

MANDATUM

20.8.2026 8.50 EET



Kasper Mella
+358 45 6717 150
kasper.mella@inderes.fi



Sauli Vilén
358440258908
sauli.vilen@inderes.fi

INDERESIN YHTIÖASIAKAS
LAAJA RAPORTTI



Sektorin kirkkainta kärkeä

Mandatumin sijoittajatarina nojaa kahteen kulmakiveen: kasvuun pääomakevyessä varainhoidossa sekä taseen pääomien vapauttamiseen alasarjojen osakkeissa olevasta laskuperustekorkoisesta vakuutuskannasta. Näiden ansiosta Mandatumin voitonjako tulee olemaan vuodesta myös jatkossa, ja osakkeen tuotto-odotus on vahvasti painottunut osinkovirtaan. Yhtiön kehitys on tällä hetkellä äärimmäisen vakuuttavaa, mutta nykyinen hintalappu asettaa riman turhan korkealle. Tämän johdosta toistamme vähennä-suosituksemme ja 6,2 euron tavoitehintamme.

Konsernin kasvustrategia nojaa varainhoitoon

Mandatumin operatiivinen liiketoiminta koostuu pääomakevyyistä liiketoiminnoista (varainhoito ja henkivakuuttaminen) sekä oman taseen sijoitustoiminnasta (laskuperustekorkoinen liiketoiminta). Henkivakuutuksessa Mandatum tarjoaa yksityis- ja yritysasiakkailleen sijoittamisen, palkitsemisen, eläkevarautumisen ja henkivakuuttamisen palveluita. Erityisen vahva yhtiön asema on yritysten sijoitussidonnaisissa eläkevakuutuksissa. Suomen kasvavalla varainhoitomarkkinalla Mandatum taas keskittyy ennen kaikkea instituutioasiakkaiden sekä varakkaiden yksityishenkilöiden palvelemiseen, minkä lisäksi yhtiö myy kansainvälisille sijoittajille erinomaisesti menestyneitä korkotuotteitaan.

Mandatumin tavoitteena on kasvaa voimakkaasti varainhoitoratkaisuihin painottuvissa pääomakevyissä liiketoiminnoissa sekä palauttaa omistajille merkittävästi pääomia taseen sijoitussalkun asteittain supistuessa. Omasta taseesta tehtävän sijoitustoiminnan merkitys (nettorahoitustulos) laskeekin vuosi vuodelta, kun yhtiö ajaa asteittain alas laskuperustekorkoista liiketoimintaansa ja muista tasesijoituksista on jo pääosin irtauduttu. Palkkiotuloksen vahvan kasvun ansiosta sen pitäisi ylittää nettorahoitustulos ensimmäistä kertaa kuluvana vuonna.

Sijoitussalkun supistuminen mahdollistaa vuolaan voitonjaon

Emme ole tehneet ennusteisiimme muutoksia laajan raportin yhteydessä. Odotamme Mandatumin konsernitason tuloksen saavuttavan pohjansa vuonna 2026. Vuodelta 2027 odotamme reipasta tulosloikkaa, kun sijoitustuotot normalisoituvat ja palkkiotulos jatkaa reipasta kasvuaan sekä orgaanisesti että Cliens-yrityssoston tukemana.

Tästä eteenpäin odotamme konsernitason tuloksen niin ikään kasvavan, mutta maltillisemmalla kulmakertoimella. Vaikka arvioimmekin Mandatumin kasvattavan varainhoitonsa tulosta voimakkaasti, jarruttaa sijoitussalkun supistuminen tulokehitystä ja pitää konsernitason tuloskasvun ennusteissamme maltillisena. Tuloksen jakauma paranee kuitenkin jatkuvasti varainhoidon osuuden kasvaessa.

Sijoitussalkun supistumisen kääntöpuolena voitonjako säilyy vuolaana, kun Mandatum palauttaa tästä vapautuvia varoja osakkeenomistajilleen. Lähivuosina voitonjaon painopiste onkin vahvasti juuri ylimääräisten pääomien palauttamisessa tulokertymän näytellessä pienempää roolia. Näin ollen osakekohtainen osinko ylittää ennusteissamme osakekohtaisen tuloksen selvällä marginaalilla.

Osakkeeseen ladatut odotukset ovat vaativat

Haarukoimme Mandatumin arvoa ensisijaisesti osinkomallilla, sillä se huomioi parhaiten yhtiön korkean voitonjakosuhteen ja ylipääomitetun taseen purkamisen. Osinkomallimme mukainen arvo on noin 6,2 euroa osakkeelta. Osien summalla tarkasteltuna varainhoitoa hinnoitellaan lähes 30x P/E-kertoimella, mikä on merkittävästi kotimaisten verrokkien yläpuolella ja asettaa suorittamisen riman korkealle. Korkea osinkotuotto kuitenkin rajaa osakkeen laskuvaraa.

Suositus

Vähennä

(aik. Vähennä)

Tavoitehinta:

6,20 EUR

(aik. 6,20 EUR)

Osakekurssi:

6,13 EUR

Liiketoimintariski



Arvostusriski



Avaintietotaulukko

	2025	2026e	2027e	2028e
Tulos ennen veroja	182,0	152,8	205,7	205,7
Nettotulos	131,8	166,7	166,5	170,0
EPS (oik.)	0,31	0,26	0,33	0,33
Osinko / osake	0,85	0,80	0,60	0,55
Osingonjakosuhte	274 %	307 %	181 %	166 %
ROE-%	10,3%	10,3%	16,4%	20,1%

P/E (oik.)	22,2	23,4	18,5	18,5
P/B	2,4	2,7	3,5	4,1
Osinkotuotto-%	12,4 %	13,1 %	9,7 %	9,0 %

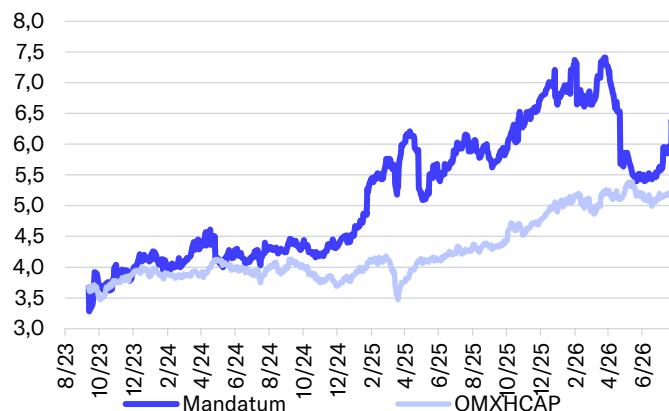
Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

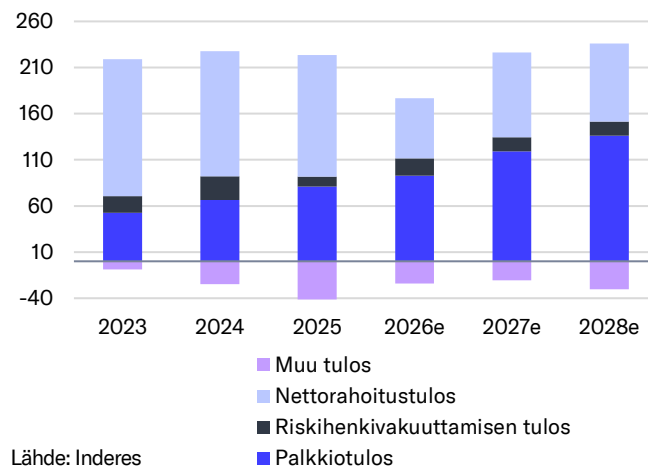
Palkkiotuloksen odotetaan kasvavan vuodesta 2025 olettaen, että markkinaolosuhteet pysyvät vakaina. Laskuperustekorkoisen kannan odotetaan supistuvan edelleen.

Osakekurssi



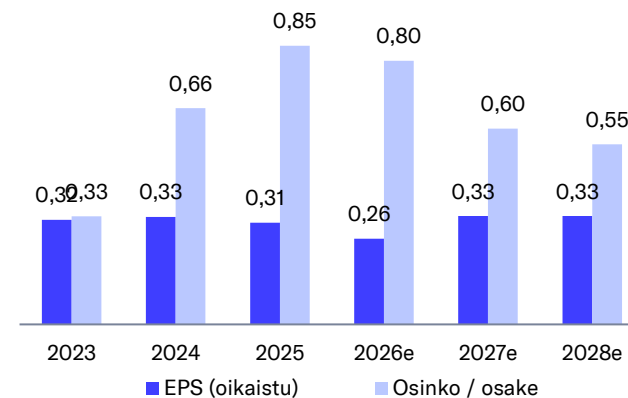
Lähde: Millistream Market Data AB

Mandatumin PTP jakauma (MEUR)



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



*Vuodesta 2022 alkaen IFRS 17 -standardin mukaisesti

Lähde: Inderes

Arvoajurit

- Kasvu pääomakevyessä varainhoidossa
- Suhteellisessa kannattavuudessa yhä parannuspotentiaalia liikevaihdon kasvun myötä
- Korkojen nousun ansiosta laskuperustekorkoinen liiketoiminta on muuttunut selvästi aiempaa houkuttelevammaksi
- Pääoman vapautuminen laskuperusteisesta vakuutuskannasta
- Arvoa luovat yrityskaupat varainhoitosektorilla

Riskitekijät

- Yhtiön tulos on edelleen hyvin riippuvainen sijoitustuotoista
- Sijoitustoiminnassa riskejä on erityisesti korkotason osalta, sillä korkotason lasku painaisi konsernin sijoitustuottoja ja tulostasoa
- Henkivakuutustoiminnan riskit (vakuutusmallien taustalla olevat oletukset voivat osoittautua virheellisiksi)
- Rahastojen tuottotasojen heikentyminen ja kilpailukyyn lasku
- Haitalliset muutokset sijoitusvakuutusten verolainsäädännössä

Arvostustaso	2026e	2027e	2028e
Osakekurssi	6,13	6,13	6,13
Osakemäärä, milj. kpl	503,7	504,2	503,7
Markkina-arvo	3088	3091	3088
P/E (oik.)	23,4	18,5	18,5
P/E	23,4	18,5	18,5
P/B	2,7	3,5	4,1
Osinko/tulos (%)	307,3 %	180,7 %	166,2 %
Osinkotuotto-%	13,1 %	9,7 %	9,0 %

Lähde: Inderes

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	6–9
Pääomakevyet liiketoiminnot	10–16
Laskuperustekorkoinen liiketoiminta	17–20
Toimiala ja kilpailukenttä	20–26
Strategia ja taloudelliset tavoitteet	27–30
Sijoitus- ja riskiprofiili	31–32
Taloudellinen tilanne	33–35
Ennusteet	36–40
Arvonmääritys	41–42
Liitteet	43–45
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	46

Mandatum lyhyesti

Mandatum on suomalainen finanssikonserni, joka tarjoaa henkilö-, yritys- ja instituutioasiakkaille laajan valikoiman varainhoitopalveluja sekä henki- ja eläkevakuutusratkaisuja.

16,7 mrd. euroa

Hallinnoitava asiakasvarallisuus Q2'26 lopussa

614

Henkilöstömäärä Q2'26 lopussa

182,1 MEUR

Tulos ennen veroja vuonna 2025

11 %

Hallinnoitavan varallisuuden kasvu 2020–2025 p.a.

FOKUS VAKUUTUSTUOTTEISSA (1998–2007)

Mandatum Pankki liitetään osaksi Sampo-Leoniasa.

Henki-Sampo tekee strategisen päätöksen keskittyä sijoitussidonnaisiin vakuutuksiin.

Sampo Pankin (nykyinen Danske Bank) kanssa solmitaan edustussopimus samalla, kun yhtiö myydään uudelle omistajalle.

Fokus vähän pääomaa sitovissa tuotteissa.

PÄIVITETTY "RAHAT JA HENKI" -STRATEGIA (2008–2022)

Varainhoito perustetaan, Henki-Sampo muuttaa nimensä Mandatum Lifeeksi ja uusi strategia otetaan käyttöön. Nykymuotoinen Mandatum syntyy.

Mandatum ostaa eläke- ja henkilöstörahoasto-toiminnot Silta Oy:ltä ja Keskinäisen Henkivakuutusyhtiö Suomen ryhmäeläke-vakuutuskanta siirretään Mandatumille.

Mandatum ostaa Nordhavenin osakekannustinjärjestelmiin keskittyvän liiketoiminnan ja kiinteistörahastoja hallinnoivan Trevian Rahastot AIFM Oy:n.

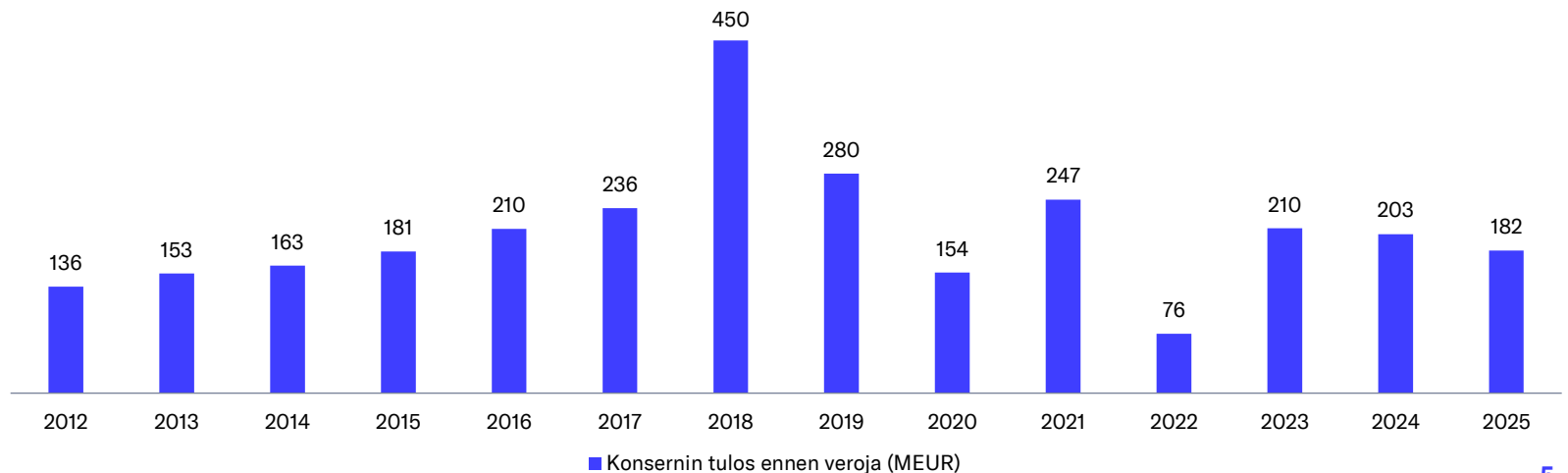
KASVUA PÄÄOMAKEVYESTÄ VARAINHOIDOSTA (2023–)

Rakennemuutosta jatketaan laskuperustekorkoisen kannan asteittaisella alasajolla.

Kasvua haetaan erityisesti vähän pääomaa sitovista ja jatkuviin palkkiotuottoihin perustuvista tuotteista ja palveluista.

Fokus kasvun ohella kannattavuudessa, jota tuetaan kulurakennetta tehostamalla.

Mahdollisuuksia epäorgaaniseen kasvuun osana varainhoito-markkinan konsolidaatiota.



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/2

Mandatum Oyj

Mandatum tarjoaa asiakkailleen sijoittamisen, eläkevarautumisen ja henkilövakuuttamisen palveluita. Näiden lisäksi Mandatum tarjoaa mm. palkitsemisen palveluita.

OPERATIIVISET LIIKETOIMINNOT

Pääomakevyet liiketoiminnot

Varainhoito

Henkivakuutus

Taseen sijoitustoiminta

Laskuperustekorkoinen liiketoiminta

Konsernin tasesijoitukset

Mandatumin liiketoiminta painottuu vahvasti sijoitus- ja varainhoitoratkaisuihin. Henki- ja eläkevakuutuksissa tärkein asiakassegmentti on yritysasiakkaat ja varainhoidossa institutionaaliset sijoittajat sekä varakkaat yksityishenkilöt. Omasta taseesta tehtävän sijoitustoiminnan merkitys puolestaan laskee vuosi vuodelta, kun laskuperustekorkoista liiketoimintaa ajetaan asteittain alas ja valtaosa muista tasesijoituksista on jo myyty.



Pääomakevyet liiketoiminnot ja erityisesti varainhoito ovat konsernin kasvumoottori. Konsernin hallinnoimat asiakasvarat ovatkin kasvaneet viime vuosina voimakkaasti. Lisäksi näistä saadut palkkiot ovat luonteeltaan pääosin jatkuvia.



Konsernin tuloksen pääpaino on edelleen laskuperustekorkoisessa liiketoiminnassa, jossa Mandatum kantaa sijoitusriskin. Kanta on kuitenkin alasajovaiheessa, mikä rokottaa asteittain konsernin tulostasoa. Samalla tämä mahdollistaa tulosta korkeamman voitonjaon.



Vuonna 2025 yhtiön palveluksessa oli keskimäärin 616 henkilöä.



Mandatumin hoidossa olevat asiakasvarat olivat Q2'26 lopussa 16,7 miljardia euroa.



Konsernilla on noin 250 000 henkilöasiakasta ja 20 000 yritysasiakasta.

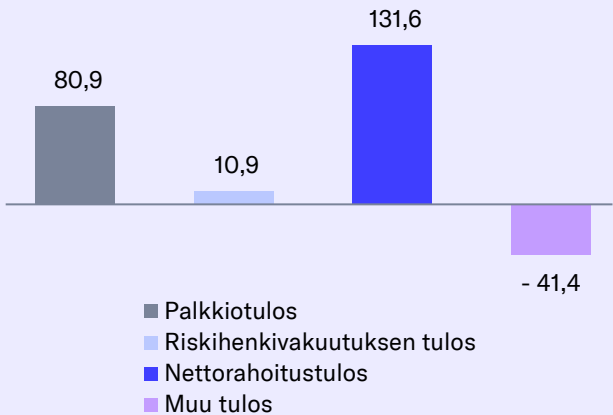


Mandatum hakee kasvua erityisesti varainhoidossa, jonka merkittävin tuotealue on korkorahastot.



Keskeiset toiminnot sijaitsevat Suomessa, mutta yhtiöllä on myös kansainvälisiä varainhoitoasiakkaita sekä myyntikonttoreita.

Tulos ennen veroja (2025)



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/2

Omistus pohja on laaja

Jakautumisen yhteydessä Sammon osakkeenomistajat saivat jakautumisvastikkeena yhden uuden Mandatumin osakkeen jokaista omistamaansa Sammon osaketta kohti, minkä myötä Sammon omistajista tuli myös Mandatumin omistajia. Tästä syystä Mandatumin omistusrakenne on Sammon tapaan hyvin hajanainen. 10 suurinta Suomeen rekisteröitynyttä omistajaa omistaa osakkeista noin 14 %, ja hallintarekisteröityjen ja ulkomaisten sijoittajien osuus on laskenut noin 45 %:sta noin 34 %:iin. Pääomasijoittaja Altorin hallinnoima rahasto oli aiemmin yhtiön selkeästi suurin omistaja, mutta Altor on keventänyt omistustaan useassa erässä – kesäkuussa 2025 alle 15 %:n ja helmikuussa 2026 edelleen alle 5 %:n rajan. Loput omistuksestaan Altor myi elokuussa 2026.

Altor ei siten enää kannu yhtiössä pääomistajan viittaa, vaan Mandatumin omistus on suhteessa kotimaisiin listattuihin varainhoitajiin poikkeuksellisen hajautunut. Tämä korostaa entisestään johtoryhmän ja hallituksen merkitystä toiminnan ohjaamisessa.

Johtoryhmässä on vahvaa taustaa yhtiöstä

Mandatumin johtoryhmään kuuluu kahdeksan jäsentä ja toimitusjohtajana on toiminut Petri Niemisvirta vuodesta 2001 lähtien. Niemisvirta toimi vuodesta 2001 alkaen jakautumiseen asti myös Sampo-konsernin johtoryhmän jäsenenä. Mandatumin talousjohtajana toimii Matti Ahokas, joka siirtyi tehtävään Nordean sijoittajasuhdejohtajan paikalta. Sijoitusjohtajana toimii Juhani Lehtonen, jolla on yli 15 vuoden tausta yhtiöstä ja vielä pidempi kokemus eri sijoitustoiminnoista. Varainhoidosta puolestaan vastaa Janne Sarvikivi, joka siirtyi Mandatumille Nordeasta vuonna

2025. Nordeassa Sarvikivi toimi yli 15 vuotta Suomen instituutio-osakevälityksen johdossa ja viimeiset vuodet Suomen osakeliiketoiminnan vetäjänä.

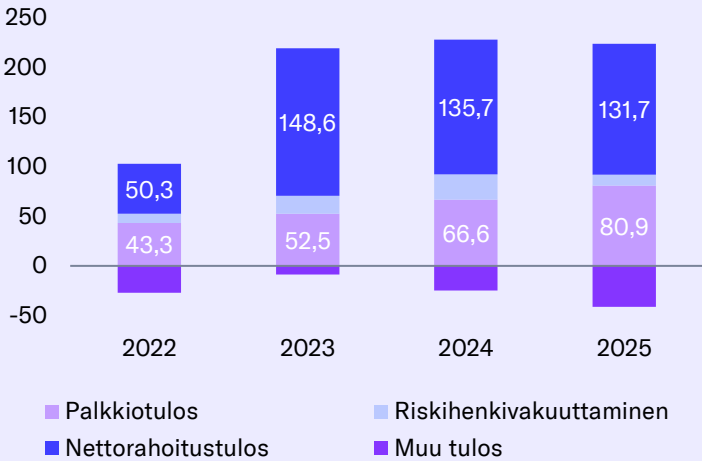
Mandatumin johtoryhmän osakeomistukset Mandatumissa ovat määrittään huomattavia, mitä pidämme luonnollisesti positiivisena, sillä tämä yhdenmukaistaa johdon ja osakkeenomistajien intressejä. Johto on myös lisännyt omistuksiaan listautumisen jälkeen (toki nykyistä matalammilta kurssitasoilta), mikä on niin ikään positiivinen signaali sitoutumisesta liiketoiminnan kehitykseen ja uskosta yhtiön tulevaisuuteen.

Mandatumin palkitseminen rakentuu kiinteästä palkasta, lyhyen aikavälin tulospalkkioista (STI) sekä pitkän aikavälin osakepohjaisesta kannustinjärjestelmästä (LTI). Yhtiö otti vuonna 2024 käyttöön oman osakepohjaisen kannustinjärjestelmänsä, joka kattaa konsernin johtoryhmän ja valitut avainhenkilöt. Ohjelmat ovat mielestämme järkevästi rakennettu ja ne on sidottu osakkeenomistajien kannalta oikeisiin mittareihin.

Myös hallituksesta löytyy kokemusta

Mandatumin hallitus muodostuu kahdeksasta jäsenestä ja hallituksen päätoimisena puheenjohtajana toimii Patrick Lapveteläinen, jolla on yli 20 vuoden Sampo-tausta useissa johtotehtävissä. Myös Lapveteläisellä on Mandatumissa merkittävä osakeomistus, mitä pidämme johdon merkittävien omistusten tapaan positiivisena osakkeenomistajien kannalta.

Tulos ennen veroja segmenteittäin (MEUR)



Suurimmat Suomeen rekisteröityneet osakkeenomistajat (tilanne 6/2026)	Osuus osakkeista
Varma	4,42 %
Ilmarinen	3,39 %
Elo	1,74 %
OP-Henkivakuutus Oy	1,14 %
Valtion Eläkerahasto	0,81 %
Oy Lival Ab	0,77 %
OP Suomi Indeksi -rahasto	0,51 %
OP Suomi -rahasto	0,46 %
Nordea Fennia -rahasto	0,46 %
Sr Seligson & Co OMX Helsinki 25 -rahasto	0,39 %
10 suurinta yhteensä	14,09 %

Lähde: Mandatum

Mandatumin historia 1/2

Mandatumin lyhyt historia

Mandatumin juuret ulottuvat 150 vuoden päähän ja yhtiöllä on pitkä historia osana Sampo. Mandatum saavutti laajan tunnettuuden investointipankkina 1990-luvun aikana, mutta nykymuotoisen Mandatumin historia voidaan mielestämme jäljittää 2000-luvun alkuun, kun yhtiö alkoi keskittyä henkivakuutuksiin ja varainhoitoratkaisuihin. Alkuperäinen investointipankki Mandatum päättyi Danske Bankille Sampo Pankin mukana vuonna 2007, mutta Mandatumin nimi jäi Sampo-konsernin haltuun.

Sampo Pankin myyminen Danske Bankille vuonna 2006 muutti Henki-Sammon identiteettiä perustavanlaatuisesti. Tähän asti yhtiö oli rakentanut menestyksensä hyödyntämällä monia jakelukanavia ja valtaosa vakuutusten myynnistä oli tapahtunut Sampo Pankin kautta. Vaikka yhteistyö Danske Bankin kanssa jatkui edustussopimuksen myötä, yhtiön oli panostettava aiempaa vahvemmin omaan palvelu- ja myyntiorganisaatioon.

Vuonna 2008 Henki-Sammon nimi muutettiin Mandatum Lifeksi ja yhtiö otti käyttöön uuden strategian – Rahat ja henki. Henkivakuuttamisen osaksi tuotiin varainhoidon palvelut, minkä myötä yhtiö laajensi oman taseen sijoituksista myös asiakkaiden varojen hoitoon. Varainhoidon etuna tasesijoituksiin nähden on erityisesti liiketoiminnan pääomakeveys.

Vuoden 2008 strategiauudistuksesta lähtien Mandatum on keskittynyt puhtaasti henkivakuuttamiseen ja varainhoitoon, joiden avulla yhtiö pystyy tarjoamaan asiakkailleen kokonaisvaltaisempaa taloudellista suunnittelua sekä riskienhallintaa. Henkivakuutuspuolella Mandatumin uusmyynti keskittyy sijoitussidonnaisiin vakuutuksiin sekä

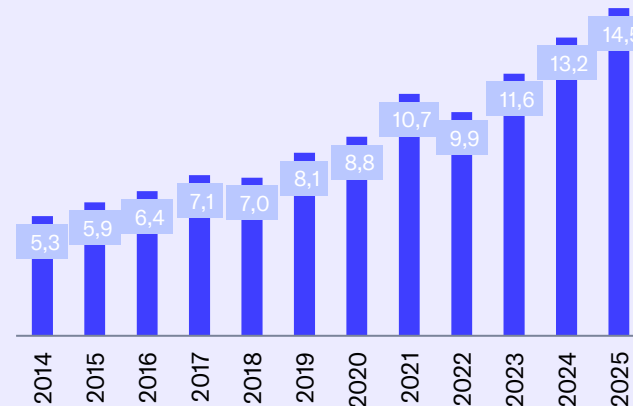
henkilöriskivakuutuksiin, ja nykyinen tuote- ja palveluvalikoima tarjoaa yhtiölle mielestämme hyvät mahdollisuudet hyödyntää palveluiden ristiinmyynnissä laajaa olemassa olevaa yritysasiakaskuntaansa. Varainhoidossa kasvun painopiste on instituutioasiakkaissa sekä varakkaissa kotimaisissa yksityishenkilöissä.

Osittaisjakautuminen

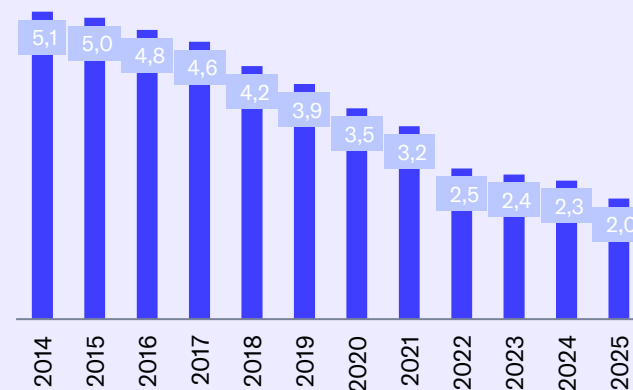
Sampo kertoi keväällä 2023 aikovansa listata Mandatumin pörssiin osittaisjakautumisella, joka toteutettiin lokakuussa 2023. Mandatum ehti olla jo ennen jakautumista pitkälti erillinen Sammon muusta liiketoiminnasta, eikä sillä ollut oleellisia operatiivisia synergioita Sammon vahinkovakuutustoiminnan kanssa. Mandatumille irtautuminen mahdollisti joustavuuden toimia itsenäisenä yhtiönä tarjoten mahdollisuuden aiempaa vauhdikkaamman kasvun tavoitteluun niin Suomessa kuin ulkomailla.

Osana kasvustrategiaansa yhtiö näkee nyt myös mahdollisuuksia epäorgaaniseen kasvuun osana Suomen sekä laajemmin myös Pohjoismaiden varainhoitomarkkinan konsolidaatiota. Sammon alaisuudessa suuremmat epäorgaaniset liikkeet eivät olleet mahdollisia konsernin strategian keskittyessä vahinkovakuuttamiseen. Sammon näkökulmasta Mandatumin irrottaminen taas oli käytännössä viimeinen askel kohti täysiveristä vahinkovakuutusyhtiötä.

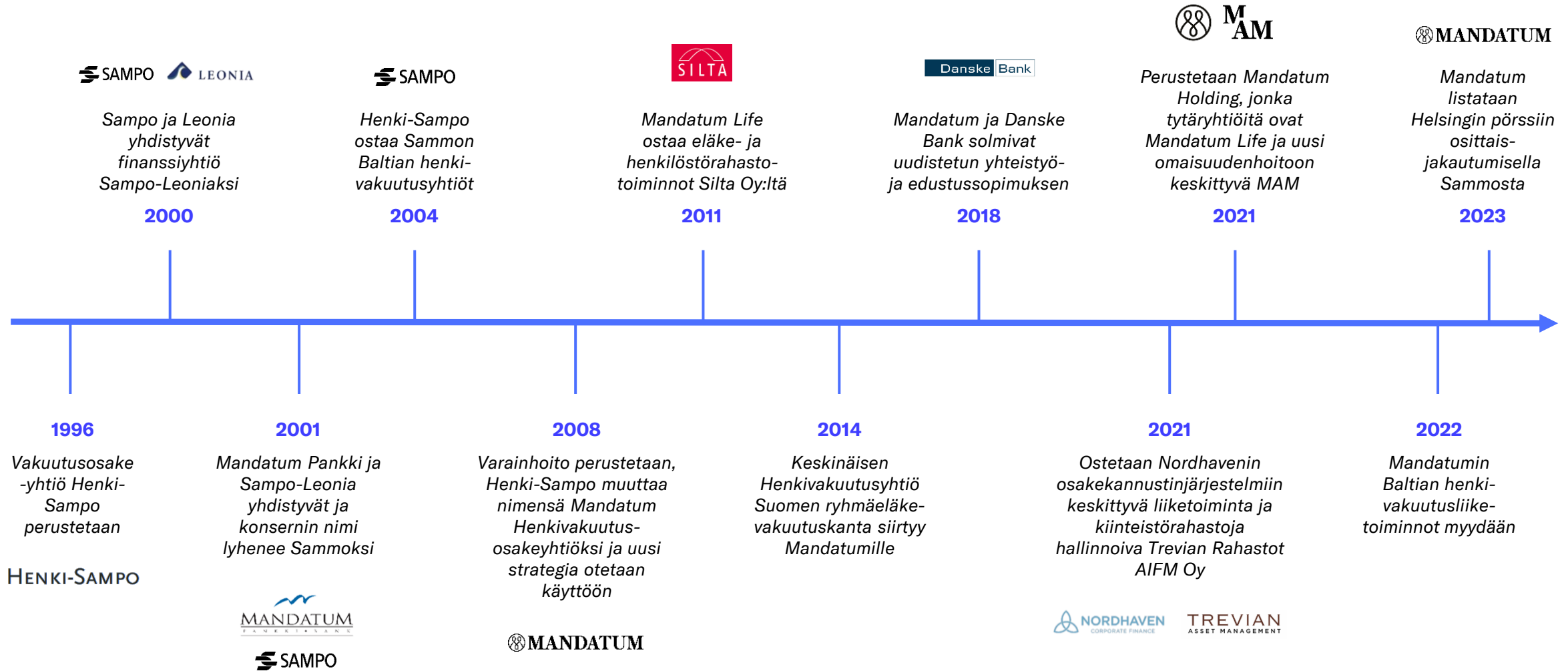
Sijoitussidonnaisen vastuuvelan kehitys (mrd. euroa)



Laskuperustekorollisen vastuuvelan kehitys (mrd. euroa)



Mandatumin historia 2/2



Pääomakevyet liiketoiminnot 1/7

Mandatumin pääomakevyet liiketoiminnot tarjoavat konsernin asiakkaille kattavat vaurastumisen ja varautumisen palvelut, joihin kuuluvat varainhoito, sijoitussidonnaiset vakuutukset, sijoittamisen palvelut, henkilövakuutukset sekä yritysten eläke- ja palkitsemisratkaisut. Pääomakevyiden liiketoimintojen tuotot perustuvat pitkälti jatkuvaluonteisiin palkkioihin, joista tärkeimmät ovat rahastojen hallinnointipalkkiot sekä sijoitussidonnaisiin vakuutuksiin liittyvät palkkiot. Kertaluonteiseksi luettavien palkkioiden, kuten tuottosidonnaisten palkkioiden, rooli on hyvin maltillinen, mikä nostaa liiketoiminnan ennustettavuutta.

Mandatum oli vuonna 2025 vakuutussäästöjen määrällä mitattuna Suomen kolmanneksi suurin henkivakuutusyhtiö Nordean ja OP:n jälkeen. Varainhoidossa yhtiö taas on noussut viime vuosina käytetyimpien kotimaisten varainhoitajien joukkoon instituutioasiakkaiden keskuudessa. Lisäksi Mandatum on ulottanut varainhoidon asiakaskuntaansa onnistuneesti myös muihin Pohjoismaihin. Viimeisimpänä yhtiö avasi myyntikonttorin Luxemburgiin vuonna 2025, josta käsin se hakee jalansijaa Keski-Euroopan instituutioasiakkaiden markkinasta.

Pääomakevyet liiketoiminnot jakautuvat kolmeen asiakassegmenttiin: yritysasiakkaisiin, henkilöasiakkaisiin sekä instituutio- ja varainhoitoasiakkaisiin. Tärkeimmät tuoteryhmät taas voidaan jakaa rahastoihin, eläkevakuutuksiin, muihin sijoitussidonnaisiin vakuutuksiin sekä riskihenkivakuutuksiin.

Yhtiön oman raportoinnin perusteella pääomakevyiden liiketoimintojen vuoden 2025 tuloksesta noin 37 % tuli yritysasiakkailta, 24 % henkilöasiakkailta ja loput noin 40 % instituutio- ja varainhoitoasiakkailta. Täsmällinen jako ei ole,

sillä kulujen allokointi näiden välillä on osin keinotekoisia (taustalla samoja toimintoja). Kehotammekin sijoittajia keskittymään konsernitason lukuihin (palkkiotulos ja riskihenkivakuutuksen tulos). Raportoidusta jakaumasta saa kuitenkin arviomme mukaan kohtalaisen hyvän kuvan eri asiakassegmenttien nykyisestä merkityksestä.

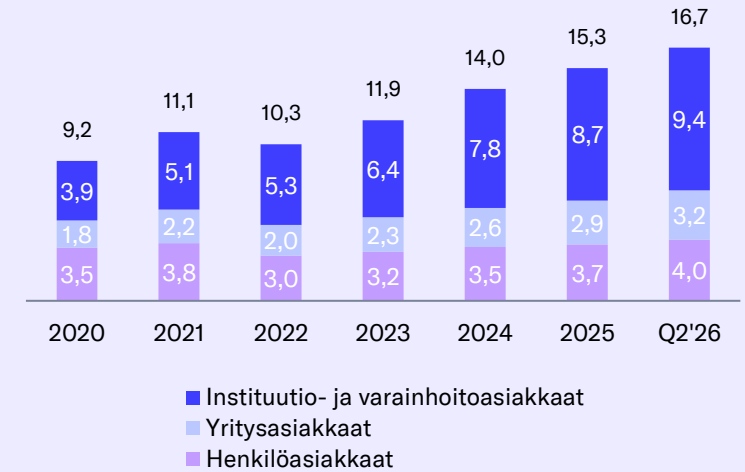
Aiemmin Mandatum tarjosi myös taseen omaa varallisuutta reilusti sitovia laskuperustekorkoisia vakuutuksia, mutta näiden myynti lopetettiin noin 20 vuotta sitten. Mandatum onkin käynyt läpi merkittävän muutoksen, sillä laskuperustekorkoisen vastuuvelan määrä on laskenut vuoden 2014 noin 5,1 mrd. eurosta nykyiseen noin 2,0 mrd. euroon (tilanne Q2'26). Nämä muodostavat kuitenkin yhä merkittävän osan Mandatumin tuloksesta sijoitustuottojen kautta. Samalla Mandatumin hallinnoitavien asiakasvarojen (AUM) määrä on kasvanut voimakkaasti, ja yhtiö keskittyykin strategiassaan kasvattamaan pääomakevyttä ja erinomaisesti kannattavaa varainhoitoliiketoimintaansa.

Parhaan kuvan liiketoiminnan nykyisestä kokoluokasta saakin Mandatumin noin 16,7 mrd. euron hallinnoitavasta varallisuudesta (tilanne Q2'26), joka asettaa yhtiön Evlin ja eQ:n välimaastoon. Yhtenä erona verrokkeihin on se, että Mandatumin hallinnoitavista varoista valtaosa on jonkun vakuutustuotteen sisällä, mikä lisää näiden pysyvyyttä verotuksellisten tekijöiden ansiosta.

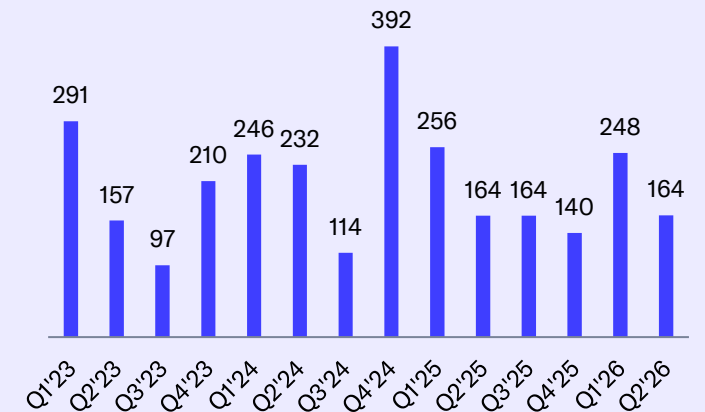
Rahastot ja varainhoito

Rahasto- ja varainhoitoliiketoiminta on Mandatumin kasvun kannalta keskeisessä roolissa, sillä varainhoidon markkina kasvaa trendinomaisesti, minkä lisäksi nykyinen markkinaosuus erityisesti Suomen ulkopuolella on toistaiseksi matala.

Mandatumin hallinnoitavan varallisuuden kehitys (MEUR)



Nettomerkinnät sijoitussidonnaisiin tuotteisiin (MEUR)



Pääomakevyet liiketoiminnot 2/7

Mandatumin tuotetarjonta kattaa kaikki keskeiset omaisuusluokat, mutta yhtiön ydinosaamista ovat erityisesti korkotuotteet. Näiden osalta valikoima kattaa perinteisten korkorahastojen ohella listaamattomiin velkakirjoihin sijoittavat rahastot (private credit). Kokonaisuudessaan yhtiön tuotetarjonta on kuitenkin suhteellisen fokusoitunut. Rahastojen ja muiden varainhoitopalveluiden tärkeimmät asiakasryhmät ovat instituutiot sekä kotimaiset varakkaat yksityishenkilöt.

Rahastoissa ja omaisuudenhoidossa Mandatumin ansainta perustuu pitkälti jatkuviin hallinnointipalkkioihin, ja kertaluonteisten tuottojen osuus on hyvin maltillinen. Mandatumilla on joissain tuotteissaan tuottosidonnaisia komponentteja, mutta näiden merkitys on kuitenkin selvästi vaatimattomampi kuin esimerkiksi eQ:lla, Taalerilla tai CapManilla. Yhtiön tuotetarjonta on myös varsin fokusoitunut ja korkealaatuisten tuotteiden vastapainona ovat hyvät palkkiotasot. Uskomme kuitenkin yhtiön pyrkivän asteittain laajentamaan tuotetarjontaansa osana sen kasvustrategiaa. Hyvien palkkiotasojen taustalla taas ovat arviomme mukaan laadukkaat ja erottuvat tuotteet korkopuolella sekä vahva hinnoitteluvoima henkilö- ja yritysasiakkaiden keskuudessa.

Sijoitussidonnaiset vakuutukset

Mandatumin sijoitussidonnaiset tuotteet sisältävät muun muassa vapaaehtoiset eläkevakuutukset, kapitalisaatiosopimukset sekä säästöhenkivakuutukset. Sijoitussidonnaisten vakuutusten kohdalla yritysasiakkaat ovat Mandatumin kasvustrategian keskiössä. Myös instituutioasiakkaiden sijoitukset voivat olla vakuutuskuoren sisällä, mutta käsittelemme nämä kokonaisuudessaan osana varainhoitopalveluita.

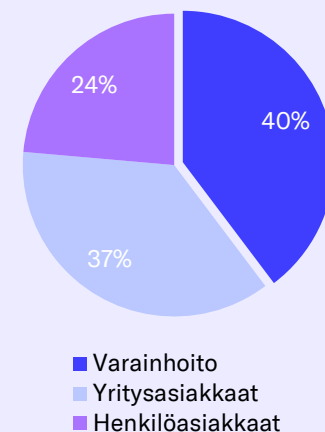
Mandatumin tarjoamat **eläkevakuutukset** ovat

vapaaehtoisia vakuutuksia, joilla vakuutuksenottaja voi täydentää sosiaaliturvaansa. Eläkevakuutukset ovat luonteeltaan pääosin sijoitussidonnaisia vakuutuksia, joissa eläkesäästöjen tuotto ja lopullisen eläkkeen suuruus perustuvat valittujen sijoituskohteiden arvonkehitykseen.

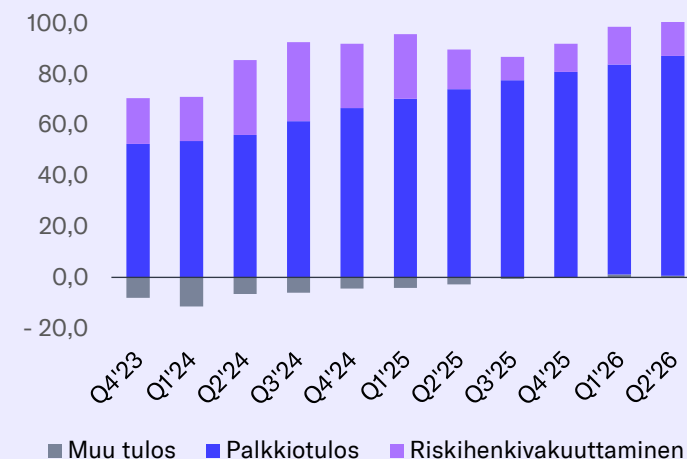
Säästöhenkivakuutukset sekä kapitalisaatiosopimukset ovat niin ikään sijoitussidonnaisia vakuutuksia, joiden vakuutussäästöt muodostuvat vakuutuksen voimassaoloaikana maksetuista maksuista sekä näille kertyvistä tuotoista. Säästöhenkivakuutuksen ja kapitalisaatiosopimuksen keskeinen ero liittyy lähinnä niiden käsittelyyn vakuutuksenottajan kuolintapauksessa, sillä säästöhenkivakuutuksessa henkivakuutuskorvaus maksetaan vakuutus sopimuksen määräämälle edunsaajalle ilman erillistä testamenttia. Kapitalisaatiosopimus ei puolestaan eräänny henkilön kuollessa vaan sopimus siirtyy kuolinpesälle.

Tuotekohtaisten erojen vuoksi myös asiakkaan saamat hyödyt hieman vaihtelevat, joskin erot ovat varsin pieniä. Säästöhenkivakuutuksessa tuottoja verotetaan vasta vakuutuksen päättyessä tai säästöjä nostettaessa. Myös kapitalisaatiosopimuksessa verotus kohdistuu varojen nostoon. Säästöhenkivakuutukseen verrattuna kapitalisaatiosopimuksen etuna voidaan kuitenkin nähdä vakuutuksen sisälle kelpuutettavien sijoitusinstrumenttien laajempi valikoima. Eläkevakuutuksissa yritys voi vähentää tiettyyn summaan asti eläkevakuutuksen maksut verotuksessa kokonaan, eikä näitä maksuja myöskään lueta pääsääntöisesti vakuutetun työntekijän ansiotuloksi. Myös eläkevakuutuksissa tuottojen verotus saadaan siirrettyä myöhempään ajankohtaan. Yhteenvetona voidaankin todeta, että valtaosa sijoitussidonnaisten vakuutustuotteiden hyödyistä perustuu juuri verotuksellisiin tekijöihin.

Pääomakevyiden liiketoimintojen tuloksen jakauma (2025)



Mandatumin pääomakevyiden liiketoimintojen tulos, rullaava 12kk



Pääomakevyet liiketoiminnot 3/7

Kolikon kääntöpuolena ovat tuotteiden kohtalaisen korkeat kustannukset. Mandatum perii tuotteista hallinnointipalkkiota (arviomme mukaan 0,5–0,6 % vakuutusvaroista) sekä merkintäpalkkiota vakuutuksen sisään tehdyistä suorituksista. Liiketoimintamalliltaan ja kysyntälogiikaltaan sijoitussidonnaiset vakuutukset muistuttavat hyvin paljon varainhoitoa, ja riskin sijoitusten arvomuutoksista kantaa asiakas.

Riskihenkivakuutukset

Riskihenkivakuutusten avulla asiakas ja tämän läheiset saavat taloudellista turvaa ja liikkumavaraa vakavan sairauden, tapaturman, työkyvyttömyyden tai kuolemantapauksen varalta. Riskivakuutuksissa Mandatum kerää asiakkailtaan vuosittain vakuutusmaksuja, joilla se kattaa tulevaisuuteen kohdistuvia korvauksia sekä liikekuluja. Vakuutusten kannattavuus määräytyy näiden maksujen ja kulujen erotuksena.

Kuolemantapausturvassa maksetaan kuoleman sattua kertakorvaus vakuutuksen edunsaajalle. Korvauksen suuruuden voi vakuutuksenottaja määrittää itse, ja tämä vaikuttaa vakuutusyhtiön perimiin vakuutusmaksuihin. Vastaava vakuutus löytyy myös vakavan sairauden varalta. Näiden lisäksi Mandatum tarjoaa vakuutuksia työkyvyttömyyden ja sairauksien varalta. Nämä eroavat edellä mainituista lähinnä korvausten maksun osalta, sillä kertakorvauksen sijaan vakuutuksenottajat ovat oikeutettuja päivärahaan.

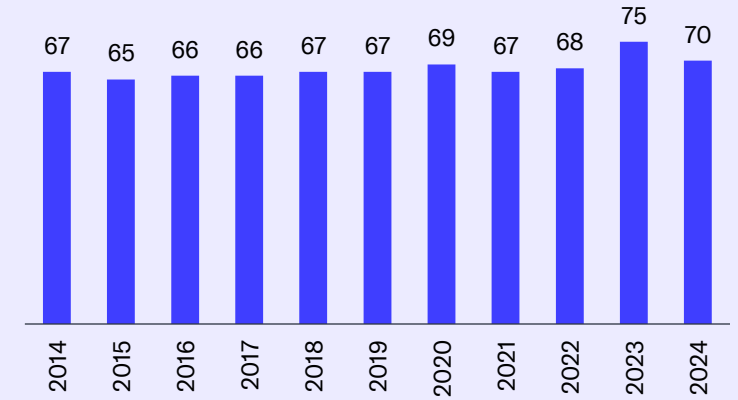
Aiemmin Mandatum tarjosi myös pakollisia henkivakuutuksia, jotka perustuivat valtakunnallisten työmarkkinajärjestöjen solmimiin sopimuksiin. Näiden työntekijöille otettavien ryhmähenkivakuutusten kanta kuitenkin myytiin Ifille, joten kyseisiä tuotteita Mandatum ei enää tarjoa.

Asiakkaan näkökulmasta keskeinen ero säästöhenkivakuutukseen on se, ettei riskihenkivakuutukseen sijoiteta varoja, vaan asiakkaan maksamat suoritukset koostuvat puhtaasti vakuutusmaksuista. Samalla asiakkaan saama korvaus vakuutustapauksessa on pääosin kiinteä eikä riipu esimerkiksi pääomamarkkinoiden arvonkehityksestä. Mandatum kantaakin näiden osalta sijoitustoimintaan liittyvän riskin (Mandatum sijoittaa keräämänsä vakuutusmaksut, joskin näiden määrä on hyvin maltillinen verrattuna laskuperusteisen kannan sijoitussalkkuun) sekä vakuutusriskin (eli riskin siitä että vakuutusmaksut eivät riitä kattamaan tulevia korvauksia). Tämä vaatii osaamista vakuutusriskien mallintamisessa. Nämä tuotteet eivät myöskään näy Mandatumin hallinnoitavassa varallisuudessa.

Riskivakuutuksien osalta Mandatum raportoi vakuutuspalvelutulosta, joka huomioi saadut vakuutusmaksut, maksetut korvaukset sekä toteutuneet liikekulut. Erityisesti korvausmäärät heiluvat jonkin verran erityisesti lyhyellä aikavälillä, mikä liikuttaa myös riskihenkivakuutuksen tulosta. Riskivakuutusliiketoiminnan tuloskehitystä tuleekin tarkastella yksittäisten kvartaalien sijaan hieman pidemmällä perspektiivillä.

Jos hallinnoitava varallisuus tarjoaa hyvän kuvan varainhoitoliiketoimintojen kehityksestä, voi riskivakuutustoiminnan suoriutumista ja näkymiä arvioida taseen vakuutusvelkaan sisältyvästä vakuutuspalvelumarginaalista (CSM). Henkivakuutuksen vakuutuspalvelumarginaali voidaan yksinkertaistaen tulkita Mandatumin arviona sen nykyisten henkivakuutussopimusten tulevaisuuden tuotoista, kun vakuutusmaksuista on vähennetty näiden hoitamisesta aiheutuvat kulut.

Mandatumin riskihenkivakuutuksen maksutulo (MEUR)



Lähde: Finanssiala ry

Pääomakevyet liiketoiminnot 4/7

Taseen vakuutuspalvelumarginaalia yhtiö purkaa vuosittain tulosvaikutteisesti. Vakuutuspalvelumarginaalin määrän kehityksen pitäisi siten tarjota kohtalaisen hyvä kuva liiketoiminnan lähivuosien näkymistä. Liiketoiminnan volyymikehityksen ohella vakuutusmatemaattisten oletusten (kuten päivitys asiakaskunnan elinajanodotteessa) muutokset vaikuttavat CSM:n määrään.

Yritysasiakkaat muodostavat tärkeän myyntikanavan

Mandatumin yritysasiakasliiketoiminta on keskittynyt erityisesti sijoitussidonnaisiin eläkevakuutuksiin, joiden markkina on kasvanut hyvin viimeisen vuosikymmenen aikana. Näissä asiakaspito on myös korkeaa, sillä Suomessa vakuutusvaroja ei ole mahdollista siirtää toiseen yhtiöön ilman veroseuraamuksia. Vahva asiakaspito yhdistettynä hyvään palkkiotasoon sekä mataliin pääomatarpeisiin tekevät sijoitussidonnaisiin tuotteisiin panostamisesta houkuttelevaa siten myös omistaja-arvon luonnin näkökulmasta. Yritysasiakkaiden myynnistä vastaa pääosin Mandatumin oma konttoriverkosto.

Yritysasiakkaat ovat tärkeä myyntikanava myös varainhoitopalveluille, sillä segmentissä syntyy jatkuvasti uutta varallisuutta. Tästä osoituksena myös omaisuudenhoidon kehitys, sillä Mandatumin mukaan noin 70 % sen yksityisvarainhoidon uusasiakasmyynnistä tuli vuonna 2025 olemassa olevan yritysasiakkuuden kautta. Tyypillisesti Mandatum tarjoaa ensin asiakasyrityksilleen eläkevarautumisen sekä palkitsemisen palveluita, ja yhtiön avainhenkilöiden vaurauden kasvaessa tuotetarjoomaa pyritään laajentamaan myös muihin varainhoidon ja säästämisen ratkaisuihin. Varakkaiden yksityishenkilöiden myynti onkin vetänyt varainhoidossa erinomaisesti viime

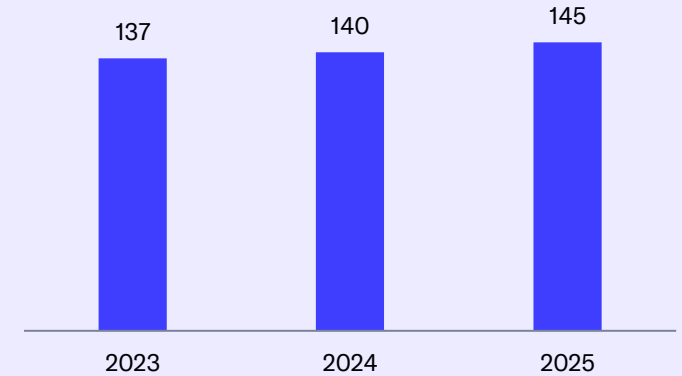
vuosina.

Useassa tapauksessa yritysasiakkaat ostavat Mandatumilta eläkevakuutuksen ohella myös riskivakuutuksia. Yritysasiakkaat ovatkin vakuutusliiketoiminnan keskiössä, sillä näille on mahdollista myydä tuotteita ja palveluita koko yhtiön skaalalla. Mandatumin jalansija yritysmarkkinalla on myös merkittävästi henkilöasiakaspuolta vahvempi, sillä vuonna 2025 Mandatumin markkinaosuus yritysten sijoitussidonnaisista vakuutuksissa oli noin 52 %. Vastaava luku henkilöasiakkaiden osalta oli 13 % (sisältäen kapitalisaatiosopimukset).

Mandatumin yritysasiakkaiden sijoitussidonnaisten vakuutusten pääpaino on arviomme mukaan erilaisissa eläkeratkaisuissa, ja tuotteiden sekä palveluiden jakelu yritysasiakkaille hoidetaan pääosin yhtiön oman myyntitiimin toimesta. Mandatumin yritysasiakkaiden sijoitussidonnaisten vakuutusten vakuutussäästöt (pl. kapitalisaatiosopimukset) ovat kasvaneet keskimäärin noin 10 % vuodessa viimeisen 10 vuoden aikana, mikä on laskelmiemme mukaan selvästi muuta markkinaa ripeämpää. Mandatumin korkean markkinaosuuden takia olennaisesti markkinaa nopeampi kasvu on kuitenkin jatkossa haastavaa.

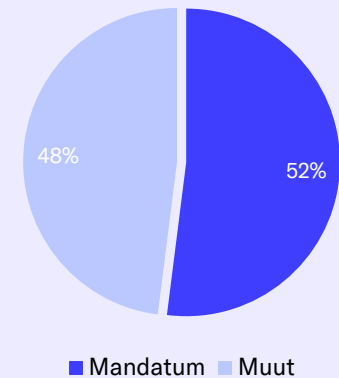
Vakuutusten ohella Mandatum tarjoaa yritysasiakkailleen laajan valikoiman palkitsemisen ratkaisuja. Nämä sisältävät muun muassa henkilöstörahasoja, joita Mandatum perustaa ja hallinnoi asiakkaidensa lukuun, ja joiden kautta asiakasyhtiön työntekijät voivat sijoittaa kannustinjärjestelmiin liittyviä palkkioitaan verotehokkaasti.

Riskihenkivakuuttamisen CSM (MEUR)



Lähde: Mandatum

Mandatumin markkinaosuus yritysasiakkaiden sijoitussidonnaisissa tuotteissa (2025)



Lähde: Finanssiala ry

Pääomakevyet liiketoiminnot 5/7

Myös asiakasyhtiön näkökulmasta palkitsemismuoto on kustannustehokas, sillä tästä osasta palkkaa ei tarvitse maksaa työntekijän sivukuluja. Mandatumin markkinaosuus yritysten henkilöstörahastoissa oli Suomessa vuonna 2024 yli 70 % rahastojen määrällä mitattuna ja noin 32 % hallinnoitavilla varoilla mitattuna (lähde: Mandatum CMD). Henkilörahastojen lisäksi Mandatum suunnittelee ja toteuttaa osakepohjaisia kannustinjärjestelmiä pääosin asiakasyhtiöiden johdolle ja avainhenkilöille, tulospalkkiojärjestelmiä henkilöstöille sekä tarjoaa konsultaatiota organisaatioiden yleisiin palkkausmalleihin. Palkitsemispalvelut eivät ole Mandatumin tuloksen kannalta ainakaan toistaiseksi kovin merkityksellisiä, mutta tarjoavat yritysten eläkevakuutusten tapaan tulevaisuuden asiakasvirtaa varainhoidolle.

Vuoden 2025 lopussa yritysasiakkaiden sijoitussidonnaisissa tuotteissa (sisältäen vakuutukset ja palkitsemispalvelut) oli hallinnoitavaa varallisuutta 2,9 mrd. euroa, ja nettomerkinnät näihin ovat olleet viime vuodet varsin hyvällä tasolla keskimäärin reilussa 100 MEUR:ssa.

Henkilöasiakkaat näyttelevät kasvussa sivuosaa

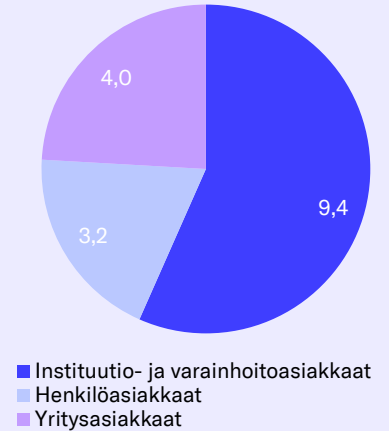
Mandatumin henkilöasiakasliiketoiminta muodostuu pääosin yhteistyökumppaneiden kautta tulevista pienemmistä yksityisasiakkaista, kun taas Mandatumin suorat varainhoitoasiakkaat (pääosin varakkaita yksityishenkilöitä) raportoidaan instituutio- ja varainhoitoasiakkaiden segmentissä. Lisäksi henkilöasiakasliiketoiminta sisältää aiemmin myytyjä yksityishenkilöiden eläkevakuutuksia, joiden veroedut ovat kuitenkin jo poistuneet. Vuoden 2025 lopussa henkilöasiakkaiden sijoitussidonnaisissa tuotteissa oli hallinnoitavaa varallisuutta 3,6 mrd. euroa.

Tuotetasolla henkilöasiakasliiketoiminta koostuu pääosin riskihenkivakuutuksista sekä sijoitussidonnaisista

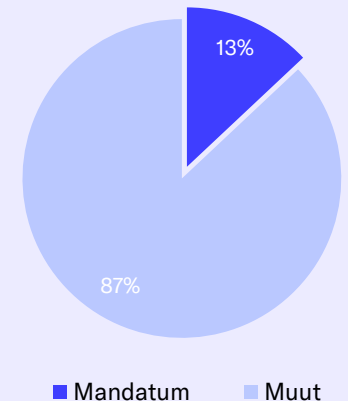
vakuutuksista (säästöhenkivakuutukset ja kapitalisaatiosopimukset). Näiden myynnistä henkilöasiakkaille vastaavat pääosin jakelukumppanit Danske Bank ja Pohjantähti, joten näissä varsinainen asiakaskontakti on yhtiön ulkopuolella. Riskihenkivakuutusten puolella jakelijat tarjoavat omille asiakkailleen muun muassa Mandatumin lainaturvavakuutusta, kun taas sijoitussidonnaisissa sopimuksissa Mandatum tarjoaa pelkän vakuutuskuoren jakelijoiden sijoitusratkaisuille. Aiemmin myös vahinkovakuuttaja If jakeli Mandatumin tarjoamia henkivakuutuksia, mutta Sammosta irtaantumisen jälkeen If vastaa omien tuotteidensa myynnistä.

Mandatumin henkilöasiakassegmentin sijoitussidonnaisten tuotteiden nettomyynti (merkinnät vähennettynä lunastuksilla) on viime vuosina jäänyt negatiiviseksi, joten hallinnoitavien varojen kasvu on tullut puhtaasti positiivisista arvonmuutoksista. Tämä selittyy yksityishenkilöiden eläkevakuutusten veromuutoksella ohella jakelukumppani Danske Bankin vaisulla myynnillä. Syitä tähän ovat arviomme mukaan Dansken myynnin keskittyminen omien tuotteidensa ja ratkaisujensa jakeluun sekä sisäiset haasteet rahanpesuskandaalin jälkeen. Vaikutukset on nähtävissä Suomen sijoitustutkimuksen julkaisemalta Rahastoraportilta, jonka perusteella Dansken markkinaosuus Suomen sijoitusrahastoissa on laskenut selvästi viimeisen kymmenen vuoden aikana. Emme kuitenkaan näe omaan myyntiin panostamista tässä segmentissä järkevänä, sillä pankkien jakeluvoima pienemmissä asiakkuuksissa on hyvin vahva. Odotammekin jakelun tapahtuvan myös jatkossa pitkälti kumppanien kautta. Riskihenkivakuutusten puolella markkina taas ei ole olennaisesti kasvanut, vaikka yleisesti henkivakuutukset ovat Suomessa käytössä toistaiseksi vain varsin pienellä osalla väestöstä.

Konsernin hallinnoitavien varojen jakauma, mrd. euroa (Q2'26)



Mandatumin markkinaosuus henkilöasiakkaiden sijoitussidonnaisissa tuotteissa (2025)



Pääomakevyet liiketoiminnot 6/7

Instituutiot ja varakkaat yksityishenkilöt muodostavat pääomakevyiden liiketoimintojen selkärangan

Mandatumin varainhoidon asiakaskunta painottuu vahvasti instituutioasiakkaisiin sekä varakkaisiin yksityishenkilöihin, ja segmentti onkin yhtiön kasvun ja tuloksen kannalta tärkein. Suomen varainhoitosektori on vahvassa rakenteellisessa kasvussa ja näemme yhtiön kasvuedellytykset täällä vahvoina. Myös kansainvälisiä asiakkaita löytyy, sillä Mandatumin varainhoidon hallinnoitavista varoista lähes neljäsosa tulee kansainvälisiltä instituutiosijoittajilta pääosin Ruotsista ja Tanskasta. Ulkomailla myydään pelkästään yhtiön valikoituja rahastotuotteita, kun taas Suomessa tarjotaan asiakkaille kokonaisvaltaiset omaisuudenhoitopalvelut.

Keskeiset menestystekijät kuitenkin eroavat hieman asiakaskunnittain. Instituutioasiakkaiden puolella näemme Mandatumin vahvasti tuotetalona, jolloin rahastojen tuotot ovat yhtiön keskeinen menestystekijä, jonka kehitystä sijoittajan tulee aktiivisesti seurata. Yksityisvarainhoidon puolella sen sijaan palvelun laatu korostuu. Myös aiemmin raportilla käsitellyt sijoitussidonnaiset henkivakuutus- ja eläkeratkaisut voitaisiin katsoa laajemmin osaksi konsernin varainhoitoliiketoimintaa, sillä näiden taustalla on samankaltaisia kysyntäajureita.

Instituutio- ja varainhoitoasiakkaiden segmentti on kysyntätehtäjiöltään ja markkinadynamiikaltaan myös hyvin verrattavissa muihin Helsingin pörssiin listattuihin varainhoitajiin. Lähimmät Helsinkiin listatut verrokkit ovat näkemyksemme mukaan Evli, eQ ja Aktia. Segmentin asiakasvarat olivat vuoden Q2'26 lopussa yhteensä 9,4 mrd. euroa (56 % konsernin AUMista) jakautuen lähes

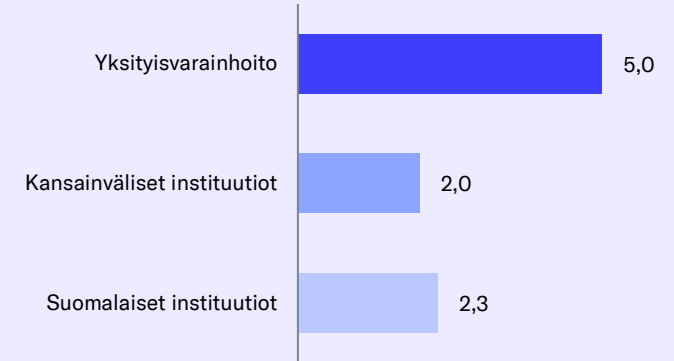
puoliksi instituutioasiakkaiden (4,4 mrd.) ja yksityisvarainhoidon (Private Wealth Management) asiakkaiden (5,0 mrd.) kesken.

Oma myyntitiimi vastaa jakelusta tärkeimmille asiakassegmenteille

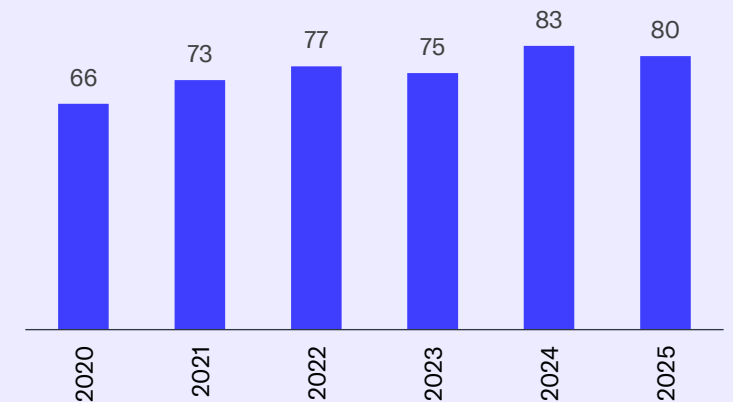
Myynti kotimaisille instituutioasiakkaille sekä yksityisvarainhoidon asiakkaille on järjestetty omalla myyntitiimillä. Myös kansainvälinen myynti hoidetaan tällä hetkellä pääosin Suomesta käsin, vaikka yhtiö onkin jatkuvasti lisännyt kansainvälisiä panostuksiaan. Aiemmin yhtiö avasi pienen sivukonttorin Ruotsiin ja 2025 yhtiö avasi sivukonttorin Luxembourgiin. Luonnollisesti yhtiö käyttää kansainvälisillä markkinoilla myös jakelukumppaneita (ns. placement agents). Yhtiön näytöt kansainvälisestä myynnistä ovat erittäin hyvät ja tämän myötä panostukset kansainväliseen myyntiin ovat enemmän kuin perusteltuja.

Suomessa Mandatumin markkinaosuus alkaa instituutioiden keskuudessa olla jo kohtalaisen korkea, eikä markkina oleellisesti kasva. Tämä rajaa Mandatumin kasvupotentiaalia kotimaassa. Yksityisvarainhoidossa näemme puolestaan merkittävää kasvuvaraa sekä markkinaosuuden kasvun että markkinan kasvun myötä. Kansainvälisillä markkinoilla kasvupotentiaali on luonnollisesti suurempi, sillä täällä Mandatumin markkinaosuus on vielä hyvin marginaalinen. Toki kilpailukin on kovempaa ja laatuvaatimukset korkeampia. Tässä mielessä yhtiön erinomainen menestys kansainvälisillä markkinoilla onkin ollut hyvin vaikuttavaa.

Instituutio- ja varainhoitoasiakkaiden AUM Q2'26 (mrd. euroa)



Varainhoidon asiakastyytyväisyys (NPS)



Lähde: Mandatum

Pääomakevyet liiketoiminnot 7/7

Varainhoidon kasvu on ollut ripeää

Varainhoitoasiakkaiden (instituutiot ja varakkaat yksityishenkilöt) hallinnoitavien pääomien kasvu on ollut viime vuosina Mandatumin segmenteistä selvästi vahvinta. Viimeisen kolmen tilikauden aikana varainhoidon uusmyynti on ollut vuosittain keskimäärin noin 750 MEUR (vuosittain 7–14 % AUMista), mitä voidaan pitää erinomaisena suorituksena. Lisäksi arvonmuutokset ovat olleet selvästi positiivisia, joten kokonaisuudessaan segmentin hallinnoitavat asiakasvarat ovat kasvaneet keskimäärin noin 18 % vuosina 2020–2025 (vs. 11 % kaikki segmentit yhteensä). Tämä ylittää selvästi alla olevan varainhoitomarkkinan kasvun. 2026 kasvu tulee myös olemaan erittäin voimakasta hyvän myynnin sekä Cliens-yrityskaupan myötä.

Voimakkainta Mandatumin kasvu on ollut kansainvälisissä asiakkaissa. Tämä alleviivaa yhtiön tuotevalikoiman kilpailukykyä. Kansainvälisistä pääomista valtaosa tulee Tanskasta ja Ruotsista, mutta Mandatum on saanut ensimmäisiä asiakkuuksia myös Keski-Euroopasta. Myös Suomessa kehitys on ollut erinomaista, ja varakkaiden yksityishenkilöiden pääomat ovat niin ikään kasvaneet voimakkaasti.

Kotimaisten instituutioasiakkaiden osalta kasvu on puolestaan jäänyt vaisummaksi, vaikka hallinnoitavat varat ovat kasvaneet myös tässä segmentissä. Tarkastelussa on kuitenkin syytä huomioida, että korkotuotteisiin keskittyvänä toimijana yhtiö on hyötynyt selvästi korkojen noususta, mikä on tukenut omaisuuslajin kysyntää. Täysin markkinavetoista kasvu ei kuitenkaan ole ollut, sillä Mandatum on myös kyennyt kasvattamaan markkinaosuuttaan instituutiovarainhoidossa. Esimerkiksi SFR:n vuonna 2024 toteuttaman markkinatutkimuksen

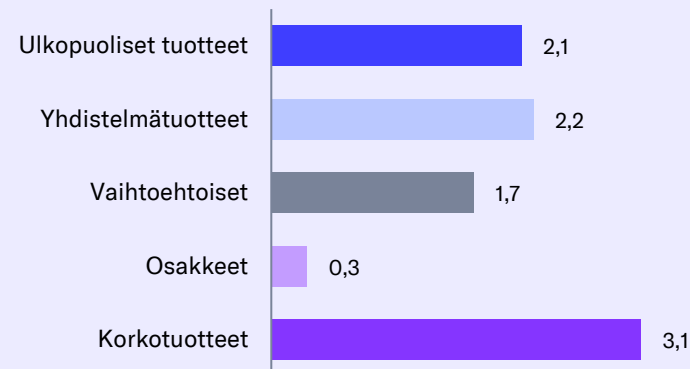
perusteella jo yli 50 % kyselyyn vastanneista suomalaisista instituutiosijoittajista nimesi yhtiön yhdeksi palveluntarjoajistaan (2015: ~12 %). Tämä niin ikään kertoo mielestämme Mandatumin tuotteiden ja varainhoidon laadusta. Lisäksi yhtiön itsensä raportoima asiakastyytyväisyyttä kuvaava NPS-luku on kaikissa segmenteissä todella vahva, yli 70 (varainhoidossa yli 50 tasoa voidaan pitää erinomaisena).

Kokonaisuutena Mandatumin varainhoidon myynnin suoritus on ollut absoluuttisesti ja suhteellisesti erittäin vahvaa. Tässä taustalla on mielestämme 1) yhtiön erinomaisessa iskussa oleva tuotetarjonta, 2) tehokas myyntikoneisto ja 3) suotuista markkinatilanne. Kvartaalitason myyntikehityksen osalta on huomioitava, että Q3 on lomakaudesta johtuen tyypillisesti muita kvartaaleja hiljaisempi.

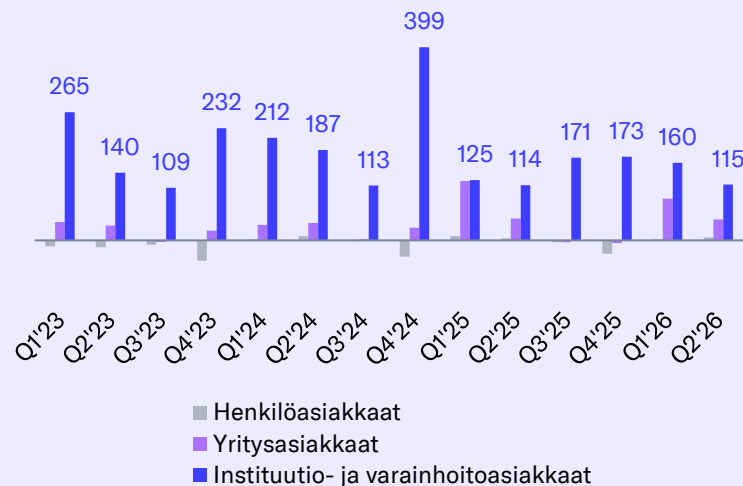
Rahastojen tuotot ovat keskeinen osa menestystä

Mandatumin julkaisemat vertailut näyttävät sen korkotuotteiden pärjänneen viime vuosina tuotoilla mitattuna erinomaisesti. Mandatumin varainhoitoliiketoiminnan ehdottomia vahvuuksia onkin mielestämme vahva tuoteosaaminen ja tuottohistorian tuoma hyvä maine erityisesti korko- ja vaihtoehtoisissa sijoitustuotteissa. Toisaalta tähän liittyy kasvun näkökulmasta riskejä, mikäli tuotot olennaisesti heikkenisivät, sillä arviomme mukaan menneillä tuotoilla on positiivinen korrelaatio asiakastyytyväisyyden kanssa. Tämä korostaa rahastojen performanssin merkitystä. Lisäksi Mandatumin tuotetarjonnan ollessa varsin fokusoitunut, muodostavat yksittäiset tuotteet huomattavan osan hallinnoitavista varoista. Sijoittajan tuleekin seurata ja arvioida aktiivisesti Mandatumin kärkirahastojen tuottokehitystä.

Instituutio- ja varainhoitoasiakkaiden AUM tuotteittain Q2'26 (mrd. euroa)



Nettomerkinnot sijoitussidonnaisiin tuotteisiin (MEUR)



Laskuperustekorkoinen liiketoiminta 1/2

Toistaiseksi Mandatumin merkittävin tuloserä on pääomakevyiden liiketoimintojen vahvasta kasvusta huolimatta yhä nettorahoitustulos, joka muodostuu pääosin laskuperustekorkoisen liiketoiminnan sijoitustoiminnasta. Tämän lisäksi nettorahoitustulos sisältää konsernin tasesijoitusten tuotot, joiden merkitys on tosin jatkossa hyvin pieni. Vuosina 2023–2025 nettorahoitustulos on tuonut 67–72 % koko konsernin tuloksesta ennen veroja.

Sijoitustoiminta on yhä suuressa roolissa

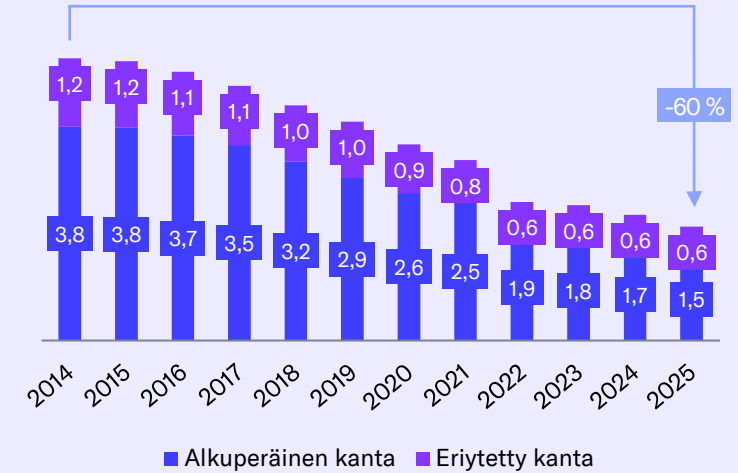
Laskuperustekorkoisessa vakuutuksessa Mandatum maksaa vakuutuksenottajille kiinteää takuukorkoa vakuutukseen sijoitetuille varoille (pääosin 2,5–4,5 % vuodessa). Näiden tuotteiden myynti kuitenkin lopetettiin yli kaksi vuosikymmentä sitten, joten nykyinen kanta on peruja ajalta tätä ennen. Osana nykyistä vähän pääomaa sitovaa strategiaansa Mandatum on pyrkinyt aktiivisesti laskemaan laskuperustekannan kokoa ja siirtämään painopistettä palkkiotuottoihin perustuvaan liiketoimintaansa. Sopimukset ovat kuitenkin pitkäaikaisia, joten kannan alasajo vie aikaa. Vuosien 2015–2025 aikana laskuperustekorkoiset vastuut laskivat noin 59 %, ja yhtiö odottaa kannan supistuvan jatkossa 9–10 % vuosittain osittain yhtiön aktiivisten toimien johdosta (mm. vakuutusten takaisinostot ja konvertointi sijoitussidonnaisiksi vakuutuksiksi). Tästäkin huolimatta laskuperustekorkokannan merkitys yhtiön tulokselle ja arvolle on yhä huomattava. Merkitys kuitenkin laskee sitä mukaa, kun kanta supistuu ja pääomia allokoidaan muualle. Vuoden 2025 lopussa laskuperustekorkoiset vastuut olivat 2,0 mrd. euroa ja kantaan liittyvä sijoitusomaisuus 3,3 mrd. euroa.

Toisin kuin sijoitussidonnaisissa tuotteissa, laskuperustekorkoisissa vakuutuksissa Mandatum kantaa vakuutuksiin liittyvät sijoitusriskit. Yksinkertaistaen nämä voidaankin mieltää konsernin sijoituslainoiksi, joille yhtiö pyrkii saamaan niiden kustannusta korkeampaa tuottoa. Aiemmin liiketoiminnan haasteena oli, että korkosijoitusten efektiivinen tuotto oli selvästi alle takuutuoton, jolloin salkun tuotot olivat vahvasti osake- ja vaihtoehtosijoitusten harteilla. Vaikka alkuperäisen kannan¹ sijoitussalkku tuottikin vuosina 2005–2023 keskimäärin noin 5,7 %, johti kohonnut osakepaino myös korkeampiin pääomavaatimuksiin, mikä heikensi kantaan sitoutuneiden omien varojen tuottoa. Luonnollisesti sijoitussalkun riskiprofiili oli myös selvästi nykyistä korkeampi.

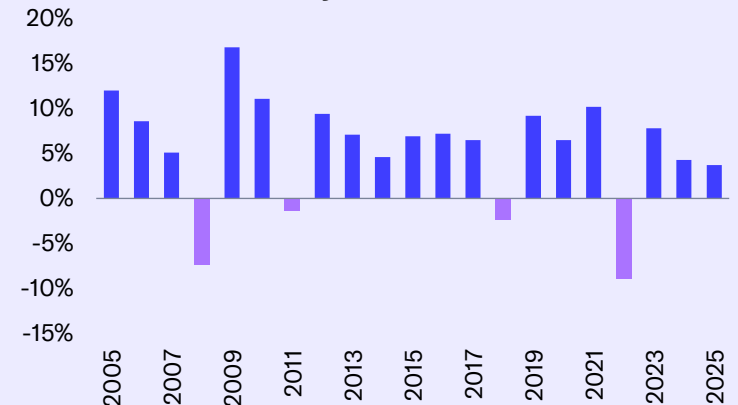
Arviomme mukaan nykyisillä korkotasolla salkun tuotto-odotus omalle pääomalle on kuitenkin jo Mandatumin omaa tuottovaatimusta korkeampi. Sijoittajan näkökulmasta tämä tarkoittaa sitä, että kannan alasajon vauhti ei enää ole yhtiön arvon kannalta yhtä tärkeää kuin nollakorkojen aikana. Pidämme kuitenkin laskuperustekorkokannan alasajoa edelleen perusteltuna, sillä tästä vapautuvia pääomia on mahdollista käyttää muun muassa pääomakevyiden liiketoimintojen kasvuun, arvoa luoviin yritysostoihin sekä voitonjakoon.

Mandatumin nykyisestä laskuperustekorkoisen kannan katteena olevasta sijoitusomaisuudesta 80 % on sijoitettuna korkoihin, 4 % listattuihin osakkeisiin ja 16 % vaihtoehtoihin sijoitustuotteisiin (kiinteistöt, private equity ja private credit). Yhtiön pyrkimyksenä on nostaa edelleen korkosijoitusten painoa (tavoite noin 90 %), kunhan epälikvideistä vaihtoehto- ja osakesijoituksista (mm. pääomarahastot) hiljalleen irtaudutaan.

Laskuperustekorkoisen vastuuvelan kehitys (mrd. euroa)



Alkuperäisen kannan sijoitustuotot käyvin arvin



¹ Alkuperäinen kanta muodostuu Mandatum Lifen myöntämistä laskuperustekorkoisista sopimuksista. Eriytetyllä kannalla taas tarkoitetaan Suomi-yhtiöstä vuonna 2014 siirrettyä vakuutuskantaa. Nämä eroavat toisistaan voitonjaon osalta: alkuperäisessä kannassa Mandatum saa koko sijoitustuoton, kun taas osa eriytetyn kannassa sijoitustoiminnan voitoista kuuluu vakuutustenottajille.

Laskuperustekorkoinen liiketoiminta 2/2

Tasetta tyhjennetään myös muista sijoituksista

Mandatumin raportoimaan nettorahoitustulokseen sisältyy laskuperusteisen kannan sijoitustoiminnan tuloksen lisäksi Mandatumin PE-sijoitusten (private equity) tuotot. Mandatumin PE-sijoitukset ovat peruja osittaisjakautumisesta, jonka yhteydessä Mandatum osti kyseiset omaisuuserät Sammolta, eivätkä nämä sovi yhtiön nykyiseen pääomakevyeen liiketoimintaan keskittyvään strategiaan. Suurimmat PE-sijoitukset olivat Saxo Bank sekä Enento. Näistä kumpikin on kuitenkin jo myyty, joten jäljellä olevat PE-sijoitukset ovat enää vain noin 40–50 MEUR ja koostuvat pääosin Terrafamen omistuksesta. Saxo Bankin osakkeista (311 MEUR) Mandatum irtaantui vuoden 2026 alussa ja Enenton osakkeista (57 MEUR) vuoden 2025 aikana.

Viimeisen kahden vuoden aikana Mandatum on kirjannut PE-sijoituksistaan tuottoja laskelmiemme mukaan noin 24 MEUR per vuosi, ja valtaosa tästä on tullut Saxo Bankin maksamista osingoista. Näitä ei luonnollisesti ole jatkossa tarjolla, kun omaisuuseristä on irtaannuttu.

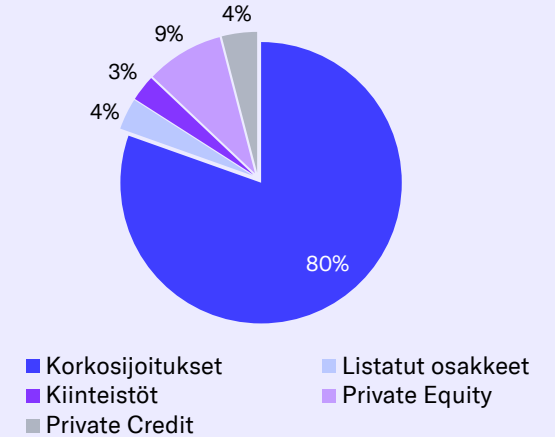
Laskuperustekorkoisen kannan supistumisen tapaan omistusten myynnit kuitenkin vapauttavat taseesta pääomia, joita yhtiö on jo käyttänyt voitonjakoon. Lisäksi Mandatum kirjaa nettorahoitustulokseensa emoyhtiön kassavarojen tuotot, mutta näiden merkitys on ollut selvästi vähäisempi.

Rahoitus- ja konsernikulut muodostavat muun tuloksen

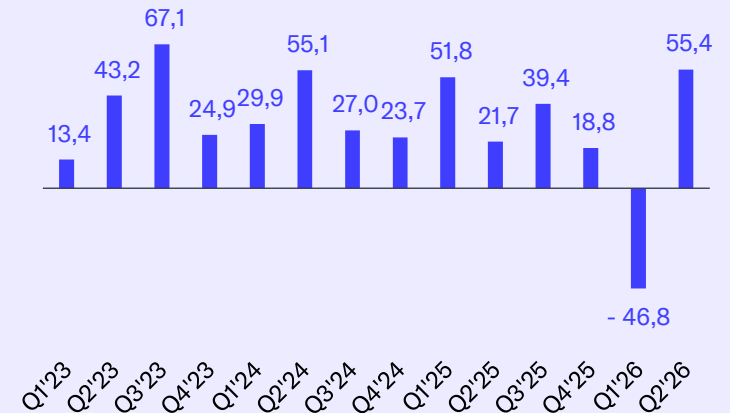
Viimeinen Mandatumin tuloseristä ("Muu tulos") koostuu liiketoiminnoille kohdistamattomista eristä, jotka sisältävät konsernin korkokulut sekä sen osan operatiivisista kuluista, jota ei allokoita liiketoiminnoille. Tämä erä ei siis sisälly

segmenttilaskennassa laskuperustekorkoiseen liiketoimintaan tai pääomakevyisiin liiketoimintoihin, vaan raportoidaan erillisenä rivinä konsernin muussa tuloksessa. Lisäksi muu tulos sisältää erilaisia pienempiä erä segmenteistä, kuten Mandatum Traderin sekä palkitsemisjärjestelmien suunnittelupalveluiden tuotot.

Laskuperustekorkoisen velan katteena olevien sijoitusten jakauma (MEUR)



Mandatumin nettorahoitustulos (MEUR)



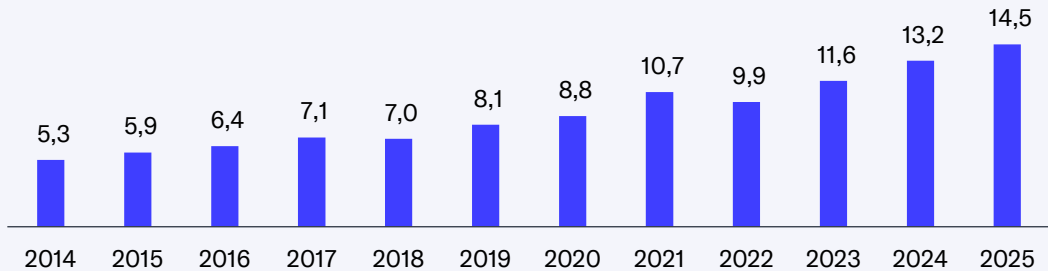
Nettorahoitustulos = laskuperustekorkoisen kannan sijoitustulos + konsernin PE-sijoitusten ja kassavarojen tuotot

Yhteenveto Mandatumin liiketoimintojen näkymistä

Mandatumin tulos saa vastatuulta supistuvasta sijoitussalkusta. Arvoa luova varainhoitoliiketoiminta kuitenkin kasvaa ja samalla sijoitustoiminnasta vapautuvat varat mahdollistavat vuolaan voitonjaon sekä tarjoavat liikkumavaraa yrityskauppoja varten.

Pääomakevyt liiketoiminta

Sijoitussidonnaiset vastuut (mrd. euroa)



Instituutio- ja varainhoitoasiakkaat

Tärkeimmät tuotteet: rahastot ja omaisuudenhoito

Vahva kasvunäkymä

Yritysasiakkaat

Tärkeimmät tuotteet: sijoitussidonnaiset eläkevakuutukset ja riskihenkivakuutukset

Kohtalainen kasvunäkymä

Henkilöasiakkaat

Tärkeimmät tuotteet: sijoitussidonnaiset vakuutukset ja riskihenkivakuutukset Danske Bankin asiakkaille

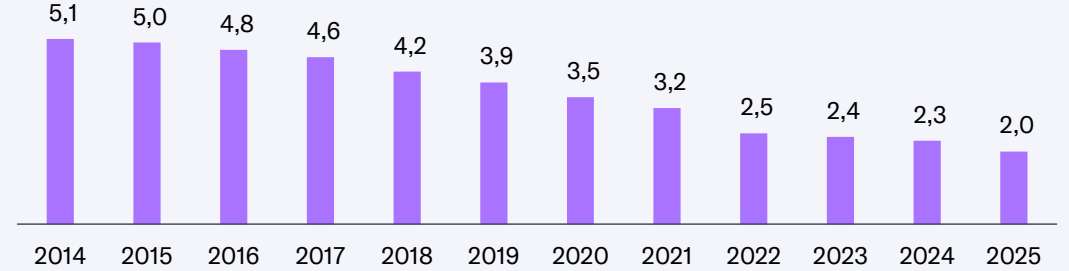
Vaisu kasvunäkymä



Palkkiotulos + riskihenkivakuuttamisen tulos = kasvava pääomakevyiden liiketoimintojen tulos

Sijoitustoiminta

Laskuperusteisen kannan vastuut (mrd. euroa)



Laskuperustekorkoisen vakuutuskannan katteena olevan sijoitusvarallisuuden tuotot

Laskeva



Laskuperustekorkoisen vakuutuskannan korkokulut

Laskeva



PE-sijoitusten tuotot

Matala



Laskuperustekannan supistumisesta sekä PE-sijoitusten myynneistä johtuen nettorahoitustulos on laskeva

Toimiala – Varainhoitomarkkina 1/5

Varainhoitomarkkina kasvaa heikosta talouskehityksestä huolimatta

Varainhoitomarkkina on Suomessa verrattain nuori ja esimerkiksi ensimmäiset sijoitusrahastot perustettiin vasta 1980-luvun lopulla. Viimeisen kolmen vuosikymmenen aikana varainhoitoliiketoiminta on kasvanut ripeästi kansantalouden kasvun ja kansalaisten vaurastumisen myötä. Historiallisesti suomalaisten kotitalouksien varallisuudesta valtaosa on ollut sidottuna asuntoihin, ja asunto on edelleen kotitalouksien ylivoimaisesti suurin varallisuuserä, vaikka muut sijoitusmuodot ovatkin yleistyneet. Pääomamarkkinoiden nuori ikä näkyy Suomessa myös siten, että kotitalouksien asuntojen ulkopuolisesta sijoitusvarallisuudesta huomattava osa on edelleen pankkien käyttötileillä.

Suomen omaisuudenhoitomarkkinan koko oli arviomme mukaan hallinnoitavilla varoilla mitattuna vuoden 2024 lopussa noin 250 mrd. euroa. Tästä 250 miljardista noin puolet on sijoitettu kotimaisiin sijoitusrahastoihin ja loput on konsultatiivisen tai täyden valtakirjan omaisuudenhoidon piirissä. Lisäksi suomalaisissa vaihtoehtoisissa rahastoissa oli vuoden 2024 lopussa yhteensä noin 45 mrd. euroa pääomia. Kokonaisuudessaan arvioimme suomalaisen varainhoitomarkkinan liikevaihdoksi noin 2 mrd. euroa. Arviomme sisältää omaisuudenhoidon sekä rahastojen pääomien lisäksi oletuksia eri tuotteiden ja palveluiden keskimääräisistä palkkiotasosta.

Vuodesta 2005 alkaen markkina on kasvanut selvästi yleistä taloutta nopeammin, keskimäärin noin 5 % vuodessa. Viimeisen vuosikymmenen aikana kasvu on kiihtynyt, ja arviomme mukaan keskimääräinen vuosikasvu oli vuosina 2014–2024 noin 10 %. Kasvua on selittänyt osin varallisuusarvojen kasvu ja osin uuden pääoman virtaaminen omaisuudenhoidon piiriin. Omaisuusluokista vaihtoehtoiset tuotteet (alla vaihtoehtorahastot ja erikoissijoitusrahastot) ovat olleet selkeä voittaja ja niiden

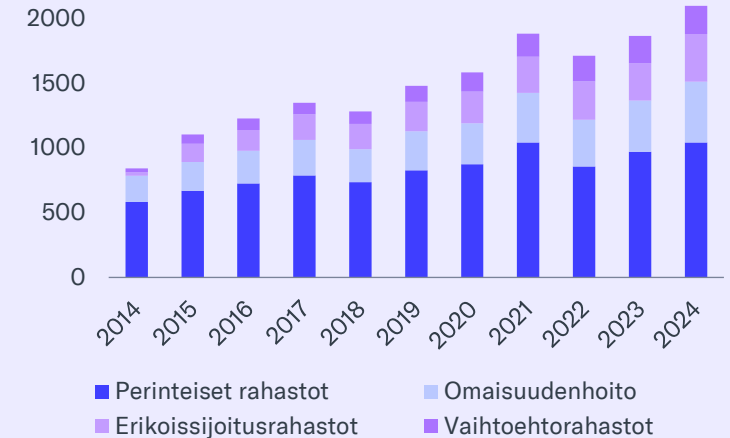
osuus on kasvanut selvästi. Korkeiden palkkiorakenteiden johdosta niiden vaikutus toimialan yhtiöille on kasvanut merkittäväksi ja tukenut viimeisen vuosikymmenen kasvua. Vaikka korkotason nousu yhdessä nopeasti kasvaneiden allokaatioiden kanssa on hillinnyt vaihtoehtoisten tuotteiden suosiota, on näistä tullut pysyvä osa sijoittajien allokaatioita. Myös yhä useammalla sijoittajalla on pääsy näiden asiakkaaksi, sillä aiemmin listaamattomiin kohteisiin sijoittaminen on ollut lähinnä suursijoittajien etuoikeus.

Pitkän aikavälin näkymä on hyvä

Pitkällä aikavälillä Suomen omaisuudenhoitomarkkina tulee arviomme mukaan saamaan merkittävää tukea rakenteellisesta muutoksesta, kun suurten ikäluokkien keräämä varallisuus alkaa siirtyä seuraaville aiempaa pienemmille sukupolville perintöjen kautta. Tämä varallisuuden äkillinen kasvu tulee arviomme mukaan väistämättä johtamaan varainhoitomarkkinan kasvuun, kun yhä useampi ihminen kiinnostuu sijoittamisesta ja toisaalta muuttuu sijoituspalveluyritysten kannalta kiinnostavaksi asiakkaaksi. Myös huolet eläkejärjestelmän kestävydestä tulevat luomaan rakenteellista kiinnostusta pitkän aikavälin sijoitustoiminnalle ja varallisuuden omatoimiselle kerryttämiselle. Etenkin nuorten keskuudessa luottamus eläkejärjestelmään on heikentynyt (Lähde: EVA), ja näkemyksemme mukaan tämä on yksi keskeisistä ajureista Suomessa viimeisen 15 vuoden aikana nähdyn sijoittamisen ja säästämisen suosion kasvun taustalla.

Huomautamme, että kyseessä on hyvin pitkistä trendeistä ja nämä vaikutukset tulevat näkyviin asteittain. Mielestämme tästä käynnissä olevasta rakenteellisesta muutoksesta on tarjolla paljon todistusaineistoa, ja esimerkiksi rahasto-omistajien määrä, arvo-osuustilien lukumäärä tai rahastopääomat ovat jokainen kaikkien aikojen ennätystasolla. Myös yhä useampi varainhoitaja (mm. Aktia ja Alexandria) on alkanut panostaa tähän ”seuraavan sukupolven” kohderyhmään.

Kotimaisen varainhoitomarkkinan liikevaihdon kehitys (MEUR)



Lähde: Inderesin arvio

Esimerkkejä suomalaisista varainhoitajista

Aktia ALEXANDRIA

 **MANDATUM** CapMan

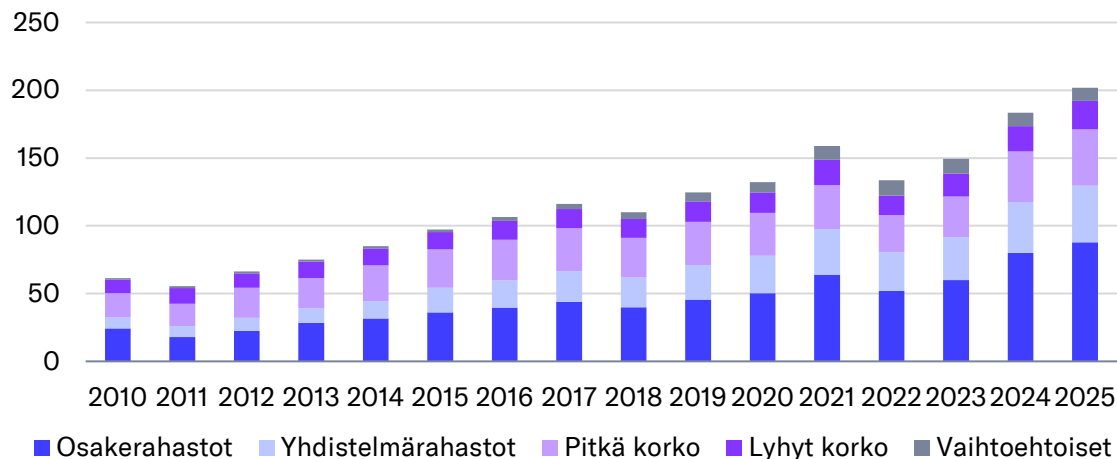
  **Nordea**

 **TITANIUM** **UB**

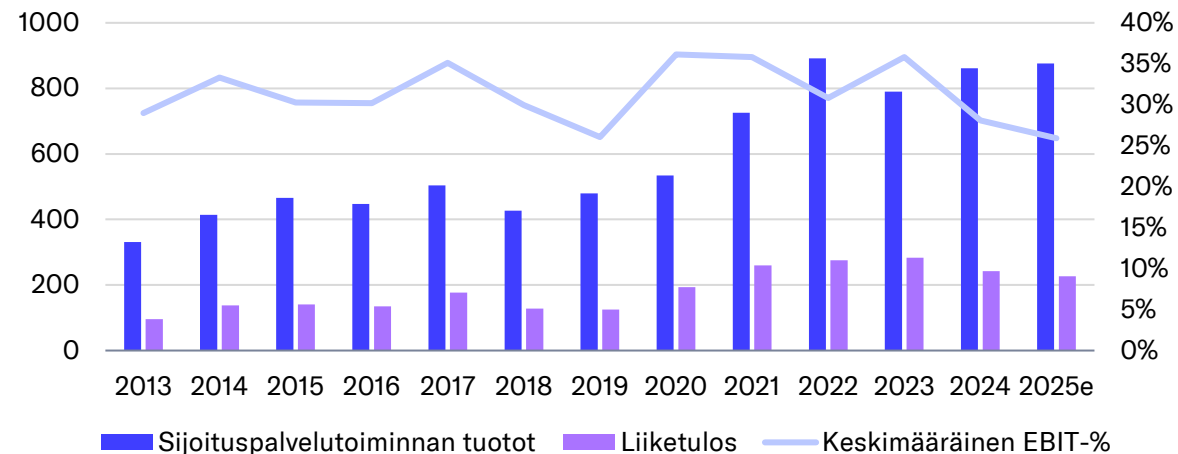
EVLI **TAALERI**

Toimiala – Varainhoitomarkkina 2/5

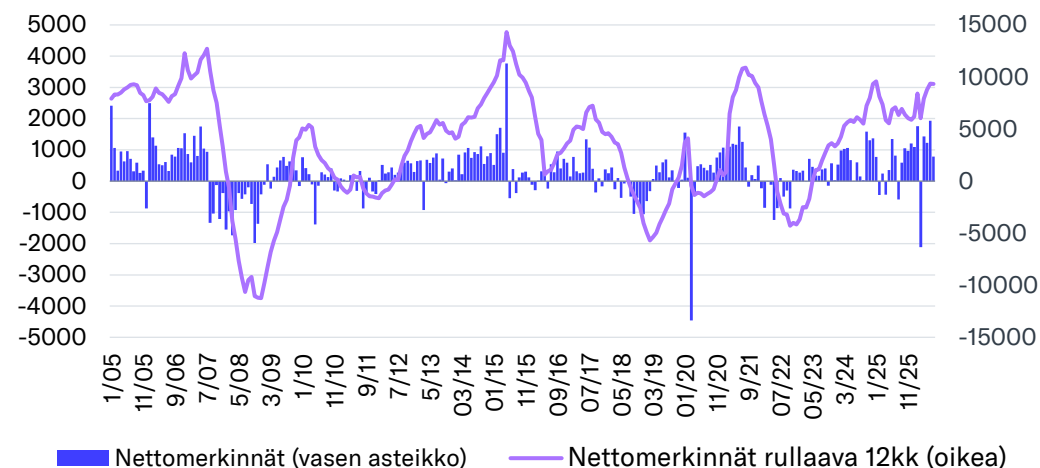
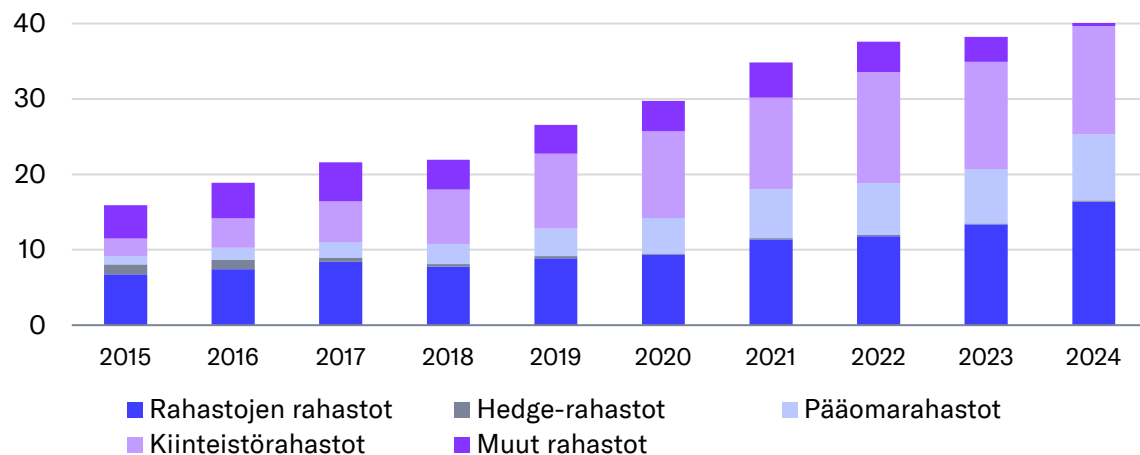
Suomalaisten sijoitusrahastojen pääomat (mrd. euroa)



Suomalaisten sijoituspalveluyritysten kehitys



Kotimaisten vaihtoehtorahastojen ja erikoissijoitusrahastojen pääomat (mrd. euroa)



Toimiala – Varainhoitomarkkina 3/5

Varainhoitomarkkinalla on vahvoja kasvuajureita

Varainhoitomarkkinan voi mielestämme olettaa kasvavan yleistä bruttokansantuotetta nopeammin. Varainhoitomarkkinan kasvuyhtälössä on mielestämme neljä keskeistä vaikuttavaa voimaa:

- 1) Olemassa oleva varallisuus, joka kasvaa arviomme mukaan keskimäärin noin 3–5 % vuodessa.
- 2) Uudet säästöt, jotka ovat nykyisellä säästämisasteella 3 % BKT:sta. Oletamme, että kotitalouksien uusista säästöistä noin kolmannes päätyy varainhoidon piiriin (+1 % AUM:ista). Lisäksi yritysten ja muiden toimijoiden säästöjä päätyy varainhoidon piiriin. Kokonaisuudessaan uudet säästöt tukevat laskelmissamme hallinnoitavien varojen kasvua 1–2 % vuodessa.
- 3) Se osuus nykyisistä säästöistä, joka siirtyy muista omaisuusluokista (kuten asunnoista tai pankkitileiltä) varainhoidon piiriin, kun suuret ja varakkaammat ikäluokat siirtävät omaisuuttaan sijoitusalttiimmille perillisilleen. Kyseisen erän arviointi on erittäin vaikeaa, mutta uskomme tämänkin olevan varainhoitosektoria tukeva kehityskulku. Laskelmissamme olemme olettaneet tämän positiiviseksi vuosivaikutukseksi noin 1 % hallinnoitavista varoista.
- 4) Muutos hallinnoitavien varojen palkkiotasoissa. Arviomme mukaan erityisesti perinteisten sijoitusrahastojen palkkiotasoissa on yhä painetta alaspäin, sillä kansainvälisesti vertailtuna nämä ovat Suomessa trendinomaisesta laskusta huolimatta yhä varsin korkeita. Lisäksi passiivisten tuotteiden suosion kasvu on pääosin pois suomalaisten varainhoitajien pussista, sillä näitä tarjoavat edullisesti lähinnä valtavat

kansainväliset rahastotalot. Huomattava osa uudesta passiivisiin tuotteisiin sijoitettavasta varallisuudesta tulee toki varainhoitajien kautta (omaisuudenhoitosopimukset), mutta palkkiotaso näissä on hyvin vaatimaton. Vaihtoehtoisten tuotteiden näkymä taas on selvästi parempi, sillä nämä vaativat yhä rahastoyhtiön neuvottelemaan sijoituksista ja hallinnoimaan omistuksia. Arviomme mukaan palkkiotason laskun negatiivinen vaikutus AUMiin on noin 1 % per vuosi.

Näihin oletuksiin perustuen arvioimme varainhoitomarkkinan hallinnoitavien asiakasvarojen kasvavan 5–8 % vuodessa ja palkkiotuottojen kasvavan noin 4–7 % vuodessa. Lisäksi kansainvälinen myynti tarjoaa kilpailukykyisille tuotetaloille (mm. Mandatum, Evli, Aktia, eQ, CapMan, Taaleri) potentiaalia kasvaa kotimaan markkinaa nopeammin. Pitkällä aikavälillä siis uskomme, että varainhoitomarkkinalla on Suomessa hyvät edellytykset jatkaa noin 5 %:n vuosikasvuun, joten kyseessä on edelleen selkeä kasvuala.

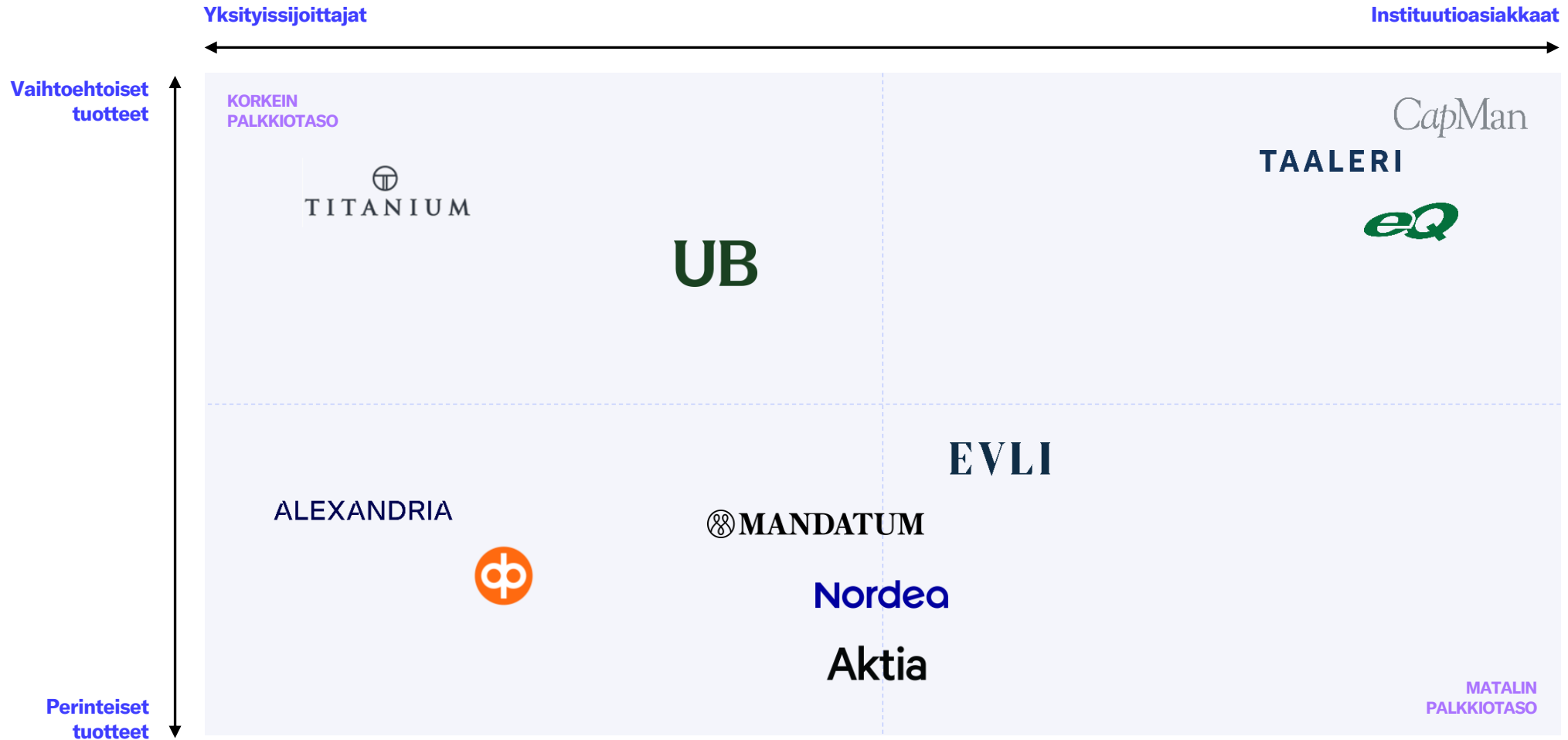
Kasvunopeuden hahmottelussa on syytä huomioida, että mikäli säästämisaste pysyy ennallaan, laskevat nettomerkinnot hiljalleen suhteessa olemassa olevaan varallisuuteen ilman selkeää talouskasvua. Varallisuusarvojen voi nimittäin olettaa kasvavan pitkällä aikavälillä kohtalaisen vakain kasvuprosentein, kun taas euromääräiset uudet sijoitukset pysyvät ilman talouskasvua suunnilleen ennallaan. Toisin sanoen, talouskasvun pitäisi olla vähintään yhtä suurta kuin varallisuusarvojen kasvu, jotta nettomerkinnot suhteeseen pääomiin pysyisi ennallaan tai kasvaisi. Toki säästämisasteen kasvu voisi ainakin osittain kumota tämän vaikutusta.

Varainhoitomarkkinan ajurit



Toimiala – Varainhoitomarkkina 4/5

Suomen varainhoitomarkkinan rakenne asiakaskoon ja tuotekohtaisen asemoitumisen perusteella



Toimiala – Varainhoitomarkkina 5/5

Varainhoitomarkkinan kilpailukenttä

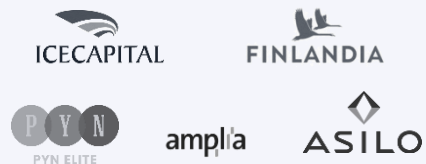
Pankit



Keskisuuret sijoituspalveluyhtiöt



Pienet sijoituspalveluyhtiöt



Konsolidaatioajurit

Trendit

Digitalisaatio
Korkotuottojen paluu
Vastuullisuus (ESG)

Regulaatio
Vaihtoehtoiset omaisuusluokat

Myyntisynergiat

Tuote- ja palvelutarjonnan laajentaminen
Kasvava jakeluvoima
Hallinnoitavien pääomien kasvu

Kustannussynergiat

IT-kulut
Hallintokulut
Henkilöstökulut

Konsolidaatiolle on olemassa selvät ajurit ja konsolidaatiokehitys tulee näkemyksemme mukaan jatkumaan aktiivisena

Toteutuneita järjestelyjä

eQ



ADVIVUM
ICECAPITAL

UB



SUOMEN PANKKIIRILIIKE
FOURTON

CapMan



NORVESTIA
DC
DASOS CAPITAL

TITANIUM



INVESTIUM

TAALERI



GARANTIA

Aktia



TAALERI
VARAINHOITO

EVLI



ELITE
ALFRED BERG
KELONIA
Ab Kelonia Oy

Toimiala – Henkivakuutusmarkkina 1/2

Riskihenkivakuutukset ovat puhtaita vakuutustuotteita kun taas sijoitussidonnaiset tuotteet muistuttavat kysyntäajureiltaan ja kasvunäkymiltään varainhoitoa. Miellämmekin sijoitussidonnaiset vakuutustuotteet osaksi varainhoidon markkinaa.

Riskihenkivakuuttamisen markkina on varsin keskittynyt, minkä lisäksi kasvu on jäänyt viimeisen vuosikymmenen aikana vaatimattomaksi. Suomessa pahan päivän varalle varaudutaankin tyypillisesti säästämällä, ja varsinaisten henkivakuutustuotteiden suosio on rajallinen. Tämä käy ilmi muun muassa Finanssiala ry:n tutkimuksesta, jonka mukaan vuosina 2018–2020 vähintään yksi henkivakuutustuote oli käytössä vain 8 %:lla aineistossa mukana olleista suomalaisista. Vaikka aineisto ei ole tuore, ei markkinan kasvulukujen perusteella ole syytä olettaa olennaista muutosta tapahtuneen.

Suomen henkivakuutusmarkkina on hyvin keskittynyt

Vuonna 2025 viiden suurimman toimijan markkinaosuus oli vakuutusmaksutulon perusteella noin 75 %. Suurimmat toimijat ovat järjestyksessä Lähi-Tapiola, OP, Mandatum, Henki-Fennia ja Nordea. Markkinan keskittyneisyyttä ajavat arviomme mukaan jakelun painottuminen pankkeihin, regulaatio sekä IT-järjestelmävaatimukset, joiden seurauksena kannattavan liiketoiminnan pyörittämiseksi vaaditaan riittävän suurta kokoluokkaa.

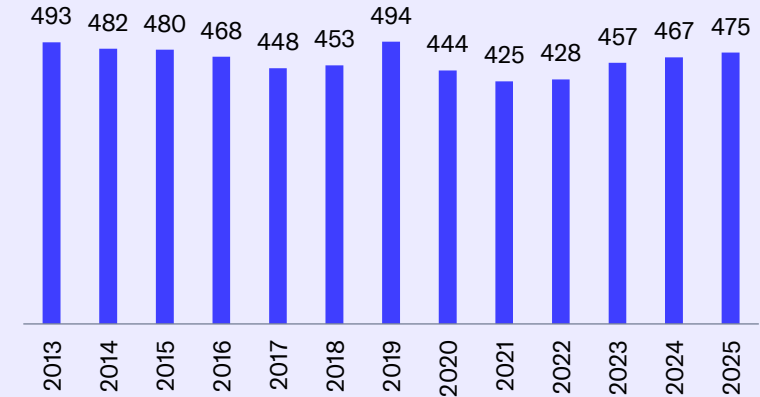
Henkivakuutustoiminta on samalla varsin paikallista ja Finanssivalvonnan tilastojen perusteella kotimaiset toimijat vastaavat käytännössä koko markkinasta. Kansainvälisten toimijoiden kiinnostusta sekä onnistumisedellytyksiä laskevat Suomen markkinan kohtalaisen pieni koko, vaatimaton kasvunäkymä sekä keskimäärin vahva asiakaspito, joka nostaa selvästi alalle tulon kynnystä.

Markkinan kasvu on jäänyt vaatimattomaksi

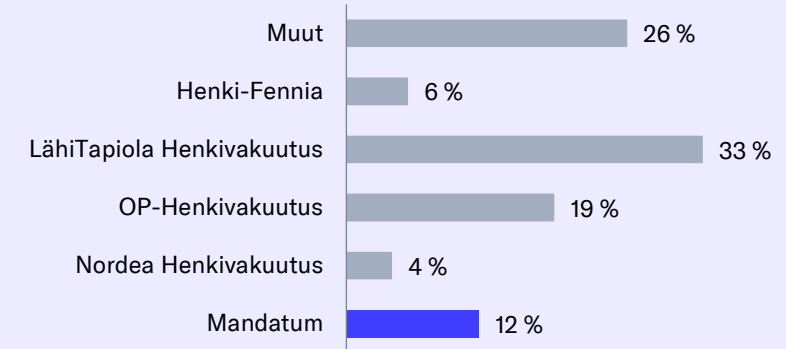
Vaikka viiden suurimman toimijan osuus markkinasta on säilynyt viimeisen vuosikymmenen lähes ennallaan, on näiden välisissä voimasuhteissa näkynyt liikehdintää. Erityisesti OP on menettänyt markkinaosuutta, kun taas LähiTapiola on noussut selvästi suurimmaksi toimijaksi. Muiden markkinaosuudet ovat pysyneet suunnilleen muuttumattomina. Kokonaisuudessaan Suomen riskihenkivakuutusmarkkina on kuitenkin supistunut keskimäärin noin puolen prosentin vuosivauhtia, joten parhaiten kasvaneidenkin toimijoiden maksutulon vuosikasvu on jäänyt keskimäärin 2–4 %:iin. Tämän takia yhtiöt ovatkin panostaneet viime vuosina erityisesti kasvavaan ja selvästi suurempaan sijoitussidonnaisten vakuutustuotteiden markkinaan. Toki markkina on kääntynyt hienoiseen kasvuun vuosina 2023–2025, mutta toistaiseksi on mielestämme liian aikaista sanoa trendin kääntyneen pysyvämmiin.

Vertailukelpoisia lukuja riskihenkivakuutusten kannattavuuksista taas ei ole saatavilla, sillä henkivakuutusyhtiöiden luvuissa raportoidaan myös sijoitussidonnaiset vakuutustuotteet. Näin ollen toimialan korkea kannattavuus (viiden suurimman keskimääräinen oman pääoman tuotto yli 20 %) selittyy suurilta osin sijoitussidonnaisten tuotteiden tuomalla tuloksella. Vahvemmin riskihenkivakuutuksiin painottuneilla LähiTapiolalla ja Henki-Fennialla pääoman tuotot ovatkin systemaattisesti muita suuria toimijoita (Mandatum, Nordea, OP) matalampia, mikä arviomme mukaan viittaa riskihenkivakuutusten matalampaan kannattavuuteen. Toisaalta nämä yhtiöt ovat myös kokoluokassaan selvästi pienempiä, mikä skaalaliitännäisellä toimialalla selittää osaltaan kannattavuuseroja.

Riskihenkivakuutuksen maksutulo Suomessa (MEUR)



Riskihenkivakuutuksen markkinaosuudet maksutulon perusteella (2025)



Lähde: Finanssiala ry

Toimiala – Henkivakuutusmarkkina 2/2

Sijoitussidonnaisten tuotteiden merkittävimmät riskit piilevät veroeduissa

Viimeisten vuosien aikana riskihenkivakuutusten ja sijoitussidonnaisten tuotteiden verotusta on muutettu useaan otteeseen, mikä on karsinut myös tuotteiden veroetuja. Esimerkiksi riskihenkivakuutuksen kuolintapauskorvauksen osittainen verovapaus lähiomaisille poistui vuonna 2018, ja tästä eteenpäin korvaukset ovat olleet kokonaan perintöverotuksen piirissä.

Sijoitussidonnaisten tuotteiden osalta lähiomaisten verovapaa osuus poistettiin vuonna 2013, minkä jälkeen säästösumma on ollut kokonaisuudessaan lahjaveron alaista. Lisäksi aiemmin sijoitussidonnaisista tuotteista sai nostaa kertynyttä pääomaa ilman veroseuraamuksia, kunnes etu poistui vuonna 2020, ja verotus muuttui hyvin samankaltaiseksi osakesäästötilin kanssa. Saman uudistuksen myötä tappiot muuttuivat verotuksessa vähennyskelpoisiksi vasta sopimuksen päättymisvuonna. Näiden lisäksi yksityishenkilön ottaman vapaaehtoisen eläkevakuutuksen vakuutusmaksujen verovähennysoikeus poistuu vuoden 2027 alusta, eli uusista vakuutukseen suoritetuista maksuista ei enää saa veroetuja.

Koska tuotteiden houkuttelevuus nojaa pitkälti niiden verotuksellisiin tekijöihin, näemme kiristyvän verosääntelyn riskinä, joka voi edelleen johtaa vakuutustuotteiden kysynnän laskuun. Esimerkiksi viimeisin muutos vapaaehtoisten eläkevakuutusten osalta on käytännössä lakkauttanut näiden myynnin.

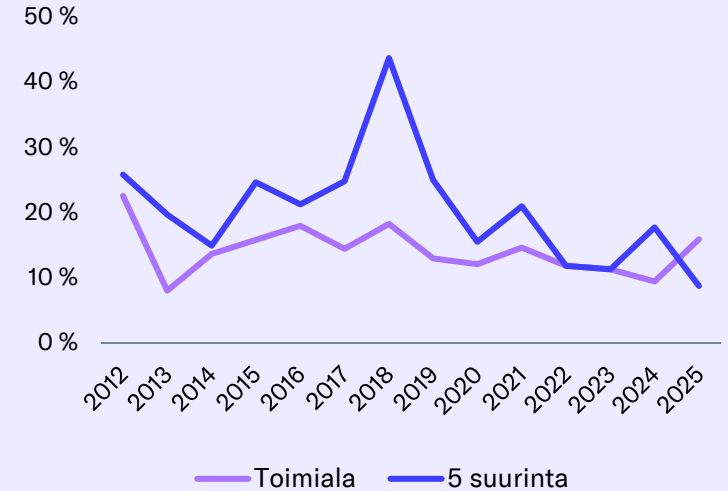
Vaikka verosääntelyn muutosten ennakointi on hyvin haastavaa, arvioimme mukaan paine olennaisille päivityksille Mandatumin kannalta tärkeiden yritysten ottamien eläkevakuutusten osalta on jatkossa maltillinen,

sillä näiden verokohtelu on nykyisellään hyvin linjassa muiden EU-maiden kanssa, eikä yksityisen eläkesäästämisen kannustimien heikentäminen ole muutenkaan todennäköistä Suomen julkisen eläkejärjestelmän rahoitushaasteista johtuen. Kapitalisaatiosopimusten osalta arvioimme veroetujen heikentämisen tai poistumisen riskin suuremmaksi. Negatiiviset muutokset lainsäädännössä voisivatkin johtaa pääomien ja palkkiotuottojen laskuun. Näin ollen sijoittajan on syytä seurata poliittisen keskustelun kehitystä.

Sijoitussidonnaisille tuotteille on myös tyypillistä monimutkainen kulurakenne, joka koostuu vuotuisista hoitokuluista sekä sijoituskohteiden palkkioista. Osa toimijoista perii edellä mainittujen kulujen lisäksi myös maksu- ja lunastuspalkkioita. Korkea ja epäselvä kulurakenne onkin nähdäksemme sijoitussidonnaisten vakuutus tuotteiden selkein haittapuoli.

Lisäksi samankaltaisuus muiden varainhoitoratkaisujen kanssa rajoittaa henkivakuutusyhtiöiden hinnoitteluvoimaa. Erityisesti osakesäästötili kilpailee yksityisasiakassegmentissä henkivakuutusyhtiöiden tarjoamien kapitalisaatiosopimusten kanssa. Sijoitusvakuutusten hyötynä on kuitenkin laajempi sijoitusavaruus, sillä osakesäästötilille saa vain suoria osakesijoituksia. Omaisuudenhoidon näkökulmasta osakesäästötili ei siten ole kovin dramaattinen uudistus (omaisuudenhoidossa asiakkaan varoja täytyy hajauttaa). Joidenkin suoriin osakkeisiin sijoittavien yksityishenkilöiden (pienempien) kohdalla osakesäästötilin ylärajan nousu 100 000 euroon aiemmasta 50 000 eurosta voi syödä hieman markkinaa kapitalisaatiosopimuksilta, mutta uskomme tämän vaikutuksen jäävän markkinan tasolla pieneksi.

Toimialan mediaani oman pääoman tuotto



Strategia ja taloudelliset tavoitteet 1/4

Strategialla on edellytykset vahvaan arvонуontiin

Mandatumin strategia painottuu pääomakevyissä liiketoiminnoissa – erityisesti varainhoidossa – kasvamiseen sekä heikommin tuottavan laskuperusteisen korkokannan alasajoon. Pidämme valintoja järkevinä, sillä matalista pääomatarpeista johtuen varainhoidossa kasvu luo merkittävää arvoa nykyisellä kannattavuustasolla. Kasvu Mandatum hakee erityisesti jatkuvaa palkkiovirtaa tuottavissa hallinnoitavissa asiakasvaroissa sekä rahastoliiketoiminnassa että yritysten eläkevakuutuksissa. Palkkiotuottojen kasvun arvioimme myös johtavan kannattavuuden nousuun, joten hallinnoitavan varallisuuden kasvu on liiketoiminnan tehokkuuden sekä tuloskehityksen kannalta korostuneessa roolissa.

Yritysassiakkaisissa keskittyminen sijoitussidonnaisiin vakuutustuotteisiin on mielestämme perusteltua, sillä näissä asiakaspito on korkea muun muassa verotuksellisista tekijöistä johtuen. Lisäksi yritysasiakkaat tarjoavat varainhoidolle tehokkaan myyntikanavan (vastaava logiikka palkitsemispalveluissa) ja Mandatumin konttoriverkosto sekä tunnettu brändi tukevat myyntiä sekä hinnoitteluvoimaa. Henkilöasiakkaat eivät puolestaan ole strategiassa keskeisessä roolissa, mitä pidämme perusteltuna mm. pankkien korkeasta jakeluvoimasta johtuen.

Instituutiovarainhoidossa Mandatumin strategia perustuu pitkälti tuotteiden erinomaisuuteen, joten yhtiön sijoitustoiminnasta vastaava henkilöstö on keskeinen kilpailutekijä. Tämä myös nostaa henkilöstön neuvotteluvoimaa, joten Mandatumin on tärkeää ylläpitää korkeaa työntekijätyytyväisyyttä sekä työnantajamielikuvaa.

Käsityksemme mukaan yhtiön maine työnantajana on hyvä, ja kompensaatiotaso on toimialan kärkeä. Yksityisvarainhoidossa taas korostuu palvelun laatu, joka Mandatumin raportoiman asiakastyytyväisyysluvun perusteella on erinomaisella tasolla.

Mandatumin liiketoimintamallin yhtenä heikkoutena näemme tuottosidonnaisten palkkiokomponenttien puuttumisen useasta sijoitusalueesta, sillä näiden olemassaolo nostaisi sijoitusammattilaisten kynnystä kilpailijan leiriin loikkaamiselle. Lisäksi nämä parantaisivat varainhoitoliiketoiminnan ansaintapotentiaalia.

Fokusoituminen erottuviin korkotuotteisiin taas mahdollistaa arviomme mukaan hyvien palkkiotasojen ylläpitämisen. Toisaalta varsin kapea tuotekärki ja hallinnoitavien varojen painottuminen yksittäisiin tuotteisiin nostaa yhtiön riskitasoa, sillä näiden rahastojen tuottojen lasku heijastuisi väistämättä uusmyyntiin. Cliens yritysosto korostaa entisestään tuotekärjen kapeutta, sillä Cliensin hallinnoitavista varoista 80 % on kahdessa rahastossa.

Esimerkki Mandatumin ristiinmyyntiprosessista

Eläkevarautumisen ja palkitsemisen palveluiden tarjoaminen asiakasyritykselle



Asiakasyritys päättää hankkia avainhenkilölleen sijoitussidonnaisen eläkevakuutuksen



Tuotetarjoomaa pyritään laajentamaan avainhenkilöille muihin varainhoidon ja säästämisen ratkaisuihin



Positiivinen kokemus eläkevarautumisesta mahdollistaa varallisuudenhoitopalveluiden onnistuneen ristiinmyynnin

Strategia ja taloudelliset tavoitteet 2/4

Tavoitteet ovat realistisia mutta vaativat onnistumista

Pääomakevyyden liiketoiminnan tulokasvutavoite (yli 10 % vuosittain) on Mandatumin tavoitteista kaikkein tärkein, sillä sen toteutuminen pitkälti määrittää yhtiön arvonkehitystä. Tavoite ei ole helppo, mutta yhtiön kärkituotteiden erinomaiset tuottotasot sekä vahva asema Suomen kasvavalla varainhoitomarkkinalla tekevät tästä arviomme mukaan hyvinkin saavutettavan. Käytännössä tulosparannus on varainhoidon ja palkkiotuloksen harteilla, sillä riskihenkivakuuttamisen tulos oli vertailuvuonna 2024 poikkeuksellisen korkea kertaluonteisista tekijöistä johtuen.

Varainhoidon tulokasvu muodostuu kolmesta komponentista: hallinnoitavien varojen kasvusta, kurinalaisesta hinnoittelusta sekä kulutehokkuuden parantumisesta. Kulutehokkuuttaan yhtiö on jo parantanut, ja arvioimme tämän edelleen jatkuvan hallinnoitavien varojen kasvaessa, sillä varainhoitoliiketoiminta on itsessään hyvin skaalautuvaa. Mandatum itse arvioi, että sen operatiiviset kulut kasvavat tavoitekaudella vain noin prosentin vuodessa. Osaltaan tämä hyvin maltillinen arvio selittyy kulutason laskulla vuoteen 2024 verrattuna, kun yhtiö sai maaliin tulosvaikutteisesti kirjattuja järjestelmäuudistuksiaan ja supisti henkilöstömäärää tukitoiminnoissa. Toki näistä oikaistunakin tulee kulujen hallinnassa onnistua erityisesti henkilöstökulujen osalta, jotta prosentin kulukasvutavoite toteutuu.

Jatkuvasti kiristynvä kilpailu sekä matalamman palkkiotason kansainvälisen myynnin kasvu painavat puolestaan väistämättä Mandatumin saamaa keskimääräistä palkkiotasoa.

Hallinnoitavien varojen kasvulle Mandatumilla ei ole varsinaista tavoitetta, mutta taustaoletuksissaan yhtiö arvioi sen AUMin kasvavan vuosittain noin 10 %, ja tästä kasvusta

puolet tulisi uusmyynnistä. Oletus on mielestämme realistinen, ja yhtiö on tähän yltänyt vuosina 2023–2025. 5 %:n vuotuisen uusmyynnin ylläpitäminen käy kuitenkin jatkuvasti vaikeammaksi ja vaatii suurempaa euromääräistä myyntiä vuotuisten lunastusten ja pääomanpalautusten niin ikään kasvaessa hallinnoitavien varojen kokoluokan mukana. Lisäksi markkinatilanne on ollut viime vuosina erikoistuneelle korkovarainhoitajalle suotuista. Euromääräisesti 5 %:n uusmyynti tarkoittaisi lähivuosille noin 800–900 MEUR:n nettorahavirtaa (merkinnät - lunastukset).

Vakavaraisuustavoite (Solvenssi 2 suhde 160–180 %) on toimialalle hyvin tyypillinen, sillä henkivakuutusyhtiöt pyrkivät ylläpitämään selvästi viranomaisvaatimusta (100 %) korkeampaa tasoa. Mandatumin nykyinen vakavaraisuus (203 %) on kuitenkin reilusti yli tavoitetason PE-sijoitusten myynneistä johtuen. Mandatum onkin viestinnässään korostanut, että tavoitetaso on tarkoitus saavuttaa lähivuosina, ja arvioimme taseen ylipääomituksen purkamisen tapahtuvan ennen kaikkea osingonjaolla. Toki myös kassavaroilla toteutettavat yritysostot ovat varsin mahdollisia.

Voitonjakotavoitteen täyttymistä pidämme niin ikään erittäin todennäköisenä, sillä yli miljardin euron tavoitteesta yli 75 % on täynnä jo strategiakauden puolivälissä. Yhtiön liiketoiminta tuottaa jatkuvasti kassavirtaa tuloksen muodossa, minkä lisäksi laskuperustekorkoisen vakuutusvelan supistuminen mahdollistaa osakekohtaista tulosta korkeamman voitonjaon vielä pitkään.

Oman pääoman tuottotavoite (yli 20 %) on alisteinen sekä tulokasvulle että taseen keventämiselle. Jos yhtiö kykenee näihin tavoitteidensa mukaisesti, pitäisi myös oman pääoman tuottotavoitteen täyttyä.

Taloudelliset tavoitteet 2025–2028

- Kumulatiivisesti yli miljardin euron **osingot**
- 160–180 %:n Solvenssi 2 -**vakavaraisuussuhde**
- Oman pääoman tuotto **yli 20 %**
- Pääomakevyyden liiketoiminnan keskimääräinen vuotuinen tulokasvu ennen veroja **yli 10 %**

Strategiset prioriteetit 2025–2028

- Kansainvälisen instituutiovarainhoidon aseman vahvistaminen erityisesti Pohjoismaissa
- Yksityisvarainhoidon kasvun kiihdyttäminen Suomessa
- Johtavan markkina-aseman hyödyntäminen yritysasiakkaissa
- Toiminnan tehokkuuden parantaminen

Strategia ja taloudelliset tavoitteet 3/4

Mandatumin strategian kulmakivet ja yhteys arvonluontiin

Jatkuvien tuottojen ja hallinnoitavien varojen kasvu



Arvoajuri 1: Palkkiotuottojen kasvu

- Kasvu Suomen varakkaissa yksityishenkilöissä ja instituutioissa sekä Suomessa että kansainvälisesti.
- Rahastojen kokoluokkien kasvu on avain skaalautuvuuteen. Myös tuotetarjonnan asteittainen laajentaminen olisi perusteltua yhtiön tarjonnan ollessa varsin fokusoitunut.
- Jakelun systemaattinen vahvistaminen muissa Pohjoismaissa on mielestämme enemmän kuin perusteltua huomioiden yhtiön erinomaiset näytöt näiltä markkinoilta.
- Arvonluontistrategioihin nojaavana managerina Mandatumin on pakko kyetä tarjoamaan sijoittajilleen systemaattisesti hyviä tuottoja. Hyvät tuotot tukevat liiketoiminnan kasvua uusmyynnin, tuotekokojen kasvun ja hinnoitteluvoiman kautta sekä tarjoavat potentiaalia tuottosidonnaisiin palkkioihin.

Kulutehokkuuden parantaminen



Arvoajuri 2: Nouseva operatiivinen kannattavuus

- Yhtiö on investoinut paljon alustansa rakentamiseen ja toimialalle tyypilliseen tapaan kiinteiden kulujen pitäisi tarjota yhä skaalautuvuutta kannattavuudessa. Näytöt pörssihistorian ajalta ovat tällä saralla jo hyvät.
- Henkilöstökulujen voi kuitenkin odottaa kasvavan inflaatiota nopeammin, sillä menestymisen kannalta tärkeiden sijoitusammattilaisten neuvotteluasema on kohtalaisen hyvä. Tämä johtaa muun muassa muuttuvien palkkioiden kasvuun tuloksen mukana.
- Erityisesti Mandatumin kasvustrategian kannalta tärkeimmässä varainhoidossa kulutehokkuuden pitäisi kuitenkin tehostua edelleen hallinnoitavan varallisuuden kasvun jatkuessa. Toki yleisessä kulukontrollissa pitää onnistua hyvin.

Taseen tehokkaampi käyttö



Arvoajuri 3: Pääomien vapautuminen

- Varainhoidon ja sijoitussidonnaisten vakuutusten kasvu sitoo vain maltillisesti pääomia verrattuna pääomaraskaaseen laskuperustekorkoiseen liiketoimintaan.
- Yhtiön tase on PE-sijoituksista irtaantumisen jälkeen selvästi ylikapitalisoitunut suhteessa vakavaraisuuden tavoitetasoon. Ylipääomitusta Mandatum aikoo purkaa joko ylimääräisen voitonjaon tai mahdollisten yritysjärjestelyiden kautta.
- Ylikapitalisoituneen taseen systemaattinen purkaminen on mielestämme ainoa oikea ratkaisu. Tätä yhtiö on myös tehnyt, mistä osoituksena on selvästi tilikauden tulosta korkeampi voitonjako vuosilta 2024–2025. Odotamme osakekohtaisen osingon ylittävän osakekohtaisen tuloksen reilulla marginaalilla vielä vuosia eteenpäin.

Strategia ja taloudelliset tavoitteet 4/4

Yrityskaupat osana kasvua

Suomen sijoituspalvelukentässä on nähty paljon konsolidaatiota viimeisen vuosikymmenen aikana. Kehitystä ovat ajaneet erityisesti toimialan kasvanut sääntely sekä digitalisaation vaatimat investoinnit, mikä on näkynyt etenkin pienempien toimijoiden elintilan supistumisena. Pieniä toimijoita onkin säännöllisesti päätynyt osaksi isompia varainhoitotaloja.

Mielestämme Mandatum on asemoitunut konsolidaatiokehitykseen poikkeuksellisen kiinnostavasti. Yhtiö on markkina-arvoltaan ei-pankkiryhmään kuuluvista kotimaisista varainhoitajista ylivoimaisesti suurin, ja lisäksi yhtiöllä on käytössä huomattava määrä taseen ylimääräistä pääomaa. Mittakaavan hahmottamiseksi Mandatumin nykyinen markkina-arvo on suunnilleen yhtä suuri kuin kaikkien muiden listattujen varainhoitajien yhteensä. Hallinnoitavilla asiakasvaroilla mitattuna yhtiö on puolestaan karkeasti samalla pallokentällä kuin Evli, Aktia sekä eQ. Näin ollen onkin selvää, että mahdollisissa kotimaisissa järjestelyissä Mandatum olisi ostajan roolissa sekä kuskin paikalla. Huomautamme kuitenkin, että korkeasta markkina-arvosta johtuen on vaikea nähdä, että Mandatumin tekemillä kotimaisilla järjestelyillä olisi merkittävää vaikutusta koko yhtiön markkina-arvoon. Varainhoitoliiketoiminnan näkymiin sekä arvoon järjestelyllä voisi kuitenkin olla merkittäväkin vaikutus.

Listautumisensa yhteydessä Mandatum mainitsi yhdeksi listautumisen syyksi mahdollisuuden osallistua kotimaisen finanssisektorin konsolidaatioon. Tämä on mielestämme hyvin loogista, sillä Mandatumin vahva tase tarjoaa merkittävää liikkumavaraa ja järjestelyiden teollinen logiikka on hyvin selkeä.

Loogisimmat kotimaiset ostokohteet yhtiölle olisivat

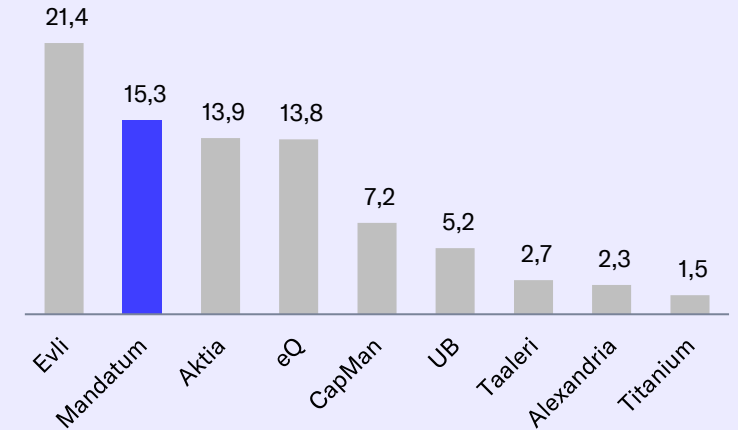
Mandatumin tuotetarjontaa täydentävät tuotetalot. Esimerkiksi CapManin 2023 lopussa ostama Dasos Capital olisi ainakin paperilla ollut profiililtaan myös Mandatumille sopiva. Lisäksi mm. Taaleri Energian liiketoiminta istuisi mielestämme osaksi Mandatumia.

Toinen looginen polku kasvun kiihdyttämiselle ovat yrityskaupat kansainvälisillä markkinoilla. Tässä Mandatum otti ensi askeleet elokuussa 2026, kun se osti ruotsalaisen rahastotalo Cliensin (kommenttimme [kaupasta](#)). Kauppa vahvistaa Mandatumin jalansijaa Ruotsissa selvästi ja tarjoaa kiinnostavia ristiinmyyntisynergioita. Uskomme Mandatumin etsivän myös jatkossa yritysostokohteita Suomen ulkopuolelta ja Cliensin hyvin kevyen integraation johdosta kaupan ns. ”sulattelu aika” on varsin lyhyt. Kansainvälisissä yrityskaupoissa haasteena on yleensä liiketoiminnan vahva paikallisuus ja synergioiden rajoittuminen myyntiin. Myös kulttuuririskit kasvavat rajat ylittävissä järjestelyissä. Uskomme, että tulevat kansainväliset järjestelyt ovat Cliensin tapaan Mandatumin kokoluokassa pieniä ja kevyellä integraatiolla sekä vähemmistöomistuksilla pyritään taklaamaan keskeisiä riskejä.

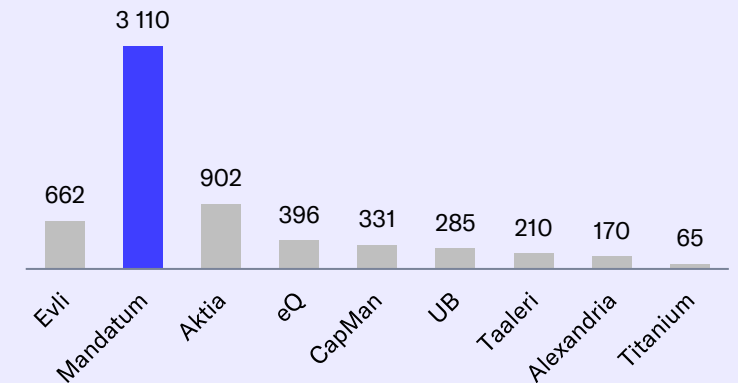
Pidämme myös mahdollisena, että Mandatum voisi olla osana isompaa kotimaista järjestelyä, jossa se yhdistäisi voimansa jonkin isomman toimijan kanssa (Mandatum olisi luonnollisesti selvästi kuskin paikalla). Esimerkiksi CapMan sopisi ainakin paperilla kohtuullisen hyvin Mandatumille. Suuremmissa järjestelyissä kuitenkin korostuvat integraatioon sekä kulttuuriin liittyvät riskit, mikä pienentää näiden todennäköisyyttä.

Korostamme, että yhtiö on tehnyt strategiassaan oikeita asioita ja sen orgaaniset kasvunäkymät ovat erinomaiset, ja näin ollen sillä ei ole pakkoa tehdä yrityskauppoja.

Verrokkien hallinnoitavat asiakasvarat 2025 (MEUR)

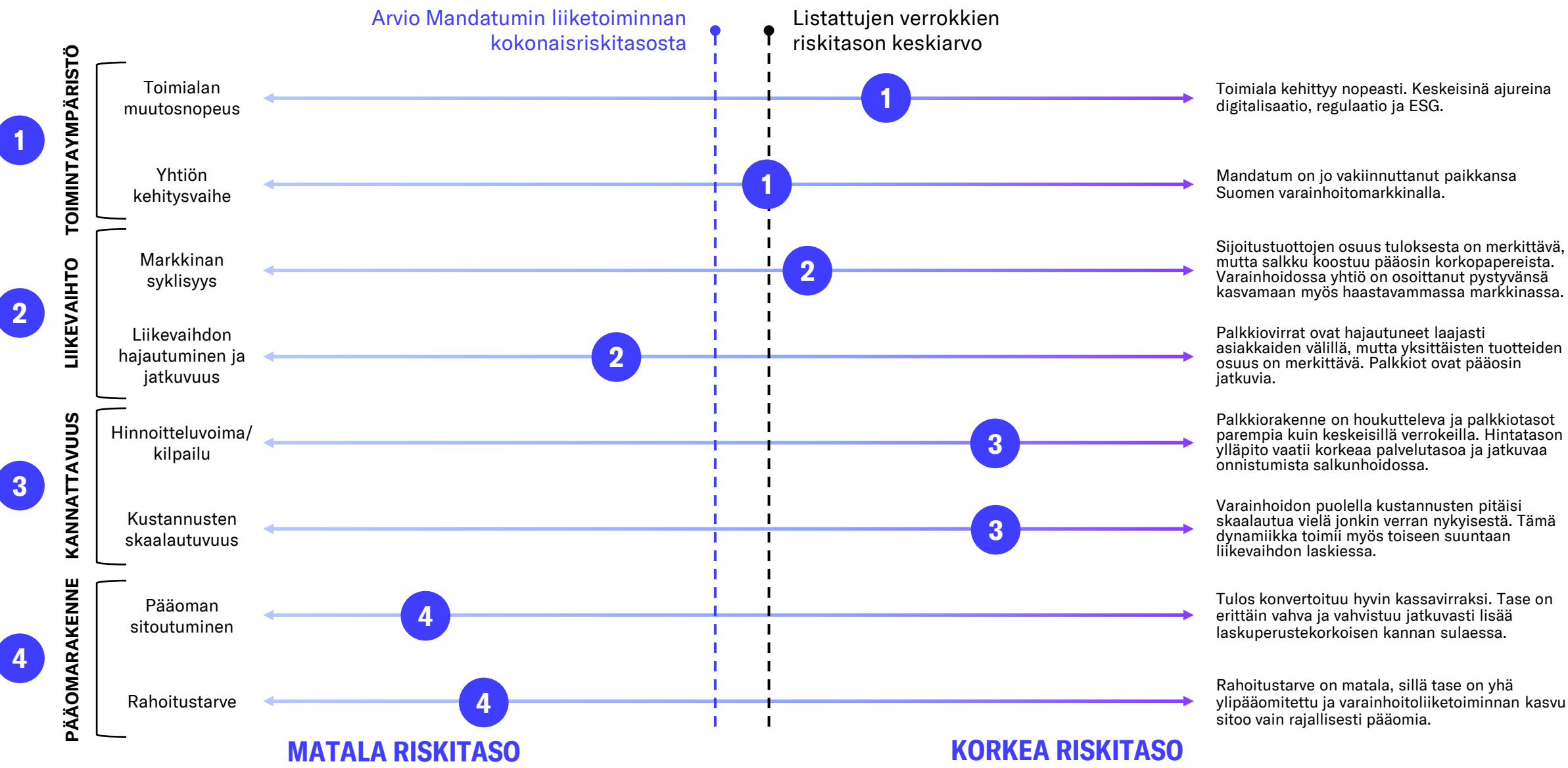


Verrokkien markkina-arvot* (MEUR)



*Tilanne 14.8.2026

Liiketoiminnan riskiprofiili



Sijoitusprofiili

1

Reilusti kasvupotentiaalia varainhoidossa, jossa Mandatumin asema on vahvistunut viime vuosina.

2

Tase on erittäin vahva ja pääomaa vapautuu jatkuvasti lisää laskuperusteisen kannan supistuessa.

3

Pääomakevyt liiketoiminta mahdollistaa yhtäaikaaisesti vuolaan osingonjaon sekä operatiivisen liiketoiminnan kasvun.

4

Laskuperustekorkokannan supistuminen jarruttaa konsernin tuloskasvua sijoitustuottojen kautta.

5

Vahvan taseen myötä mahdollisuus osallistua pohjoismaisen varainhoitomarkkinan konsolidaatioon.

Potentiaali

- Kasvu pääomakevyessä varainhoidossa
- Suhteellisessa kannattavuudessa yhä parannuspotentiaalia liikevaihdon kasvun myötä
- Korkojen nousun ansiosta laskuperustekorkoinen liiketoiminta on muuttunut selvästi aiempaa houkuttelevammaksi
- Pääoman vapautuminen laskuperusteisesta vakuutuskannasta
- Arvoa luovat yrityskaupat varainhoitosektorilla

Riskit

- Rahastojen tuottotasojen heikentyminen ja kilpailukyvyyn lasku
- Yhtiön tulos on edelleen hyvin riippuvainen sijoitustuotoista
- Sijoitustoiminnassa riskejä on erityisesti korkotason osalta, sillä korkotason lasku painaisi konsernin sijoitustuottoja ja tulostasoa
- Henkivakuutustoiminnan riskit (vakuutusmallien taustalla olevat oletukset voivat osoittautua virheellisiksi)
- Haitalliset muutokset sijoitusvakuutusten verolainsäädännössä

Taloudellinen tilanne 1/3

Kirjanpito-standardit vaikeuttavat vertailua

Mandatumin lukuja analysoitaessa on huomioitava, että yhtiö noudattaa IFRS-standardien mukaista vakuutusyhtiön tuloslaskelmakaavaa. Tämä eroaa merkittävästi tavanomaisesta listayhtiöstä ja muista varainhoitajista. Sovellettavat kirjanpitoimenetelmät myös vaihtelevat tuotteiden ehtojen mukaan. Mandatumin raportoinnissa on erotettu toisistaan 1) palkkiotuottoihin perustuva tulos (IFRS 9 -standardin mukaisesti), johon lukeutuu koko varainhoitoliiketoiminta ja osa sijoitussidonnaisista vakuutustuotteista sekä 2) vakuutuspalvelutulos, joka sisältää riskivakuutusten tuloksen sekä valtaosan eläkevakuutusten tuloksesta (IFRS 17 -standardin mukaisesti). Ennen vuotta 2023 solmitut eläkevakuutussopimukset käsitellään IFRS 17 -standardin mukaisesti vakuutuspalvelutuloksessa, kun taas tämän jälkeiset sopimukset kirjataan IFRS 9:n mukaisesti palkkiotulokseen sijoitus- ja varainhoitopalveluista. Näistä kumpikin kuitenkin sisältyy Mandatumin raportoimaan ”Palkkiotulos”-erään. Näiden ohella Mandatum raportoi laskuperustekorkoista liiketoimintaa ja Muut-segmenttiä, joiden sisältöä on käsitelty tarkemmin raportin muissa osioissa.

Kirjanpitokäytännöistä johtuen tuloslaskelman vertailu Helsingin pörssin varainhoitajiin ei ole mielekäästä, vaikka liiketoiminnan logiikka onkin samanlainen. Mandatumin hallinnoitavan varallisuuden sekä pääomakevyiden liiketoimintojen tarkastelu tarjoaa kuitenkin riittävän hyvän kuvan liiketoiminnan kehityksestä. Nämä ovat myös tärkeimmät seurattavat indikaattorit Mandatumin liiketoiminnassa, sillä kasvua tavoitellaan erityisesti varainhoitoon ja sijoitusratkaisuihin liittyvistä palveluista.

Konsernitasolla tulos ennen veroja on mielestämme paras

mittari, sillä veroaste heiluu jonkin verran suuntaan ja toiseen sijoitusten myyntien ajoitusten mukaan.

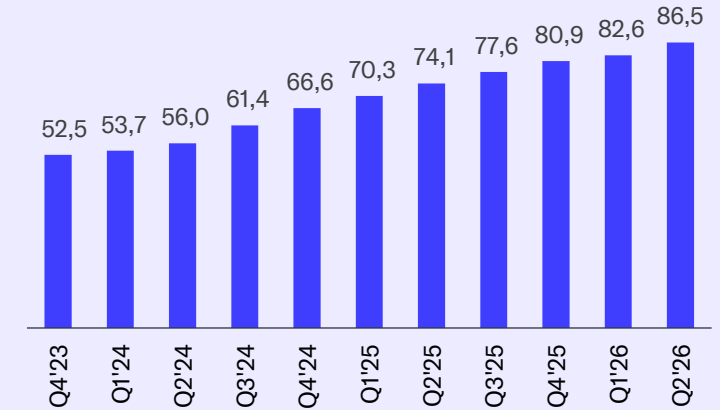
Tuloskehitys on ollut vakuuttavaa

Lokakuun 2023 listautumisensa jälkeen Mandatumin kehitystä on leimannut strategisen painopisteen siirtyminen yhä vahvemmin pääomakevyeen liiketoimintaan. Yhtiön tärkein tulosrivi on palkkiotulos, joka on kehittynyt väkevästi. Kasvun keskiössä ovat olleet hallinnoitavat asiakasvarat, joiden kasvua ovat ajaneet sekä vahva uusmyynti että suotuisa markkinakehitys. Suomalaisten asiakkaiden hallinnoitavat varat kasvoivat vuosina 2023–2025 keskimäärin noin 13 % vuodessa ja kansainvälisten asiakkaiden varat peräti noin 36 % vuodessa.

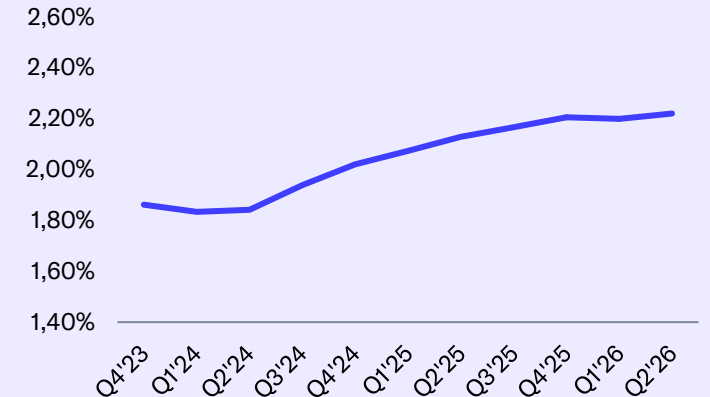
Vahvan kasvun ohella keskeinen tuloskasvun ajuri on ollut kulutehokkuuden selvä paraneminen. Varainhoidon kulu-tuottosuhde parani Q2'26:lla jo 49 %:iin (2022: 67 %), mikä on jo absoluuttisesti erinomainen taso – etenkin, kun se on saavutettu ilman tuottopalkkioita. Tulos ei ole skaalautunut pelkästään tuottojen kasvun mukana, vaan yhtiö on onnistunut viime vuosina jopa laskemaan selvästi operatiivisten kulujensa määrää muun muassa tukitoimintoja tehostamalla.

Pääomakevyiden liiketoimintojen vahvistuessa Mandatum on samanaikaisesti määrätietoisesti keventänyt tasettaan, mikä on jarruttanut konsernitason tuloskasvua nettorahoitustuloksen kautta. Konsernin tuloksen jakauma on kuitenkin parantunut jatkuvasti varainhoidon osuuden kasvaessa, mikä on nostanut tuloksen laatua ja ennustettavuutta. Samalla Mandatum on palauttanut reilusti taseesta vapautuneita pääomia omistajilleen, ja osakekohtainen osinko on ylittänyt viime vuosina selvästi konsernin osakekohtaisen tuloksen.

Palkkiotuloksen kehitys, rullaava 12kk (MEUR)



Palkkiotulos/AUM, rullava 12kk (annualisoitu)



Taloudellinen tilanne 2/3

Tase on sijoitusvakuutuksista johtuen raskas

Mandatumin tase on henkivakuutusyhtiölle tyypilliseen tapaan hyvin raskas ja poikkeaa samalla merkittävästi muiden Helsingin pörssiin listattujen varainhoitajien taseista. Suurin ero syntyy siitä, että Mandatum kirjaa taseeseensa velkaa sijoitussidonnaisista vakuutustuotteista, joiden sisällä suurin osa hallinnoitavasta varallisuudesta on. Tämä johtuu siitä, että kirjanpitostandardien näkökulmasta näitä käsitellään vakuutus sopimuksina, vaikka sijoitusriskin kantaakin vakuutuksenottaja. Tämä on keskeinen ero muihin listattuihin varainhoitajiin, joilla kaikki hallinnoitava asiakasvarallisuus on taseen ulkopuolella. Lisäksi laskuperustekorkoisen kannan vastuut sekä sijoitusomaisuus näkyvät Mandatumilla taseen molemmin puolin ja paisuttavat sen kokoa.

Kokonaisuutena Mandatumin taseen koko antaakin mielestämme väärän kuvan sen liiketoiminnan pääomatarpeista. Todellisuudessa vakuutus sopimuksiin liittyvät varainhoitosopimukset ovat täysin kirjanpidollinen erä, sillä niihin ei liity taseriskiä eivätkä ne sido merkittävästi konsernin omia varoja vakavaraisuuslaskennassa. Vastaavasti laskuperustekorkoiseen kantaan liittyvät erät ovat hyvin relevantteja yhtiön taseen ja liiketoiminnan kannalta, ja näihin on sitoutunut myös huomattava osa Mandatumin pääomista.

Mandatumin historiallisia numeroita arvioitaessa on syytä huomioida, että 2023 alussa vakuutusyhtiöille voimaan astuneet IFRS 17 ja IFRS 9 -standardit ovat vaikuttaneet lukuihin merkittävästi, joten 2021 ja tätä vanhemmat historialuvut eivät ole täysin vertailukelpoisia tuoreempien lukujen kanssa.

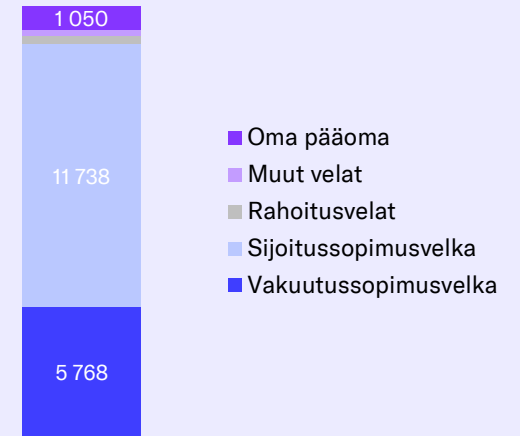
Korollista lainaa on maltillisesti

Mandatumin tase näyttää hyvin velkaiselta, sillä IFRS-taseen omavaraisuusaste on vain noin 8 %. Merkittävä osa veloista muodostuu kuitenkin sijoitussidonnaisista vakuutuksista, joiden sijoitusriski on asiakkaalla. Näin ollen perinteisemmät tunnusluvut eivät anna hyvää kuvaa Mandatumin todellisesta rahoitusasemasta. Järkevämpää onkin tarkastella yhtiön vakavaraisuutta vakuutusyhtiölle sovellettavien Solvenssi 2 -vaatimusten kautta. Korolliset velat aiheuttavat kuitenkin korkokuluja, joten tuloskehityksen näkökulmasta näiden läpikäynti on olennaista.

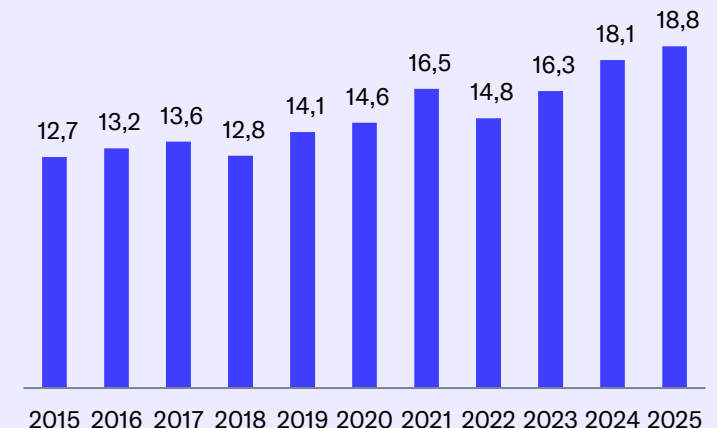
Korollista velkaa Mandatumilla oli Q2'26 lopussa noin 405 MEUR. Tästä noin 300 MEUR oli vakavaraisuudessa omaksi varallisuudeksi luettavaa pääomalainaa (Tier 2 -instrumentti) ja 90 MEUR muuta korollista velkaa (lainoja Sammolta). Lisäksi Mandatumilla oli hieman alle 20 MEUR IFRS 16 -vuokrasopimusvelkoja.

Lainojen maturiteettijakauma on hyvä, sillä jäljelle jäävistä lainoista Sammolta jakautumisen yhteydessä saadut luotot erääntyvät asteittain vuosina 2028–2030. Lisäksi pääomalainaa erääntyy vasta vuonna 2039, joskin tämän ensimmäinen mahdollinen lunastuspäivä on vuonna 2029. Tässä yhteydessä lainan korko muuttuu kiinteästä (4,5 %) muuttuvaksi (euribor 3kk + 2,05 marginaali). Pääomalainan edullisista ehdoista johtuen emme odota yhtiön lunastavan tätä pois, mutta pidämme uudelleenrahoitusta mahdollisena korkokehityksestä riippuen. Uudelleenrahoituksen kerääminen ei muodostuisi ongelmaksi, sillä Mandatum Henkivakuutusyhtiön luottoluokitus on erittäin vahva A (vakaa näkymä) ja Mandatum-konserninkin korkea BBB+ (vakaa näkymä). Luottoluokitukset on myöntänyt S&P Global Rating. Näin ollen yhtiöön kohdistuva rahoitusriski on hyvin maltillinen.

Taseen velat ja oma pääoma
Q2'26 (MEUR)



Taseen loppusumma (MEUR)



Taloudellinen tilanne 3/3

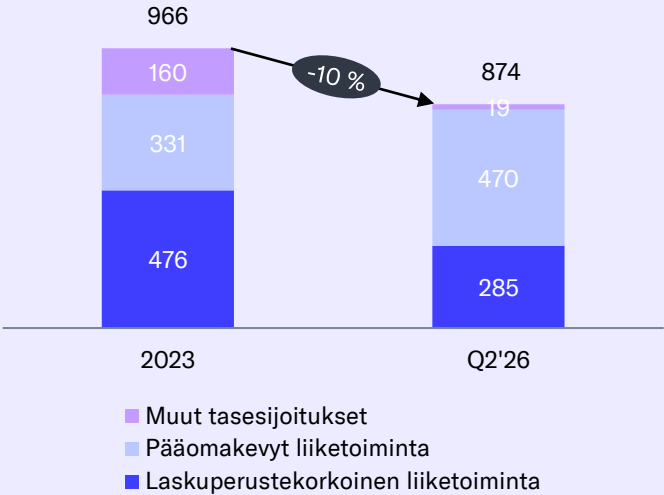
Vahva vakavaraisuus sekä taseen purku mahdollistavat vuolaan voitonjaon

Mandatumin vakavaraisuutta mitataan Solvenssi 2-suhteella, joka kuvaa vakuutusyhtiön omien varojen suhdetta valvojan asettamaan minimipääomavaatimukseen. Valtaosa Mandatumin pääomavaatimuksesta koostuu merkittävän kokoisen sijoitussalkun markkinariskistä, joka liittyy pääosin laskuperustekorkoisen kannan sijoitusomaisuuteen. Vastaavasti pääomakevyiden liiketoimintojen vaatimukset ovat selvästi kevyemmät ja mahdollistavat varainhoidon korkean oman pääoman tuoton.

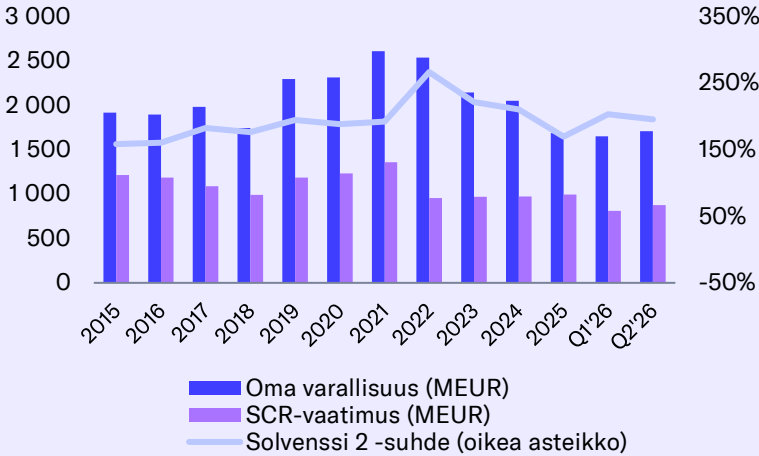
Q2'26 lopussa Mandatumin Solvenssi 2 -suhde oli vahva 195 %. Mandatumin tavoite on ylläpitää 160–180 %:n vakavaraisuussuhdetta, joten yhtiön tase on nykyisellään ylipääomitettu. Sääntelyn mukainen minimitaso on 100 %. Vakavaraisuus on saanut selvää tukea PE-sijoitusten myynneistä (Saxo Bank ja Enento) sekä sijoitussalkun korkopainon noususta (matalampi pääomavaatimus), kun taas viime vuosien korkea voitonjako on laskenut ylimääräisen pääoman määrää.

Vaikka PE-sijoitusten myynnit ovat valtaosin maalissa, tulee taseesta tulevaisuudessa kuitenkin vapautumaan vielä merkittävästi pääomia, kun laskuperustekorkoinen kanta asteittain supistuu ja sijoitussalkun allokaatiota siirretään edelleen vahvemmin korkopainotteiseksi.

Pääomavaatimus (SCR) liiketoiminnoittain



Mandatumin vakavaraisuus



Ennusteet 1/4

Ennusteiden taustaoletukset

Mandatumin ennusteita sekä tuloskehitystä on syytä tarkastella liiketoiminnoittain, sillä näiden ajurit ovat hyvin erilaiset. Mandatumin tulos koostuu neljästä komponentista:

- 1) palkkiotuloksesta (varainhoidon ja sijoitussidonnaisten vakuutusten tulos),
- 2) riskihenkivakuuttamisen tuloksesta,
- 3) nettorahoitustuloksesta (laskuperustekorkoisen kannan sijoitustulos ja taseen muut sijoitustuotot),
- 4) muut-segmentistä (pääosin lainojen korot ja konsernin yleiskulut).

Nettorahoitustulos näyttelee vielä toistaiseksi suurinta osaa Mandatumin tuloksesta, mutta suunta on laskeva. Yhtiön arvon kannalta tärkeimmän varainhoidon tulos taas jatkaa ennusteissamme selvässä kasvussa, ja tämän kohdalla kysymys on lähinnä kulmakertoimen jyrkkyydestä. Sijoittajan kannalta keskeiset seurattavat muuttujat Mandatumin osalta ovatkin:

- 1) hallinnoitavan varallisuuden kasvu,
- 2) jatkuviin palkkioihin pohjautuvan kannattavuuden kehitys (kulu-tuottosuhde) sekä
- 3) rahastojen sijoitusmenestys (korreloi pitkässä juoksussa uusmyynnin kanssa erityisesti kansainvälisissä asiakkaiden kanssa).

Arviomme mukaan markkinatilanne säilyy lähivuosina Mandatumin kannalta vähintään kohtuullisena. Vaikka lyhyellä aikavälillä markkinan suunnan ennakoiminen on luonnollisesti hyvin haastavaa, ovat Suomen varainhoitomarkkinan pitkän aikavälin fundamentit joka tapauksessa vahvat. Varainhoitomarkkina tulee

arviomme mukaan jatkamaan ripeää kasvuaan, kun uutta varallisuutta syntyy jatkuvasti ja yhä suurempi osa varallisuudesta siirtyy ammattimaisen varainhoidon piiriin muun muassa perinnönjaon kautta. Mandatum on asemoitunut erinomaisesti erityisesti houkuttelevaan varakkaiden yksityishenkilöiden segmenttiin, jossa markkinan kasvu on arviomme mukaan yleistä markkinaa ripeämpää. Korkojen nousu on puolestaan ollut Mandatumin kannalta erittäin positiivista, sillä korkeampi korkotaso parantaa laskuperustekorkoisen kannan kannattavuutta. Lisäksi korkojen nousu on nostanut Mandatumin vahvuusalueen eli korkotuotteiden kysyntää.

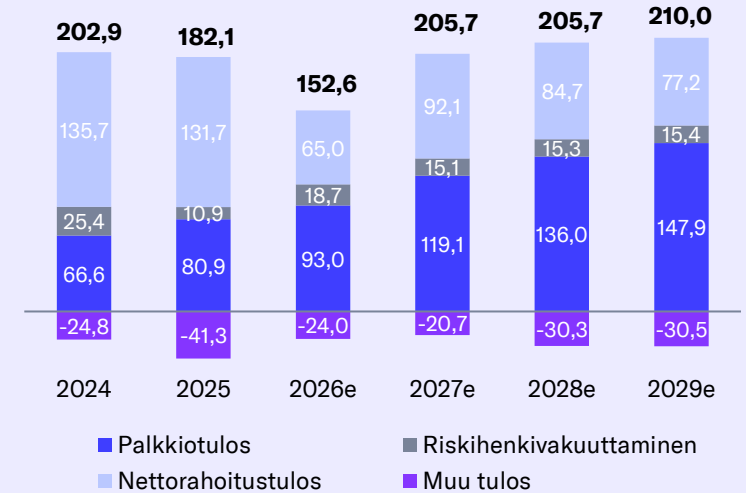
Ennusteidemme osalta on hyvä huomioida, että emme ennusta muutoksia yleisessä markkinasentimentissä tai pääomamarkkinoiden lyhyen aikavälin arvonkehityksessä, vaan sijoitustuottojen sekä hallinnoitavien varojen arvonmuutosten ennusteemme perustuvat arviomme näiden omaisuuserien keskimääräisistä vuosituotoista.

Palkkiotulos on Mandatumin kasvumoottori

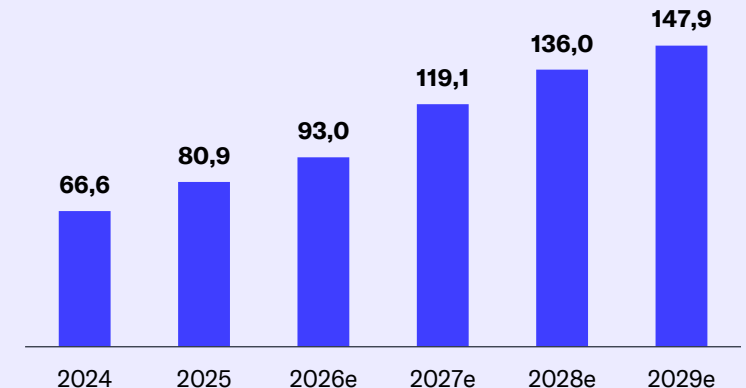
Mandatumin palkkiotuloksen tärkeimmät muuttujat ovat hallinnoitavan varallisuuden kasvu, keskimääräinen palkkiotaso sekä operatiivinen tehokkuus eli kulu-tuottosuhde.

Hyvästä sijoitusmenestyksestä johtuen Mandatumilla pitäisi olla erinomaiset edellytykset jatkaa vahvaa uusmyynnin kehitystään kansainvälisissä instituutioasiakkaiden kanssa, jotka vastaavat myös ennusteissamme isosta osasta uusmyyntiä. Myös kotimaisen yksityisvarainhoidon puolella odotamme kasvun jatkuvan ripeänä Mandatumin laajan jakeluverkoston, tunnetun brändin sekä markkinan kasvun tuella.

Mandatumin tulos ennen veroja (MEUR)



Palkkiotuloksen ennusteet (MEUR)



Ennusteet 2/4

Yritysasiakkailta odotamme kohtalaista myyntiä muun markkinan mukana, kun taas henkilöasiakkaiden suhteen odotuksemme ovat hyvin maltilliset Danske Bank -yhteistyön volyymien oltua vaatimattomalla tasolla jo pitkään. Lisäksi veroedun poistuminen yksityishenkilöiden eläkevakuutuksista vaikuttaa väistämättä negatiivisesti kehitykseen. Yritysasiakaspuolella sekä kotimaisten instituutioasiakkaiden keskuudessa on syytä huomioida, että Mandatumin on arviomme mukaan vaikea kasvaa merkittävästi johtuen sen korkeasta markkinaosuudesta. Tuotteista parhaiten myyvät ennusteissamme korko- ja allokaatiotuotteet, kun taas vaihtoehtotuotteiden puolella kysyntänäkymä on arviomme mukaan pääosin kohtalaisen vaisua ja kiinteistöissä edelleen heikko.

Mandatumin uusmyynnin odotamme yltävän vuosina 2026–2027 noin 6 %:iin, mutta laskevan tämän jälkeen asteittain, sillä kasvavat vertailuluvut nostavat jatkuvasti rimaa. Tämä johtuu siitä, että erityisesti instituutiopuolella osa suljettujen rahastojen pääomien palautuksista ei päädy seuraavaan rahastoon. Lisäksi eläkevakuutus sopimuksia erääntyä jatkuvasti enemmän asiakkaiden jäädessä eläkkeelle. Odotamme euromääräisen nettomyynnin kuitenkin säilyvän keskimäärin vahvalla noin 700–900 MEUR:n tasolla myös pidemmällä aikavälillä. Uusmyynnin ohella arvomuutokset (keskimäärin ~5 %) kasvattavat hallinnoitavaa varallisuutta. Uusmyynnin taso absoluuttisesti on korkein seuraamistamme varainhoitajista.

Toisaalta arvioimme Mandatumin palkkiomarginaaleissa olevan jatkuvaa painetta alaspäin. Tähän vaikuttavat sekä kiristyvän kilpailun tuoma hintapaine että hallinnoitavan varallisuuden jakauman painottuminen vahvemmin matalamman palkkiotason asiakassegmentteihin.

Oletamme Mandatumin kannattavuuden edelleen skaalautuvan kasvun mukana toimialan muiden yhtiöiden

tapaan, vaikka suurin kannattavuusloikka on tulkintamme mukaan jo takana päin. Kulutehokkuuden parantuminen on toki alisteinen palkkiotuottojen kasvulle. Joka tapauksessa ennusteemme odottavat hyvin maltillista kulujen kasvua, mikä vaatii yhtiöltä onnistunutta kulukontrollia. Lisäksi julkistettu Cliers-yritystosto nostaa ennusteissamme AUMia sekä palkkiotulosta vuodesta 2027 eteenpäin.

Näiden tekijöiden seurauksena arvioimme Mandatumin palkkiotuloksen kasvavan lähivuosina ripeästi (keskimäärin noin 16 % vuosina 2026–2029). Pidemmällä aikavälillä arvioimme palkkiotuloksen kasvun noudattelevan pitkälti hallinnoitavan varallisuuden kehitystä.

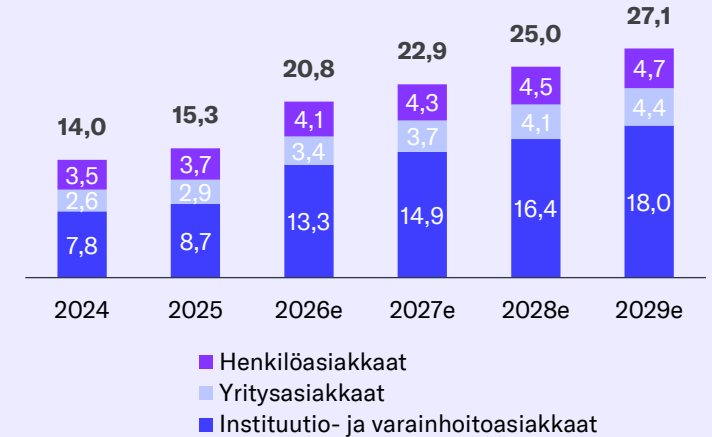
Riskihenkivakuutukselta odotamme vakaata kehitystä

Riskihenkivakuutuksen tulos heiluu jonkin verran kvartaali- ja vuositasolla muun muassa vakuutuskorvausten ajoituksista johtuen. Ennusteissamme olemmekin soveltaneet liiketoiminnalle arvioimaamme keskimääräistä tulostasoa. Yhtiön johto on kertonut pitävänsä noin 15–16 MEUR:n tulostasoa normaalina, emmekä näe vahvoja perusteita poiketa tästä arviosta. Tuloksen kasvun odotamme jäävän maltilliseksi, sillä markkina on historiassa kasvanut vaisusti. Mandatumin vahva asema yritysasiakkaiden keskuudessa voisi perustella muuta markkinaa ripeämmän kasvuvauhdin, mutta toisaalta näemme yhtiön heikon jakelun henkilöasiakaskenttään kasvua vaimentavana tekijänä.

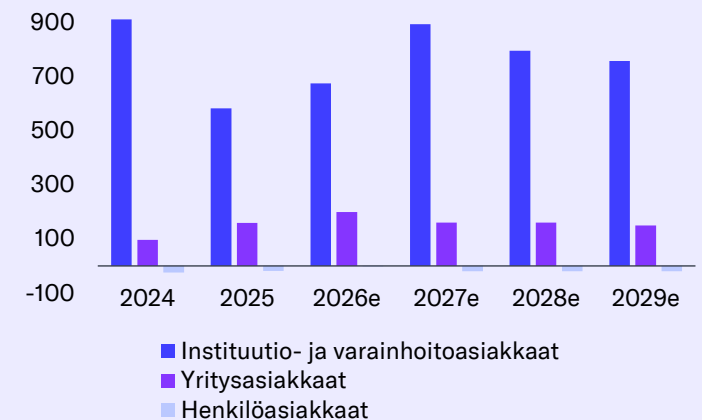
Nettorahoitustulos tuo yhä suurimman osan tuloksesta

Nettorahoitustulos muodostuu laskuperusteisen kannan sijoitustoiminnan tuloksesta sekä konsernin muiden tasesijoitusten (yksittäinen PE-sijoitus sekä emoyhtiön kassavarat) tuotoista. Laskuperustekorkoisen sijoitustoiminnan tuotot muodostuvat salkun tuotoista ja kulut korkokuluista, joita kirjataan vakuutusvelalle.

Hallinnoitavien varojen ennusteet (mrd. euroa)



Nettomerkintöjen ennusteet (MEUR)



Ennusteet 3/4

Mandatumin nettorahoitustuloksen suunta osoittaa ennusteissamme trendinomaisesti alaviistoon, sillä sijoitussalkun koko supistuu jatkuvasti alasajovaiheessa olevan laskuperustekorkoisen vakuutuskannan mukana. Lisäksi vuosina 2024–2025 sijoitustuottoja paisuttaneiden Saxo Bankin ja Enenton osakkeet on myyty, joten muiden tasesijoitusten tuotot rajautuvat jatkossa pitkälti emoyhtiön kassavaraille saataviin tuottoihin.

Laskuperustekorkoinen liiketoiminta on toistaiseksi Mandatumin suurin ja volatiilein tuloserä, jota sijoitussalkun tuotot kvartaaleittain heiluttavat. Suurin painoarvo on korkosijoituksilla, jotka muodostavat valtaosan salkusta. Lisäksi korkosijoitusten osuus on yhtiön suunnitelmien perusteella kasvamaan päin. Korkotason muutosten aiheuttama tulosvaikutus ei kuitenkaan ole järin dramaattinen, sillä laskuperustekorkoisen kannan vakuutusvelka arvostetaan käypään arvoon. Näin ollen korkojen heilunnasta johtuva korkosijoitusten arvonmuutos valtaosin kumoutuu vastaavan suuruisella muutoksella vakuutussopimusvelassa. Korkosijoitusten lisäksi Mandatum on suojannut korkoriskiään johdannaisilla. Vaikka suoja ei ole täydellinen, vastaavat muut omaisuuserät listatut osakkeet etunenässä todennäköisesti suurimmasta osasta lyhyen aikavälin tulosheiluntaa.

Sijoitussalkun koon ohella nettorahoitustuloksen määräytymiseen vaikuttaa salkulle saatava tuottotaso. Olemme mallintaneet sijoitussalkun tuottoa määrittelemällä eri omaisuuslajeille tuotto-odotukset. Lopullinen tuotto määräytyy näiden tuotto-odotusten ja salkun allokaation perusteella. Sijoitussalkulle ennustamamme tuottotaso on pitkälläkin aikavälillä varsin vakaa 5–6 %, ja tämä tulee pitkälti korkosijoituksista.

Muu tulos koostuu pääosin kuluista

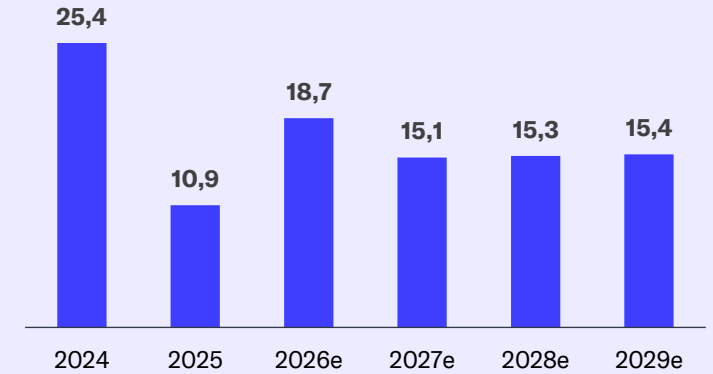
Pääosin rahoituskuluista sekä operatiivisille liiketoiminnoille allokoimattomista konsernin yleiskuluista muodostuva muu tulos on ennusteissamme selvästi tappiollinen. Konsernikulujen odotamme kasvavan vain maltillisesti tämän koostuessa arviomme mukaan pääosin varsin kiinteistä kulueristä. Lyhyellä aikavälillä tuloserä kuitenkin heiluu erityisesti kannustinohjelmien palkkioiden mukana.

Supistuva sijoitussalkku jarruttaa konsernitason kehitystä

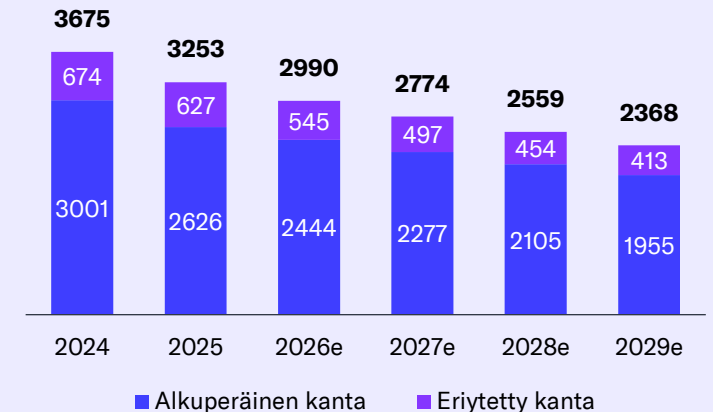
Ennusteissamme Mandatumin konsernitason tulos laskee selvästi vuonna 2026 pitkälti nettorahoitustuloksen kirjanpitemuutoksen takia, joka painoi Q1:llä tuloksen tappiolliseksi. Vuonna 2027 odotamme tuloksen kasvavan selvästi, kun sijoitustuotot normalisoituvat ja yhteisöveroasteen laskun pitäisi johtaa reiluun plusmerkkiseen kirjaukseen. Lisäksi Cliens-yritysosto kasvattaa palkkiotulosta vuodesta 2027 eteenpäin, sillä odotamme kaupan toteutuvan vuoden 2026 lopulla.

Tästä eteenpäin odotamme varsin maltillista tuloskasvua. Vaikka pääomakevyiden liiketoimintojen tulos kasvaa ennusteissamme voimakkaasti (2024–2028 keskimäärin ~15 % vs. yhtiön tavoite +10 %), jarruttaa laskuperusteisen kannan supistuminen konsernitason tuloskehitystä. Yksittäisinä vuosina tulos voi toki heilua selvästikin sijoitussalkun tuotosta riippuen. Tuloksen jakauma kuitenkin paranee merkittävästi, kun painopiste siirtyy asteittain rakenteellisesti laskevasta laskuperustekorkokannasta jatkuvaa ja kohtalaisen ennustettavaa palkkiovirtaa tuovaan varainhoitoon, jossa myös liiketoimintaan sitoutuville pääomille saadaan selvästi korkeampaa tuottoa.

Riskihenkivakuuttamisen tulosenusteet (MEUR)



Laskuperusteisen kannan vakuutusvelan ennusteet (MEUR)



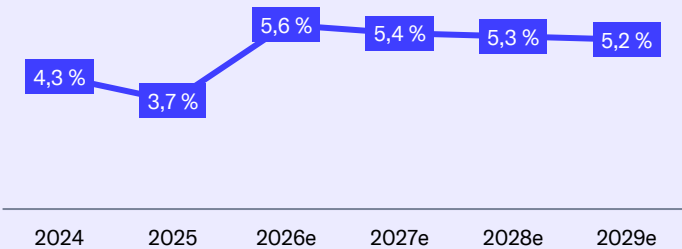
Ennusteet 4/4

Voitonjakonäkymä on vuolas

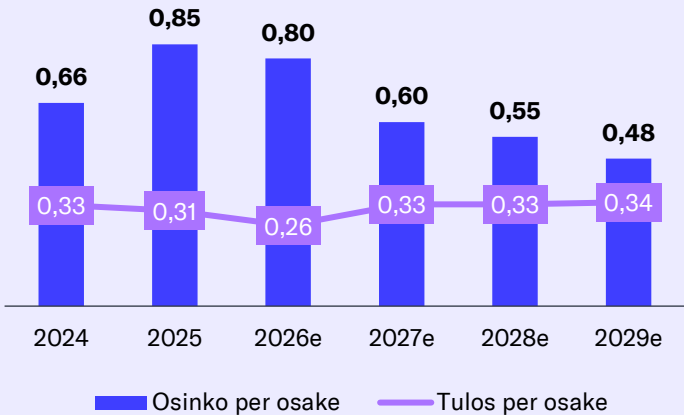
Mandatumin vakavaraisuus on tällä hetkellä yli tavoitetason. Näin ollen jakokelpoista varallisuutta löytyy rutkasti, minkä lisäksi pääomia vapautuu asteittain laskuperustekorkoisen kannan supistuessa. Voitonjako onkin yhtiön sijoitustarinassa poikkeuksellisen suuressa roolissa, sillä odotamme osakekohtaisen osingon ylittävän osakekohtaisen tuloksen selvällä marginaalilla vielä vuosia eteenpäin. Odotamme Mandatumin purkavan ylivahvaa tasettaan ensisijaisesti osingoilla, sillä emme pidä realistisena, että yrityskauppoihin kyettäisi (tai edes haluttaisi) allokoida näin suuria pääomia.

Voitonjakoennusteemme perustuvat oletukselle, että Solvenssi 2 -vakavaraisuus lasketaan suunnilleen tavoitehaarukan keskikohtaan eli 170 %:iin strategiakauden aikana. Seuraavalle strategiakaudelle (2029–) odotamme yhtiön jälleen laskevan vakavaraisuutensa tavoitetasoa paljon pääomaa sitovan laskuperusteisen kannan pientymisen takia. Arvioimme, että seuraava tavoitetaso voisi olla noin 150 %, jota Mandatum tällä hetkellä soveltaa pääomakevyelle liiketoiminnalleen. Ennusteissamme yhtiön Solvenssi 2 -vakavaraisuussuhde saavuttaa tämän tason kuitenkin vasta selvästi 2030-luvun puolella.

Laskuperusterkokoisen liiketoiminnan sijoitussalkun tuotto-%



Voitonjakoennusteet



Ennusteiden yhteenveto

Tuloslaskelma	2024	Q1'25	Q2'25	Q3'25	Q4'25	2025	Q1'26	Q2'26	Q3'26e	Q4'26e	2026e	2027e	2028e	2029e
Palkkiotulos	66,6	18,8	18,5	21,7	21,9	80,9	20,6	22,4	24,8	25,1	93,0	119,1	136,0	147,9
Riskihenkivakuuttamisen tulos	25,4	2,3	2,0	2,6	4,0	10,9	6,2	5,1	3,7	3,7	18,7	15,1	15,3	15,4
Nettorahoitustulos	135,7	51,8	21,7	39,4	18,8	131,7	-46,8	55,4	28,5	27,9	65,0	92,1	84,7	77,2
Muu tulos	-24,8	-10,9	-8,0	-8,0	-14,4	-41,3	-6,1	-3,8	-6,9	-7,2	-24,0	-20,7	-30,3	-30,5
Tulos ennen veroja	202,9	61,9	34,2	55,7	30,3	182,1	-26,1	79,1	50,1	49,5	152,6	205,7	205,7	210,0
Verot	-38,0	-12,4	-4,9	-9,0	0,2	-26,1	13,6	-14,7	-10,0	-9,9	-21,0	-37,0	-37,0	-37,8
Vähemmistön tulososuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-2,0	-2,1	-2,3
Nettotulos	164,9	49,6	29,2	46,8	30,3	155,9	-12,4	64,5	40,1	39,6	131,8	166,7	166,5	170,0
Osakekohtainen tulos (EPS)	0,33	0,10	0,06	0,09	0,06	0,31	-0,02	0,13	0,08	0,08	0,26	0,33	0,33	0,34
Osinko per osake	0,66	-	-	-	-	0,85	-	-	-	-	0,80	0,60	0,55	0,48
Oma pääoma (IFRS)	1601	-	-	-	-	1430	-	-	-	-	1134	895	761	654
Oman pääoman tuotto	10,3 %	-	-	-	-	10,3 %	-	-	-	-	10,3 %	16,4 %	20,1 %	24,0 %

Hallinnoitava varallisuus (AUM)	2024	Q1'25	Q2'25	Q3'25	Q4'25	2025	Q1'26	Q2'26	Q3'26e	Q4'26e	2026e	2027e	2028e	2029e
Konsernin asiakasvarat (mrd. euroa)	14,0	14,0	14,4	14,9	15,3	15,3	15,4	16,7	17,0	20,8	20,8	22,9	25,0	27,1
Instituutionaaliset ja varainhoitoasiakkaat	7,8	8,0	8,1	8,4	8,7	8,7	8,9	9,4	9,6	13,3	13,3	14,9	16,4	18,0
Yritysasiakkaat	2,6	2,7	2,8	2,8	2,9	2,9	2,9	3,2	3,3	3,4	3,4	3,7	4,1	4,4
Henkilöasiakkaat	3,5	3,4	3,5	3,6	3,7	3,7	3,6	4,0	4,1	4,1	4,1	4,3	4,5	4,7

Vakavaraisuus	2024	Q1'25	Q2'25	Q3'25	Q4'25	2025	Q1'26	Q2'26	Q3'26e	Q4'26e	2026e	2027e	2028e	2029e
Solvenssi 2 -suhde	210 %	207 %	208 %	206 %	184 %	184 %	220 %	210 %	210 %	192 %	192 %	181 %	176 %	169 %
Solvenssi 2 ilman siirtymäsäännöstä	-	-	193 %	191 %	169 %	169 %	203 %	195 %	195 %	178 %	178 %	169 %	167 %	163 %
Solvenssi 2 omat varat (MEUR)	2048	2041	1858	1847	1682	1825	1648	1705	1667	1443	1562	1427	1317	1246
Vakavaraisuuspääomavaatimus (SCR)	973	984	965	968	994	994	810	874	855	812	812	789	749	736
Ylimääräinen pääoma tavoitetasolla* (MEUR)	248	221	217	201	-8	-8	271	220	214	62	62	-8	-26	-49
Osakemäärä (milj.)	502,7	502,7	502,7	502,7	502,7	502,7	503,2	503,2	503,2	503,7	503,7	504,2	503,7	503,7
Ylimääräinen pääoma per osake tavoitetasolla*	0,49	0,44	0,43	0,40	-0,02	-0,02	0,54	0,44	0,42	0,12	0,12	-0,02	-0,05	-0,10

*Tavoitetasona käytetty yhtiön vakavaraisuustavoitteen keskikohtaa

Arvonmääritys 1/2

Olemme haarukoineet Mandatumin käypää arvoa ensisijaisesti osinkomallin kautta, sillä se huomioi parhaiten yhtiön korkean voitonjakosuhteen sekä käynnissä olevan ylipääomitetun taseen purkamisen.

Mandatumin käyväksi arvoksi olemme määrittäneet noin 6,2 euroa osakkeelta osinkomallimme pohjalta. Tätä vasten osake on mielestämme täyteen hinnoiteltu, joten sijoittajan tuotto-odotus jää nykytasolla riittämättömäksi. Mandatumin tuotto-odotus nojaa vahvasti korkeaan osinkotuottoon, kun yhtiö purkaa asteittain ylivahvaa tasettaan. Huomattava osa yhtiön arvosta on myös sitoutunut taseen sijoitusomaisuuteen, joskin tulevan arvonluonnin kannalta varainhoitoliiketoimintojen kehitys ja näkymät ovat selvästi tärkeämmässä roolissa.

Osinkomalli on ensisijainen arvonmääritysmenetelmä

Osinkomalli (DDM) toimii mielestämme Mandatumille erittäin hyvin johtuen yhtiön matalista investointitarpeista sekä ylivahvasta taseesta, jota yhtiö purkaa laskuperustekorkokannan supistuessa. Osinkomallimme huomioi operatiivisten liiketoimintojen tuottaman tuloksen lisäksi taseen nykyisen sekä tulevan ylimääräisen pääoman, joten menetelmä antaa mielestämme hyvän kuvan Mandatumin käyvästä arvosta. Pidämmekin osinkomallia Mandatumin ensisijaisena arvonmääritysmenetelmänä.

Osinkomallissamme Mandatumin voitonjako painottuu vahvemmin lähitulevaisuuteen, sillä taseesta vapautuvien pääomien määrä laskee asteittain sijoitussalkun mukana. Ennustejaksomme loppupäässä voitonjako laskee jo alle tilikauden tuloksen, sillä laskuperustekorkoinen kanta on jo varsin pieni. Lisäksi varainhoidon kasvu sitoo vakavaraisuuspääomia, vaikka liiketoiminta onkin yleisesti varsin pääomakevyttä.

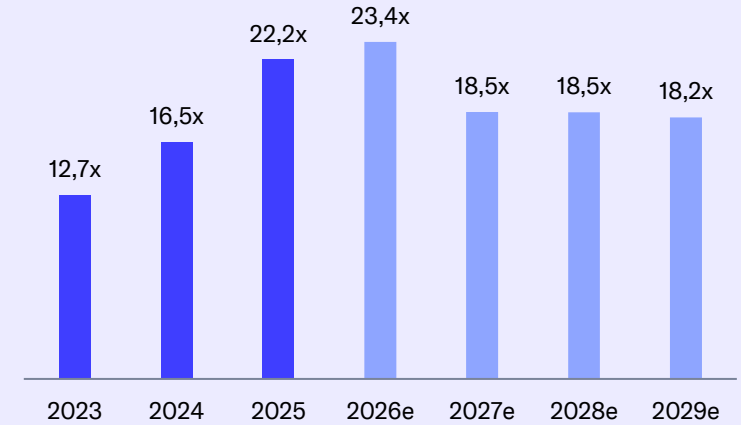
Terminaalijakson kasvuolettamana olemme käyttäneet 2,5 %. Vaikka arvioimme varainhoidon kasvunäkymän hyväksi myös pitkällä aikavälillä, jarruttaa laskuperusteisesta kannasta vapautuvien pääomien asteittainen supistuminen hieman osingon kasvunäkymää. Soveltamamme oman pääoman tuottovaatimus on 8,5 %, joka on varainhoitajista koostuvan verrokkiryhmän alhaisin.

Osinkomallimme mukainen arvo Mandatumin osakkeelle on noin 6,2 euroa osakkeelta (aik. 5,5€). Nousu edellisestä päivityksestämme selittyy sekä pidemmän aikavälin voitonjakoennusteidemme nousulla että julkaistulla Cliens-yritystostolla, jonka arvonluonnin edellytyksiä pidämme hyvinä. Voitonjakoennusteiden nousun vaikutus oli näistä selvästi suurempi.

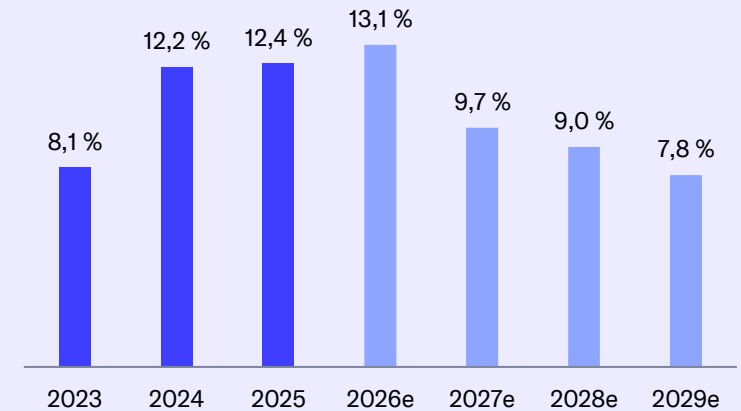
Varainhoidon hintalappu on turhan korkea hyvästä kasvunäkymästä huolimatta

Kotimaiset varainhoitajat tarjoavat suhteellisen heikon verrokkiryhmän Mandatumille, sillä vaikka nämä ovatkin Mandatumin pääomakevyelle liiketoiminnalle hyvin relevantteja kilpailijoita, poikkeaa Mandatumin rakenne konsernitasolla näistä merkittävästi. Suurin erottava tekijä on huomattavan kokoinen laskuperustekorkoinen liiketoiminta, jota verrokeilta ei löydy. Tämän pääoman tuotto on selvästi varainhoitoliiketoimintaa matalampi, joten kotimaiset verrokkit antavat parhaimmillaankin vain suuntaa yhtiön hyväksyttävästä arvostuksesta. Tämän vuoksi emme anna verrokkiryhmälle oleellista painoa arvonmäärityksessämme. Varainhoidolle jäävää hintalappua Mandatumin nykyisen kurssitason pohjalta voi kuitenkin haarukoida osien summa -laskelman kautta ja suhteuttaa tätä verrokkien arvostukseen.

Mandatumin P/E-luku



Mandatumin osinkotuotto-%



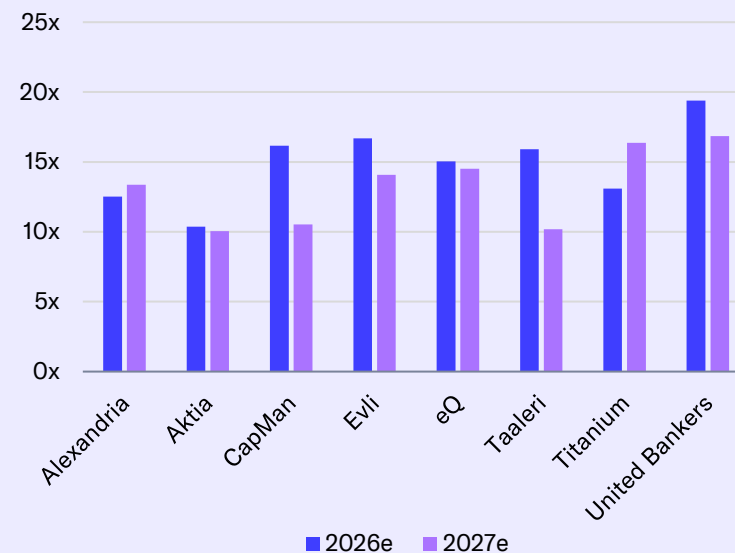
Arvonmääritys 2/2

Olemme arvottaneet riskihenkivakuutuksen 10x P/E-kertoimella ja kuluvan vuoden tulosennusteellamme. Soveltamamme tuloskerroin on linjassa eurooppalaisten henkivakuutusyhtiöiden kanssa. Laskuperusteisen liiketoiminnan olemme arvottaneet nettovarallisuusarvolla (varat-velat). Konsernin yleiskulujen arvoon olemme soveltaneet kuluvan vuoden ennustettamme (~15 MEUR) sekä 2,5 %:n kasvutekijää. Lisäksi olemme huomioineet konsernin korolliset velat (~400 MEUR), jäljellä olevat P/E-sijoitukset (~40 MEUR) sekä emoyhtiön kassavarat (~100 MEUR). Huomautamme, että emoyhtiön kassavarojen suuruus on oma arviomme, sillä yhtiö ei erottele kassan raportoinnissaan laskuperusteisen kannan sijoitusportfolioon sisältyviä käteisvaroja. Laskelma ei siis ole täsmällinen, mutta antaa mielestämme riittävän hyvän kuvan jäljelle jäävän varainhoitoliiketoiminnan arvosta.

Tällä laskelmalla varainhoitoa hinnoitellaan lähes 30x P/E-kertoimella, kun hintalappu suhteutetaan vuoden 2026 palkkiotuloksen ennusteeseemme (verot ja Clients-yrityksoston vaikutus huomioiden). Taso on merkittävästi kotimaisten verrokkien yläpuolella. Esimerkiksi sektorin laadukkaimman yhtiön tittelistä Mandatumin kanssa kisaavan Evlin P/E-kerroin vuodelle 2026 on noin 17x, eli lähes puolet Mandatumin vastaavasta. Mielestämme tätä arvostuseroa on vaikea perustella, sillä Mandatumin pitkän aikavälin tuloskasvunäkymä ei mielestämme oleellisesti poikkea Evlin vastaavasta. Suhteessa muihin kotimaisiin toimijoihin ero on vielä suurempi. Myös kansainvälisesti verrattaessa arvostuspreemio on huomattavan leveä. Vaikka pidämme jonkinlaista preemiota perusteltuna vahvan kasvunäkymän ja erinomaisen operatiivisen suorittamisen ansiosta, on meidän vaikea hyväksyä

nykyisen kaltaista preemiota.

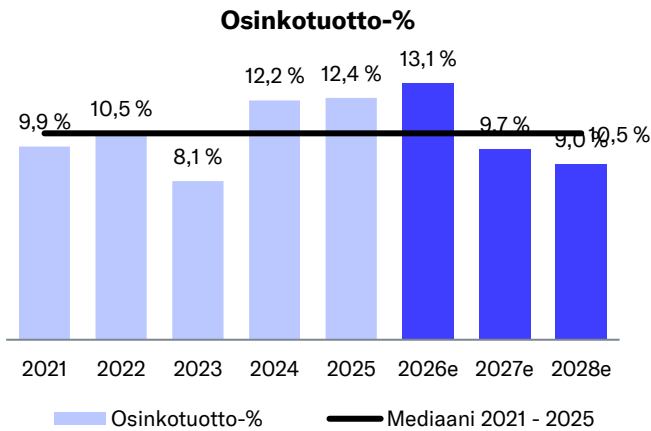
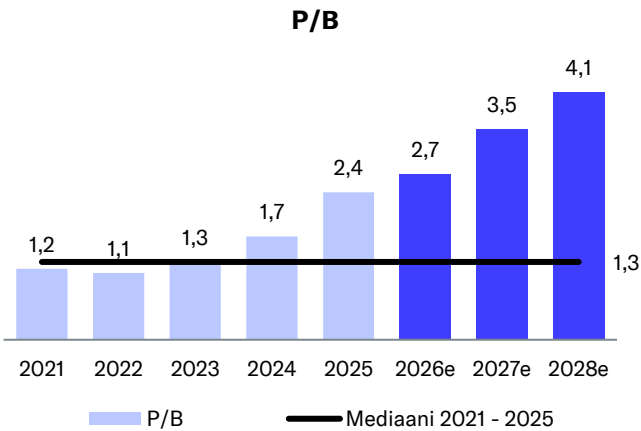
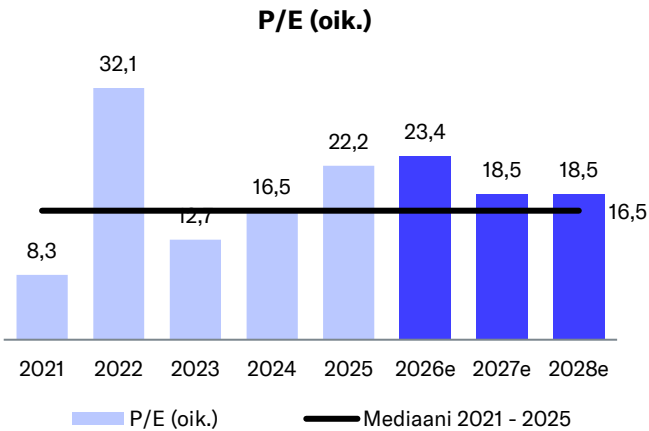
Suomalaisten varainhoitajien P/E-luvut



Arvostustaulukko

Arvostustaso	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	2029e
Osakekurssi	3,70	3,70	4,07	5,40	6,88	6,13	6,13	6,13	6,13
Osakemäärä, milj. kpl	548,0	501,8	501,8	502,7	502,7	503,7	504,2	503,7	503,7
Markkina-arvo	2028	1857	2042	2715	3459	3088	3091	3088	3088
P/E (oik.)	8,3	32,1	12,7	16,5	22,2	23,4	18,5	18,5	18,2
P/E	8,3	32,1	12,7	16,5	22,2	23,4	18,5	18,5	18,2
P/B	1,2	1,1	1,3	1,7	2,4	2,7	3,5	4,1	4,7
Osinko/tulos (%)	81,7 %	338,6 %	103,4 %	201,2 %	274,1 %	307,3 %	180,7 %	166,2 %	142,0 %
Osinkotuotto-%	9,9 %	10,5 %	8,1 %	12,2 %	12,4 %	13,1 %	9,7 %	9,0 %	7,8 %

Lähde: Inderes
Huom! Historiallisena osakekurssina käytetty ensimmäisen kaupankäyntipäivän päätöskurssia



Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
			2026e	2027e	2026e	2027e	2026e	2027e	2026e	2027e	2026e	2027e	2026e
Alexandria	165	149	8,4	8,8	7,4	7,7	2,4	2,3	12,5	13,4	7,6	7,1	4,0
Aktia	902								10,4	10,1	5,7	6,1	1,3
CapMan	327	333	11,0	7,1	10,6	7,0	4,6	3,8	16,2	10,5	7,1	7,6	1,7
Evli	670	640	11,3	9,8	10,7	9,3	5,0	4,6	16,7	14,1	5,2	5,6	3,9
eQ	378	351	11,0	10,7	10,6	10,3	5,2	5,0	15,0	14,5	6,7	7,1	5,2
Taaleri	206	220	10,9	7,0	10,4	6,8	3,8	3,1	15,9	10,2	4,1	5,5	0,9
Titanium	64	52	8,6	11,4	7,8	9,9	2,6	2,7	13,1	16,4	7,3	5,9	4,2
United Bankers	288	282	14,3	12,5	12,4	11,1	4,3	3,9	19,4	16,9	4,6	5,0	4,3
Mandatum (Inderes)	3088	2993	19,6	15,7	19,6	15,7	20,1	16,1	23,4	18,5	13,1	9,7	2,7
Keskiarvo			10,8	9,6	10,0	8,9	4,0	3,6	14,9	13,2	6,0	6,2	3,2
Mediaani			11,0	9,8	10,6	9,3	4,3	3,8	15,5	13,7	6,2	6,0	3,9
Erotus-% vrt. mediaani			79 %	61 %	85 %	69 %	366 %	329 %	51 %	35 %	112 %	62 %	-31 %

Lähde: Refinitiv / Inderes

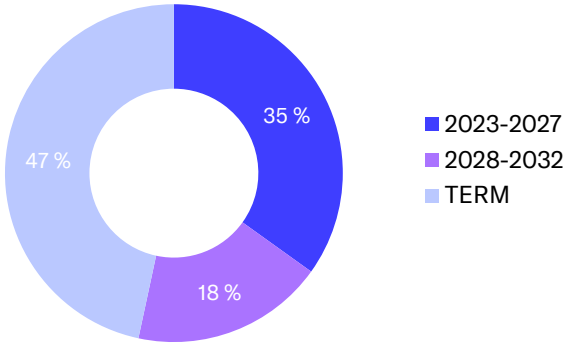
Osinkomalli (DDM)

DDM-arvonmääritys (MEUR)	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	2034e	TERM
Mandatumin nettotulos	132	167	167	170	177	183	193	204	214	
Mandatumin jakama osinko	405	301	277	241	229	219	158	162	166	2837
Osingonjako-%	307 %	181 %	166 %	142 %	129 %	119 %	82 %	79 %	77 %	
Osingon kasvu-%	-5,2 %	-25,6 %	-8,1 %	-12,8 %	-5,1 %	-4,4 %	-27,9 %	2,8 %	2,1 %	2,5 %
Disk. osinko	381	261	221	178	156	137	91	86	81	1392
Disk. Kum osinko	2984	2603	2342	2121	1943	1787	1650	1559	1473	1392
Ylimääräinen pääoma terminaaliyksöllä	150									
Oman pääoman arvo, DDM	3134									
Per osake EUR	6,2									

Pääoman kustannus

Riskiton korko	2,5%
Markkinoiden riskipreemio	4,8%
Yrityksen Beta	1,3
Likviditeettipreemio	0,0%
Oman pääoman kustannus	8,5%

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 tulevista. 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 sijoituspäätöksensä tekemisestä ja niiden taloudellisesta tuloksesta.

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

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen 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 arvonmäärittämenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmäärittämenetelmät 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 laatineilla analyytikoilla 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 laatiineen analyytikon 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/>

Inderes on tehnyt tässä raportissa suosituksen kohteena olevan liikkeeseen laskijan kanssa sopimuksen, jonka osana on tutkimusraporttien laatiminen.

Suositus historia (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
12/10/2023	Osta	4,20 €	3,70 €
08/11/2023	Osta	4,20 €	3,62 €
14/02/2024	Osta	4,40 €	3,84 €
10/05/2024	Lisää	4,50 €	4,36 €
14/08/2024	Vähennä	4,50 €	4,38 €
13/11/2024	Lisää	4,50 €	4,16 €
14/02/2025	Vähennä	4,80 €	5,28 €
11/04/2025	Vähennä	5,40 €	5,61 €
09/05/2025	Vähennä	5,60 €	6,09 €
19/05/2025	Vähennä	4,90 €	5,28 €
10/06/2025	Vähennä	5,30 €	5,51 €
15/08/2025	Vähennä	5,60 €	5,88 €
12/11/2025	Vähennä	6,00 €	6,41 €
13/02/2026	Vähennä	6,30 €	6,82 €
11/05/2026	Vähennä	6,40 €	6,53 €
15/05/2026	Vähennä	5,50 €	5,69 €
14/08/2026	Vähennä	6,20 €	6,40 €
20/08/2026	Vähennä	6,20 €	6,13 €



TIETO ON SJOITTAJAN PERUSOIKEUS

Inderesin yhdistää sijoittajat ja pörssiyhtiöt. Asiakkainamme on yli 400 pörssiyhtiötä, jotka haluavat palvella omistajiaan ja sijoittajayhteisöä tarjoamalla parempaa sijoittajaviestintää. Sijoittajayhteisöömme kuuluu yli 70 000 aktiivista osakesijoittamisesta kiinnostunutta jäsentä.

Inderesin yhteiskunnallisena tavoitteena on demokratisoida sijoittajatieta. Uskomme sijoittajien yhtäläisiin mahdollisuuksiin saada tietoa, jonka avulla säästää ja sijoittaa tulevaisuuteensa.

Pörssiyhtiöille tuotamme ratkaisuja, joiden avulla toteuttaa tehokasta ja avointa sijoittajaviestintää. Inderesin tuotetarjooma kattaa kaikki keskeiset pörssiyhtiön sijoittajaviestinnän tarvitsemat ratkaisut. Päätuotteitamme ovat osakeanalyysi, IR-tapahtumat, IR-ohjelmistot ja yhtiökokoukset.

Sijoittajayhteisölle tarjoamme palveluita, joiden avulla yhteisön jäsenet voivat kehittyä paremmiksi sijoittajiksi, verkostoitua muiden sijoittajien kanssa sekä saada ajantasaista tietoa sijoituspäätösten tueksi.

Inderes on listattu Nasdaq First North -markkinapaikalle ja se toimii Suomessa, Ruotsissa, Tanskassa ja Norjassa.

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.**