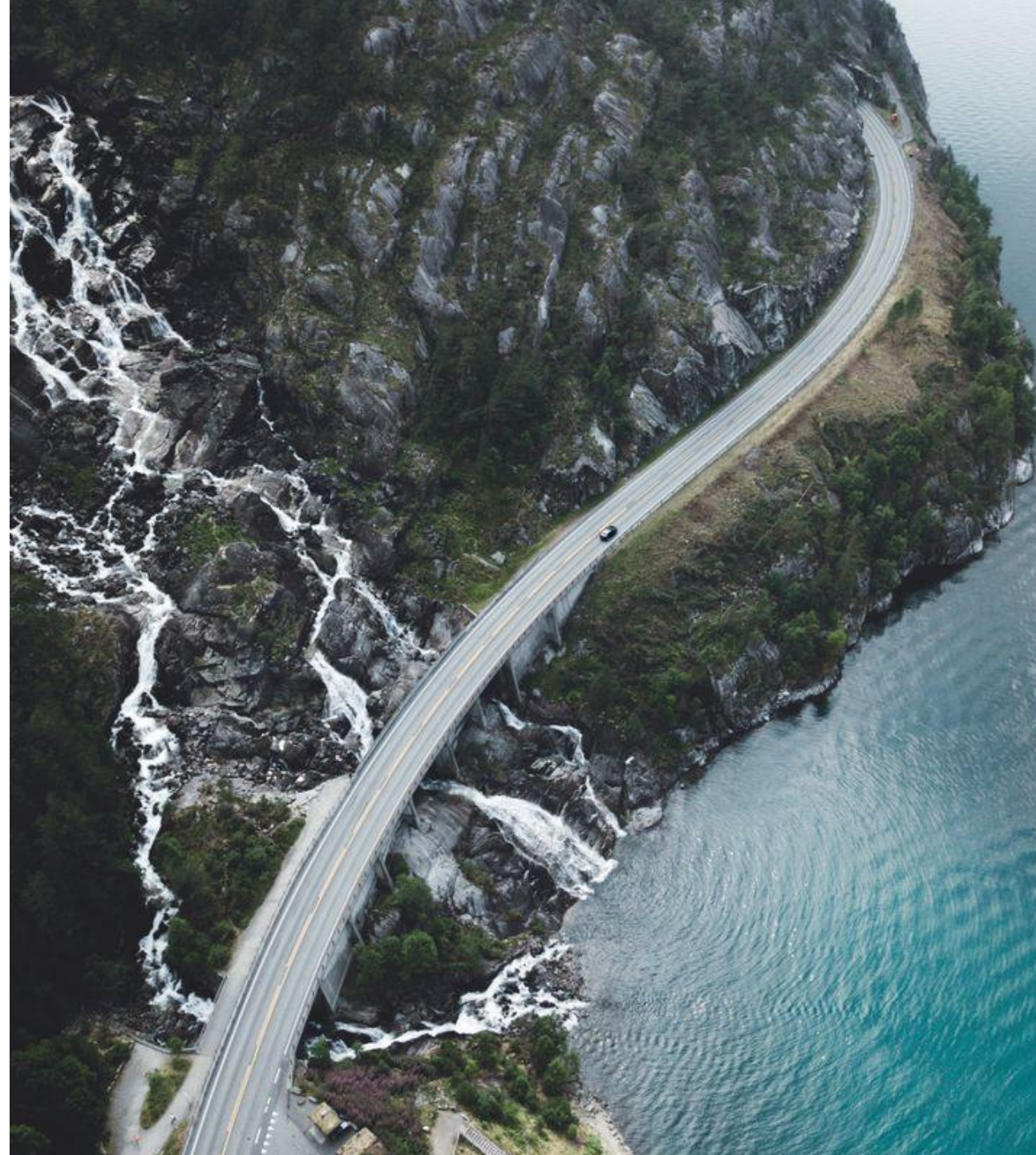
SAMPO

06.08.2025 22.15 EEST



Sauli Vilén
358440258908
sauli.vilen@inderes.fi

YHTIÖRAPORTTI



Voitonmaksun aika

Sammon Q2 jatkoi jo pitkään jatkunutta erinomaista kehitystä. Vaikka tulosityitys selittyikin pitkälti sijoitustuotoilla, oli alla oleva operatiivinen kehitys väkivahvaa. Ennusteemme ovat käytännössä ennallaan ja odotamme Sammolta vahvaa noin 10 %:n tuloskasvua lähivuosilta. Arvostustaso alkaa kuitenkin näyttää haastavalta ja viimeaikainen kurssinousu on syönyt osakkeen nousuvaran. Tarkistamme tavoitehintamme 10,0 euroon (aik. 9,8e), mutta laskemme suosituksemme tasolle vähennä (aik. lisää).

Erinomainen Q2-raportti

Sammon vakuutusmaksutulo kasvoi hieman odotuksia nopeammin 10 %:lla 2264 MEUR:oon. Kasvua ajoivat tutusti hinnankorotukset Pohjoismaissa ja uusmyynti Iso-Britanniassa. Vakuutustekninen kannattavuus oli erinomainen ja yhdistetty kulusuhde laski vaisuhkolta vertailukaudelta odotetusti 82,6 %:iin. Tämän johdosta myös tärkeä Underwriting-tulos kasvoi erittäin vahvasti 20 %:lla 383 MEUR:oon. Erinomaista Underwriting-tulosta tuki liikevaihdon kasvu, Pohjoismaiden lauhat sääolot, vähäiset suurvahingot ja seesteinen kilpailutilanne. Kokonaisuutena tulos ennen veroja oli 526 MEUR ja se ylitti reippaasti odotukset. Ylitys tuli kuitenkin lähes yksinomaan sijoitustuotoista ja operatiivisesti kvartaali oli pitkälti linjassa meidän ja markkinna odotuksien kanssa.

Ennusteissa ei muutoksia, odotamme vahvaa tuloskasvua

Olemme tehneet vain kosmeettisia muutoksia tulosennusteisiimme Q2-tuloksen jälkeen. Suhteessa Q2-raporttia edeltäneeseen markkinakonsensusukseen tulosennusteemme ovat täysin linjassa ja emme odota konsensuksen tekevän oleellisia muutoksia ennusteisiinsa. Odotamme yhtiön kykenevän kasvattamaan operatiivista osakekohtaista tulostaan keskimäärin yli 10 %:lla 2024-2028 välillä, kun yhtiön oma tavoite on +7 % vuodessa. Pääasiallisena ajurina toimii luonnollisesti underwriting-tulos ja loput tulee

pääosin omien osakkeiden ostojen pienentämästä osakesarjasta. Kokonaisuutena Sammon tuloskasvu on tällä hetkellä erittäin vahvalla pohjalla. Yhtiö kasvaa hyvää vauhtia sen vahvojen digitaalisten kyvykkyyksien turvin, kannattavuus on erinomaisella tasolla ja kilpailupaineen tuoma uhka on hälventynyt laskeneen korkotason myötä. Vaikka laskenut korkotaso aiheuttaakin painetta yhtiön sijoitustuottoihin, on tämän merkitys rajallinen niiden näytellessä enää neljäsosaa konsernin tuloksesta. Voitonjako säilyy tuttuun tyyliin vuolaana ja odotamme perusosion kasvavan tasaisesti osakekohtaisen tuloksen mukana (noin 10 %/v). Tämän lisäksi yhtiö tulee vuosittain ostamaan omia osakkeita ylimääräisillä pääomillaan ja omien osakkeiden ostot tulevat näyttelemään oleellista roolia voitonjaossa tulevina vuosina.

Arvostus alkaa olla haastava ja tuotto-odotus ei enää riitä

Pidämme edelleen Sammolle hyväksyttävänä arvostustasona noin 16-17x P/E-kertoimia, mikä on linjassa keskeisten verrokkien historiallisten tasojen kanssa. Lähivuosille ennustamamme reippaan tuloskasvun seurauksena arvostuskertoimet ovat hyväksymämme arvostushaarukan sisässä. Arvostustasot eivät missään nimessä ole edullisia, mutta toisaalta ne ovat mielestämme perusteltuja Sammon erinomainen suorittaminen ja vahva tulostähtävyys huomioiden. Suhteessa keskeisiin verrokkeihin, Gjensidigeen ja Trygiin, Sampo hinnoitellaan varsin hyvin linjassa. Osinko on lähivuodet 4-5 %:n tasolla ja omien ostot huomioiden taso nousee 5-6 %:iin. Kokonaisuutena näemme Sammon olevan oikein hinnoiteltu.

Pidimme jo aiemmin osakkeen tarjoamaa tuotto-odotusta vain nippa nappa riittävänä ja nyt viimeisimmän kurssinousun myötä emme näe osakkeen enää tarjoavan riittävää tuotto-odotusta. Huomautamme, että emme myöskään näe osakkeelle selkeitä laskuajureita yhtiön tarinan edetessä erinomaisesti raiteillaan.

Suositus

Vähennä
(aik. Lisää)

Tavoitehinta:

10,0 EUR
(aik. 9,8 EUR)

Osakekurssi:
9,91 EUR

Liiketoimintariski



Arvostusriski



	2024	2025e	2026e	2027e
PTP	1559	1844	1859	2000
kasvu-%	5 %	18 %	1 %	8 %
Nettotulos	1323	1254	1446	1478
EPS (oik.)	0,52	0,54	0,54	0,57
Osinko / osake	0,36	0,34	0,38	0,42

P/E (oik.)	14,6	18,4	17,5	15,9
P/B	3,0	3,5	3,2	3,0
Osinkotuotto-%	4,3 %	3,8 %	4,2 %	4,5 %
Osinko/tulos (%)	69 %	63 %	71 %	74 %

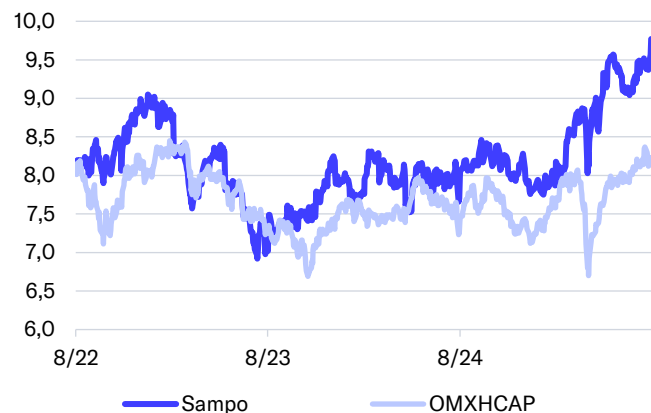
Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Noussut)

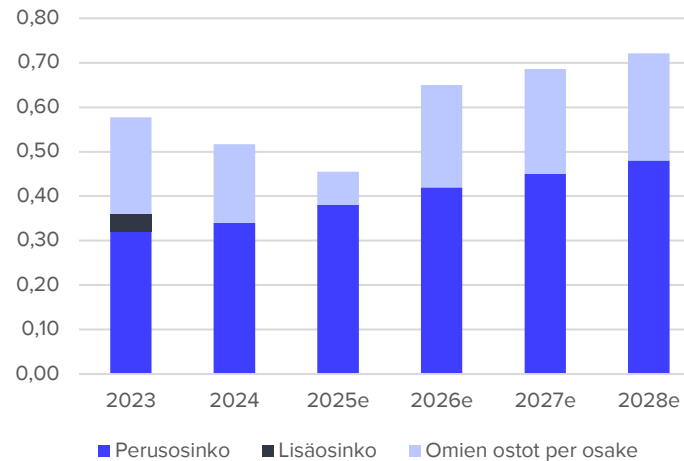
Konsernin vakuutusmaksutuotot: 8,9–9,1 miljardia euroa tarkoittaen 6–9 % vuosikasvua. Konsernin underwriting-tulos: 1425–1525 miljoonaa euroa tarkoittaen 8–16 % vuosikasvua. Näkymät vuodelle 2025 ovat linjassa vuosien '24–2026 tavoitteiden kanssa.

Osakekurssi

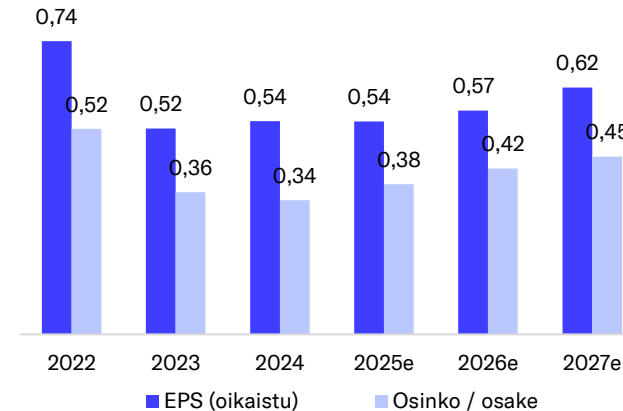


Lähde: Millistream Market Data AB

Sammon voitonjako per osake



Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes

Arvoajurit

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

Riskitekijät

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

Arvostustaso	2025e	2026e	2027e
Osakekurssi	9,77	9,77	9,77
Osakemäärä, milj. kpl	2683,4	2608,9	2546,4
Markkina-arvo	26090	25479	24869
P/E (oik.)	18,1	17,2	15,6
P/E	18,1	17,2	15,6
P/B	3,4	3,2	2,9
Osinko/tulos (%)	70,2 %	74,1 %	72,0 %
Osinkotuotto-%	3,9 %	4,3 %	4,6 %

Lähde: Inderes

Kaikilta osin erinomainen raportti

Vakuutusteknisesti erinomainen kvartaali

Sammon vakuutusmaksutulo kasvoi hieman odotuksia vahvemmin 10 %:lla 2264 MEUR:oon. Kasvua ajoivat tutusti hinnankorotukset Pohjoismaissa ja uusmyynti Iso-Britanniassa. Myös valuuttakurssit tukivat liikevaihtoa ja valuuttaneutraalisti kasvu oli 8 %. Hastingsin kasvu hidastui selvästi ja Q2:n kasvu oli 13 % (Q1'25: 27 %). Tätä selittää seesteisempi markkinatilanne, mikä heijastui puolestaan asiakkaiden alhaisempana vaihtuvuutena.

Vakuutustekninen kannattavuus oli erinomainen ja yhdistetty kulusuhde parani vaisuhkolta vertailukaudelta 82,6 %:iin, mikä on täysin linjassa markkinaodotuksiin. Tämän johdosta myös tärkeä Underwriting-tulos kasvoi odotetusti 20 %:lla 384 MEUR:oon. Erinomaista Underwriting-tulosta tuki liikevaihdon kasvu, Pohjoismaiden lauhat sääolot, vähäiset suurvahingot ja seesteinen kilpailutilanne.

Sijoitussalkun tuotoista tulleen tuloslityksen merkitys on olematon

Nettorahoitustulos oli selvästi markkinaodotuksia korkeampi (185 vs. 106 MEUR) ja tämä selittyy täysin sijoitussalkun odotettua korkeammilla tuotoilla. Muistutamme, että nettorahoitustuloksesta syntyvillä tulospoikkeamilla ei ole käytännössä mitään merkitystä Sammon arvon kannalta. Kokonaisuutena tulos ennen veroja oli 526 MEUR ylittäen reippaasti meidän 406 MEUR ja konsensuksen 430 MEUR ennusteen. Osakekohtainen tulos oli 0,14 euroa ja ylitti luonnollisesti myös konsensuksen 0,13 euron ennusteen.

Ohjeistusta tarkistettiin ylöspäin ja omien osakkeiden ostot käynnistetään

Vahvan alkuvuoden seurauksena Sampo myös tarkisti ohjeistustaan ylöspäin. Se odottaa nyt vakuutusmaksutulon olevan 8,9–9,1 miljardia euroa (aik. 8,8–9,1 mrd.) ja

underwriting-tuloksen olevan 1425–1525 MEUR (aik. 1400–1500 MEUR). Ohjeistuksen tarkistus ei ole yllätys sillä konsensus oli jo ennen erinomaista Q2-tulosta valmiiksi molempien erien osalta lähellä ohjeistuksen ylälaitaa.

Omien osakkeiden ostojen osalta Sampo odotetusti ilmoitti aikeistaan aloittaa 200 MEUR:n osto-ohjelman. Yhtiö myös totesi, että osto-ohjelmaa voidaan kasvattaa tästä, mikäli Sampo onnistuu kerryttämään lisää ylimääräistä pääomaa myymällä vanhoja finanssisijoituksiaan H2:n aikana. Käytännössä tämä tarkoittaa Nobaa, jonka listautumisesta on huhuttu säännöllisesti.

Ennustetaulukko	Q2'24	Q2'25	Q2'25e	Q2'25e	Konsensus	Erotus (%)	2025e
MEUR / EUR	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Tot. vs. inderes
Vakuutusmaksutulo	2057	2264	2209	2221	2167	2279	2 %
Underwriting-tulos	321	393	387	382	361	418	2 %
Yhdistetty kulusuhde-%	84,4 %	82,6 %	82,5 %	82,8 %	83,6 %	81,0 %	0,1 %
Tulos ennen veroja	444	526	402	430	327	520	31 %
EPS (rap.)	0,12	0,16	0,12	0,13	0,10	0,15	33 %

Lähde: Inderes & Vara
(konsensus)

10,1 %

Sammon väistyvän toimitusjohtajan haastattelu InderesTV:ssä



Ennusteissa ei muutoksia, tulokasvu puksuttaa eteenpäin

Ennustemuutokset

- Olemme tehneet ennusteisiimme vain kosmeettisia muutoksia. 2025 tulosenennusteiden nousu selittyy käytännössä täysin Q2:n vahvoilla sijoitustuotoilla.
- Suhteessa Q2-raporttia edeltäneeseen markkinakonsensusukseen tulosenennusteemme ovat täysin linjassa ja emme odota konsensuksen tekevän oleellisia muutoksia ennusteisiinsa. Ainoa huomion arvoinen ero meidän ja konsensuksen väliltä löytyy lähivuosien omien osakkeiden ostoista, joissa meidän odotuksemme on selvästi konsensusta korkeampi. Näkemyksemme mukaan konsensus ei täysimääräisesti huomioi Sammon ylimääräistä pääomaa ja odotamme konsensuksen nostavan ennusteitaan asteittain.
- Uuden raportointimallin mukainen tulosenennustetaulukko löytyy raportin sivulta 7.

Operatiiviset tulosajurit

- Sammon tuloskunto on jatkuvasti ylittänyt odotuksemme johtuen etenkin sen erinomaisesta kasvusta sekä odotuksia paremmin kestäneestä vakuutusteknisestä marginaalista. Korkeampi korkotaso ei ole oleellisesti kasvattanut toimijoiden haluja aggressiiviseen hintakilpailuun ja nyt korkojen laskiessa jälleen reippaasti, on tämä riski selvästi aiempaa pienempi. Emme enää ole erityisen huolissamme tästä, etenkin jos korkotaso jää nykyiselle tasolle.
- Päivitetyllä tulosenennusteillamme odotamme yhtiön kykenevän kasvattamaan operatiivista tulostaan keskimäärin yli 10 %:lla 2024 toteutuneelta tasolta, kun yhtiön taloudellinen tavoite 2024-2026 välille oli yli 7 %. Pääasiallisena ajurina tuloksella toimii luonnollisesti underwriting-tulos, joka kasvaa ennusteissamme yli 7 %:n vauhtia, ja loput kasvusta tulee pääosin omien osakkeiden ostojen pienentämästä osakesarjasta.
- Kokonaisuutena Sammon tulokasvu on tällä hetkellä erittäin vahvalla pohjalla. Yhtiö kasvaa hyvää vauhtia sen vahvojen digitaalisten kilpailuetujen turvin. Kannattavuus on erinomaisella tasolla ja kilpailupaineen tuoma uhka on hälventynyt laskeneen korkotason myötä. Vaikka laskenut korkotaso aiheuttaakin painetta yhtiön sijoitustuottoihin, on tämän merkitys rajallinen sijoitustuottojen näytellessä enää neljäsosaa konsernin tuloksesta.

Ennustemuutokset	2025e	2025e	Muutos	2026e	2026e	Muutos	2027e	2027e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Vakuutusmaksutulo	9098	9049	-1 %	9722	9644	-1 %	10215	10218	0 %
Tulos ennen veroja	1762	1844	5 %	1883	1859	-1 %	2012	2000	-1 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,52	0,54	4 %	0,58	0,57	-2 %	0,64	0,62	-2 %
Osakekohtainen osinko	0,37	0,38	3 %	0,42	0,42	0 %	0,45	0,45	0 %

Lähde: Inderes

Q2-tulosinfo katsottavissa InderesTV:stä



Voitonmaksun aika

Topdanmarkin hankinnan tultua päätökseen on Sammon muutosmatka finanssitavaratalosta täysiveriseksi vakuutusyhtiöksi vihdoinkin valmis. Osakkeen arvonmäärittelyn kannalta emme pidä enää osien summaa parhaana tapana arvottaa yhtiötä, eikä nykyinen uusi raportointirakenne enää edes mahdollistaisi tätä. Näkemyksemme mukaan parhaat arvonmäärittämismenetelmät Sammolle ovat verrokkiarvostus, oma historiallinen arvostus sekä osinkovirtamalli.

Sammon osake on noussut voimakkaasti sen jälkeen, kun helmikuussa otimme osakkeessa positiivisen näkemyksen. Vaikka myös tulosennustemme ovat tämän jälkeen nousseet, on osa kurssinoususta valunut arvostuskertoimiin. Osake alkaakin näyttää nykyhinnalla hintavalta ja nykyinen arvostustaso asettaa riman korkealle. Huomautamme, että ilman tuloskasvua osake olisi selvästi ylihintainen ja mielestämme nykykurssi ei enää siedä minkäänlaista heikkoutta lähivuosien kehityksessä. Vaikka Sammon lähiajan näkymä onkin kiistatta erittäin vahva, ei nykyinen arvostus tarjoa mielestämme enää riittävää tuotto-odotusta. Näin ollen siirrymme katsomon puolelle ja laskemme suosituksemme tasolle vähennä (aik. lisää).

Arvostustaso alkaa olla korkea

Sampoa hinnoitellaan kuluvan vuoden vahvalla tuloksella P/E 18x. Sampoa on hinnoiteltu historiallisesti tätä alhaisemmilla tasoilla, mutta tämä on mielestämme loogista huomioiden aiempi finanssikonglomeraattirakenne. Pidämme edelleen Sammolle hyväksyttävänä arvostustasona noin 16-17x P/E-kertoimia, jotka ovat linjassa keskeisten verrokkien historiallisten tasojen kanssa. Lähivuosille ennustamamme reippaan tuloskasvun

seurauksena P/E-kertoimet laskevat ~15-17x tasoille. Tasot eivät missään nimessä ole edullisia, mutta toisaalta ne ovat mielestämme täysin perusteltuja Sammon erinomainen suorittaminen ja vahva tulospöytä huomioiden. Osinkotuotto on lähivuodet 4-5 %:n tasolla ja omien ostot huomioiden taso nousee 5-6 %:iin. Suhteessa keskeisiin verrokkeihin, Gjensidigeen ja Trygiin, Sampoa hinnoitellaan varsin hyvin linjassa. Pidämme edelleen perusteltuna, että Sampoa hinnoitellaan linjassa verrokkeihin. Vaikka Sammon Pohjoismaiden toiminnot ovatkin kiistatta kolmikokoon laadukkaimmat, painaa Hastings hyväksyttävää arvostustasoa (UK vakuuttajien kertoimet reippaasti alle Pohjoismaisten pelureiden).

Osinkovirtamalli tukee näkemystämme

Osinkovirtamallimme mukainen arvo Sammon osakkeelle on noin 10,4 euroa (aik. 9,9e), kun huomioimme lähivuosisien ennustamamme omien ostot mukaan. Osinkovirtamallissa käyttämämme diskonttokorko on 7,5 %, mikä on absoluuttisesti matala, mutta täysin perusteltu suhteessa yhtiön matalaan riskiprofiiliin ja selvästi laskeneeseen korkotasoon.

Arvostustaso	2025e	2026e	2027e
Osakekurssi	9,77	9,77	9,77
Osakemäärä, milj. kpl	2683,4	2608,9	2546,4
Markkina-arvo	26090	25479	24869
P/E (oik.)	18,1	17,2	15,6
P/E	18,1	17,2	15,6
P/B	3,4	3,2	2,9
Osinko/tulos (%)	70,2 %	74,1 %	72,0 %
Osinkotuotto-%	3,9 %	4,3 %	4,6 %

Lähde: Inderes

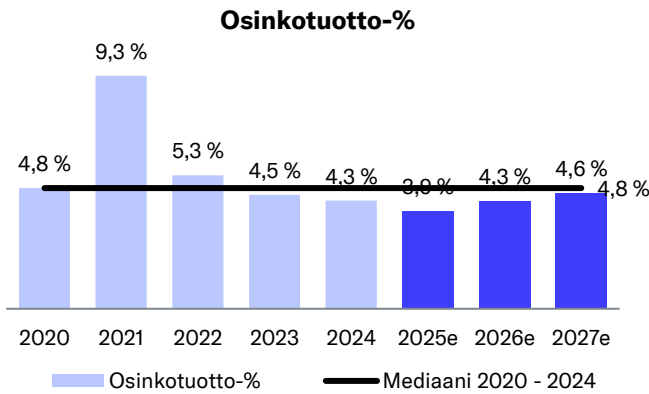
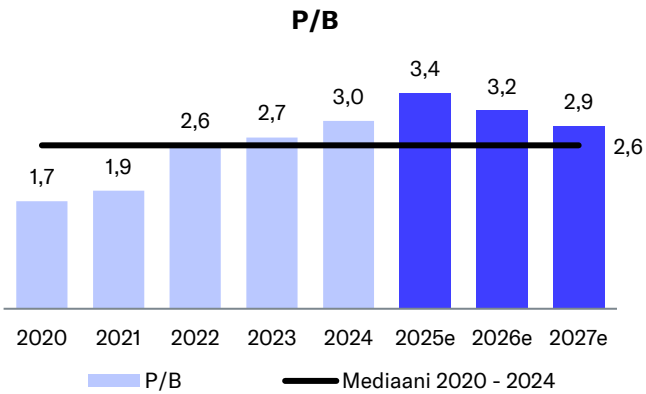
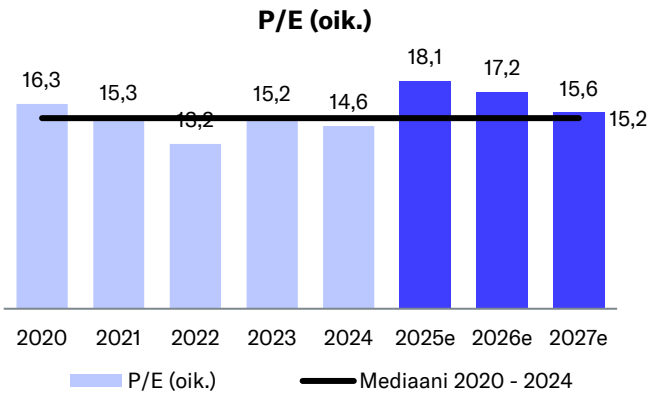
Tarkemmat tulosennusteet

	2023	2024	Q1'25	Q2'25	Q3'25e	Q4'25e	2025e	2026e	2027e	2028e
Vakuutusmaksutuotot	7535	8386	2187	2264	2296	2302	9048	9644	10218	10813
Henkilöasiakkaat	3489	3667	958	995	1000	998	3951	4169	4336	4510
Yritysiasiakkaat	1945	2128	537	549	578	569	2233	2365	2483	2608
Suurasiakkaat	627	657	150	147	159	167	624	654	688	701
Iso-Britannia	1251	1659	470	499	488	497	1955	2170	2408	2673
Muut toiminnot	223	275	72	68	70	70	287	286	303	321
Underwriting-tulos	1164	1316	336	393	411	358	1499	1564	1693	1831
Henkilöasiakkaat	595	628	155	182	204	175	716	751	799	849
Yritysiasiakkaat	315	352	78	107	104	102	391	411	441	474
Suurasiakkaat	80	74	31	29	18	13	90	67	74	78
Iso-Britannia	128	190	53	59	63	50	225	260	301	348
Muut toiminnot	46	72	19	16	22	19	76	74	79	84
Nettorahoitustulos	560	636	101	185	134	134	553	483	492	475
Sijoitustoiminnan nettotuotot	1004	888	80	292	192	192	755	718	727	710
Vakuutuksen nettorahoitustuotot tai -kulut	-446	-252	22	-107	-58	-58	-201	-235	-235	-235
Muut tuotot tai kulut	-81	-210	-7	-3	-8	-8	-26	-30	-30	-30
Ei-operatiiviset poistot	-68	-79	-26	-26	-25	-25	-102	-100	-100	-100
Rahoituskulut	-93	-103	-28	-24	-15	-15	-82	-58	-55	-50
Tulos ennen veroja	1481	1559	376	526	497	444	1843	1859	2000	2126
EPS	0,52	0,45	0,11	0,16	0,15	0,13	0,54	0,57	0,62	0,68
EPS kasvu-%		-13 %	-21 %	33 %	12 %	118 %	20 %	5 %	10 %	9 %
Yhdistetty kulusuhde-%	84,6 %	84,3 %	84,6 %	82,6 %	82,1 %	84,4 %	83,4 %	83,8 %	83,4 %	83,1 %
Henkilöasiakkaat	83,6 %	83,7 %	84,0 %	81,2 %	81,3 %	83,3 %	82,4 %	82,9 %	82,5 %	82,1 %
Yritysiasiakkaat	83,0 %	82,9 %	83,8 %	81,7 %	79,6 %	82,5 %	-38,1 %	82,0 %	81,6 %	81,2 %
Suurasiakkaat	83,8 %	83,5 %	85,5 %	80,5 %	82,0 %	82,0 %	-34,4 %	82,6 %	82,2 %	81,8 %
Iso-Britannia	89,8 %	88,5 %	88,7 %	88,2 %	87,0 %	90,0 %	88,5 %	88,5 %	88,5 %	88,5 %
Muut toiminnot	79,4 %	73,7 %	83,9 %	78,0 %	68,0 %	73,0 %	73,4 %	74,0 %	74,0 %	74,0 %
Vakuutusmaksutulon kasvu-%										
Henkilöasiakkaat	6,8 %	8,3 %	5,8 %	6,8 %	6,4 %	5,2 %	6,1 %	4,6 %	4,0 %	4,0 %
Yritysiasiakkaat	5,0 %	6,8 %	8,5 %	8,7 %	8,0 %	7,0 %	7,7 %	5,0 %	4,0 %	4,0 %
Suurasiakkaat	4,6 %	9,9 %	5,2 %	5,5 %	5,0 %	4,0 %	6,8 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %
Iso-Britannia	37,0 %	32,7 %	25,9 %	12,8 %	11,0 %	10,0 %	17,7 %	11,0 %	11,0 %	11,0 %

Arvostustaulukko

Arvostustaso	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	2028e
Osakekurssi	7,06	8,82	9,76	7,92	7,88	9,77	9,77	9,77	9,77
Osakemäärä, milj. kpl	2778	2755	2653	2540	2600	2683	2609	2546	2484
Markkina-arvo	19593	24109	25108	19876	21196	26090	25479	24869	24258
P/E (oik.)	16,3	15,3	13,2	15,2	14,6	18,1	17,2	15,6	14,4
P/E	>100	9,5	12,3	15,2	16,3	18,1	17,2	15,6	14,4
P/B	1,7	1,9	2,6	2,7	3,0	3,4	3,2	2,9	2,7
Osinko/tulos (%)	2484,5 %	87,3 %	63,5 %	68,3 %	73,0 %	70,2 %	74,1 %	72,0 %	70,5 %
Osinkotuotto-%	4,8 %	9,3 %	5,3 %	4,5 %	4,3 %	3,9 %	4,3 %	4,6 %	4,9 %

Lähde: Inderes



Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Markkina-arvo MEUR	P/E		Osinkotuotto-%		P/B
		2025e	2026e	2025e	2026e	2025e
Tryg	13206	18,1	17,6	5,1	5,3	2,7
Gjensidige	11750	20,1	18,5	4,1	4,5	5,2
ALM	3530	17,7	16,5	4,4	4,8	2,4
Storebrand	5465	14,8	13,6	3,5	3,9	2,0
Admiral	12092	15,5	14,3	5,8	6,0	7,4
Zurich Insurance Group	89032	15,7	14,4	5,1	5,4	3,6
Allianz	134116	12,3	11,4	4,8	5,2	2,1
Assicurazioni Generali	50414	11,8	10,8	4,8	5,3	1,6
Sampo (Inderes)	26090	18,1	17,2	3,9	4,3	3,4
Keskiarvo		15,7	14,6	4,7	5,0	3,4
Mediaani		15,6	14,4	4,8	5,3	2,5
Erotus-% vrt. mediaani		17 %	20 %	-19 %	-18 %	35 %

Lähde: Refinitiv / Inderes

Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2023	Q1'24	Q2'24	Q3'24	Q4'24	2024	Q1'25	Q2'25	Q3'25e	Q4'25e	2025e	2026e	2027e	2028e
Vakuutusmaksutulo	7535	2020	2057	2138	2172	8387	2187	2265	2296	2302	9049	9644	10218	10813
If	4996	1290	1297	1327	1344	5258	1645	1691	1737	1734	6808	7188	7507	7818
Topdanmark (2025 alk osa If)	1288	361	361	371	377	1470	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Hastings	1251	369	399	440	451	1659	470	499	488	497	1955	2170	2408	2673
Muut (aik. omistusyhteisö)	0	0	0	0	0	0	72	75	70	70	287	286	303	321
Käyttökate	1481	465	444	432	219	1559	376	527	497	444	1844	1859	2000	2126
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	1481	465	444	432	369	1709	376	527	497	444	1844	1859	2000	2126
Liikevoitto	1481	465	444	432	219	1559	376	527	497	444	1844	1859	2000	2126
If	1358	356	379	333	188	1256	0	0	0	0	0	0	0	0
Topdanmark (2025 alk osa If)	162	63	49	47	-22	137	0	0	0	0	0	0	0	0
Hastings	129	26	45	69	53	193	0	0	0	0	0	0	0	0
Muut (aik. omistusyhteisö)	-160	20	-30	-18	-1	-29	0	0	0	0	0	0	0	0
Sampo	0	0	0	0	0	0	376	527	497	444	1844	1859	2000	2126
Tulos ennen veroja	1481	465	444	432	219	1559	376	527	497	444	1844	1859	2000	2126
Verot	-339	-96	-100	-96	63	-230	-79	-121	-104	-93	-398	-381	-410	-436
Vähemmistöosuudet	-70	-26	-7	-16	-1	-50	0	0	0	0	0	0	0	0
Nettotulos	1072	343	337	320	281	1280	297	406	393	351	1446	1478	1590	1690
EPS (oikaistu)	2,64	0,68	0,62	0,59	0,80	2,61	0,11	0,15	0,15	0,13	0,54	0,57	0,62	0,68
EPS (raportoitu)	0,52	0,68	0,62	0,59	0,52	0,48	0,11	0,15	0,15	0,13	0,54	0,57	0,62	0,68

Vastaavaa	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Pysyvät vastaavat	19727	20017	20020	20023	20026
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aineettomat hyödykkeet	3637	3637	3637	3637	3637
Käyttöomaisuus	318	284	287	290	293
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	12,0	4,0	4,0	4,0	4,0
Muut sijoitukset	15757	16090	16090	16090	16090
Muut pitkäaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verosaamiset	3,0	2,0	2,0	2,0	2,0
Vaihtuvat vastaavat	4497	4460	4726	4979	5223
Vaihto-omaisuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut lyhytaikaiset varat	800	880	880	880	880
Myyntisaamiset	2282	2618	2805	2990	3168
Likvidit varat	1415	962	1041	1109	1175
Taseen loppusumma	24224	24477	24746	25002	25249

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Oma pääoma	7687	7059	7590	8054	8548
Osakepääoma	98,0	98,0	98,0	98,0	98,0
Kertyneet voittovarot	6378	7707	8238	8702	9196
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	787	-746,0	-746,0	-746,0	-746,0
Vähemmistöosuus	424	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	15197	15858	15596	15388	15140
Laskennalliset verovelat	567	535	535	535	535
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Korolliset velat	2914	3037	2775	2567	2319
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	11716	12286	12286	12286	12286
Lyhytaikaiset velat	1340	1560	1560	1560	1560
Korolliset velat	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	1340	1560	1560	1560	1560
Taseen loppusumma	24224	24477	24746	25002	25249

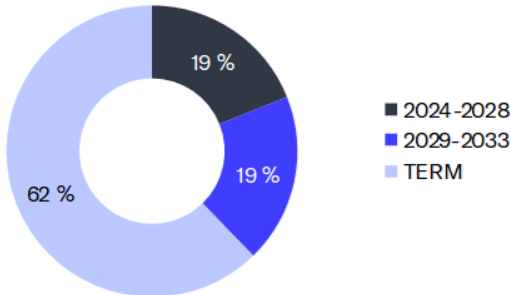
DDM-malli konserni

DDM-arvonmääritys (MEUR)	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	2034e	TERM
Sammon tulos	1446	1478	1590	1690	1727	1733	1785	1790	1844	1880	1880
Sammon jakama osinko	1015	1095	1145	1192	1640	1646	1695	1700	1751	1786	32921
-Osingonjako-%	70 %	74 %	72 %	71 %	95 %	95 %	95 %	95 %	95 %	95 %	
Sammon osingon kasvu-%	10,9 %	7,9 %	4,6 %	4,0 %	37,6 %	0,4 %	3,0 %	0,3 %	3,0 %	2,0 %	2,0 %
Disk. osinko	962	966	939	909	1163	1085	1040	969	929	881	16231
Disk. Kum osinko	26073	25111	24146	23207	22298	21135	20050	19010	18041	17112	16231

Taseen ylimääräinen pääoma (MEUR)	2000
Oman pääoman arvo (MEUR)	28073
Per osake EUR	10,4

Pääoman kustannus	
Riskitön korko	2,5%
Markkinoiden riskipreemio	4,8%
Yrityksen Beta	1,06
Likviditeettipreemio	0,0%
Oman pääoman kustannus	7,5%

Rahavirran jakauma jaksoittain



Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

Raporteilla esitettävä informaatio on hankittu useista eri julkisista lähteistä, joita Inderes pitää luotettavina. Inderesin pyrkimyksenä on käyttää luotettavaa ja kattavaa tietoa, mutta Inderes ei takaa esitettyjen tietojen virheettömyyttä. Mahdolliset kannanotot, arviot ja ennusteet ovat esittäjiensä näkemyksiä. Inderes ei vastaa esitettyjen tietojen sisällöstä tai paikkansapitävyydestä. Inderes tai sen työntekijät eivät myöskään vastaa raporttien perusteella tehtyjen sijoituspäätösten taloudellisesta tuloksesta tai muista vahingoista (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 neuvonantajia. Asiakas vastaa sijoituspäätöstensä tekemisestä ja niiden taloudellisesta tuloksesta.

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

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen 12 kuukauden kokonaistuotto-odotukseen (sis. kurssinousu ja osingot) ja huomioi Inderesin näkemyksen tuotto-odotukseen liittyvästä riskistä. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituksin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitusuusituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään 2-4 kertaa vuodessa yhtiöiden osavuosikatsausten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvion mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmäärittämis menetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmäärittämis menetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

Inderesin suosituspolitiikka perustuu seuraavaan jakaumaan suhteessa osakkeen 12 kuukauden riskikorjattuun kokonaistuotto-odotukseen.

Osta	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on erittäin houkutteleva
------	---

Lisää	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on houkutteleva
Vähennä	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on heikko
Myy	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on erittäin heikko

Osakkeen 12 kuukauden riskikorjatun kokonaistuotto-odotuksen yllä esitettyjen määritelmien mukainen arviointi on yhtiökohtaista ja subjektiivista. Siten eri osakkeilla samansuuruiset 12 kk kokonaistuotto-odotukset voivat johtaa eri suosituksiin eikä eri osakkeiden suosituksia ja 12 kk kokonaistuotto-odotuksia tule verrata keskenään. Tuotto-odotuksen vastapuolena toimii sijoittajan Inderesin näkemyksen mukaan ottama riski, joka vaihtelee voimakkaasti eri yhtiöiden ja tilanteiden välillä. Korkea tuotto-odotus ei siis välttämättä johda positiiviseen suositukseen riskien ollessa poikkeuksellisen suuria, eikä matala tuotto-odotus johda vastaavasti negatiiviseen suositukseen riskien ollessa Inderesin näkemyksen mukaan maltillisia.

Inderesin tutkimusta latineilla 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 Oyj voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoittavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oyj:n omistukset esitetään yksilöitynä mallisalkussa. Inderes Oyj:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin latineen analyttikon palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oyj: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 sijoittajaviestinnän palveluita, joiden tavoitteena on parantaa yhtiön ja pääomamarkkinoiden välistä kommunikaatiota. Näitä palveluita ovat sijoittajatilaisuuksien ja -tapahtumien järjestäminen, sijoittajaviestinnän liittyvä neuvonanto, sijoitustutkimusraporttien laatiminen.

Kaikki Inderes Oyj:n osakeomistukset sen seurannassa olevissa kohdeyhtiöissä esitetään yksilöityinä oikeaa rahaa sijoittavassa Inderes Oyj:n mallisalkussa.

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

Suositus historia (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
17/03/2020	Osta	30,00 €	23,83 €
30/04/2020	Osta	34,00 €	30,85 €
07/05/2020	Lisää	33,00 €	30,40 €
16/06/2020	Osta	34,00 €	30,40 €
06/08/2020	Osta	35,00 €	30,30 €
09/10/2020	Osta	38,00 €	35,20 €
05/11/2020	Osta	38,00 €	34,14 €
20/01/2021	Osta	38,00 €	35,28 €
12/02/2021	Osta	41,00 €	36,04 €
25/02/2021	Osta	41,00 €	36,95 €
07/04/2021	Osta	43,00 €	39,23 €
06/05/2021	Osta	44,00 €	39,85 €
05/08/2021	Osta	45,00 €	42,39 €
24/09/2021	Osta	46,00 €	43,35 €
04/11/2021	Lisää	48,00 €	46,73 €
09/12/2021	Lisää	48,00 €	44,09 €
10/02/2022	Lisää	49,00 €	45,35 €
05/05/2022	Lisää	48,00 €	45,85 €
23/05/2022	Lisää	44,00 €	41,76 €
04/08/2022	Lisää	46,00 €	43,71 €
27/10/2022	Vähennä	46,00 €	46,67 €
03/11/2022	Vähennä	46,00 €	44,32 €
13/02/2023	Vähennä	46,00 €	45,50 €
11/05/2023	Vähennä	47,00 €	46,15 €
14/06/2023	Vähennä	44,00 €	43,08 €
10/08/2023	Lisää	44,00 €	40,35 €
02/10/2023	Lisää	39,00 €	40,98 €
09/11/2023	Vähennä	39,00 €	38,94 €
09/02/2024	Vähennä	40,00 €	39,50 €
08/05/2024	Vähennä	39,00 €	37,66 €
18/06/2024	Vähennä	40,00 €	38,81 €
08/08/2024	Vähennä	41,00 €	40,00 €
07/11/2024	Vähennä	42,00 €	41,00 €
23/01/2025	Vähennä	42,00 €	39,55 €
07/02/2025	Lisää	43,00 €	40,91 €
	Osakkeen split 1/5	8,60 €	
08/05/2025	Lisää	9,80 €	9,33 €
07/08/2025	Vähennä	10,00 €	9,91 €



TIETO ON SJOITTAJAN PERUSOIKEUS

Inderes demokratisoi sijoittajatiedon yhdistämällä sijoittajat ja pörssiyhtiöt. Sijoittajille olemme luotetun tiedon analyysipalvelu ja yhteisö, ja pörssiyhtiöille olemme laadukkaan sijoittajaviestinnän kumppani. Yli 500 pörssiyhtiötä Euroopassa hyödyntää sijoittajaviestinnän tuotteitamme ja osakeanalyysipalveluitamme tarjotakseen parempaa sijoittajaviestintää omistajilleen.

Tavoitteemme on olla finanssialan sijoittajalähtöisin yhtiö. Inderes on perustettu vuonna 2009 sijoittajien toimesta, sijoittajia varten. Nasdaq First North -listattuna yhtiönä ymmärrämme asiakkaidemme arjen.

Inderes Oyj

Porkkalankatu 5
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

Inderes Ab

Vattugatan 17, 5tr
Stockholm
+46 8 411 43 80

Palkittua analyysia osoitteessa **inderes.fi**

inderes.se

**inde
res.**