

MANDATUM

11.4.2025 8.40 EET



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



Sauli Vilén
358440258908
sauli.vilen@inderes.fi

INDERESIN YHTIÖASIAKAS
LAAJA RAPORTTI



Osinkolinko laulaa vielä pitkään

Mandatumin sijoittajatarina nojaa kahteen kulmakiveen: kasvuun pääomakevyessä varainhoidossa sekä taseen pääomien vapauttamiseen laskuperustekorkoisesta vakuutuskannasta. Näiden ansiosta Mandatumin voitonjako tulee olemaan vuolasta myös jatkossa, ja osakkeen tuotto-odotus on vahvasti painottunut osinkotuottoon. Osake on kuitenkin nykytasollaan varsin kireästi hinnoiteltu, joten toistamme vähennä-suosituksemme. Tavoitehintamme tarkistamme 5,4 euroon osakkeelta (aik. 4,8 €) nousseiden voitonjakoennusteidemme mukana.

Konsernin kasvustrategia nojaa varainhoitoon

Mandatumin operatiivinen liiketoiminta koostuu pääosin pääomakevyistä liiketoiminnoista (varainhoito ja henkivakuuttaminen) sekä oman taseen sijoitustoiminnasta (laskuperustekorkoinen liiketoiminta). Henkivakuutuksessa Mandatum tarjoaa yksityis- ja yritysasiakkailleen sijoittamisen, palkitsemisen, eläkevarautumisen ja henkilövakuuttamisen palveluita. Varainhoito puolestaan yhdistää rahastoliiketoiminnan sekä omaisuudenhoidon palvelut instituutioasiakkaille ja varakkaille yksityishenkilöille.

Yhtiön strategian kulmakivet nojaavat voimakkaaseen kasvuun vahvasti varainhoitoratkaisuihin painottuvissa pääomakevyissä liiketoiminnoissa sekä merkittävään pääomien vapauttamiseen laskuperustekorkoisesta liiketoiminnasta. Omasta taseesta tehtävän sijoitustoiminnan merkitys laskeekin vuosi vuodelta, kun laskuperustekorkoista liiketoimintaa ajetaan asteittain alas ja lopuista tasesijoituksista irtaudutaan lähivuosina. Toistaiseksi suurin osa konsernin tuloksesta tulee kuitenkin laskuperustekorkoisen sijoitustoiminnan tuotoista, joista yhtiö kantaa sijoitusriskin. Varainhoidossa Mandatum on profiloitunut korkean lisäarvon tuotetalona ja sen ydinosaamista ovat vaihtoehtoiset sijoitukset sekä korkotuotteet.

Konsernin tulos on laskusuunnassa vielä vuosia

Odotamme Mandatumin tuloksen ennen veroja saavuttaneen toistaiseksi huippunsa ja laskevan lähivuosina maltillisesti. Ennusteissamme varainhoidon tulos jatkaa selvässä kasvussa, mutta laskuperusteisen korkokannan supistuminen laskee asteittain nettorahoitustulosta. Ennusteillamme varainhoidon kasvu kompensoi laskuperustekorkoisen kannan supistumisen tulosvaikutuksen vasta vuosikymmenen vaihteessa.

Voitonjako jatkuu vuolaana, joskin selvästi päättyneen tilikauden tasoa maltillisempiana. Arvioimme yhtiön jakavan ulos koko kertyvän orgaanisen pääoman, joka muodostuu tuloksen ohella laskuperustekannan vapauttamista pääomista. Emme ole toistaiseksi sisällyttäneet PE-sijoituksista irtaantumisen luomaa ylimääräistä pääomaa voitonjakoennusteisiimme, sillä näistä saatavien pääomien käyttökohteisiin liittyy epävarmuutta. Nämä jaetaan lopulta joko lisäosinkoina tai käytetään yritysostoihin osana kotimaisen varainhoitokentän konsolidaatiota.

Arvostus on kireä

Olemme haarukoineet Mandatumin arvoa ennen kaikkea osinkomallin kautta, sillä se huomioi parhaiten yhtiön korkean voitonjakosuhteen sekä ylipääomitetun taseen purkamisen. Mandatumin tuotto-odotus nojaa hieman poikkeuksellisesti huomattavilta osin korkeaan osinkotuottoon (lähivuosina 7–8 %), sillä tulos on rakenteellisesti laskussa vielä useita vuosia. Liiketoiminnan kerryttämän tuloksen sekä taseen ylimääräisen pääoman huomioivan osinkomallimme mukainen arvo Mandatumin osakkeelle on noin 5,4 euroa (aik. 4,8 €). Nousu edellisestä päivityksestämme selittyy ensisijaisesti voitonjakoennusteidemme muutoksilla. Osinkomallimme indikoi osakkeen olevan jo täyteen hinnoiteltu, joten nykyisellä kurssitasolla tuotto-odotus jää riittämättömäksi. Myös osien summa -laskelma tukee näkemystämme.

Suositus

Vähennä

(aik. Vähennä)

Tavoitehinta:

5,40 EUR

(aik. 4,80 EUR)

Osakekurssi:

5,61 EUR

Liiketoimintariski



Arvostusriski



Avaintietotaulukko

	2024	2025e	2026e	2027e
Tulos ennen veroja	202,9	182,4	178,5	171,1
Nettotulos	146,0	142,8	136,8	136,8
EPS (oik.)	0,33	0,29	0,28	0,27
Osinko / osake	0,66	0,46	0,43	0,40
Osingonjakosuhde	201 %	158 %	151 %	147 %
ROE-%	10,3%	9,7%	10,4%	10,6%

P/E (oik.)	16,5	19,3	19,8	20,6
P/B	1,7	2,0	2,1	2,3
Osinkotuotto-%	12,2 %	8,2 %	7,7 %	7,1 %

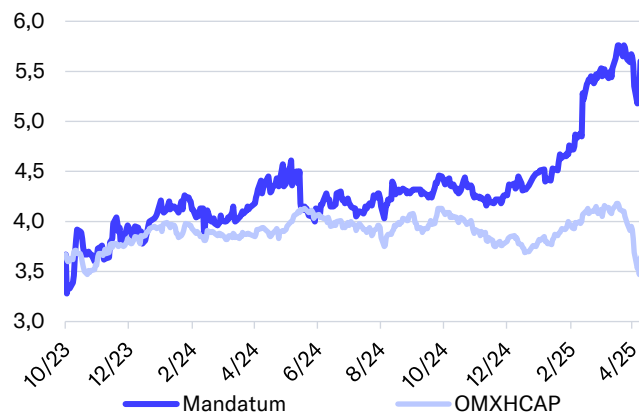
Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

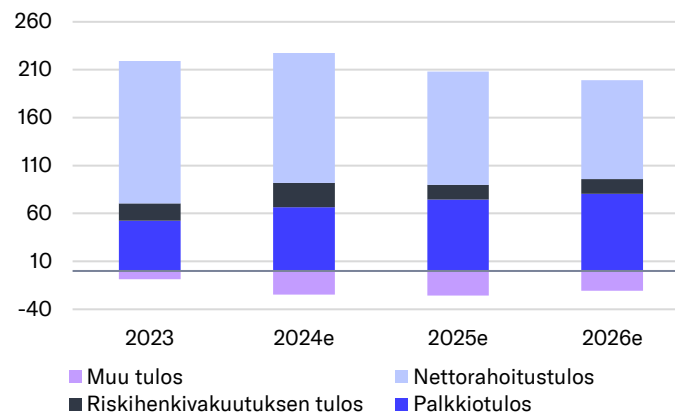
Palkkiotuloksen odotetaan kasvavan vuodesta 2024 olettaen, että markkinaolosuhteet pysyvät vakaina. Laskuperustekorkoisen kannan odotetaan supistuvan edelleen.

Osakekurssi



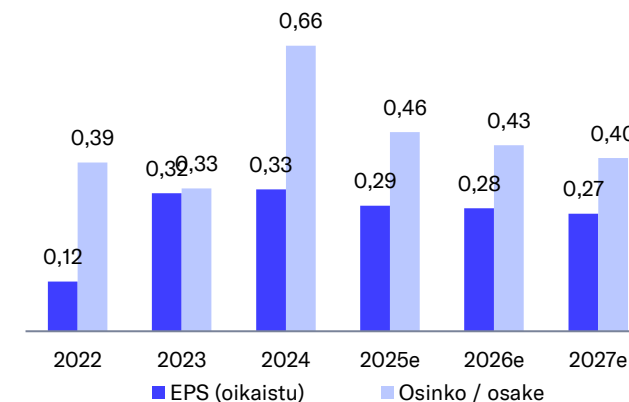
Lähde: Millistream Market Data AB

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 parannuspotentiaalia liikevaihdon kasvun myötä
- Korkojen nousun myötä laskuperustekorkoinen liiketoiminta on muuttunut selvästi aiempaa houkuttelevammaksi
- Pääoman vapautuminen laskuperustekorkokannasta sekä PE-sijoituksista
- Arvoa luovat yrityskaupat kotimaisella varainhoitosektorilla

Riskitekijät

- Yhtiön tulos edelleen hyvin riippuvainen sijoitustuotoista
- Henkivakuutustoiminnan riskit (etenkin biometriset riskit)
- Rahastojen hyvien tuottotasojen ylläpitäminen
- Haitalliset muutokset sijoitusvakuutusten verolainsäädännössä

Arvostustaso	2025e	2026e	2027e
Osakekurssi	5,61	5,61	5,61
Osakemäärä, milj. kpl	502,7	503,2	503,7
Markkina-arvo	2820	2820	2820
P/E (oik.)	19,3	19,8	20,6
P/E	19,3	19,8	20,6
P/B	2,0	2,1	2,3
Osinko/tulos (%)	158,4 %	151,5 %	147,2 %
Osinkotuotto-%	8,2 %	7,7 %	7,1 %

Lähde: Inderes

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	6–9
Pääomakevyet liiketoiminnot	10–18
Laskuperustekorkoinen liiketoiminta	19–21
Toimiala ja kilpailukenttä	22–28
Strategia ja taloudelliset tavoitteet	29–32
Sijoitus- ja riskiprofiili	33–34
Taloudellinen tilanne	35–36
Ennusteet	37–43
Arvonmääritys	44–46
Liitteet	47–50
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	51

Mandatum lyhyesti

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

14,0 mrd. euroa

Hallinnoitava asiakasvarallisuus 2024 lopussa

679

Henkilöstömäärä 2024 lopussa

202,9 MEUR

Tulos ennen veroja vuonna 2024

11,0 %

Hallinnoitavan varallisuuden kasvu 2020–2024 p.a.

FOKUS VAKUUTUSTUOTTEISSA (1998–2007)

Mandatum Pankki liitetään osaksi Sampo-Leoniaa.

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 henkilöstörahasto-toiminnot Silta Oy:ltä ja Keskinäisen Henkivakuutusyhtiö Suomen ryhmäeläke-vakuutuskanta siirretään Mandatumille.

Ostetaan Nordhavenin osakekannustinjärjestelmiin keskittyvä liiketoiminta ja kiinteistörahastoja hallinnoiva Trevian Rahastot AIFM Oy.

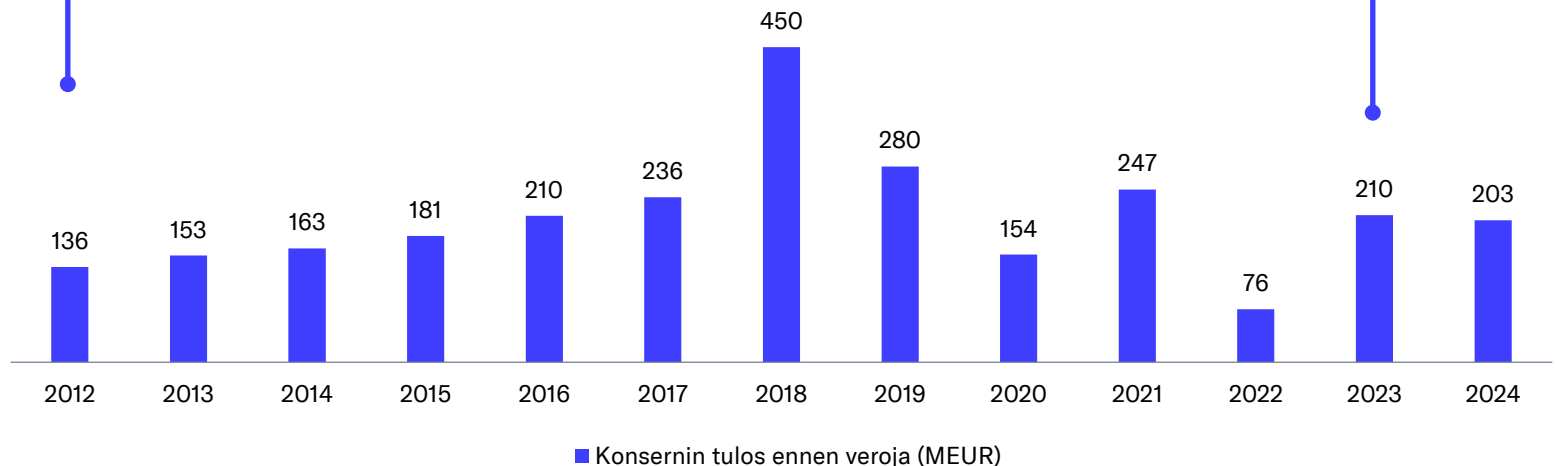
KASVUA ERITYISESTI VARAINHOIDOSTA (2023–)

Mandatum listataan pörssiin osittais-jakautumisella.

Rakennemuutosta jatketaan laskuperustekorkokannan asteittaisella alasajolla.

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

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 jonka merkitys tulokselle on kuitenkin pieni.

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 lopuista tasesijoituksista irtaudutaan lähivuosina.



Pääomakevyet liiketoiminnot ja erityisesti varainhoito ovat konsernin kasvumoottori. Konsernin hallinnoimat asiakasvarat ovatkin kasvaneet viime vuosina voimakkaasti, ja pääosin jatkuvalaskutteiset palkkiotuotot olivat vuonna 2024 jo noin 153 MEUR.



Konsernin tuloksen pääpaino on edelleen laskuperustekorkoisessa liiketoiminnassa, jossa Mandatum kantaa sijoitusriskin. Kanta on kuitenkin alasajovaiheessa, minkä seurauksena konsernin tulos on rakenteellisesti laskussa vielä useita vuosia ilman rakennejärjestelyjä.



Vuonna 2024 yhtiön palveluksessa oli keskimäärin 666 henkilöä.



Mandatumin hoidossa olevat asiakasvarat olivat 2024 lopussa 14,0 miljardia euroa. Näiden hoidosta saadut palkkiotuotot olivat 153 MEUR*.



Konsernilla on noin 250 000 henkilöasiakasta ja 20 000 yritysasiakasta.

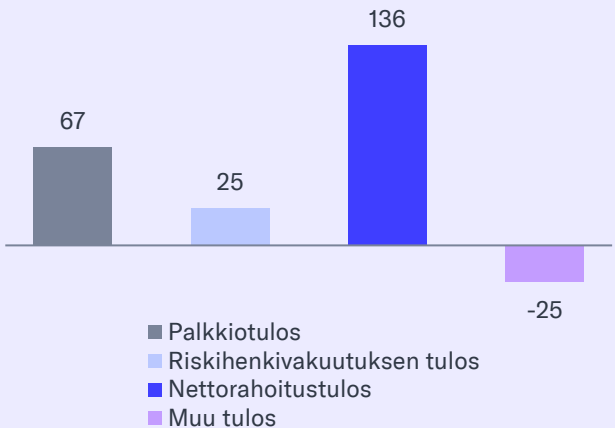


Kasvua haetaan varainhoidossa, jonka merkittävin tuotealue on korkorahastot.



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

Tulos ennen veroja (2024)



*FAS-kirjanpidon erä, ei mukana IFRS-luvuissa

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/2

Omistuspohja on laaja

Jakautumisen yhteydessä Sammon osakkeenomistajat saivat jakautumisvastikkeena yhden uuden Mandatumin osakkeen jokaista omistamaansa Sammon osaketta kohti, minkä myötä Sammon omistajista tuli Mandatumin omistajia. Tästä syystä Mandatumin omistusrakenne on Sammon tapaan hyvin hajanainen. 10 suurinta Suomeen rekisteröitynyttä omistajaa omistaa osakkeista noin 13 %. Hallintarekisteröidyt sijoittajat omistavat Mandatumista noin 45 %. Näistä suurin on pääomasijoittaja Altorin hallinnoima rahasto, joka omistaa Mandatumin osakkeista 16,6 %. Näin ollen Altor kantaa yhtiössä selkeää pääomistajan viittaa. Suurin osa omistuksesta on kuitenkin hyvin hajautunutta, mikä korostaa johtoryhmän ja hallituksen merkitystä toiminnan ohjaamisesta. Toki Altorilla on omistusosuutensa myötä jo huomattavaa vaikutusvaltaa yhtiön päätöksentekoon jo hallituspaikkansa kautta.

Johtoryhmässä on vahvaa taustaa yhtiöstä

Mandatumin johtoryhmään kuuluu seitsemän 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. Mandatumin edellinen talousjohtaja Jukka Kurki taas toimii henkivakuutusyhtiö Mandatum Lifen toimitusjohtajana.

Mandatumin sijoitusjohtajana toimii Juhani Lehtonen, jolla on yli 15 vuoden tausta yhtiöstä. Lehtonen toimii myös varainhoidon väliaikaisena vetäjä, kun aiemmin tehtävää

hoitanut Lauri Vaittinen siirtyi viime vuoden lokakuussa pois yhtiön palveluksesta. Kokonaisuudessaan johdolla on vahva Mandatum-tausta (johtoryhmän jäsenet ovat olleet yhtiön tai sen edeltäjien palveluksessa laskelmiemme mukaan pääosin yli 20 vuotta) sekä toimialaosaaminen ja arvioimmekin, että johdolla on hyvät edellytykset johtaa Mandatumia nykyisen strategian mukaiseen suuntaan.

Oikeassa sivupalkissa olemme listanneet nykyisen johtoryhmän sekä hallituksen puheenjohtajan osakeomistukset Mandatumissa. Nykyiset omistukset ovat jo määrittäneen huomattavia, mitä pidämme luonnollisesti positiivisena, sillä tämä yhdenmukaistaa johdon ja osakkeenomistajien intressejä. Johto on lisäksi lisännyt omistuksiaan listautumisen jälkeen (toki nykyistä matalammilta kurssitasoilta), mikä on niin ikään positiivinen signaali sitoutumisesta liiketoiminnan kehitykseen ja uskosta yhtiön tulevaisuuteen.

Myös hallituksesta löytyy kokemusta

Mandatumin hallitus muodostuu kuudesta 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. Hallituksen jäsenillä on kaiken kaikkiaan monipuolinen osaaminen eri varainhoito- ja vakuutusalan johtotehtävistä, ja hallitus onkin arvioimme mukaan varsin pätevä tekemään strategisia päätöksiä osakkeenomistajien edun mukaisesti.

Suurimmat Suomeen rekisteröityneet osakkeenomistajat (tilanne 3/2025)	Osuus osakkeista
Varma	4,43 %
Ilmarinen	3,03 %
Elo	1,53 %
OP-Henkivakuutus Oy	0,84 %
Oy Lival Ab	0,80 %
Valtion Eläkerahasto	0,80 %
Svenska Litteratursällskapet i Finland	0,72 %
Sijoitusrahasto Aktia Capital	0,37 %
Sijoitusrahasto Nordea Pro Suomi	0,30 %
Nordea Henkivakuutus Suomi Oy	0,30 %
10 suurinta yhteensä	13,12 %

Johdon osakeomistukset (tilanne 3/2025)	Osakkeiden kappalemäärä
Patrick Lapveteläinen (hpij)	586 369
Petri Niemisvirta (tj)	189 600
Jukka Kurki	40 805
Juhani Lehtonen	18 414
Matti Ahokas	19 213
Tarja Tyni	85 482
Petri Vieraankivi	23 639
Sanna Rajaniemi	31 510
Yhteensä	995 032

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, oli yhtiön 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. Vuonna 2021 Mandatum toteutti konsernin sisäisen rakenneuudistuksen, jolla haettiin kasvua ja operatiivisia synergioita. Uudistuksen myötä perustettiin Mandatum Holding, jonka alle siirrettiin Sammon omistuksesta Mandatum Life sekä kokonaan uusi omaisuushoito-yhtiö Mandatum Asset Management, joka muodostettiin yhdistämällä Sammon ja Mandatum Lifen

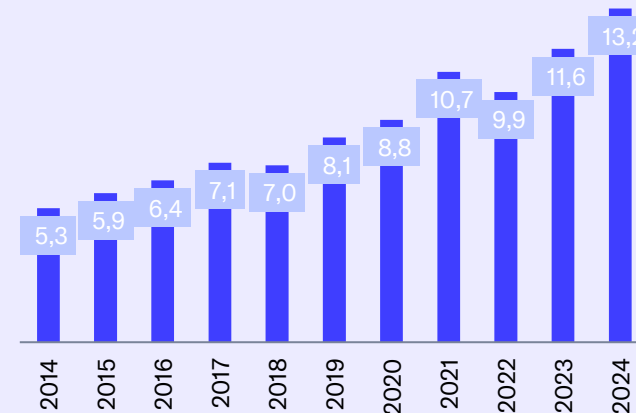
sijoitustoiminnot.

Mandatum on vuoden 2008 strategiauudistuksesta lähtien 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.

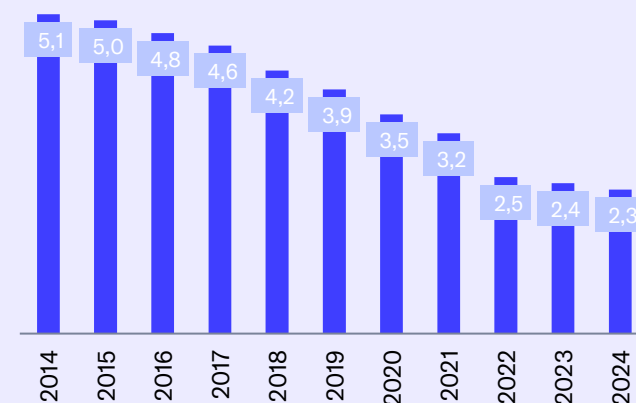
Osittaisjakautuminen

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.

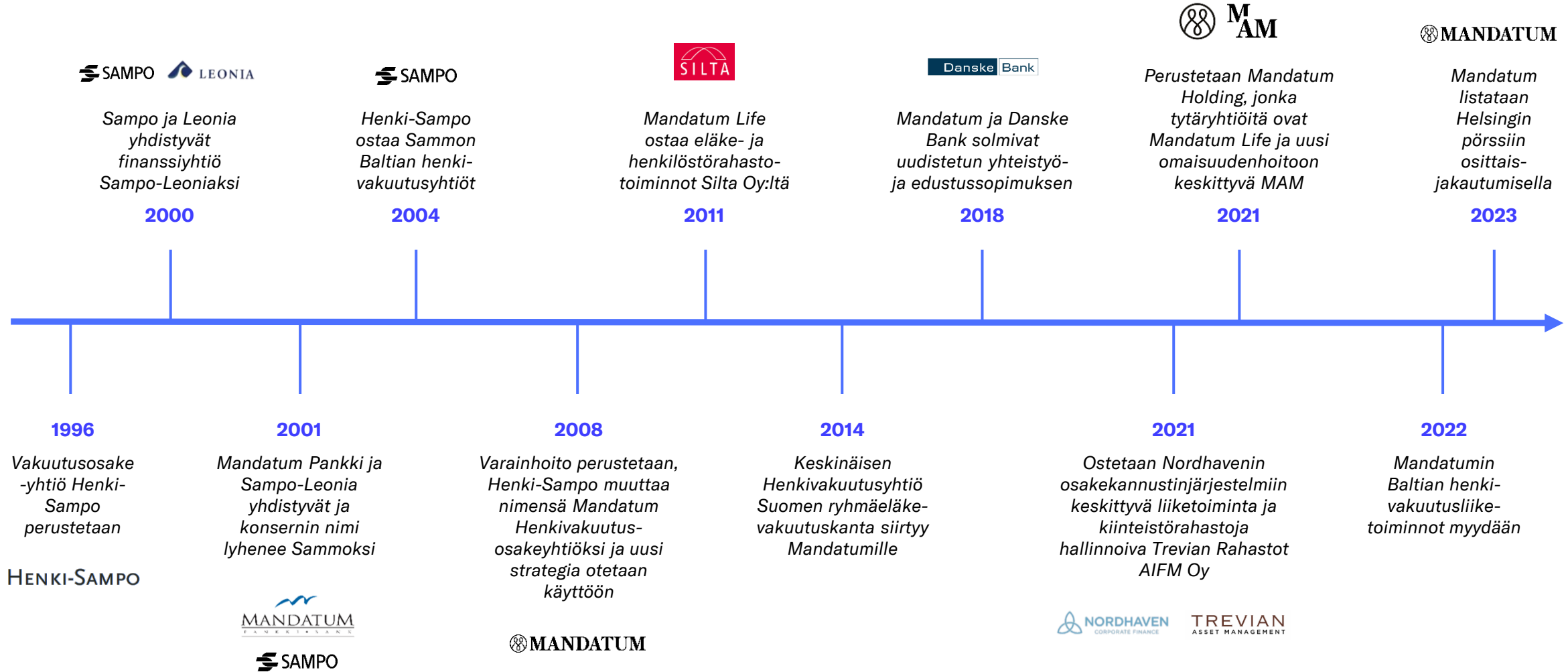
Sijoitussidonnaisen vastuuvelan kehitys (mrd. euroa)



Laskuperustekorollisen vastuuvelan kehitys (mrd. euroa)



Mandatumin historia 2/2



Pääomakevyet liiketoiminnot 1/5

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 varainhoidon tuottosidonnaisten palkkioiden rooli on hyvin maltillinen, mikä nostaa liiketoiminnan ennustettavuutta.

Mandatum oli vuonna 2023 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 Ruotsiin ja Tanskaan.

Juridisesti pääomakevyet liiketoiminnot muodostuvat kahdesta erillisestä yhtiöstä – varainhoitoyhtiö Mandatum Asset Management Oy:stä sekä henkivakuutusyhtiö Mandatum Life Oy:stä. Liiketoimintojen välillä on kuitenkin voimakasta ristiinmyyntiä sekä yhteisiä toimintoja, joten konsernin operatiivista liiketoimintaa on järkevämpää tarkastella tuotteittain ja asiakassegmenteittäin.

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

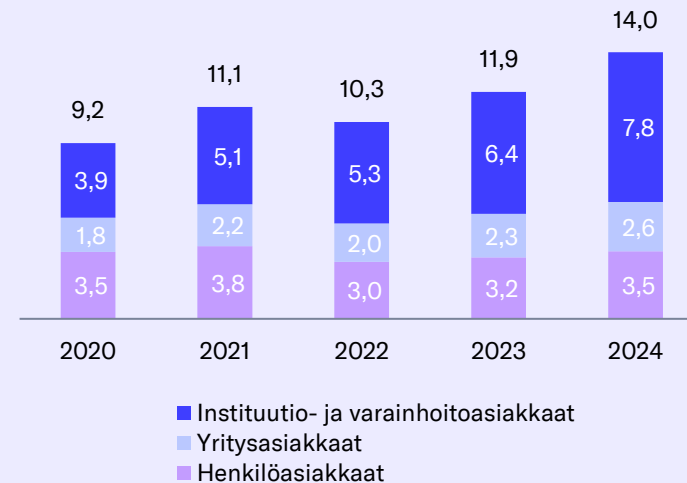
Aiemmin Mandatum tarjosi myös laskuperustekorkoisia

vakuutuksia, mutta näiden myynti lopetettiin jo reilu 15 vuotta sitten. Mandatum onkin käynyt läpi merkittävän muutoksen, sillä laskuperustekorkoisen vastuuvelan määrä on laskenut vuoden 2017 noin 4,6 miljardista eurosta nykyiseen noin 2,3 miljardiin euroon. Nämä muodostavat kuitenkin yhä merkittävän osan Mandatumin tuloksesta sijoitustuottojen kautta. Samalla Mandatumin hallinnoitavien asiakasvarojen (AUM) määrä on kasvanut voimakkaasti. Parhaan kuvan liiketoiminnan kokoluokasta saakin nykyisestä noin 14,0 mrd. euron hallinnoitavasta varallisuudesta, joka asettaa yhtiön Evlin ja eQ:n välimaastoon. Hallinnoitavista varoista valtaosa on jonkun vakuutustuotteen sisällä, vaikka varainhoitoasiakkaiden AUM onkin raportoinnissa eriytetty muista pääomista.

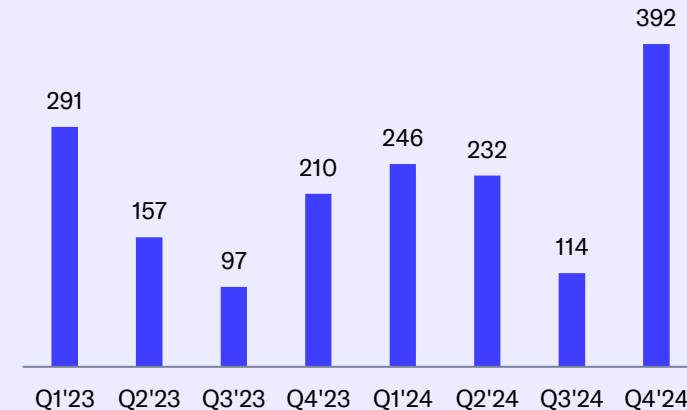
Vakuutusten puolella yritysasiakkaat ovat Mandatumin kasvustrategian keskiössä, ja vahva nykyinen asiakaskanta (noin 20 000 yritystä) tarjoaa ristinmyyntipotentiaalia erityisesti varainhoidon suuntaan. Tyypillisesti Mandatum tarjoaa ensin asiakasyrityksilleen eläkevarautumisen sekä palkitsemisen palveluita, ja yhtiön avainhenkilöiden vaurauden kasvaessa tuotetarjoomaa pyritään laajentamaan myös muihin varainhoidon ja säästämisen ratkaisuihin. Tämän onnistumisesta kertoo se, että valtaosalla (~70 %) konsernin varallisuudenhoitopalveluiden nykyisistä asiakkaista on jokin yritysytöks.

Yksityispuolella (asiakkaita arviolta yli 250 000) laajentuminen taas on selvästi haastavampaa, kun pankkien jakeluvoima segmenttiin on selvästi vahvempaa eikä markkina ole olennaisesti kasvanut. Jakelu henkilöasiakkaille hoidetaan pääosin kumppanin (Danske Bank) kautta. Yhtiön varsinaisessa kasvumoottorissa eli varainhoidossa fokus on vahvasti instituutioasiakkaissa sekä varakkaissa yksityishenkilöissä.

Mandatumin hallinnoitavan varallisuuden kehitys (MEUR)



Nettomerkinnät sijoitussidonnaisiin tuotteisiin (MEUR)



Pääomakevyet liiketoiminnot 2/5

Mandatumin raportointitavasta johtuen suosittelemme sijoittajia keskittymään pääomakevyiden liiketoimintojen osalta erityisesti palkkiotuloksen sekä riskihenrivakuutuksen tuloksen kehitykseen. Käsitlemme kuitenkin raportilla myös Mandatumin pääomakevyiden liiketoimintojen asiakassegmenttejä (yritysasiakkaat, henkilöasiakkaat sekä instituutio- ja varainhoitoasiakkaat), sillä sijoittajan on tärkeä ymmärtää konsernitason lukujen taustalla olevat ajurit. Yhtiön oman raportoinnin perusteella pääomakevyiden liiketoimintojen viime tilikauden tuloksesta noin 35 % tuli yritysasiakkailta, 34 % henkilöasiakkailta ja loput 30 % instituutio- ja varainhoitoasiakkailta. Täsmällinen jako ei ole, sillä, sillä kulujen allokointi näiden välillä on osin keinotekoisia (taustalla samoja toimintoja). Raportoidusta jakaumasta saa kuitenkin arviomme mukaan kohtalaisen hyvän kuvan eri asiakassegmenttien nykyisestä merkityksestä.

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 tuotetarjonta kattaa kaikki keskeiset omaisuusluokat, mutta yhtiön ydinosasta ovat erityisesti korkotuotteet. Näiden osalta valikoima kattaa perinteisten korkorahastojen ohella listaamattomiin velkakirjoihin sijoittavat rahastot (private debt). Kokonaisuudessaan yhtiön tuotetarjonta on kuitenkin suhteellisen fokusoitunut, ja näemmekin yhtiön enemmän tuotetalona kuin generalistivarainhoitajana. Tämä samalla tarkoittaa, että

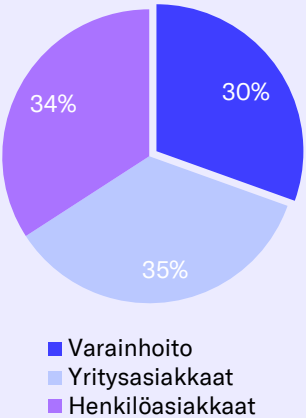
rahastojen tuotot ovat yhtiön keskeinen menestystekijä, jonka kehitystä sijoittajan tulee aktiivisesti seurata.

Varainhoidon asiakasvaroista noin 33 % oli vuoden 2024 lopussa sijoitettuna korkotuotteisiin, 4 % osaketuotteisiin, 19 % vaihtoehtoihin tuotteisiin, 19 % allokatiotuotteisiin (kuten korkoja ja osakkeita sisältävät yhdistelmärahastot) ja loput 25 % ulkopuolisten kumppaneiden tuotteisiin. Erityisesti osaketuotteiden pieni painoarvo erottaa Mandatumin useasta muusta varainhoitajasta.

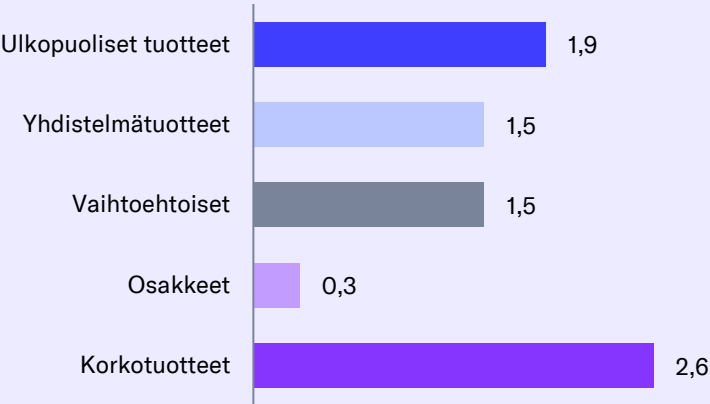
Rahastotuotteiden tärkeimmät asiakasryhmät ovat kotimaiset instituutiot sekä kotimaiset varakkaat yksityishenkilöt. Myös kansainvälisiä asiakkaita löytyy, sillä Mandatumin varainhoidon hallinnoitavista varoista reilu viidennes tulee kansainvälisiltä instituutiosijoittajilta pääosin Ruotsista ja Tanskasta. Ulkomailla myydään pelkästään yhtiön rahastotuotteita, kun taas Suomessa tarjotaan asiakkaille myös erilaisia allokatiomandatteja. Nämä ovat käytännössä varainhoitosopimuksia, joissa hajautus eri omaisuusluokkiin hoidetaan varainhoitajan toimesta asiakkaan tavoitteiden pohjalta.

Rahastoissa ja omaisuudenhoidossa Mandatumin ansainta perustuu pitkälti jatkuviin hallinnointipalkkioihin, ja kertaluonteisten tuottojen osuus on maltillinen. Yhtiöllä on joissain tuotteissaan tuottosidonnaisia komponentteja, mutta näiden merkitys on kuitenkin kohtuullisen pieni – 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.

Pääomakevyiden liiketoimintojen tuloksen jakauma (2024)



Varainhoitoasiakkaiden AUM tuotteittain 2024 (mrd. euroa)



Pääomakevyet liiketoiminnot 3/5

Sijoitussidonnaiset vakuutukset

Mandatumin sijoitussidonnaiset tuotteet sisältävät muun muassa vapaaehtoiset eläkevakuutukset, kapitalisaatiosopimukset sekä säästöhenkivakuutukset. Vakuutusasiakkaita ovat sekä yrittäjät että yksityishenkilöt. Myös instituutioasiakkaiden sijoitukset voivat olla vakuutuskuoren sisällä, mutta käsittelemme nämä kokonaisuudessaan osana varainhoitopalveluita.

Mandatumin tarjoamat **eläkevakuutukset** ovat vapaaehtoisia vakuutuksia, jolla 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. Näiden 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

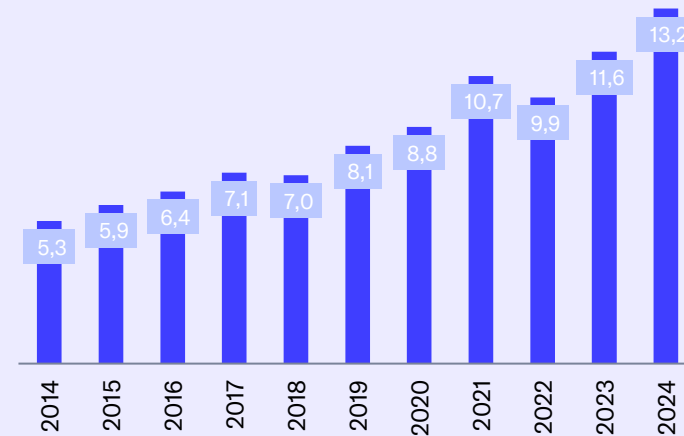
nostoon. Säästöhenkivakuutukseen verrattuna kapitalisaatiosopimuksen etuna voidaan kuitenkin nähdä vakuutuksen sisälle kelpuutettavien sijoitusinstrumenttien laajempi valikoima. Eläkevakuutuksissa yritys voi vähentää tiettyyn summaan asti eläkevakuutuksen maksut verotuksessa kokonaan, eikä näitä maksuja 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 seikkoihin.

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

Riskihenkivakuutukset

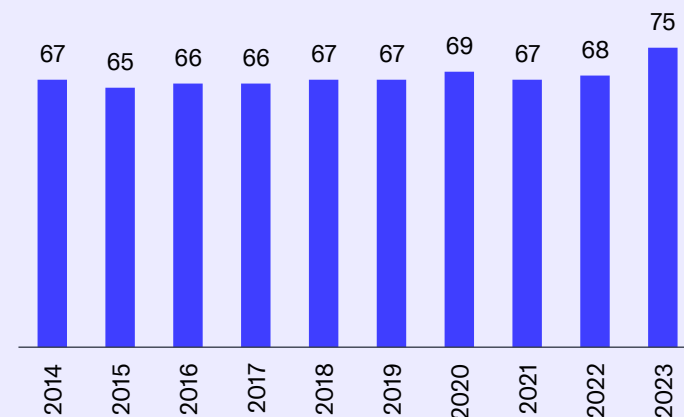
Riskihenkivakuutusten avulla asiakas ja tämän läheiset saavat taloudellista turvaa ja liikkumavaraa vakavan sairauden, tapaturman, työkyvyttömyyden tai kuolemantapauksen varalta. Riskivakuutuksissa Mandatum kerää asiakkailtaan vuosittain vakuutusmaksuja, joilla se kattaa tulevaisuuteen kohdistuvia korvauksia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

Sijoitussidonnaisen vastuuvelan kehitys (mrd. euroa)



Lähde: Mandatum

Mandatumin riskihenkivakuutuksen maksutulo (MEUR)



Lähde: Finanssiala ry

Pääomakevyet liiketoiminnot 4/5

Kuolemantapausturvassa maksetaan kuoleman sattuessa kertakorvaus vakuutuksen edunsaajalle, ja ellei sitä ole määritetty, kuolinpesälle. 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 lakisääteisiä henkivakuutuksia, jotka perustuivat valtakunnallisten työmarkkinajärjestöjen solmimiin sopimuksiin. Näiden työntekijöille otettavien ryhmähenkivakuutusten kanta kuitenkin siirrettiin Ifille, joten kyseisiä tuotteita Mandatum ei enää tarjoa.

Asiakkaan näkökulmasta keskeinen ero säästöhenkivakuutukseen on se, ettei riskihenkivakuutukseen sijoiteta varoja, vaan asiakkaan maksamat maksut koostuvat puhtaasti vakuutusmaksuista. Samalla asiakkaan saama korvaus vakuutustapauksessa on pääosin kiinteä eikä ole riippuvainen esimerkiksi pääomamarkkinoiden arvonkehityksestä.

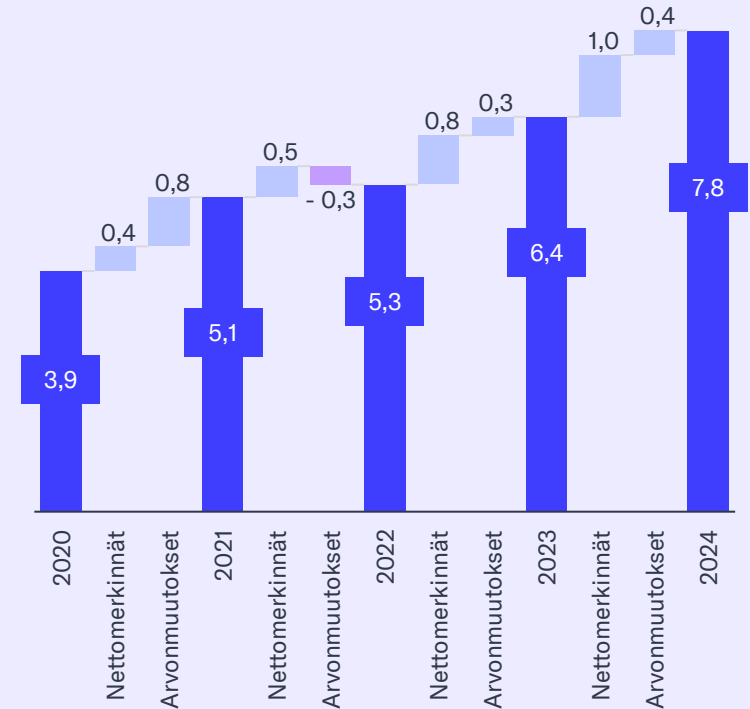
Mandatum kantaakin näiden osalta sijoitustoimintaan liittyvän riskin (Mandatum sijoittaa keräämänsä vakuutusmaksut) sekä vakuutusriskin (eli riskin siitä että vakuutusmaksut eivät riitä kattamaan tulevia korvauksia). Tämä vaatii osaamista vakuutusriskien mallintamisessa. Nämä tuotteet eivät myöskään näy Mandatumin hallinnoitavassa varallisuudessa.

Kirjanpitostandardit vaikeuttavat vertailua

Mandatumin lukuja analysoitaessa on huomioitava, että yhtiö noudattaa IFRS-standardien mukaista vakuutusyhtiön tuloslaskelmakaavaa. Tämä eroaa merkittävästi tavanomaisesta listayhtiöstä ja esimerkiksi muista varainhoitajista. Sovellettavat kirjanpitomenetelmät 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 eläkevakuutus sopimukset kirjataan IFRS 17 -standardin mukaisesti vakuutuspalvelutulokseen, kun taas tämän jälkeiset sopimukset kirjataan IFRS 9:n mukaisesti varainhoitopalveluiden palkkiotulokseen. Näin ollen vakuutuspalvelutuloksen rooli tulee jatkossa laskemaan. Näiden ohella Mandatum raportoi laskuperustekorkoisen kannan liiketoimintaa ja Muut-segmenttiä, joiden sisältöä on käsitelty tarkemmin raportin muissa osioissa.

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

Mandatumin varainhoidon hallinnoitavien asiakasvarojen kehitys 2020–2024 (mrd. euroa)



Pääomakevyet liiketoiminnot 5/5

Riskivakuutuksien osalta Mandatum raportoi vakuutuspalvelutulosta, joka huomioi saadut vakuutusmaksut, maksetut korvaukset sekä toteutuneet liikekulut. Tulos sisältää kuitenkin myös puhtaasti laskennallisia eriä, joita syntyy esimerkiksi vastuiden diskonttaamisessa käytetyn koron muutoksesta tai keskeisten vakuutustoimintaa koskevien oletusten muutoksesta. Tällaisia voivat olla esimerkiksi päivitys asiakaskunnan elinajanodotteessa. Lisäksi korvausmäärät heiluvat jonkin verran erityisesti lyhyellä aikavälillä. 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. Tätä tase-erää yhtiö purkaa vuosittain tulosvaikutteisesti. Jos kassavirta oletukset vastaavat toteumaa, on vakuutuspalvelutulos karkeasti yhtä suuri kuin tuloutettu vakuutuspalvelumarginaali. Vakuutuspalvelumarginaalin määrän kehityksen pitäisi siten tarjota kohtalaisen hyvä kuva liiketoiminnan lähivuosien näkymistä. Huomautamme, että taseen vakuutuspalvelumarginaali sisältää myös eriä IFRS 17:n mukaan kirjattavista eläkevakuutuksista, joten se ei kuvaa puhtaasti riskivakuutusten kehitystä.

Näistä tekijöistä johtuen suosittelemme sijoittajia keskittymään Mandatumin tuloseristä erityisesti

konsernitason tulokseen ennen veroja (PTP), joka on myös varsin vertailukelpoinen keskeisten verrokkien liikevoittoon.

Muu tulos sisältää pienempiä tuloseriä

Pääomakevyiden liiketoimintojen ”muu tulos”-rivillä raportoidaan muun muassa kaupankäyntialusta Mandatum Traderin sekä palkitsemisliiketoiminnan tulos, jotka ovat kokonaisuudessaan olleet viime vuodet tappiollisia. Näiden merkitys on kokonaisuuden kannalta kuitenkin varsin rajallinen.

Vakuutustoiminnan riskit

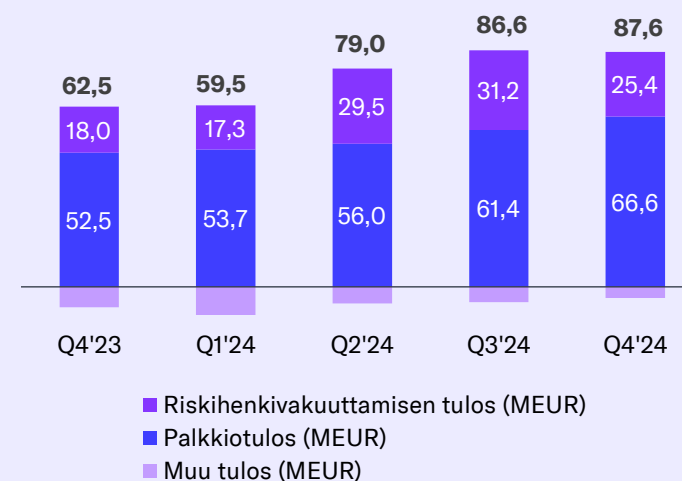
Mandatumin vakuutustoiminnan keskeiset riskit voidaan jakaa laskuperustekorkokannan riskeihin sekä riskivakuutusten riskeihin. Laskuperustekorkoisen vakuutuskannan riskit muodostuvat vakuutusten katteena olevan omaisuuden sijoitusriskeistä, joita olemme käsitelleet tarkemmin raportin sivulla [19](#).

Riskihenkivakuutukset sisältävät puolestaan reilusti erilaisia oletuksia, joiden paikkansapitävyyteen liittyy ennusteriskejä. Riskivakuutusten biometrinen riski syntyy siitä, että vakuutuksenottajille voi tulla korvattavaksi odotettua enemmän kuolemantapausta- tai sairaskorvauksia, mikä kasvattaisi korvauskulujen suhdetta vakuutusmaksuihin. Kustannusriski puolestaan realisoituu, mikäli vakuutusten hoitamisesta syntyvät liikekulut osoittautuvat odotettua korkeammiksi. Riskivakuutusten kannattavuus on kuitenkin ollut historiallukujen perusteella hyvää ja konsernin vakavaraisuus on nykyisellään vahvalla tasolla, joten kokonaisuutena pidämme Mandatumin taseriskejä hyvin maltillisina. Riskihenkivakuutusten korvauskulujen kehitys on käsityksemme mukaan myös varsin ennustettavaa, minkä lisäksi Mandatum on laskenut keskittymäriskejään katastrofijälleenvakuutuksella.

Mandatumin palkkiotuotot (MEUR)



Mandatumin pääomakevyiden liiketoimintojen tulos, rullaava 12kk



Yritys- ja henkilöasiakkaat 1/2

Yritys- ja henkilöasiakkaiden vakuutusratkaisujen osalta Mandatumin hyödyntämät jakelukanavat vaihtelevat tuotteittain ja asiakasryhmittäin. Riski- ja eläkevakuutuksissa tärkeimmän asiakassegmentin muodostavat yritysasiakkaat, kun taas suurempi osuus muiden sijoitussidonnaisten vakuutus tuotteiden hallinnoitavista varoista (pääosin kapitalisaatiosopimuksia) tulee yksityisasiakkailta. Vaikka kysyntäajurit sijoitussidonnaisille vakuutuksille ja riskivakuutuksille eroavatkin hieman toisistaan, sisältävät Mandatumin myymät ratkaisut monissa tapauksissa yhdistelmän kumpaakin tuotetta.

Yrityspuolen myynnistä vastaa pääosin Mandatumin oma myyntitiimi, kun taas yksityisasiakkaiden jakelu hoidetaan kumppanin (Danske Bank) kautta. Henkilöasiakkaiden osalta emme odota yhtiöltä panostuksia omaan myyntitiimiin, vaan näissä arvioimme jakelun tapahtuvan myös jatkossa pääosin kumppanuuksien kautta.

Henkivakuutustoiminnassa myynnin ja kasvun painopiste on vahvasti yrityspuolen sijoitussidonnaisissa tuotteissa, joiden markkina on kasvanut vahvasti viimeisen vuosikymmenen aikana. Näissä asiakaspito on myös korkeaa, sillä Suomessa vakuutusvaroja ei ole mahdollista siirtää toiseen yhtiöön ilman veroseuraamuksia (koskee sekä henkilöasiakkaita että yrityksiä). Vahva asiakaspito yhdistettynä hyvään palkkiotasoon sekä mataliin pääomatarpeisiin tekevät sijoitussidonnaisiin tuotteisiin panostamisesta houkuttelevaa siten myös omistaja-arvon luonnin näkökulmasta.

Yritysasiakkaat

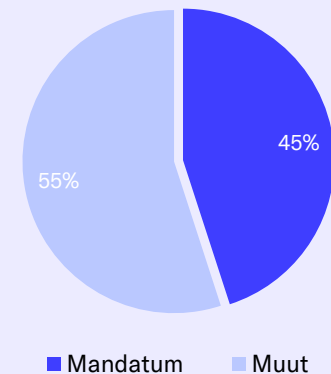
Mandatumin yritysasiakasliiketoiminta on keskittynyt erityisesti eläkevakuutuksiin. Yritysasiakkaat ovat tärkeä myyntikanava myös varainhoitopalveluille, sillä täällä syntyy

jatkuvasti uutta varallisuutta. Tästä osoituksena myös omaisuudenhoidon kehitys, sillä Mandatumin mukaan noin 70 % sen varainhoitoasiakkaiden mynnistä (varakkaat yksityishenkilöt) tulee olemassa olevan yritysasiakkuuden kautta. Varainhoidon kokonaismyynti on kuitenkin viime vuosina ollut vahvemmin instituutiovetoista, erityisesti kansainvälisille asiakkaille.

Lisäksi useassa tapauksessa yritysasiakkaat ostavat Mandatumilta eläkevakuutuksen ohella 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 2023 Mandatumin markkinaosuus yrityksille myytävistä sijoitussidonnaisista vakuutuksista oli 45 % (varainhoitoliitännäiset kapitalisaatiosopimukset mukaan lukien 53 %). Vastaava luku henkilöasiakkaiden osalta oli 17 %.

Mandatumin yritysasiakkaiden sijoitussidonnaisten vakuutusten pääpaino on arvioimme mukaan erilaisissa eläkeratkaisuissa, ja tuotteiden sekä palveluiden jakelu yritysasiakkaille hoidetaan pääosin yhtiön oman myyntitiimin toimesta. Vuoden 2024 lopussa yritysasiakkaiden sijoitussidonnaisissa tuotteissa oli hallinnoitavaa varallisuutta 2,6 mrd. euroa ja nettomerkinnot näihin ovat olleet viime vuodet varsin hyvällä tasolla noin 100 MEUR:ssa. Mandatumin yritysasiakkaiden sijoitussidonnaisten vakuutusten vakuutussäästöt (pl. kapitalisaatiosopimukset) ovat kasvaneet keskimäärin noin 10 % vuodessa viimeisen 10 vuoden aikana, mikä vastaa pitkälti yleistä markkinakasvua. Mandatumin korkean markkinaosuuden takia olennaisesti markkinaa nopeampi kasvu on haastavaa myös jatkossa.

Mandatumin markkinaosuus yritysasiakkaiden sijoitussidonnaisissa tuotteissa (2023)*



Lähde: Finanssiala ry

Mandatumin hallinnoitavan varallisuuden jakama 2024 (mrd. euroa)



*Ilman kapitalisaatiosopimuksia

Yritys- ja henkilöasiakkaat 2/2

Vakuutusten ohella Mandatum tarjoaa yritysasiakkailleen laajan valikoiman palkitsemisen ratkaisuja. Nämä sisältävät muun muassa henkilöstörahoja, joita Mandatum perustaa ja hallinnoi asiakkaidensa lukuun, ja joiden kautta asiakasyhtiön työntekijät voivat sijoittaa kannustinjärjestelmiin liittyviä palkkioitaan verotehokkaasti. Myös asiakasyhtiön näkökulmasta palkitsemismuoto on kustannustehokas, sillä tästä osasta palkkaa ei tarvitse maksaa työntekijän sivukuluja. Mandatumin markkinaosuus yritysten henkilöstörahoissa on Suomessa yli 70 %. Henkilörahojen lisäksi Mandatum suunnittelee ja toteuttaa osakepohjaisia kannustinjärjestelmiä pääosin johdolle ja avainhenkilöille, tulospalkkiojärjestelmiä henkilöstöille sekä tarjoaa konsultaatiota organisaatioiden yleisiin palkkausmalleihin. Palkitsemispalvelut eivät ole Mandatumin tuloksen kannalta merkityksellisiä, mutta tarjoavat yritysten eläkevakuutusten tapaan tulevaisuuden asiakasvirtaa varainhoidolle.

Henkilöasiakkaat

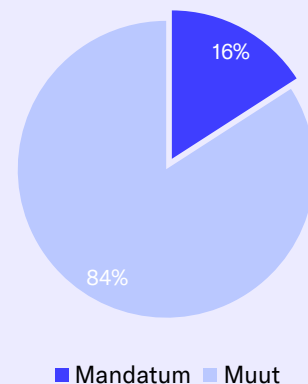
Mandatumin henkilöasiakasliiketoiminta koostuu pääosin riskihenkivakuutuksista sekä sijoitussidonnaista vakuutuksista (säästöhenkivakuutukset ja kapitalisaatisopimukset). Näiden myynnistä henkilöasiakkaille vastaa pääosin jakelukumppani Danske Bank, joten näissä varsinainen asiakaskontakti on yhtiön ulkopuolella. Riskihenkivakuutusten puolella pankki tarjoaa asiakkailleen muun muassa Mandatumin lainaturvavakuutusta, kun taas sijoitussidonnaisissa sopimuksissa Mandatum tarjoaa pelkän vakuutuskuoren Dansken 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 arvomuutoksista. Tämä selittyy jakelukumppani Danske Bankin vaisulla myynnillä. Syy tähän on arviomme mukaan Dansken myynnin keskittyminen omien tuotteidensa ja ratkaisujensa jakeluun sekä Dansken omat sisäiset ongelmat (rahanpesuskandaali). Tämä on nähtävissä Suomen sijoitustutkimuksen julkaisemalta Rahastoraportilta, jonka perusteella Dansken markkinaosuus Suomen sijoitusrahoissa on laskenut selvästi viimeisen kymmenen vuoden aikana. Vaisun myynnin myötä myös Mandatumin sijoitussidonnaisten tuotteiden kasvu on jäänyt muuta markkinaa vaatimattomammaksi. Emme kuitenkaan näe omaan myyntiin panostamista järkevän, sillä pankkien jakeluvoima pienemmissä asiakkuuksissa on hyvin vahva. Riskihenkivakuutusten puolella markkina taas ei ole olennaisesti kasvanut.

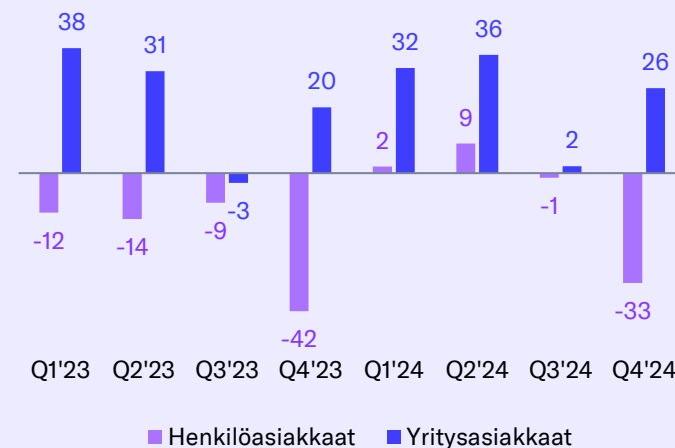
Mandatumin henkilöasiakasliiketoiminta koostuu siis pääosin Dansken kautta tulevista pienemmistä yksityisasiakkaista, kun taas Mandatumin suorat varainhoitoasiakkaat (pääosin varakkaita yksityishenkilöitä) raportoidaan instituutio- ja varainhoitoasiakkaiden segmentissä. Vuoden 2024 lopussa henkilöasiakkaiden sijoitussidonnaisissa tuotteissa oli hallinnoitavaa varallisuutta 3,5 mrd. euroa.

Mandatumin markkinaosuus riskihenkivakuutuksissa (2023)



Lähde: Finanssiala ry

Nettomerkinnot sijoitussidonnaisiin tuotteisiin (MEUR)



Instituutio- ja varainhoitoasiakkaat 1/2

Mandatumin varainhoidon asiakaskunta painottuu vahvasti instituutioasiakkaisiin ja varakkaisiin yksityishenkilöihin. Nämä ovat konsernin kasvustrategian tärkein osa-alue. Näemme segmenttiin panostaminen järkevänä, sillä kokonaismarkkina kasvaa, yhtiöllä on riittävää skaalaa ja tuotevalikoima on historiallisten tuottojen perusteella laadukas.

Segmentin asiakasvarat olivat vuoden 2024 lopussa yhteensä 7,8 mrd. euroa jakautuen karkeasti puoliksi instituutioasiakkaiden (3,9 mrd.) ja yksityisvarainhoidon (Private Wealth Management) asiakkaiden (4,0 mrd.) kesken. Segmentin liiketoiminta koostuu varainhoitopalveluista (rahastot ja omaisuudenhoito), vaikka valtaosa myös varainhoitoasiakkaiden hallinnoitavasta varallisuudesta on vakuutuskuorien sisällä.

Instituutio- ja varainhoitoasiakkaiden segmentti on kysyntätekiijöiltään ja markkinadynamiikaltaan hyvin verrattavissa muihin Helsingin pörssiin listattuihin varainhoitajiin. Lähimmät Helsinkiin listatut verrokkit ovat näkemyksemme mukaan Evli, eQ ja Aktia. Myös edellisillä sivuilla käsitellyt sijoitussidonnaiset henkivakuutus- ja eläkeratkaisut voitaisiin katsoa laajemmin osaksi konsernin varainhoitoliiketoimintaa, sillä näiden taustalla on samankaltaisia kysyntäajureita. Erojakin löytyy, joten yhtiön raportoinnin mukaisesti tarkastelemme varainhoitoasiakkaiden pääomia erillään yritys- ja henkilöasiakkaista.

Oma myyntitiimi vastaa jakelusta

Myynti instituutioasiakkaille sekä yksityisvarainhoidon asiakkaille on järjestetty kohtalaisen tiiviillä omalla myyntitiimillä, sillä potentiaalisten asiakkaiden joukko on lukumäärältään kohtalaisen pieni. Tästä yhtiö saa esimerkiksi eQ:n tapaan selkeitä tehokkuushyötyjä. Myös

kansainvälinen myynti hoidetaan tällä hetkellä pääosin Suomesta käsin (Ruotsissa ja Luxembourgiin pienet sivukonttorit). Vahvempi laajentuminen pohjoismaiden ulkopuolelle vaatisi kuitenkin arviomme mukaan uusia rekrytointia tai paikallisten agenttien käyttöä. Hyvien historiallisten näyttöjen pohjalta molemmat reitit olisivat mielestämme perusteltuja.

Kansainvälisillä markkinoilla Mandatum keskittyy muutaman keihäänkärkituotteensa myyntiin, kun taas Suomessa palvelut kattavat rahastojen ohella myös omaisuudenhoidon mandaatteja. Kansainvälisissä asiakkuuksissa potentiaali on luonnollisesti suurempi, sillä täällä Mandatumin markkinaosuus on luonnollisesti hyvin matala. Toki kilpailukin on kovempaa ja laatuvaatimukset lähtökohtaisesti korkeampia. Tässä mielessä yhtiön erinomainen menestys kansainvälisillä markkinoilla onkin ollut hyvin vaikuttavaa.

Mandatum on myös kertonut tutkivansa aktiivisesti varainhoidon yritysjärjestelymahdollisuuksia kasvun kiihdyttämiseksi. Yrityskauppoja osana konsernin kasvustrategiaa on käsitelty raportin sivulla [32](#).

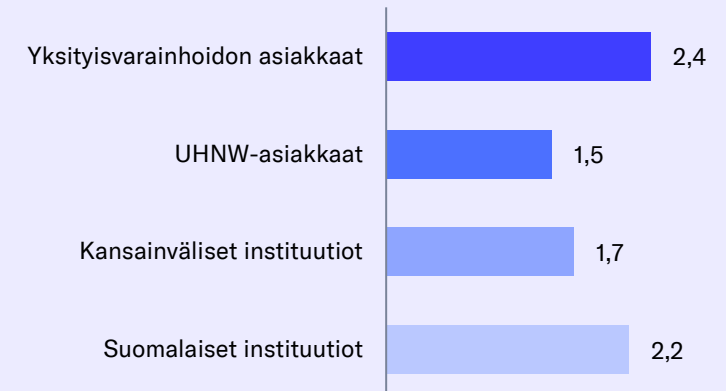
Varainhoidon kasvu on ollut ripeää

Varainhoitoasiakkaiden hallinnoitavien pääomien kasvu on ollut viime vuosina Mandatumin segmenteistä selvästi vahvinta. Viimeisen kahden tilikauden aikana varainhoidon uusmyynti on ollut vuosittain keskimäärin vajaa 900 MEUR (~7–8 % AUMista), mitä voidaan pitää erinomaisena suorituksena suhteellisesti ja absoluuttisesti. Lisäksi arvomuutokset ovat olleet selvästi positiivisia, joten kokonaisuudessaan segmentin hallinnoitavat asiakasvarat ovat kasvaneet keskimäärin noin 20 % vuosina 2017–2024. Tämä ylittää selvästi alla olevan varainhoitomarkkinan kasvun.

Konsernin hallinnoitavien varojen jakauma 2024 (mrd. euroa)



Varainhoitoasiakkaiden AUM 2024 (mrd. euroa)



Instituutio- ja varainhoitoasiakkaat 2/2

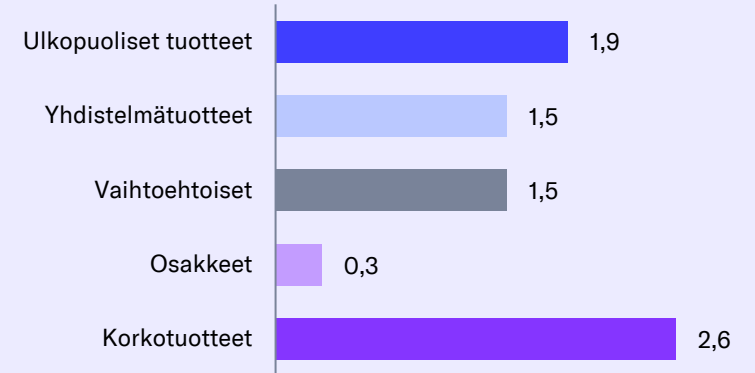
Voimakkainta Mandatumin kasvu on ollut kansainvälisissä asiakkaissa, sillä näiden pääomat ovat kasvaneet kyseisellä ajanjaksolla keskimäärin noin 30 % vuodessa (Q4'24: 1,7 mrd. euroa). Tämä alleviivaa yhtiön tuotevalikoiman kilpailukykyä. Kansainvälisistä pääomista valtaosa tulee Tanskasta ja Ruotsissa, mutta loppuvuodesta 2024 myyntiä saatiin myös Keski-Euroopasta. Huonosti ei ole Suomen sisäpuolellakaan sujunut, sillä kotimaisten asiakkaiden kasvu on ollut noin 17 %.

Tarkastelussa on kuitenkin syytä huomioida, että vaihtoehtoihin omaisuuslajeihin keskittyvänä toimijana yhtiö on muiden verrokkien tapaan hyötynyt selvästi kysynnän myötätuulesta, kun erityisesti matala kokotaso ajoi ylös vaihtoehtosijoitusten painoa instituutiosijoittajien salkuissa. Vuosina 2017–2022 Mandatumin varainhoidon palkkiotuotot kasvoivatkin voimakkaimmin juuri vaihtoehtoisissa sijoituksissa – keskimäärin yli 40 % vuosina. Vieläkin vahvemmin yhtiö on hyötynyt korkotason noususta, mikä on erityisesti viimeisen kahden vuoden aikana kasvattanut Mandatumin vahvuusalueen eli korkotuotteiden kysyntää. Täysin markkinavetoista kasvu ei kuitenkaan ole ollut, sillä Mandatum on myös kyennyt kasvattamaan markkinaosuuttaan instituutiovarainhoidossa. Esimerkiksi SFR:n vuonna 2022 toteuttaman markkinatutkimuksen perusteella jo noin 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 asiakastytyväisyyttä kuvaava NPS-luku on yksityisvarainhoidossa todella vahva 83 (varainhoidossa yli 50 tasoa voidaan pitää erinomaisena).

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 laina- ja vaihtoehtoisissa sijoitustuotteissa. Toisaalta tähän liittyy kasvun näkökulmasta riskejä, mikäli tuotot olennaisesti heikkenisivät, sillä arviomme mukaan menneillä tuotoilla on positiivinen korrelaatio asiakastytyväisyyden kanssa. Tämä korostaa rahastojen performanssin merkitystä Mandatumille. Lisäksi Mandatumin tuotetarjonnan ollessa varsin fokusoitunut, muodostavat yksittäiset tuotteet huomattavan osan hallinnoitavista varoista. Sijoittajan tulee seurata ja arvioida aktiivisesti Mandatumin rahastojen tuottokehitystä.

Varainhoitoasiakkaiden AUM tuotteittain 2024 (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 laskuperustekorkoisen liiketoiminnan tulosta selvästi pienempi. Viime vuosina laskuperustekorkoisen kannan tulos on tuonut noin 60–75 % 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 15 vuotta 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 2014–2024 aikana laskuperustekanta laski noin 55 %, 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 suuri, ja ennusteissamme liiketoiminta vastaa noin 60–65 % lähivuosien tuloksesta ennen veroja. Merkitys kuitenkin laskee sitä mukaa, kun kanta supistuu ja pääomia allokoidaan muualle. Vuoden 2024 lopussa laskuperustekorkoiset vastuut olivat 2,3 mrd.

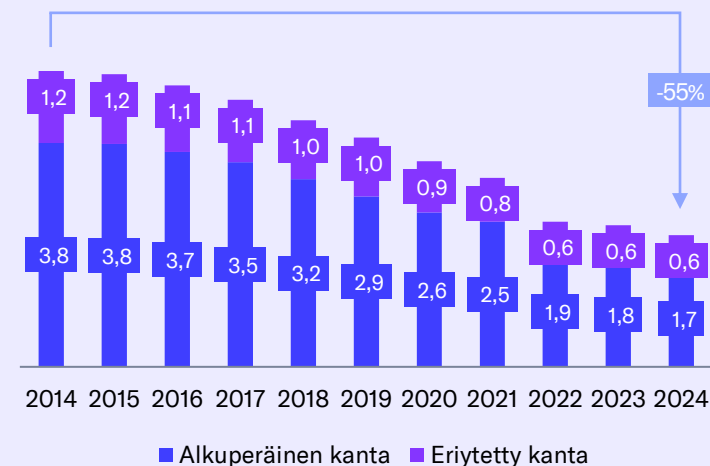
euroa ja kantaan liittyvä sijoitusomaisuus 3,5 mrd, euroa.

Toisin kuin sijoitussidonnaisissa tuotteissa, laskuperustekorollisissa vakuutuksissa Mandatum kantaa vakuutuksiin liittyvät sijoitusriskit. Yksinkertaistaen nämä voidaan 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 2005–2024 keskimäärin noin 5,7 %, johti kohonnut osakepaino myös korkeampiin pääomavaatimuksiin, mikä heikensi kantaan sitoutuneiden omien varojen tuottoa. Luonnollisesti kannan riskiprofiili oli myös selvästi nykyistä korkeampi.

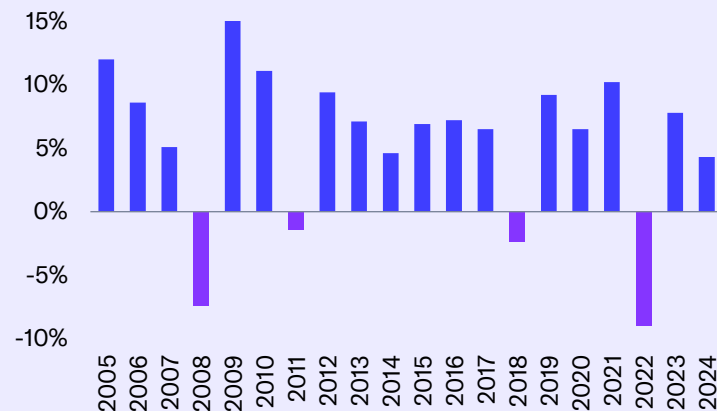
Arviomme mukaan nykyisillä korkotasolla salkun tuotto-odotus omalle pääomalle vastaa karkeasti Mandatumin omaa tuottovaatimusta. Sijoittajan näkökulmasta tämä tarkoittaa sitä, että kannan alasajon vauhti ei enää ole yhtiön arvon kannalta yhtä tärkeää kuin nollakorkojen aikana. Pidämme kuitenkin laskuperustekorkokannan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

Mandatumin nykyisestä laskuperustekorkoisen kannan katteena olevasta sijoitusomaisuudesta 80 % on sijoitettuna korkoihin, 5 % osakkeisiin ja 15 % vaihtoehtoisin sijoitustuotteisiin. Käsityksemme mukaan yhtiön tavoitteena on nostaa edelleen korkosijoitusten painoa, kunhan epälikvideistä vaihtoehto- ja osakesijoituksista (mm. pääomarahastot) hiljalleen irtaudutaan.

Laskuperustekorkoisen vastuuvelan kehitys (mrd. euroa)



Alkuperäisen kannan sijoitustuotot käyvin arvoin



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

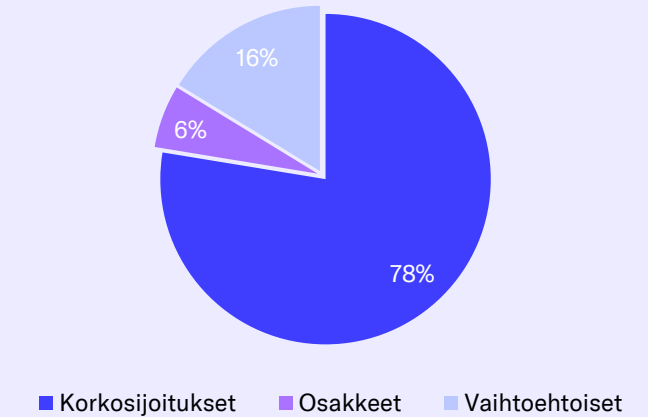
Mandatumin raportoimaan nettorahoitustulokseen sisältyy laskuperusteisen kannan sijoitustoiminnan tuloksen lisäksi Mandatumin PE-sijoitusten (private equity) tuotot. Näistä merkittävimmät ovat Saxo Bank sekä Enento. Mandatum kuitenkin tiedotti myyvänsä Saxo Bankin omistuksensa vuoden 2025 aikana (aikataulu riippuvainen viranomaishyväksynnöistä), jonka jälkeen Enenton noin 50 MEUR:n arvoinen osakepotti muodostaa valtaosan jäljelle jäävistä PE-sijoituksista. Enenton osakkeista Mandatum on kertonut irtaantuvansa mahdollisimman nopeasti, kunhan näistä saatava hinta on riittävän hyvä. Mandatumin PE-sijoitukset ovat peruja osittaisjakautumisesta, jonka yhteydessä Mandatum osti kyseiset omaisuuserät Sammolta, eivätkä nämä sovi yhtiön nykyiseen pääomakevyeen liiketoimintaan keskittyvään strategiaan. Viimeisen kahden vuoden aikana Mandatum on kirjannut PE-sijoituksistaan tuottoja 11–35 MEUR, ja valtaosa tästä on tullut Saxo Bankin maksamista osingoista. Näitä ei luonnollisesti ole jatkossa odotettavissa, kun omaisuuserät myydään. Laskuperustekorkoisen kannan supistumisen tapaan omistusten myynnit kuitenkin vapauttavat taseesta pääomia, joita voidaan käyttää joko voitonjakoon tai kasvuun esimerkiksi yrityskaupoilla.

Rahoitus- ja konsernikulut muodostavat muun tuloksen

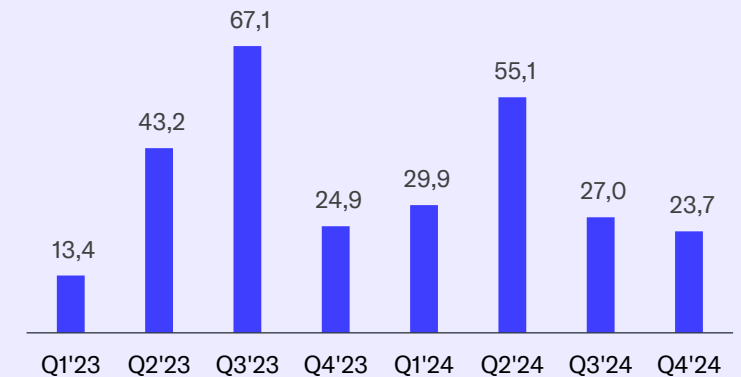
Viimeinen Mandatumin tuloseristä koostuu liiketoiminnoille kohdistamattomista eristä, jotka sisältävät konsernin korkokulut sekä sen osan operatiivisista kuluista, jota ei allokoida liiketoiminnoille. Tämä erä ei siis sisälly segmenttilaskennassa laskuperustekorkoiseen liiketoimintaan tai pääomakevyisiin liiketoimintoihin, vaan

raportoidaan erillisenä rivinä konsernin muussa tuloksessa.

Mandatumin laskuperustekorkoisen velan katteena olevien sijoitusten jakauma (2024)



Mandatumin nettorahoitustulos (MEUR)



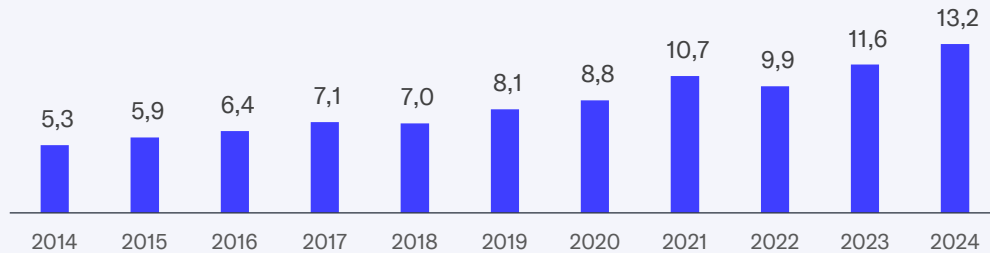
Nettorahoitustulos = laskuperustekorkoisen kannan sijoitustulos + konsernin PE-sijoitusten tuotot

Yhteenveto Mandatumin liiketoimintojen näkymistä

Mandatumin tulos on lähivuosina rakenteellisessa laskussa. Arvoa luova varainhoitoliiketoiminta kuitenkin kasvaa ja samalla sijoitustoiminnasta vapautuvat varat mahdollistavat vuolaan voitonjaon sekä tarjoaa 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

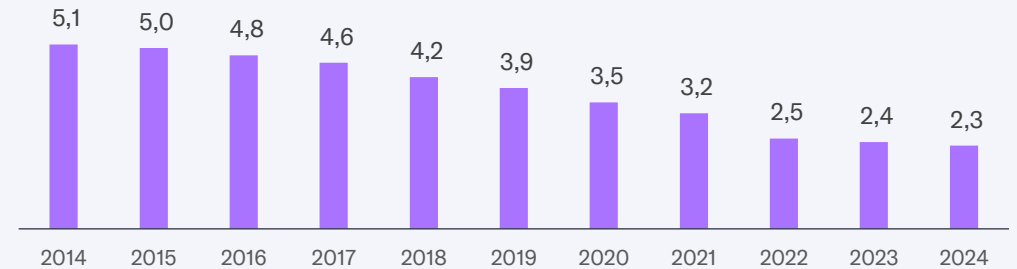
Vaisu kasvunäkymä



Palkkiotulos + riskihenkivakuuttamisen tulos = kasvava pääomakevyiden liiketoimintojen tulos

Sijoitustoiminta

Laskuperusteisen kannan vastuut (mrd. euroa)



Laskuperusteisen vakuutuskannan katteena olevan sijoitusvarallisuuden (pääosin korkosijoituksia) tuotot

Laskeva



Laskuperusteisen vakuutuskannan korkokulut

Laskeva



PE-sijoitusten tuotot

Laskeva



Laskuperustekannan supistumisesta sekä PE-sijoitusten myynneistä johtuen nettorahoitustulos on laskeva

Toimiala – Henkivakuutusmarkkina 1/2

Tarkastelemme henkivakuutusmarkkinaa jakamalla sen riskihenkivakuutuksiin ja sijoitussidonnaisiin tuotteisiin, sillä tuotteiden kysyntätekijät eroavat jonkin verran toisistaan. Riskihenkivakuutukset ovat puhtaita vakuutustuotteita kun taas sijoitussidonnaiset tuotteet muistuttavat kysyntäajureiltaan ja kasvunäkymiltään varainhoitoa. Käsittelemmekin sijoitussidonnaisia vakuutustuotteita osana varainhoidon markkinaa.

Riskihenkivakuutuksissa markkinan rakenne taas poikkeaa olennaisesti sijoitusratkaisuisista, joten tarkastelemme näitä erillään varainhoidosta. Keskeinen ero löytyy pääomavaatimuksista sekä muusta regulaatiosta, jotka vaativat vakuutusyhtiötä riittävän suurta skaalaa. Markkina onkin varsin keskittynyt, minkä lisäksi kasvu on jäänyt viimeisen vuosikymmenen aikana vaatimattomaksi.

Henkivakuutusmarkkina on hyvin keskittynyt

Suomen henkivakuutusmarkkina on hyvin keskittynyt. Vuonna 2023 viiden suurimman toimijan markkinaosuus oli vakuutusmaksutulon perusteella lähes 80 %. Suurimmat toimijat ovat Mandatum, Nordea, OP, LähiTapiola ja Henki-Fennia. Markkinan keskittyneisyyttä ajavat arviomme mukaan erityisesti pääomavaatimukset, regulaatio sekä IT-järjestelmävaatimukset, joiden seurauksena kannattavan liiketoiminnan pyörittämiseksi vaaditaan riittävän suurta kokoluokkaa.

Henkivakuutustoiminta on varsin paikallista ja Finanssivalvonnan tilastojen perusteella kotimaiset toimijat vastaavat lähes koko markkinasta. Varainhoidon tapaan henkivakuutustoiminta vaatii luottamusta asiakkaan ja palveluntarjoajan välillä, minkä vuoksi paikallinen toimija on usein luontainen valinta. Lisäksi kansainvälisten toimijoiden kiinnostusta laskee Suomen markkinan kohtalaisen pieni

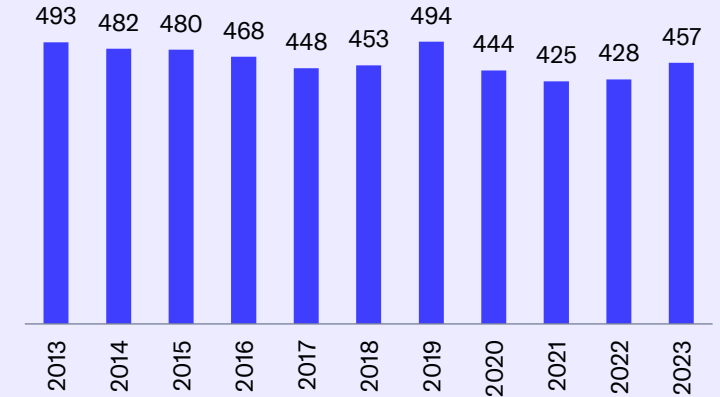
koko, vaatimaton kasvunäkymä sekä vahva asiakaspito.

Markkinan kasvu on jäänyt vaatimattomaksi

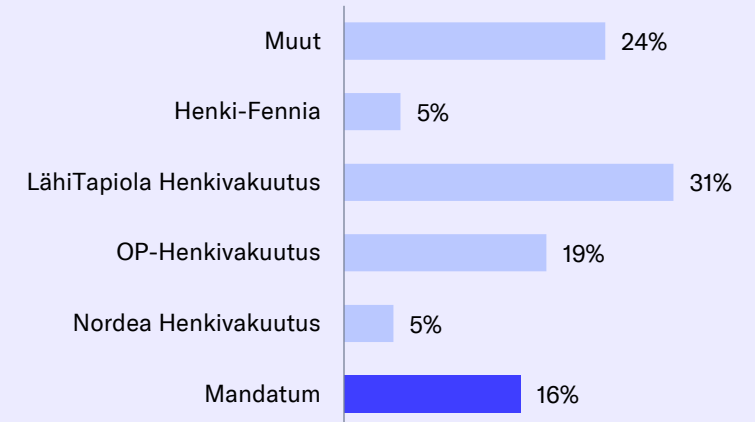
Vaikka viiden suurimman toimijan osuus markkinasta on säilynyt viimeisen vuosikymmenen lähes ennallaan, on näiden välisissä voimasuhteissa näkynyt liikehdintää. Erityisesti Nordea ja OP ovat menettäneet markkinaosuuksia, kun taas LähiTapiola on noussut suurimmaksi toimijaksi. Myös Mandatum on kyennyt kasvamaan hieman markkinaa nopeammin. Kokonaisuudessaan Suomen riskihenkivakuutusmarkkina on kuitenkin supistunut noin prosentin vuosivauhtia, joten parhaiten kasvaneidenkin toimijoiden maksutulon vuosikasvu on jäänyt keskimäärin 2–3 %:iin. Tämän takia yhtiöt ovatkin panostaneet viime vuosina erityisesti kasvavaan sijoitussidonnaisten vakuutustuotteiden markkinaan.

Vertailukelpoisia lukuja riskihenkivakuutusten kannattavuuksista ei ole saatavilla, sillä henkivakuutusyhtiöiden luvuissa raportoidaan myös sijoitussidonnaiset vakuutustuotteet. Näin ollen toimialan korkea kannattavuus (viiden suurimman keskimääräinen oman pääoman tuotto yli 20 %) selittynee 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 voi viitata riskihenkivakuutusten matalampaan kannattavuuspotentiaaliin. Toisaalta nämä yhtiöt ovat myös kokoluokassaan selvästi pienempiä, mikä skaalaliitännäisellä toimialalla selittänee niin ikään kannattavuuseroja.

Riskihenkivakuutuksen maksutulo Suomessa (MEUR)



Riskihenkivakuutuksen markkinaosuudet maksutulon perusteella (2023)



Toimiala – Henkivakuutusmarkkina 2/2

Toimialan merkittävimmät riskit piilevät tuotteiden 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.

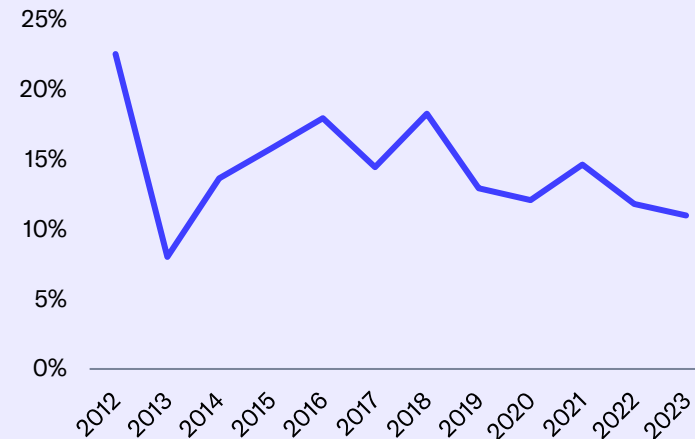
Koska tuotteiden houkuttelevuus nojaa pitkälti niiden verotuksellisiin tekijöihin, näemme kiristyvän verosääntelyn riskinä, joka voi johtaa vakuutustuotteiden kysynnän laskuun. Verosääntelyn muutosten ennakointi on hyvin haastavaa, mutta arviomme mukaan paine olennaisille päivityksille Mandatumin kannalta tärkeiden eläkevakuutusten sekä kapitalisaatiosopimusten osalta on hyvin maltillista. Näin ollen emme pidä liiketoiminnan kannalta merkittävien riskien realisoitumista kovinkaan todennäköisenä, mutta sijoittajan on joka tapauksessa 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 sijoitussidonnaisten tuotteiden selkein haittapuoli.

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

Toimialan mediaani oman pääoman tuotto (ROE)



Toimiala – Varainhoitomarkkina 1/5

Varainhoitomarkkina kasvaa rakenteellisesti

Viime vuosikymmenten aikana varainhoitomarkkina on kasvanut ripeästi kansantalouden kasvun ja kansalaisten vaurastumisen myötä. Suomen varainhoitomarkkinan koko oli 2024 lopussa liikevaihdolla mitattuna arviomme mukaan noin 2 mrd. euroa. Markkinan tarkan koon laskeminen on hankalaa, sillä hallinnoitavien varojen määrän lisäksi vaaditaan oletuksia tuotteiden palkkiotasosta. Arvioimamme kokoluokka antaa kuitenkin riittävän hyvän käsityksen tilanteesta. Laskelmamme sisältää Suomessa toimivien varainhoitajien rahastoliiketoiminnan lisäksi omaisuudenhoidon jatkuvat palkkiot.

Viimeisen kymmenen vuoden aikana arvioimamme markkinan keskimääräinen vuosikasvu on ollut noin 8 %, mitä on selittänyt osin varallisuusarvojen kasvu ja osin uuden pääoman virtaaminen omaisuudenhoidon piiriin. Huomautamme, että kasvu on ollut merkittävästi kansantalouden aneemista kasvua ripeämpää, mikä johtuu pääosin toimialan vahvoista fundamenteista. Myös sijoitussidonnaisten vakuutusten kasvu on ollut viime vuosikymmenen ajan varainhoidon tapaan ripeää. Tämä ei ole yllättävää, sillä näiden kysynnän taustalla on samoja ajureita. Näin ollen näiden käsitteleminen varainhoitomarkkinan yhteydessä on luontevaa.

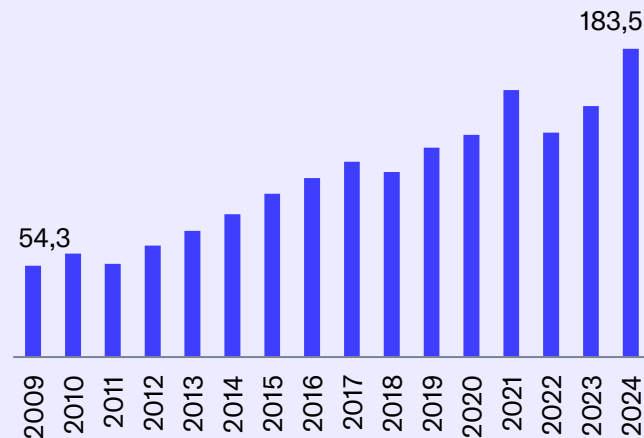
Suomen ohella muut Pohjoismaat ja Keski-Eurooppa ovat potentiaalisia kasvumarkkinoita isommille toimijoille (Evli, Mandatum, UB, CapMan, Taaleri). Täällä ajurina on kuitenkin pääosin tuotteiden kilpailukyky, eikä toimialan trendikasvu ole niin keskeinen tekijä kasvun tullessa suurilta osin markkinaosuuksien muutoksista. Mielestämme ei kuitenkaan ole syytä olettaa, että Pohjois-Euroopassa toimialan ajurit ja näkymät poikkeaisivat olennaisesti kotimarkkinasta, sillä toimialan trendit koskettavat pääosin kaikkia varainhoitajia.

Pitkän aikavälin näkymä on hyvä

Historiallisesti suomalaisten kotitalouksien varallisuudesta valtaosa on ollut sidottuna asuntoihin, ja asunto on edelleen kotitalouksien ylivoimaisesti suurin varallisuuserä, vaikka muut sijoitusmuodot ovatkin yleistyneet. Lisäksi kotitalouksien asuntojen ulkopuolisesta sijoitusvarallisuudesta huomattava osa on edelleen pankkien käyttötileillä. Pitkällä aikavälillä Suomen varainhoitomarkkina tulee saamaan merkittävää tukea rakenteellisesta muutoksesta, kun suurten ikäluokkien keräämä varallisuus alkaa siirtyä seuraavalle sukupolvelle perintöjen kautta. Tämä tulee arviomme mukaan väistämättä johtamaan varainhoitomarkkinan kasvuun, kun yhä useampi ihminen kiinnostuu sijoittamisesta ja toisaalta muuttuu sijoituspalveluyritysten kannalta kiinnostavaksi asiakkaaksi. Myös huolet eläkejärjestelmän kestävytydestä tulevat luomaan rakenteellista kiinnostusta pitkän aikavälin sijoitustoiminnalle ja varallisuuden omatoimiselle kerryttämiselle. Tämä rakenteellinen muutos tapahtuu kuitenkin vasta tulevien vuosikymmenten aikana, eikä näin ollen vaikuta alan lyhyen aikavälin näkymiin. On kuitenkin huomioitava, että omaisuuserien positiiviset arvomuutokset kasvattavat jatkuvasti hallinnoitavaa asiakasvarallisuutta. Varainhoitomarkkina onkin lyhyellä aikavälillä riippuvaisempi pääomamarkkinoiden kuin kansantalouden kehityksestä.

Mielestämme tästä käynnissä olevasta rakenteellisesta muutoksesta on jo tarjolla paljon todistusaineistoa ja esimerkiksi rahasto-omistajien määrä, arvo-osuustilien lukumäärä tai rahastopääomat ovat kaikki kaikkien aikojen ennätystasolla. Uskomme, että pitkällä aikavälillä varainhoitomarkkinalla on Suomessa hyvät edellytykset jatkaa noin 5 %:n vuosikasvua. Näin ollen kyseessä on edelleen selkeä kasvuala.

Suomalaisten sijoitusrahastojen
pääomat (mrd. euroa)

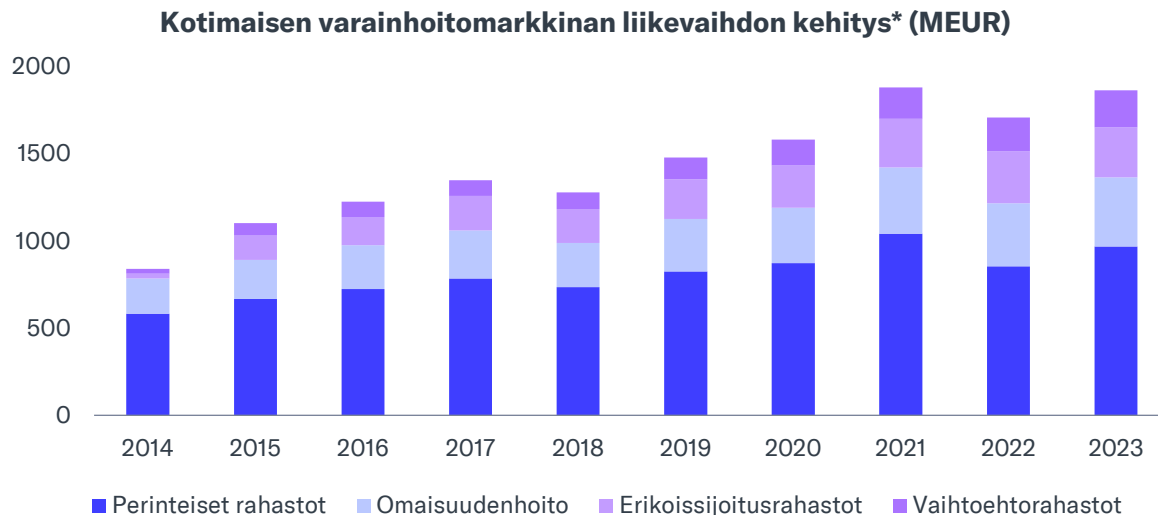


Esimerkkejä suomalaisista varainhoitajista



Toimiala – Varainhoitomarkkina 2/5

Suomen varainhoitomarkkina on kasvanut voimakkaasti viimeisen 10 vuoden aikana. Kasvua ovat ajaneet hyvä pääomamarkkinan kehitys sekä Suomen markkinan rakenteelliset kasvutrendit. Omaisuusluokista vaihtoehtoiset tuotteet (alla vaihtoehtorahastot ja erikoissijoitusrahastot) ovat olleet selkeä voittaja ja niiden osuus on kasvanut merkittävästi. Korkeiden palkkiorakenteiden johdosta niiden vaikutus toimialan yhtiöille on kasvanut merkittäväksi. Korkojen nousu on ainakin väliaikaisesti hillinnyt vaihtoehtoisten voittokulkua, kun allokaatioita on päästy normalisoimaan korkojen ollessa jälleen laajasti relevantti omaisuusluokka. Vaihtoehtoisista on kuitenkin tullut pysyvä osa sijoittajien allokaatioita ja myös yhä useammalla sijoittajalla on pääsy niihin.



*Inderesin arvio, eri lähteistä kerättyihin rahastopääomiin sovellettu arviota keskimääräisestä palkkiotasosta

Varainhoitomarkkinan ajurit



Toimiala – Varainhoitomarkkina 3/5

Suomen varainhoitomarkkinan rakenne asiakaskoon ja tuotekohtaisen asemoitumisen perusteella



Toimiala – Varainhoitomarkkina 4/5

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

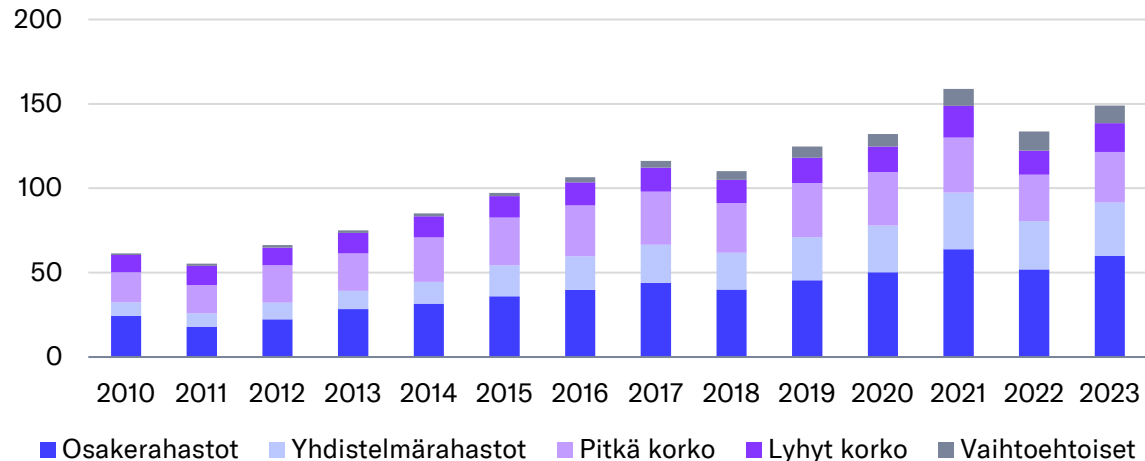
Konsolidaatiolle on olemassa selvät ajurit ja konsolidaatiokehitys tulee näkemyksemme mukaan jatkumaan aktiivisena

Toteutuneita järjestelyjä

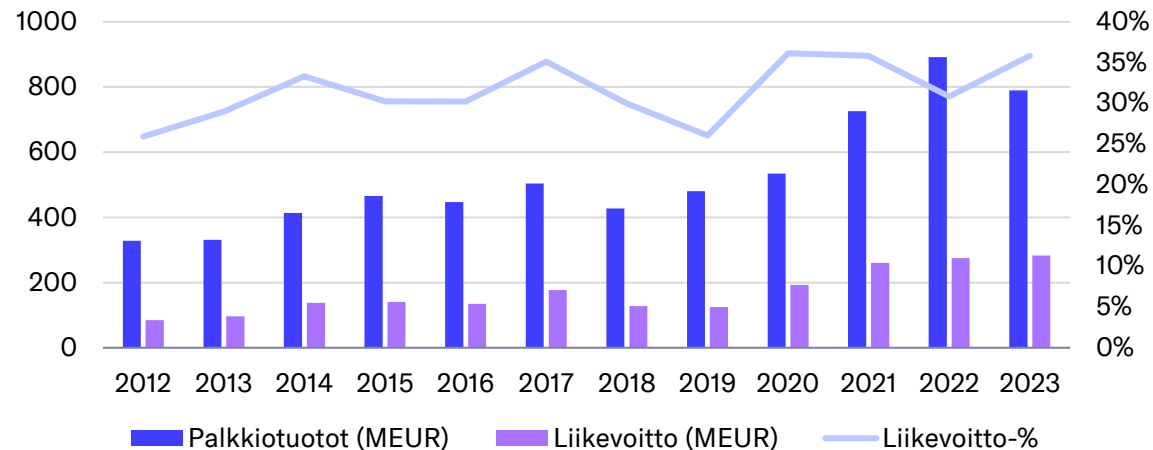


Toimiala – Varainhoitomarkkina 5/5

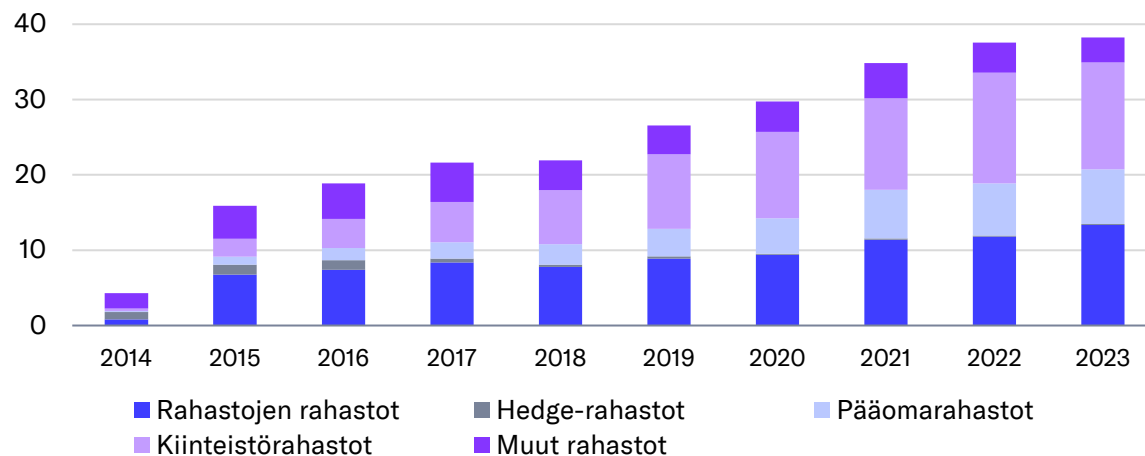
Suomalaisten sijoitusrahastojen pääomat (mrd. euroa)



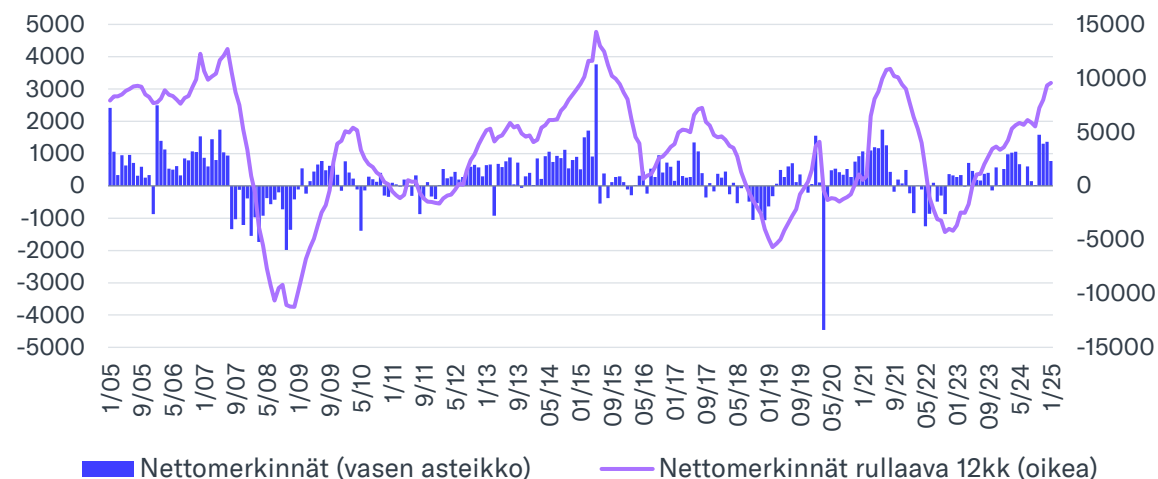
Suomalaisten sijoituspalveluyritysten kehitys



Kotimaisten vaihtoehtorahastojen ja erikoissijoitusrahastojen pääomat (mrd. euroa)



Kotimaisten sijoitusrahastojen nettomerkinnät (MEUR)



Strategia ja taloudelliset tavoitteet 1/4

Yhteenveto strategiasta

Mandatumin strategia painottuu pääomakevyissä liiketoiminnoissa – erityisesti varainhoidossa – kasvamiseen sekä heikommin tuottavan laskuperusteisen korkokannan alasajoon. Valintaa voidaan pitää järkevinä, sillä matalista pääomatarpeista johtuen varainhoidossa kasvu luo selvästi arvoa nykyisellä kannattavuustasolla. Kasvua Mandatum hakee erityisesti jatkuvaa palkkiovirtaa tuottavissa hallinnoitavissa asiakasvaroissa sekä rahastoliiketoiminnassa että yritysten eläkevakuutuksissa. Palkkiotuottojen kasvun pitäisi myös johtaa kannattavuuden nousuun, joten hallinnoitavan varallisuuden kasvutavoite on korostuneessa roolissa.

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

Varainhoidossa 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, mikä mahdollistaa osaavan henkilöstön palkkaamisen myös jatkossa.

Mandatumin liiketoimintamallin yhtenä heikkoutena näemme tuottosidonnaisten palkkiokomponenttien puuttumisen useasta sijoitusalueesta, sillä näiden

olemassaolo nostaisi sijoitusammattilaisten kynnystä kilpailijan leiriin loikkaamiselle. Lisäksi nämä parantaisivat varainhoitoliiketoiminnan ansaintapotentiaalia. Toistaiseksi emme kuitenkaan ole tästä erityisen huolissamme, sillä arviomme mukaan yhtiön kompensaatiotaso on ainakin menestyksen kannalta keskeisten sijoitustiimien osalta kilpailukykyinen, minkä lisäksi rahastojen keskimäärien palkkiotaso on hyvä.

Taloudelliset tavoitteet ovat realistisia

Vuotuisen nettorahavirran tavoite (vastaa nettomerkintöjä) vaatii lähivuosina noin 700–800 MEUR:n vuotuista nettomyyntiä (merkinnät - lunastukset). Tässä tärkeimpänä tekijänä ovat tuotteiden vahvat tuotot, sillä keihäänkärkirahastojen kansainvälinen myynti on arviomme mukaan vastannut viime vuosina huomattavasta osasta merkintöjä. Haviteltu taso on mielestämme kuitenkin realistinen, ja esimerkiksi vuosina 2023–2024 tavoite on kyetty ylittämään melko selkeällä marginaalilla. Toki tämän osalta on huomioitava, että markkinatilanne on ollut erikoistuneelle korkovarainhoitajalle suotuisa, minkä lisäksi prosentuaalisen tavoitteen saavuttaminen käy vaikeammaksi kokoluokan kasvaessa.

Palkkiomarginaalitavoite on varsin väljä, mutta mielestämme se alleviivaa selvästi Mandatumin halua säilyttää nykyiset suhteellisesti ja absoluuttisesti vahvat palkkiotasonsa. Käytännössä se tarkoittaa myös yhtiön fokusoitumista korkeamman lisäarvon tuotetarjontaan sekä valikoituun asiakaskuntaan. Marginaalin puolustaminen nykytasolla olisi erittäin hankalaa, jos yhtiö esimerkiksi lähtisi aggressiivisesti hakemaan kasvua matalan palkkiotason perinteisen varainhoidon puolelta.

Konsernitason tavoitteet

- Kumulatiivisesti 500 MEUR:n **osingot** vuosina 2024–2026
- Keskipitkällä aikavälillä 170–200 %:n **vakavaraisuussuhde**

Pääomakevyiden liiketoimintojen tavoitteet

- Keskipitkällä aikavälillä yli **5 %:n vuotuiset nettomerkinnät** suhteessa kauden alun hallinnoitaviin asiakasvaroihin
- **Kulu/tuotto-suhteen** parantaminen
- Kurinalaiseen hinnoitteluun perustuva **palkkiomarginaalien** kehitys

Laskuperustekorkoisen liiketoiminnan tavoitteet

- **Laskuperustekorkoisen vastuuvelan** supistaminen aktiivisilla toimilla

Strategia ja taloudelliset tavoitteet 2/4

Kulu/tuotto-suhteen osalta parannustavoite on hyvin looginen, sillä varainhoitoliiketoiminta on itsessään erittäin hyvin skaalautuvaa ja yhtiön kulu/tuotto-suhteessa on arviomme mukaan yhä parannuspotentiaalia. Käytännössä kannattavuuden nousu syntyy liikevaihdon kasvusta ja onnistuneesta kulukontrollista. Yhtiöllä on mielestämme hyvät edellytykset onnistua molemmissa tavoitteissa ja ennustammekin kulu/tuotto-suhteen laskevan asteittain tulevina vuosina.

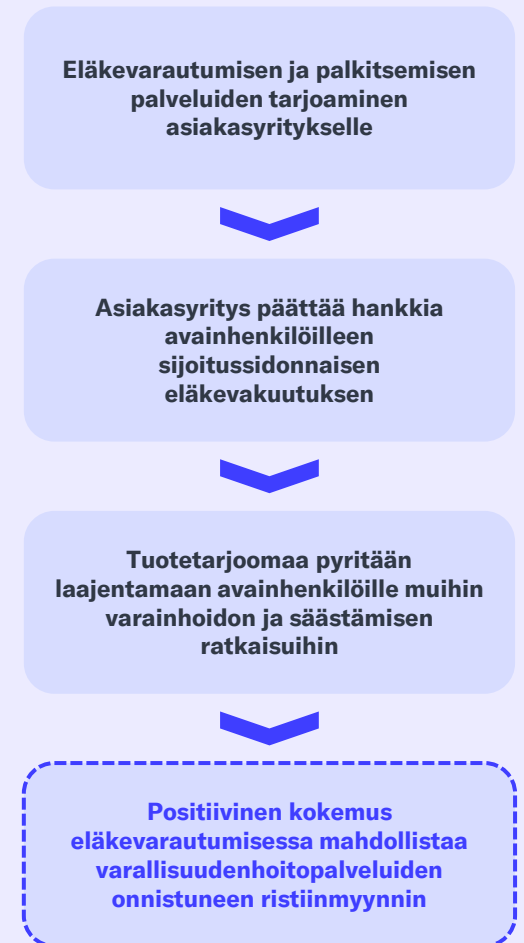
Vastuuvelan supistamisen tavoite perustuu sopimusten erääntymisen ohella johdon aktiivisiin toimiin. Näihin lukeutuu mm. asiakkaille tarjottava optio siirtää laskuperustekorkoisia säästöjä sijoitussidonnaisiksi. Yhtiö on historiassa kyennyt supistamaan kantaa tavoitetahdilla, joten emme näe syytä olettaa tähän olennaisia poikkeamia myöskään jatkossa. Huomautamme, että nykyisellä korkotasolla paine supistaa vastuovelkaa omilla toimilla on selvästi aiempaa vähäisempi.

Vakavaraisuustavoite on toimialalle hyvin tyypillinen, sillä henkivakuutusyhtiöt pyrkivät ylläpitämään selvästi viranomaisvaatimusta (100 %) korkeampaa tasoa. Yhtiön nykyinen vakavaraisuus on kuitenkin reilusti yli tavoitetason, minkä lisäksi vakavaraisuus paranee jatkuvasti, kun laskuperustekorkokanta sulaa ja pääomaa sitovista Enentosta ja Saxosta luovutaan. Mandatum onkin viestinnässään korostanut, että tavoitetaso on tarkoitus saavuttaa lähivuosina, ja arvioimme taseen ylipääomituksen purkamisen tapahtuvan ennen kaikkea osingonjaolla. Myös kassavaroiden toteutettavat yritysostot ovat varsin mahdollisia.

Osingonjakotavoitetta voidaan pitää vanhentuneena, sillä

pörssihistorian aikana maksettujen osinkojen määrä on jo nyt noin 500 MEUR. Tavoitetta tullaan päivittämään kesällä pidettävässä pääomamarkkinapäivässä, ja uskomme yhtiön sitovan tulevan voitonjakonsa ylimääräisen pääoman kertymään (tilikauden tulos + vapautuva vakavaraisuuspääoma).

Esimerkki Mandatumin ristiinmyyntiprosessista



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 viime vuodet investoinut paljon alustansa rakentamiseen ja toimialalle tyypilliseen tapaan kiinteiden kulujen pitäisi tarjota 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 hyvin rajallisesti pääomia.
- Yhtiön tase on kuitenkin selvästi ylikapitalisoitunut ja vahvistuu lähivuosina entisestään.
- Tasetta puretaan ylimääräisen voitonjaon sekä mahdollisten yritysjärjestelyiden avulla.
- Ylikapitalisoituneen (ja jatkuvasti vahvistuvan) taseen systemaattinen purkaminen on mielestämme ainoa oikea ratkaisu. Tätä yhtiö on myös indikoinut tekevänsä, mistä osoituksena oli selvästi tilikauden tulosta korkeampi voitonjako vuodelta 2024.
- Yhtiö kuitenkin halunnee säilyttää hyvin vahvan taseaseman lähivuosina yrityskauppoja silmällä pitäen. Näemme yritysjärjestelyt erittäin kiinnostavana polkuna Mandatumille kiihdyttää kasvua varainhoidossa ja luoda omistaja-arvoa.

Strategia ja taloudelliset tavoitteet 4/4

Yrityskaupat osana kasvua

Suomen sijoituspalvelukentässä on nähty paljon konsolidaatiota viimeisen vuosikymmenen aikana. Tätä ajaneet tekijät ovat olleet 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 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. 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 osittaisjakautumisen ja tätä seuranneen listautumisen syyksi mahdollisuuden osallistua kotimaisen finanssisektorin konsolidaatioon. Yhtiön johto on kuitenkin useaan otteeseen toppuutellut odotuksia tämä suhteen ja korostanut mm. järjestelyihin liittyviä kulttuuriskeitä. Olisimme kuitenkin hyvin yllättyneitä, mikäli Mandatum ei todellisuudessa olisi kiinnostunut osallistumaan toimialan järjestelyihin. Perustelemme näkemystämme yhtiön

vahvalla taseella sekä järjestelyiden tarjoamalla teollisella logiikalla.

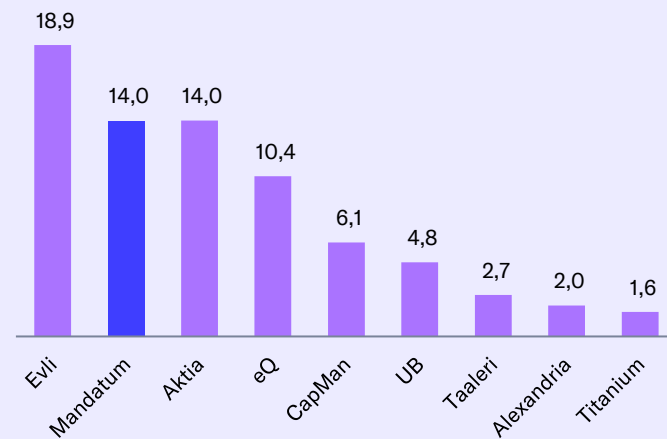
Loogisimmat ostokohteet yhtiölle olisivat arviomme mukaan tuotetalot, joiden avulla yhtiö voisi laajentaa nykyistä tuotetarjontaansa. Esimerkiksi CapManin 2023 lopussa ostama Dasos Capital olisi ainakin paperilla ollut profiililtaan myös Mandatumille sopiva. Lisäksi mm. Taaleri Energian liiketoiminta istua osaksi Mandatumia.

Toinen looginen polku olisi kasvun kiihdyttäminen Suomen ulkopuolella. Yhtiön myynti on edistynyt erittäin hyvin Tanskassa ja Ruotsissa, joten vahvemman jalansijan hakeminen näillä markkinoilla olisi perusteltua. Joulukuussa markkinoilla liikkui huhuja siitä, että Mandatum olisi aiemmin ollut kiinnostunut Altorin omistamasta Carnegie Worldwidestä. Kansainvälisissä yrityskaupoissa haasteena on yleensä liiketoiminnan vahva paikallisuus ja synergioiden rajoittuminen myyntiin. Myös kulttuuririskit kasvavat rajat ylittävissä järjestelyissä. Kansainvälisellä puolella mahdolliset yrityskaupat olisivatkin suurella todennäköisyydellä Mandatumin mittakaavassa pieniä.

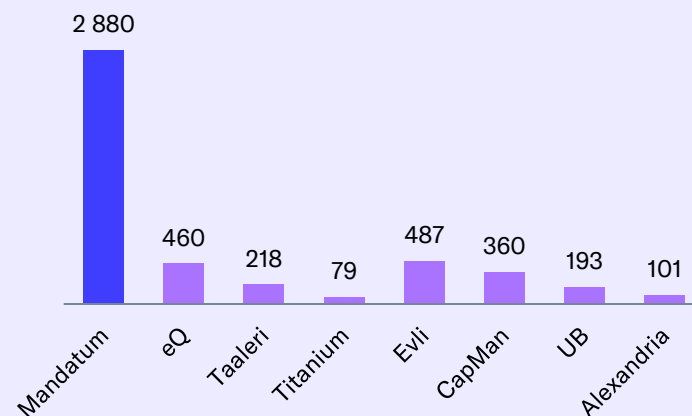
Pidämme myös mahdollisena, että Mandatum voisi olla osana isompaa järjestelyä, jossa se yhdistäisi voimansa jonkun isomman toimijan kanssa (Mandatum luonnollisesti selvästi kuskien paikalla). Esimerkiksi CapMan sopisi ainakin paperilla kohtuullisen hyvin Mandatumille. Suuremmissa järjestelyissä kuitenkin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

Korostamme, että yhtiö on tehnyt strategiassaan oikeita asioita ja sen orgaaniset kasvunäkymät ovat erinomaiset. Näin ollen yhtiöllä ei ole minkäänlaista pakkoa yrityskaupoille, jolloin edellytykset omistaja-arvon luonnille ovat järjestelyitä ohjaava tekijä.

Verrokkien hallinnoitavat asiakasvarat (MEUR)

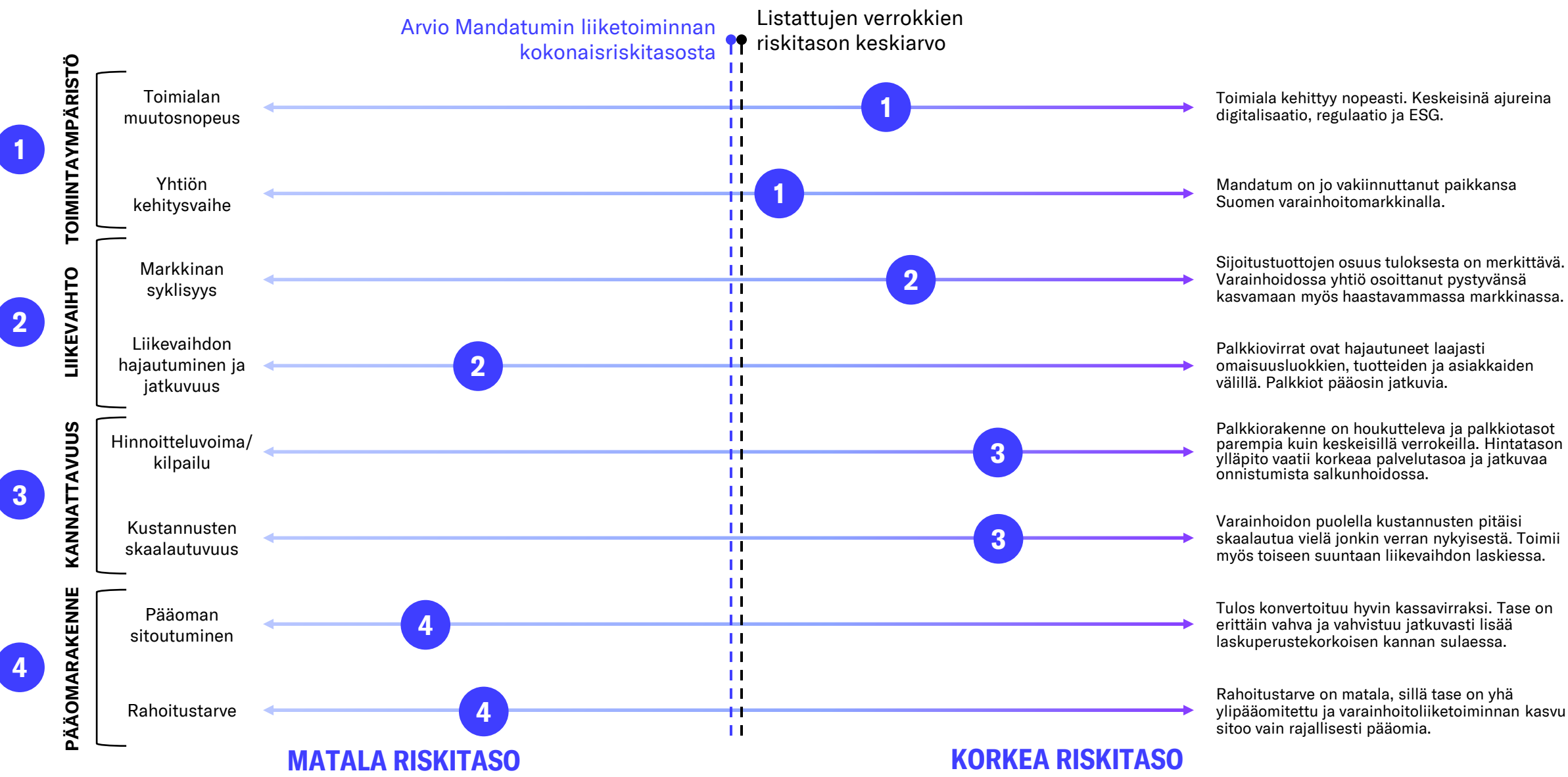


Varainhoitoyhtiöiden markkina-arvot* (MEUR)



*Tilanne 25.3.2025

Liiketoiminnan riskiprofiili



Sijoitusprofiili

1

Reilusti kasvupotentiaalia varainhoidossa, jossa Mandatumin asema on vahvistunut viime vuosina

2

Tase on erittäin vahva ja pääomaa vapautuu jatkuvasti lisää laskuperustekannan supistuessa

3

Pääomakevyt liiketoiminta mahdollistaa yhtäaikaaisesti vuolaan osingonjaon sekä operatiivisen liiketoiminnan kasvun

4

Laskuperustekorkokannan supistumisen takia konsernin tulos on rakenteellisesti laskussa vielä useita vuosia

5

Vahvan taseen myötä mahdollisuus osallistua pohjoismaisen varainhoitomarkkinan konsolidaatioon

Potentiaali

- Kasvu pääomakevyessä varainhoidossa
- Suhteellisessa kannattavuudessa selvää parannuspotentiaalia liikevaihdon kasvun myötä
- Korkojen nousun myötä laskuperustekorkoinen liiketoiminta on muuttunut selvästi aiempaa houkuttelevammaksi
- Pääoman vapautuminen laskuperustekorkokannasta sekä PE-sijoituksista
- Arvoa luovat yrityskaupat kotimaisella varainhoitosektorilla

Riskit

- Yhtiön tulos edelleen hyvin riippuvainen sijoitustuotoista
- Korkotason lasku heikentäisi vakavaraisuutta ja vaikeuttaisi laskuperusteisen liiketoiminnan hoitamista
- Henkivakuutustoiminnan riskit (etenkin biometriset riskit)
- Rahastojen hyvien tuottotasojen ylläpitäminen
- Haitalliset muutokset sijoitusvakuutusten verolainsäädännössä

Taloudellinen tilanne 1/2

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 sijoitussidonnaista vakuutustuotteista, joiden sisällä suurin osa hallinnoitavasta varallisuudesta on. Tämä johtuu siitä, että kirjanpitostandardien näkökulmasta näitä käsitellään vakuutussopimuksina, 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 näin ollen sen kokoa.

Kokonaisuutena Mandatumin taseen koko antaakin mielestämme väärän kuvan sen liiketoiminnan pääomatarpeista. Todellisuudessa vakuutussopimuksiin 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 valtaosa 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

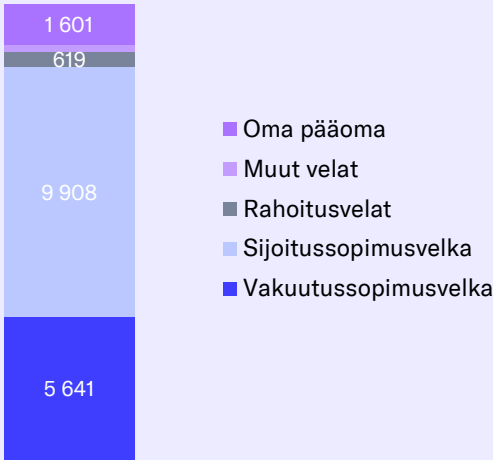
Mandatumin tase näyttää myös hyvin velkaiselta, sillä IFRS-taseen omavaraisuusaste on vain noin 9 %. Merkittävä osa veloista muodostuu kuitenkin sijoitussidonnaista vakuutuksista, joiden sijoitusriski on asiakkaalla. Näin ollen perinteisemmät tunnusluvut eivät anna hyvää kuvaa Mandatumin todellisesta taseasemasta. Järkevämpää onkin tarkastella yhtiön vakavaraisuutta vakuutusyhtiölle sovellettavien Solvenssi 2 -vaatimusten kautta.

Vaikka velkaisuuden perinteiset tunnusluvut eivät ole vakuutusyhtiön kohdalla kovin hyvin sovellettavissa, tulee korollista velkaa kuitenkin tarkastella yhtiön kannattavuuden näkökulmasta korkokulujen ollessa huomattavia.

Korollista velka Mandatumilla oli vuoden 2024 lopussa noin 640 MEUR. Tästä noin 300 MEUR oli Tier 2 -pääomalainaa, 21 MEUR vuokrasopimusvelkoja sekä 320 MEUR muuta korollista velkaa (lainoja pankeilta sekä Sammolta). Pankkilainoista noin 200 MEUR maksetaan pois Saxo Bankin osakkeiden myynnin yhteydessä vuoden 2025 aikana.

Lainojen maturiteettijakauma on hyvä, sillä jäljelle jäävistä lainoista Sammolta jakautumisen yhteydessä saatuja luottoja lyhennetään pääosin vasta usean vuoden kuluttua. Lisäksi uusi pääomalaina (Tier 2 -instrumentti) erääntyy vasta vuonna 2039. Uudenkaan rahoituksen 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.

Taseen velat ja oma pääoma
2024 (MEUR)



Taseen loppusumma (MEUR)



Taloudellinen tilanne 2/2

Vahva vakavaraisuus mahdollistaa 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. Markkinariskistä suurin osa selittyy laskuperustekorkoisen kannan sijoitusomaisuudella, mutta myös PE-sijoitusten (pääosin Saxo Bank ja Enento) pääomia sitova vaikutus on huomattava. Vastaavasti pääomakevyiden liiketoimintojen vaatimukset ovat selvästi matalammat ja mahdollistavat esimerkiksi varainhoidon korkean oman pääoman tuoton.

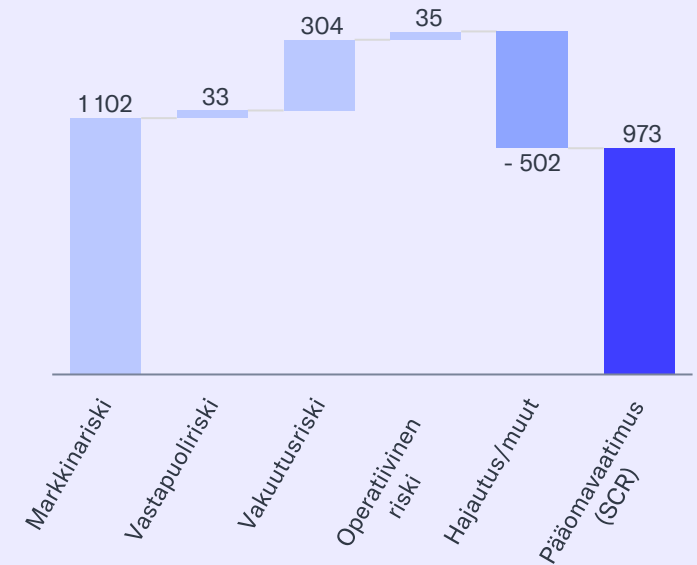
Vuoden 2024 lopussa Mandatumin Solvenssi 2 -suhde oli vahva 210 %. Vakavaraisuus on vahvistunut merkittävästi viimeisen vuosikymmenen aikana johtuen vahvasta tuloskehityksestä sekä yhtiön omista toimista (pääosin korkosijoitusten allokaation nousu, mikä laski omien varojen tarvetta). Mandatumin keskipitkän aikavälin tavoite on ylläpitää 170–200 %:n vakavaraisuussuhdetta, joten yhtiön tase on nykyisellään ylikapitalisoitunut. Odotamme Mandatumin keventävän tasettaan ensisijaisesti ylimääräisellä osingonjaolla, mutta myös yrityskaupat ovat mahdollisia. Yrityskauppojen kohdalla on toki mahdollista käyttää maksuvälineenä myös omaa osaketta, jolloin olennaista vaikutusta vakavaraisuuteen ei tule. Yrityskauppoja olemme käsitelleet tarkemmin raportin sivulla [32](#).

Tulevaisuudessa taseesta tulee vapautumaan vielä merkittävästi nykyistä enemmän ylimääräistä pääomaa, kun laskuperustekorkoinen kanta supistuu ja PE-sijoituksista irtaannutaan. PE-sijoituksista irtaantumisten ensimmäinen

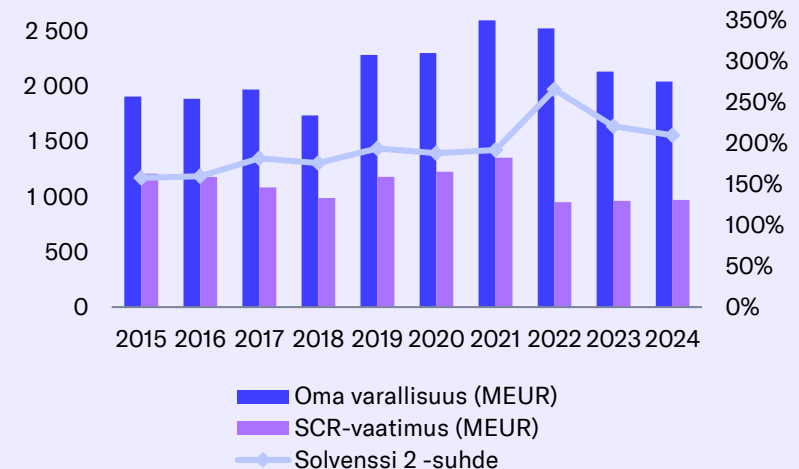
näytös on jo käsillä, sillä Mandatum on tiedottanut myyneensä omistamansa Saxon Bankin osakkeet. Vakavaraisuudessa tämä näkyy kuitenkin vasta kaupan toteutuessa – arviolta vuoden 2025 loppuun mennessä. Tällä on merkittävä positiivinen vaikutus vakavaraisuuteen, sillä yhtiö arvioi, että sen Solvenssi 2 -suhde olisi noussut 242 %:iin raportoidusta 210 %:sta, mikäli kauppa olisi toteutettu viime vuoden loppuun mennessä. Lähivuosina toteutuvalla Enenton osakkeiden myynnillä on Saxoa pienempi vaikutus, mutta yhtä kaikki nämä kasvattavat konsernin voitonjakokelpoisten varojen määrää laskuperusteisen kannan supistumisen ohella.

Yhtiö ei ole tarkemmin kommentoinut voitonjakosuunnitelmiaan (aiempi tavoite on jo vanhentunut), mutta odotamme tähän päivitystä kesällä 2025 järjestettävässä pääomamarkkinapäivässä. Arviomme mukaan voitonjako sidotaan jatkossa orgaanisen pääoman luontiin (tulokertymä + vapautuva vakavaraisuuspääoma). Näin ollen voitonjako tulee olemaan runsasta myös jatkossa. Taseen purkutalkoon saatiin kunnolla käyntiin jo tänä vuonna, kun yhtiö esitti viime tilikaudelta maksettavaksi selvästi nettotulosta korkeampaa osinkoa. Vuodelta 2024 maksettava 0,66 euron osakekohtainen osinko sekä vuodelta 2023 maksettu 0,33 euron osakekohtainen osinko vastaavatkin yhdessä konsernin orgaanisen pääoman luontia kyseisiltä vuosilta (vuonna 2022 0,54€ ja vuonna 2023 0,44€).

Mandatumin vakavaraisuusvaatimuksen muodostuminen (MEUR)



Mandatumin vakavaraisuus



Ennusteet 1/5

Sijoitustuotot ovat yhä tärkein tulokomponentti

Mandatumin tulos koostuu neljästä komponentista:

- 1) palkkiotuloksesta (varainhoidon ja sijoitussidonnaisten vakuutuksien tulos),
- 2) riskihenkivakuuttamisen tuloksesta,
- 3) nettorahoitustuloksesta (PE-sijoitusten tuotot ja laskuperustekorkoisen kannan sijoitustulos),
- 4) muut-segmentistä (pääosin lainojen korot ja konsernikulut).

Sijoitustuotot näyttelevät vielä toistaiseksi suurinta osaa Mandatumin tuloksesta, mutta suunta on laskeva. Varainhoidon tulos taas jatkaa ennusteissamme selvässä kasvussa, ja tämän kohdalla kysymys on lähinnä kulmakertoimen jyrkkyydestä. Riskihenkivakuutuksen tulostilanne on lähivuosille vakaa ja sen rooli konsernin tuloksessa on varsin pieni. Muut-segmentin pitäisi tehdä kohtalaisen reipasta tappiota segmentin koostuessa pääosin kulueristä.

Vaikka varainhoidon kasvunäkymä on hyvä, hautaa laskuperustekorkoisen liiketoiminnan supistuminen tämän tulosvaikutuksen alle. Ennusteissamme Mandatumin konsernitason tulos onkin rakenteellisesti laskeva vielä useita vuosia. Toki tarkastelussa on huomioitava, että yksittäisinä vuosina tulos voi nousta selvästikin, jos sijoitussalkun tuotto on vahvaa. Trendi osoittaa joka tapauksessa alaviistoon vielä tovin. 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. Sijoittajan kannalta tärkeimmät

seurattavat muuttujat Mandatumin osalta ovatkin:

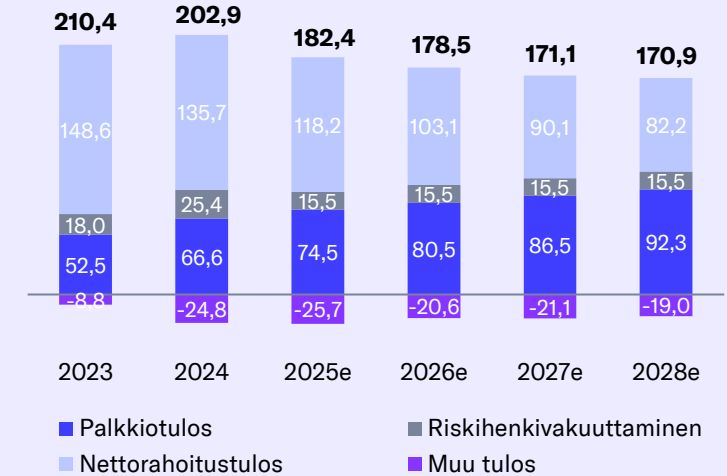
- 1) hallinnoitavan varallisuuden ja jatkuvien palkkioiden kasvu,
- 2) jatkuvien palkkioiden pohjautuvan kannattavuuden kehitys (kulu/tuotto-suhde) sekä
- 3) rahastojen sijoitusmenestys (korreloi pitkässä juoksussa uusmyynnin kanssa).

Ennusteiden taustaoletukset

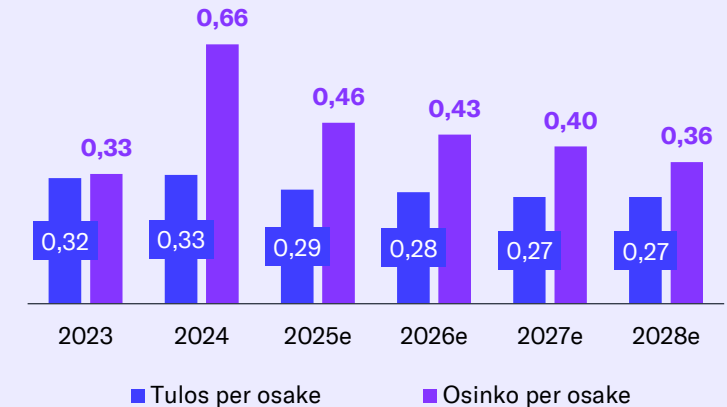
Arviomme mukaan markkinatilanne säilyy lähivuosina Mandatumin kannalta vähintään kohtuullisena. Vaikka pääomamarkkinan tilanne onkin aiheuttanut väliaikaista vastatuulta erityisesti vaihtoehtoisille sijoituksille, ovat Suomen varainhoitomarkkinan pitkän aikavälin fundamentit edelleen vahvat. Varainhoitomarkkina tulee Suomessa jatkamaan ripeää kasvuaan, kun uutta varallisuutta syntyy jatkuvasti ja yhä suurempi osa varallisuudesta siirtyy ammattimaisen varainhoidon piiriin. Mandatum on myös asemoitunut erinomaisesti 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 huomioda, että emme ennusta muutoksia yleisessä markkinasentimentissä tai pääomamarkkinoiden arvonkehityksessä, vaan sijoitustuottojen sekä hallinnoitavien varojen arvonmuutosten ennusteemme perustuvat arvioomme näiden alaisten omaisuususerien keskimääräisistä vuosituotoista.

Mandatumin tulos ennen veroja (MEUR)



EPS ja osinko per osake



Ennusteet 2/5

Ennustemuutokset

Olemme tehneet raportin yhteydessä operatiivisiin ennusteisiimme pieniä muutoksia, joista keskeisimmät ovat:

- Saxo Bankin myynnillä on negatiivinen vaikutus lähivuosien nettorahoitustulokseen pankin maksamien osinkojen poistuessa. Samalla Mandatum kuitenkin maksaa pois 200 MEUR:n pankkilainan. Tämä laskee konsernin rahoituskuluja, mikä osittain kompensoi Saxon osinkojen poistumisen tulosvaikutuksen.
- Palkkiotuloksen kasvuoletuksemme ovat maltillisesti nousseet myyntinäkömään ollessa edelleen hyvä. Lisäksi kulujen skaalautuminen tukee tuloskasvua.
- Huomioimme myös ennusteissamme Q1'25:n aikana selvästi nousseet markkinakorot, joilla pitäisi olla positiivinen vaikutus nettorahoitustulokseen.

Kokonaisuudessaan ennusteemme Mandatumin tulokseksi ennen veroja laski 5 % vuoden 2025 osalta, kun taas 2026–2027 konsernitason ennusteemme pysyivät käytännössä ennallaan.

Suurimmat muutokset kohdistuivat kuitenkin osinkoennusteisiimme, jotka nousivat selvästi. Arvioimme nyt yhtiön jakavan vuosittain ulos koko organisaation pääoman luonnin (tulokertymä + laskuperusteisen kannan supistumisesta vapautuva pääoma), mitä myös kesän pääomamarkkinapäivällä päivitettävän uuden voitonjakopolitiikan tulisi heijastella. Tämä nosti lähivuosien voitonjakoennusteitamme. Pidemmän aikavälin osinkoennusteemme puolestaan nousivat huomioimaan korotetun arviomme jakokelpoisten varojen kertymästä.

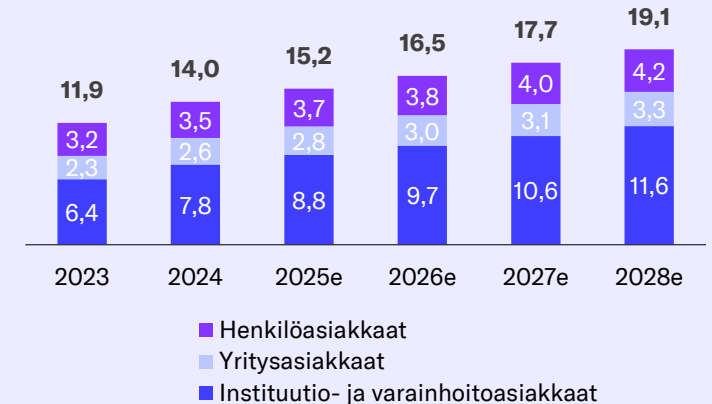
Palkkiotulos kasvaa uusmyynnin tuella

Mandatumin palkkiotulos on kehittynyt pörssitaipaleen aikana vahvasti, keskimäärin yli 20 % vuosina 2022–2024.

Tuloskasvua on selittänyt hallinnoitavien varojen kasvun ohella parantunut kannattavuus, joka on ottanut selkeitä harppauksia viime vuosina. Tämä selittyy käsityksemme mukaan muun muassa tulosvaikutteisesti kirjatuilla IT-panostuksilla, joiden tulosrasitus on viime vuodet ollut laskussa. Näin ollen näistä ei ole syytä odottaa olennaista kulujen kasvua tulevaisuudessa. Odotamme kulutehokkuudessa edelleen lähivuosina maltillista parantumista, mikä on toki alisteinen palkkiotuottojen kasvulle. Toisaalta arvioimme Mandatumin palkkiomarginaaleissa (palkkiotuotot/AUM) olevan maltillista painetta alaspäin muun varainhoitomarkkinan tapaan. Näiden tekijöiden seurauksena Mandatumin palkkiotuloksen pitäisi kasvaa pidemmällä aikavälillä suunnilleen linjassa hallinnoitavien asiakasvarojen kehitykseen.

Lähivuosien suurin kysymys liittyy korkotuotteiden kysyntänäkömään, sillä näiden myynti on viime vuosina sujunut erityisen hyvin. Vaikka arvioimme näiden käyvän hyvin kaupaksi myös jatkossa, oletamme myynnin jäävän hieman viime vuosina nähtyä erinomaista tasoa maltillisemmaksi. Korkotuotteista lyhyen koron rahastot ovat arvioimme mukaan kaikista alttiimpia matalille koroille, sillä asiakkaiden näkökulmasta näiden hyöty pankkitalletuksiin nähden on matala. Korkeampikorkoisemmilla tuotteilla (joita Mandatumilla on reilusti) taas on paljon vakaampi kysyntä korkotasosta riippumatta, sillä näiden riskipreemiot pitävät nimellistuotot järkevillä tasoilla. Myös regulaatiosta (mm. pääoma- ja likviditeettivaatimukset) johtuen korkotuotteille riittää kysyntää markkinatilanteesta riippumatta. Näin ollen arvioimme korkotason vaikuttavan Mandatumin korkorahastojen kysyntänäkömään varsin rajallisesti, jolloin rahastojen tuottotasot nousevat tätä suurempaan rooliin.

Hallinnoitavien varojen ennusteet (mrd. euroa)



Mandatumin nettomerkinnot segmenteittäin (MEUR)



Ennusteet 3/5

Hyvästä sijoitusmenestyksestä johtuen Mandatumilla pitäisikin olla hyvät edellytykset jatkaa hyvää uusmyynnin kehitystään instituutionaalisissa sekä varainhoitoasiakkaissa, ja nämä asiakassegmentit vastaavatkin ennusteissamme suuresta osasta uusmyyntiä. Yritysasiakkailta odotamme kohtalaista myyntiä muun markkinan mukana, kun taas henkilöasiakkaiden suhteen odotuksemme ovat hyvin maltilliset Danske Bank -yhteistyön volyymien oltua vaatimattomalla tasolla jo pitkään. Yritysasiakaspuolella on syytä huomioida, että Mandatumin on vaikea kasvaa merkittävästi johtuen sen korkeasta markkinaosuudesta. Tuotteista parhaiten myyvät ennusteissamme korko- ja allokaatiotuotteet, kun taas vaihtoehtotuotteiden puolella kysyntänäkymä on arviomme mukaan pääosin kohtalaisen vaisu ja kiinteistöissä edelleen heikko.

Mandatumin uusmyynnin odotamme yltävän kuluvana vuonna 5 %:n tavoitetasolle suhteessa edellisvuoden lopun pääomiin, mutta laskevan tämän jälkeen asteittain sillä jatkuvasti kasvavat vertailuluvut tekevät yhtiön prosentuaalisesta tavoitteesta haastavamman saavuttaa. Odotamme euromääräisen myynnin kuitenkin säilyvän keskimäärin vahvalla 700 MEUR:n tasolla. Uusmyynnin ohella arvomuutokset (keskimäärin ~4 %) kasvattavat hallinnoitavaa varallisuutta jokaisessa segmentissä.

Edellä olevien tekijöiden seurauksena palkkiotulos kasvaa ennusteissamme keskimäärin 9 % vuosina 2024–2027 ja tästä eteenpäinkin yli 5 %:n vuosivauhtia. Tarkemmat ennusteemme löytyvät raportin sivun [42](#) taulukosta.

Riskihenkivakuuttaminen kehittyy tasaisesti

Mandatumin riskihenkivakuuttamiselta odotamme tasaista kehitystä, sillä emme odota markkinan kasvavan tai toimijoiden välisten markkinaosuuksien olennaisesti

muuttuvan.

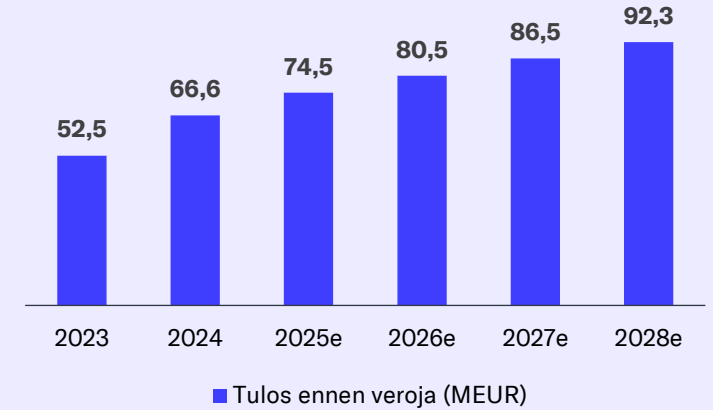
Viime vuosina riskihenkivakuuttamisen tulos on saanut kertaluonteista nostetta kannanluovutuksesta lähtien, jolloin historialluvut näyttävät liiketoiminnan todellista kannattavuustasoa paremmilta. Ennusteissamme riskihenkivakuuttamisen tulos tulee jatkossa puhtaasti palkkiomarginaalin (CSM) purusta, jonka arvioimme olevan vuosittain keskimäärin noin 15–16 MEUR. Liiketoiminnan luonteesta johtuen kannattavuudessa on kuitenkin syytä odottaa vaihtelua erityisesti vakuutuskorvausten ajoittumisesta johtuen.

Nettorahoitustulos heiluttaa konsernilukuja

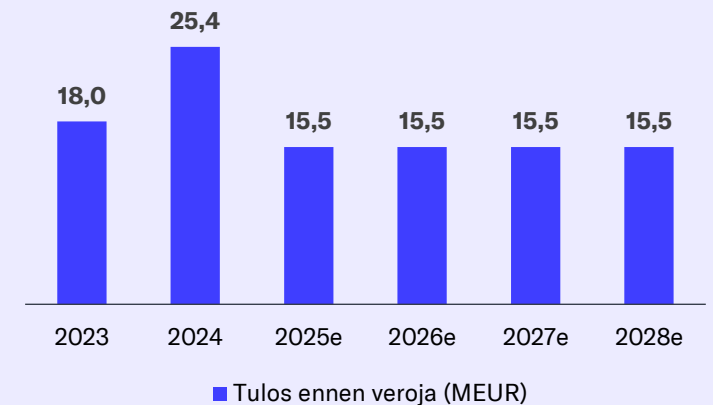
Nettorahoitustulos muodostuu laskuperusteisen kannan sijoitustoiminnan tuloksesta sekä konserni muiden tasesijoitusten (PE-sijoitukset) tuotoista. Laskuperustekorkoinen liiketoiminta on Mandatumin selvästi suurin ja volatiilein tuloserä, jota sijoitussalkun tuotot kvartaaleittain heiluttavat. Suurin painoarvo on korkosijoituksilla, jotka muodostavat noin 80 % salkusta.

Korkotason muutosten aiheuttama tulosvaikutus ei kuitenkaan ole järin dramaattinen, sillä laskuperustekorkoisen kannan vakuutusvelka arvostetaan käypään arvoon. Näin ollen korkojen muutoksesta johtuva korkosijoitusten arvomuutos valtaosin kumoutuu vastaavan suuruisella muutoksella vakuutussopimusvelassa. Korkosijoitusten lisäksi Mandatum on suojannut korkoriskiään johdannaisilla. Täydellinen suoja ei ole, mutta eliminoi korkojen muutoksista johtuvan suurimman heilunnan nettorahoitustuloksessa. Korkoriskiä on tällä hetkellä laskeviin korkoihin, joten tuloskehitys saisi maltillista tukea korkotason noususta.

Palkkiotuloksen ennusteet



Riskihenkivakuuttamisen tulosenusteet



Ennusteet 4/5

Vaikka korkomuutosten vaikutus on kohtalaisen maltillinen, heiluttavat osake- ja vaihtoehtosijoitusten tuottojen muutokset jonkin verran sijoitustoiminnan tulosta. Joka tapauksessa tämän erän ennustettavuuden pitäisi olla muutaman vuoden tähtäimellä kohtalaisen hyvä.

Laskuperustekorkoisen kannan sijoitustoiminnan sekä koko nettorahoitustuloksen suunta osoittaa tiukasti alaviistoon, sillä sijoitussalkun koko supistuu ennusteissamme samaa tahtia laskuperustekorkoisen kannan vastuiden kanssa. Lisäksi korkosijoitusten osuus jatkaa ennusteissamme kasvuaan, sillä korkoympäristössä tuotto-odotus sitoutuneelle pääomalle on selvästi korkein. Pääomavaatimusten eroista johtuen esimerkiksi listaamattomien osakesijoitusten tulisi tuottaa 4 %:n korkotasolla lähemmäs 30 %, jotta pääoman tuoton näkökulmasta tilanne olisi sama. 2 %:n korkotuotoilla listaamattomilta sijoituksilta vaadittu tuotto-odotus olisi enää noin 14 %, joten laskelma havainnollistaa hyvin, miten korkojen nousu on nostanut korkosijoitusten ja laskuperustekorkoisen liiketoiminnan houkuttelevuutta. Vaikka sijoitusten painottuminen vahvemmin korkoihin laskeekin salkun nimellistä tuotto-odotusta, on tuotto omalle pääomalle siis aiempaa parempi. Samalla vapautuvia vakavaraisuuspääomia voidaan jakaa omistajille osinkoina. Muutos ei kuitenkaan tapahdu nopeasti, sillä likviditeetti vaihtoehtoisissa sijoituksissa on varsin heikkoa.

Asteittaisista muutoksista huolimatta laskuperustekorkoisen kannan sijoitussalkun tuotto-odotus on ennusteissamme varsin vakaa 4,3–5,2 %, joka tulee pitkälti korkosijoituksille saatavista tuotoista. Mandatumin sijoitustuottojen pitäisikin olla hyvällä tasolla myös lähivuosina.

Muu tulos kostuu pääosin kuluista

Pääosin rahoituskuluista sekä operatiivisille liiketoiminnoille

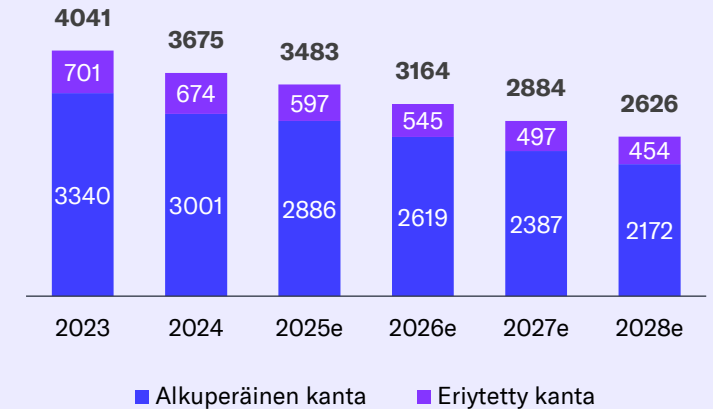
allokoimattomista konsernikuluista muodostuva Muu tulos kirjaa kuluvalle vuodelle noin 26 MEUR:n tappion. Tämän jälkeen tappion määrä kuitenkin supistuu ennusteissamme noin 20 MEUR:oon, kun konsernin velkamäärä laskee Saxon hankintaan nostetun 200 MEUR:n pankkilainan takaisinmaksun johdosta. Konsernikulujen odotamme kasvavan vain maltillisesti tämän koostuessa arviomme mukaan pääosin varsin kiinteistä kulueristä.

Konsernitason tulos laskee rakenteellisesti vuosia

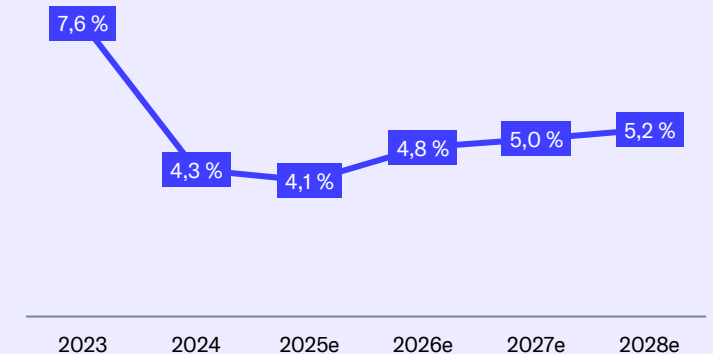
Ennusteidemme lopputulemana odotamme Mandatumin tuloksen ennen veroja olevan kuluvana vuonna reilu 182 MEUR ja laskevan tältä tasolta asteittain nettorahoitustuloksen mukana. Kuluva vuoden ensimmäisen kvartaalin tulos saa tukea nousseista markkinakoroista, joten alkuvuoden tulos on ennusteissamme normaalia korkeampi. Nettorahoitustuloksen painoarvo on lähivuosina yhtiön tuloseristä yhä selvästi suurin, mutta vuoteen 2028 mennessä tämän osuuden tulisi laskea jo alle puoleen. Tästä eteenpäin Mandatumin tuloksen jakauma paranee jatkuvasti, kun samalla varainhoitoon ja sijoitusratkaisuihin liitännäinen palkkiotulos jatkaa hyvää kasvuaan. Varainhoidon tulospääasien kompensoi täysimääräisesti sijoitustuottojen laskun ennusteissamme vasta vuosikymmenen taitteessa, jonka jälkeen tuloksen pitäisi kääntyä hiljalleen kasvuun.

Veroasteen odotamme olevan 20 %, joten nettotulos supistuu ennusteissamme samaa tahtia kuin konsernin tulos ennen veroja. Verojen osalta on kuitenkin huomioitava, että sijoitustuottojen verotuskäytännöistä johtuen (veroja maksetaan lähtökohtaisesti vain realisoituneista voitoista) efektiivinen veroaste tulee todennäköisesti heilumaan hieman vuosittain.

Laskuperusteisen kannan vakuutusvelan ennusteet (MEUR)



Laskuperusterkokoisen liiketoiminnan sijoitussalkun tuotto-%



Ennusteet 5/5

Voitonjako säilyy vuolaana

Mandatumin vakavaraisuus on tällä hetkellä yli tavoitetason, sillä yhtiön Solvenssi 2 -suhde oli vuoden 2024 lopussa 210 % (tavoite 170–200 %). Näin ollen jakokelpoista varallisuutta löytyy rutkasti, minkä lisäksi pääomia vapautuu laskuperustekorkoisen kannan supistuessa ja PE-sijoituksista irtaannuttaessa. Voitonjako onkin yhtiön sijoitustarinassa poikkeuksellisen suuressa roolissa, sillä konsernin tulos on ennusteissamme rakenteellisesti laskeva vielä vuosia. Näin ollen myös osakkeen kokonaistuotto nojaa vahvasti osinkotuottoon.

Odotamme Mandatumin purkavan ylivahvaa tasetaan ensisijaisesti osingoilla, sillä emme pidä realistisena, että yrityskauppoihin kyettäisi (tai edes haluttaisi) allokoida näin suuria pääomia. Pidämme yrityskauppoja toki hyvinkin mahdollisina, mutta Mandatumin arvonn kannalta eroa syntyy vain, jos yrityskauppojen tuotto-odotus on korkeampi tai matalampi kuin yhtiön pääoman kustannus. Mielestämme toimialalla yrityskauppojen arvonnluontiedellytykset ovat selvästi keskimääräistä paremmat, mutta ilman tarkempia tietoja mahdollisista kohteista tai yrityskauppojen todennäköisyydestä emme näe perusteltuna olettaa näistä olennaista arvonnluontia. Lisäksi todennäköisten järjestelyiden kokoluokka jää yhtiön mittakaavassa maltilliseksi.

Näillä oletuksilla ei arvonnäärityksen kannalta lopulta ole olennaista eroa sillä, jaetaanko varat osinkoina vai käytetäänkö nämä kasvuun yrityskaupoilla. Taseen ylipääomituksen purkamista pidämme kuitenkin hyvin todennäköisenä, sillä Mandatum on liputtanut tahtotilastaan ajaa yhtiön vakavaraisuus tavoitehaarukan sisälle muutaman vuoden tähtäimellä. Voitonjakoennusteemme perustuvat oletukselle, että Solvenssi 2 -vakavaraisuus

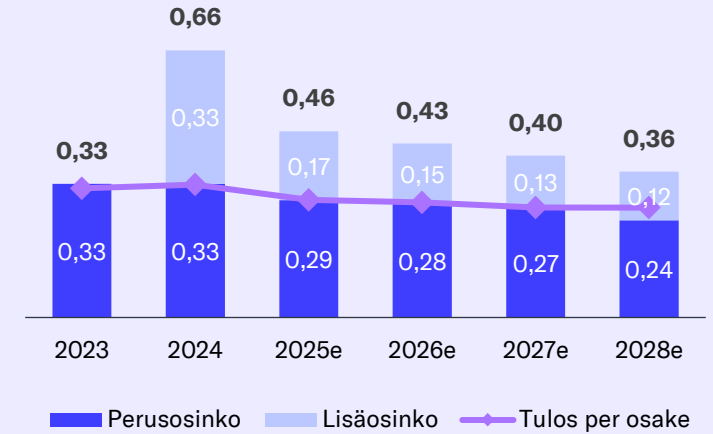
lasketaan suunnilleen tavoitehaarukan keskikohtaan eli 185 %:iin.

Mandatumilla ei ole tällä hetkellä vakavaraisuustavoitteen lisäksi virallista voitonjakopolitiikkaa, mutta arvioimme yhtiön jakavan jatkossa ulos suunnilleen orgaanisen pääoman luonnista syntyvät varat. Orgaaninen pääoman luonti kattaa liiketoiminnan luoman oman varallisuuden (tulokertymä) ohella vakavaraisuuspääomavaatimuksen alenemisen. Tästä saatiin esimakua, kun vuosien 2023–2024 aikana luotu orgaaninen pääoma esitettiin kokonaisuudessaan jaettavaksi osinkona tilikaudelta 2024.

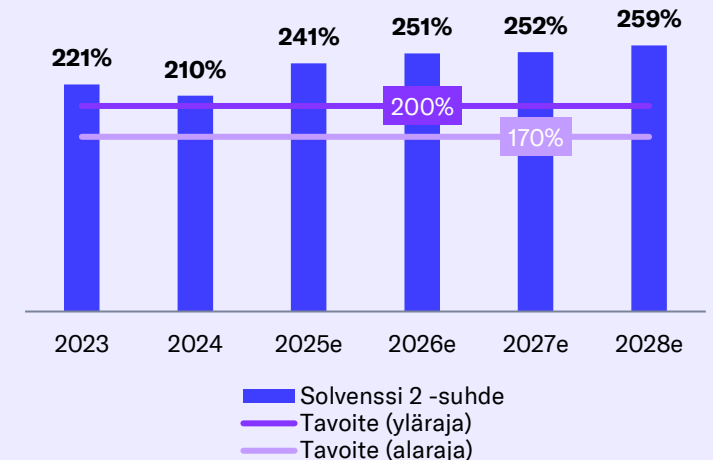
Jaamme osinkoennusteissamme osingon perusosinkoon sekä lisäosinkoon. Perusosinkoa odotamme yhtiön jakavan lähivuosina koko osakekohtaisen tuloksensa verran, kun taas lisäosinko on sidottu laskuperustekorkoisen kannan supistumisesta johtuvaan pääoman vapautumiseen. PE-sijoituksien myynnistä syntyvän ylimääräistä pääomaa emmekä toistaiseksi ole sisällyttäneet voitonjakoennusteisiimme. Näin ollen todellinen voitonjako voi olla selvästi ennusteitamme korkeampi, vaikka osakkeen arvoon tällä ei olisikaan vaikutusta, sillä olemme toki huomioineet tämän arvonnäärityksessämme. Kokonaisuudessaan odotamme Mandatumilta selvästi kirjanpidon tulosta korkeampaa voitonjakoa pitkälle tulevaisuuteen.

Likviditeetinkään ei pitäisi muodostua yhtiölle voitonjaon hidasteeksi, sillä laskuperustekorkoisen kannan supistumisen vapauttamia pääomia voidaan irrottaa sijoitussalkusta ja PE-sijoituksista kotiutuu myynnin yhteydessä käteisvaroja. Likviditeettiä on toki mahdollista säätää tarvittaessa myös velkarahalla, sillä Mandatumin pääomavaatimus on sidottu pääosin taseen varoihin sekä liiketoiminnan operatiivisiin kuluihin.

Voitonjakoennusteet



Vakavaraisuuden ennusteet



Ennusteiden yhteenveto

Tuloslaskelma	2023	Q1'24	Q2'24	Q3'24	Q4'24	2024	Q1'25e	Q2'25e	Q3'25e	Q4'25e	2025e	2026e	2027e	2028e
Palkkiotulos	52,5	15,2	14,7	18,1	18,6	66,6	18,4	18,5	18,7	18,9	74,5	80,5	86,5	92,3
Vakuutuspalvelutulos	31,3	7,2	7,4	8,4	7,1	30,1	7,0	7,0	7,0	7,0	28,0	28,0	28,0	28,0
Tulos sijoitussopimuksista	21,3	8,0	7,3	9,7	11,5	36,5	11,4	11,5	11,7	11,9	46,5	52,5	58,5	64,3
Riskihenkivakuuttamisen tulos	18,0	2,2	11,9	9,1	2,2	25,4	3,9	3,9	3,9	3,9	15,5	15,5	15,5	15,5
Nettorahoitustulos	148,6	29,9	55,1	27,0	23,7	135,7	43,5	23,4	25,8	25,5	118,2	103,1	90,1	82,2
Muu tulos	-8,8	-0,6	-5,8	-9,0	-9,4	-24,8	-6,6	-6,6	-6,4	-6,1	-25,7	-20,6	-21,1	-19,0
Tulos ennen veroja	210,4	46,7	75,8	45,2	35,1	202,9	59,2	39,1	42,0	42,2	182,4	178,5	171,1	170,9
Verot	-50,0	-9,1	-18,1	-8,7	-2,2	-38,0	-11,8	-7,8	-8,4	-8,4	-36,5	-35,7	-34,2	-34,2
Nettotulos	160,4	37,9	57,8	36,4	32,9	164,9	47,4	31,2	33,6	33,8	146,0	142,8	136,8	136,8
Osakekohtainen tulos (EPS)	0,32	0,08	0,12	0,07	0,07	0,33	0,09	0,06	0,07	0,07	0,29	0,28	0,27	0,27
Osinko per osake	0,33	-	-	-	-	0,66	-	-	-	-	0,46	0,43	0,40	0,36
Orgaaninen pääoman luonti per osake	0,54	-	-	-	-	0,44	-	-	-	-	0,46	0,44	0,40	0,39
Oma pääoma (IFRS)	1599	-	-	-	-	1601	-	-	-	-	1415	1327	1247	1183
Oman pääoman tuotto	10,0 %	-	-	-	-	10,3 %	-	-	-	-	10,3 %	10,8 %	11,0 %	11,6 %
Hallinnoitava varallisuus (AUM)	2023	Q1'24	Q2'24	Q3'24	Q4'24	2024	Q1'25e	Q2'25e	Q3'25e	Q4'25e	2025e	2026e	2027e	2028e
Konsernin asiakasvarat (mrd. euroa)	11,9	12,5	13,0	13,3	14,0	14,0	14,3	14,6	14,9	15,2	15,2	16,5	17,7	19,1
Instituutionaaliset ja varainhoitoasiakkaat	6,4	6,7	7,0	7,2	7,8	7,8	8,1	8,3	8,5	8,8	8,8	9,7	10,6	11,6
Yritysassiakkaat	2,3	2,4	2,5	2,5	2,6	2,6	2,6	2,7	2,7	2,8	2,8	3,0	3,1	3,3
Henkilöasiakkaat	3,2	3,4	3,5	3,5	3,5	3,5	3,6	3,6	3,7	3,7	3,7	3,8	4,0	4,2
Konsernin palkkiotuotot (MEUR)	138,4	36,6	39,2	37,9	39,3	153,0	42,4	42,0	44,3	45,2	173,8	190,2	205,3	220,9
Vakavaraisuus	2023	Q1'24	Q2'24	Q3'24	Q4'24	2024	Q1'25e	Q2'25e	Q3'25e	Q4'25e	2025e	2026e	2027e	2028e
Solvenssi 2 -suhde	221 %	216 %	224 %	224 %	210 %	210 %	205 %	209 %	216 %	241 %	241 %	251 %	252 %	259 %
Solvenssi 2 omat varat (MEUR)	2140	2158	2173	2198	2048	2048	2048	2048	2048	1963	1963	1889	1825	1780
Vakavaraisuuspääomavaatimus (SCR)	966	997	970	980	973	973	1001	979	949	813	813	752	723	687
Ylimääräinen pääoma tavoitetasolla*	353	314	379	383	249	249	196	237	293	458	458	497	487	508
Ylimääräinen pääoma per osake tavoitetasolla*	0,70	0,62	0,75	0,76	0,49	0,49	0,39	0,47	0,58	0,91	0,91	0,99	0,97	1,01

*Tavoitetasona käytetty yhtiön vakavaraisuustavoitteen (170–200%) keskikohtaa

Ennustemuutokset

Ennustemuutokset	2025e	2025e	Muutos	2026e	2026e	Muutos	2027e	2027e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Palkkiotulos	73,1	74,5	2 %	77,7	80,5	4 %	82,4	86,5	5 %
Riskihenkivakuutuksen tulos	15,5	15,5	0 %	15,5	15,5	0 %	15,5	15,5	0 %
Nettorahoitustulos	130,5	118,2	-9 %	112,4	103,1	-8 %	94,3	90,1	-4 %
Muu tulos	-26,7	-25,7	4 %	-26,6	-20,6	23 %	-19,2	-21,1	-10 %
Tulos ennen veroja	192,4	182,4	-5 %	179,0	178,5	0 %	172,9	171,1	-1 %
Osakekohtainen tulos (EPS)	0,31	0,29	-5 %	0,28	0,28	0 %	0,28	0,27	-1 %
Osinko per osake	0,40	0,46	15 %	0,36	0,43	19 %	0,34	0,40	18 %

Lähde: Inderes

Arvonmääritys 1/3

Olemme haarukoineet Mandatumin arvoa osinkomallin kautta, sillä se huomioi parhaiten yhtiön korkean voitonjakosuhteen sekä edessä olevan ylipääomitetun taseen purkamisen. Mandatumin tuotto-odotus nojaa hieman poikkeuksellisesti korkeaan osinkotuottoon, sillä ennusteillamme tuloskehitys osoittaa alaviistoon vielä useita vuosia. Tuloksen jakauman tulisi kuitenkin parantua painopisteen siirtyessä rakenteellisesti laskevasta laskuperustekorkoisen kannan liiketoiminnasta kasvavaan pääomakevyeen liiketoimintaan.

Osinkomallimme indikoi osakkeen olevan jo täyteen hinnoiteltu, joten sijoittajan tuotto-odotus jää nykytasolla riittämättömäksi. Osakekurssi on myös lähempänä yhtiölle määrittämämme käyvän arvon haarukan (5,1–5,7) ylälaitaa. Korkeampi arvo vaatisi ennen kaikkea nykyisiä ennusteitamme voimakkaampaa tuloskasvua varainhoidossa.

Myös osien summa -analyysi saa tarkastelussamme huomiota, mutta käytämme tätä vain osinkomallia tukevana menetelmänä. Osien summa -laskelma havainnollistaakin hyvin, miten Mandatumin arvo on jakautunut sen eri osien kesken.

Kerroin pohjaisen arvonmäärityksen käyttökelpoisuutta heikentää rakenteellisesti vielä useita vuosia laskeva tulos, jota kompensoidaan voitonjaon kautta. Esimerkiksi Mandatumin korkea tasepohjainen hinta (P/B 2,0x) suhteessa oman pääoman tuottoon (2025e: 10,3 %) selittyy pitkälti yhtiön ylivahvalla taseella, sillä alla olevat operatiiviset liiketoiminnot tuottavat sitoutuneelle pääomalle yli pääoman kustannuksen. Myöskään verrokkianalyysi ei ole Mandatummille optimaalinen, sillä alaviistoon osoittavan tulostrendin lisäksi

laskuperustekorkoisen kannan huomattava tulososuus tekee vertailun keskeisiin verrokkeihin haastavaksi. Näiden haasteiden takia suosittellemekin sijoittajaa keskittymään ennen kaikkea osinkomalliin.

Osinkomalli on ensisijainen arvonmääritysmenetelmä

Osinkomalli (DDM) toimii mielestämme Mandatummille erittäin hyvin johtuen yhtiön matalista investointitarpeista (ja siten korkeasta voitonjakosuhteesta) sekä ylivahvasta taseesta, jota yhtiö purkaa laskuperustekorkokannan asteittain pienentyessä sekä PE-sijoituksista irtauduttaessa. Osinkomallimme huomioi operatiivisten liiketoimintojen tuottaman tuloksen lisäksi taseen purusta syntyvän ylimääräisen pääoman, joten menetelmä antaa mielestämme varsin hyvän kuvan Mandatumin käyvästä arvosta. Pidämme myös osinkomallia Mandatumin ensisijaisena arvonmääritysmenetelmänä.

Osinkomallissamme olemme hahmotelleet Mandatumin tuloksen kehitystä myös pidemmällä aikavälillä. Oletustemme lopputulemana konsernin tulostaso laskee noin 130 MEUR:oon 2030-luvulle tultaessa, minkä jälkeen varainhoidon kasvun pitäisi jo kompensoida laskuperustekorkoisen kannan supistumisen. Yhtiön tase on vahva ja vakavaraisuus yli tavoitetason, joten odotamme Mandatumin jakavan lähivuosina selvästi raportoitua tulosta korkeampaa osinkoa. Lisäksi olemme huomioineet ylimääräiset varat, joita PE-sijoituksista irtaantuminen aikanaan kasvattaa nykyisen ylipääomituksen lisäksi. Näitä emme ole kuitenkaan sisällyttäneet osinkoennusteisiimme, vaan huomioimme nämä laskelmassa Mandatumin oman pääoman arvoa kasvattavana ylimääräisenä pääomana.

Soveltamamme oman pääoman tuottovaatimus on 8,7 %, joka on varainhoitajista koostuvan verrokkiryhmän alhaisin.

Osaketuoton ajurit 2024–2027e

Positiivinen Neutraali Negatiivinen



Arvonmääritys 2/3

Terminaalijakson kasvuolettamana olemme käyttäneet 1,5 %, sillä vuoteen 2033 mennessä pääomakevyiden liiketoimintojen laskun pitäisi jo enemmän kuin kompensoida selvästi supistuneen laskuperusteisen korkokannan negatiivinen vaikutus tuloskehitykseen. Toisaalta laskuperustekorkoista kantaa on ennusteissamme vielä tässä kohtaa jäljellä, joten kannan supistuminen loiventaa vielä jonkin aikaa varainhoidon kasvun tulosvaikutusta.

Osinkomallimme mukainen arvo Mandatumin osakkeelle on noin 5,4 euroa osakkeelta (aik. 4,8€). Nousu edellisestä päivityksestämme selittyy muutoksilla voitonjakoennusteissamme. Ennusteemme eivät sisällä mahdollisia yritysostoja, joita pidämme lähivuosina hyvinkin mahdollisina. Vaikka uskommekin edellytysten arvoa luoviin yritysjärjestelyihin olevan keskimääräistä paremmat, olemme arvonmäärityksessämme olettaneet näiden vaikutuksen neutraaliksi (investointien tuotto-odotus on yhtä suuri kuin oman pääoman tuottovaatimus). Suurimmat ennusteriskit sen sijaan liittyvät sijoitussalkun tuottokehitykseen sekä varainhoidon kasvuun.

Osien summa avaa ennen kaikkea arvon jakautumista

Osien summa -laskelmassa olemme jakaneet Mandatumin liiketoiminnan 1) pääomakevyeen liiketoimintaan, 2) laskuperustekorkoiseen liiketoimintaan sekä 3) muihin eriin, jotka muodostuvat PE-sijoituksista, taseen nykyisestä ylimääräisestä pääomituksista sekä konsernikulujen nykyarvosta. Osien summa -laskelmamme mukainen arvo Mandatummille on 5,1–5,7 euroa per osake (keskikohta 5,4 €), mikä vastaa erittäin hyvin osinkomallimme lopputulemaa.

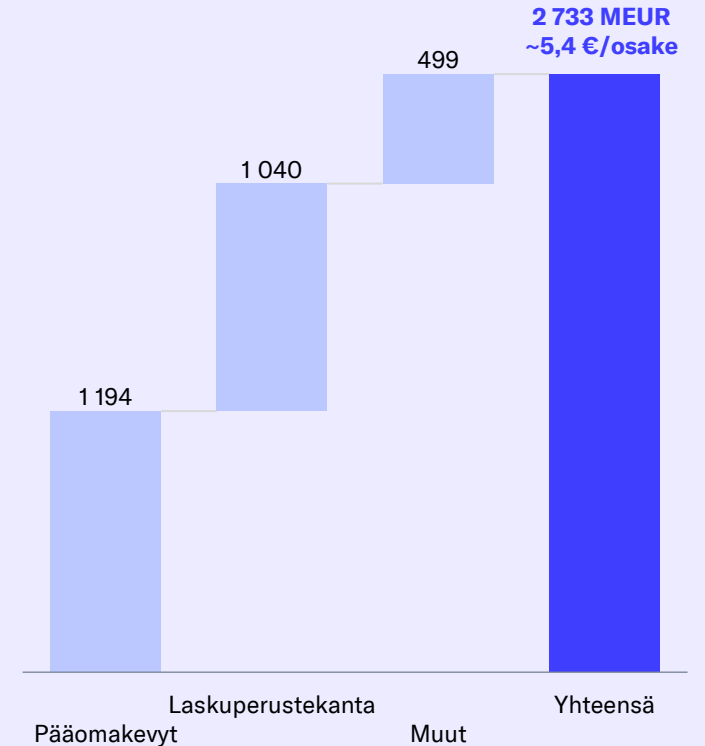
Pääomakevyiden liiketoimintojen tarkastelun olemme jakaneet riskihenkivakuutukseen sekä muuhun

pääomakevyeen liiketoimintaan. Riskihenkivakuutustoiminnan arvona olemme käyttäneet taseen palvelumarginaalia. Muun pääomakevyen liiketoiminnan eli varainhoitosidonnaisen palkkiotuloksen mukaisen liiketoiminnan olemme arvottaneet P/E-kertoimella 16–18x, mikä vastaa esimerkiksi Evlille hyväksymäämme tasoa. Soveltamalla kerroinhaarukkaan vuoden 2025 tulosennusteeseemme saadaan pääomakevyiden liiketoimintojen arvoksi yhteensä 1120–1231 MEUR eli 2,2–2,4 euroa per osake. Tästä 140 MEUR (~0,3 € per osake) tulee riskihenkivakuutuksesta ja loput varainhoitosidonnaisesta liiketoiminnasta.

Laskuperustekorkoisen liiketoiminnan arvoa arvioimme liiketoiminnan sitoman pääoman ja tälle pääomalle saatavan tuoton kautta. Olemme laskemissamme huomioineet liiketoiminnan sitoman pääoman vähentämällä Mandatumin nykyisestä omasta varallisuudesta pääomakevyiden liiketoimintojen sekä PE-sijoitusten sitoman pääoman (170–200 %:n vakavaraisuustavoite huomioiden). Tähän summaan (~1040 MEUR) olemme soveltaneet tasepohjaista P/B-kerrointa 0,9–1,1x, sillä ennusteillamme kanta tuottaa suunnilleen pääoman kustannuksen verran. Näin ollen laskuperustekorkoisen liiketoiminnan arvoksi saadaan 940–1140 MEUR eli 1,9–2,3 euroa osakkeelta.

Konsernin PE-sijoitukset (Saxo, Enento) arvostamme näiden nykyiseen tasearvoon (~370 MEUR), joka huomioi Enenton markkina-arvon sekä Saxon myynnin kauppahinnan. Ylimääräisenä pääomana (~530 MEUR) huomioimme vain nykyisen ylipääomituksen suhteessa tavoitetasoon (sisältäen jakamattoman osingon), sillä laskuperustekorkoisesta kannasta aikanaan irtoavat ylimääräiset pääomat on jo huomioitu liiketoiminnan arvossa ja PE-sijoitukset käsitellään omana eränä.

Osien summa -laskelma (MEUR)



Arvonmääritys 3/3

Konsernikulujen arvona käytämme näille ennustamiemme negatiivisten kassavirtojen nykyarvoa (noin -400 MEUR). Oletustemme lopputulemana saadaan Muiden erien arvoksi nettona noin 500 MEUR eli 1,0 euroa per osake.

Vaikka pidämmekin osinkomallia parhaana menetelmänä konsernin arvon määrittämiseksi, saa laskelmasta hyvän kuvan Mandatumin eri osissa olevasta arvosta. Valtaosa konsernin arvosta on sitoutunut laskuperustekorkoiseen liiketoimintaan, kun huomioidaan, että arviomme mukaan suuri osa konsernin yleiskuluista jää lopulta pääomakevyiden liiketoimintojen harteille. Pääomakevyiden liiketoimintojen osuus kuitenkin kasvaa jatkuvasti, kun laskuperustekorkoinen kanta jatkaa supistumistaan ja konsernin PE-sijoituksista irtaannutaan.

Kotimaiset varainhoitajat toimivat verrokkeina heikosti

Kotimaiset varainhoitajat tarjoavat suhteellisen heikon verrokkiryhmän Mandatummille, 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 parhaillaankin vain suuntaa yhtiön hyväksyttävästä arvostuksesta. Tämän vuoksi emme anna verrokkiryhmälle oleellista painoa arvonmäärityksessämme. Kotimaisina verrokkeina olemme käyttäneet kaikkia pörssiin listattuja varainhoitajia eli Evliä, eQ:ta, Taaleria, Alexandriaa, CapMania, United Bankersia, Titaniumia sekä varainhoitoon painottunutta Aktia-pankkia. Suhteellista arvostusta tarkastellessamme käytämme P/E-kerrointa ja osinkotuottoa EV-pohjaisten kertoimien toimiessa huonosti vakuutusyhtiöille.

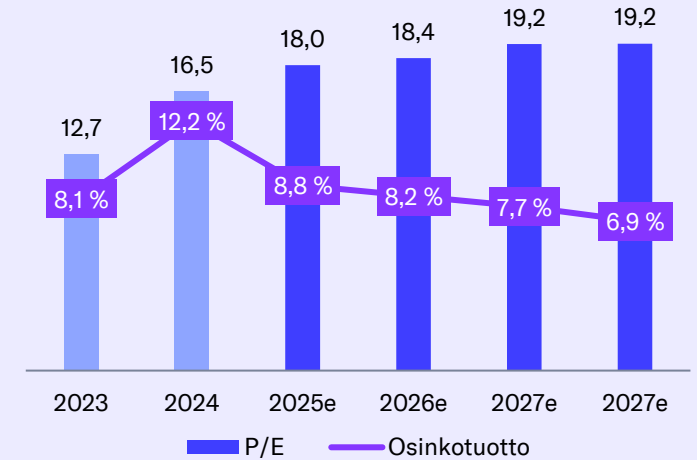
Suhteessa varainhoitajista koottuun verrokkiryhmään Mandatumia hinnoitellaan selvällä preemiolla. P/E-kertoimilla preemio on 50–70 %, mutta osinkotuotolla tätä selvästi maltillisempi ennustevuosille 2025–2026. Korkeampikin osinkotuotto olisi perusteltu, sillä Mandatumin konsernitason tulokasvunäkymä on verrokkeja heikompi. P/E-kertoimien osalta korkeampaa hinnoittelua taas perustelee ylimääräisen pääoman suuri määrä, joka kasvattaa Mandatumin markkina-arvoa. Kaiken kaikkiaan vertailtavuus on heikko ja sopivan preemion määrittäminen puhtaasti kertoimien pohjalta vaikeaa, joten suosittelemme sijoittajia keskittymään muihin menetelmiin kuten osinkomalliin ja osien summaan.

Mandatumin hinnoittelu on linjassa vakuutusverrokkeihin

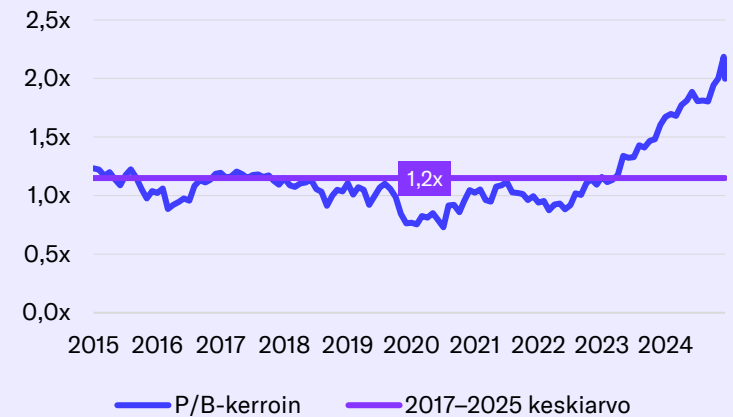
Toisena verrokkiryhmänä olemme käyttäneet Eurooppalaisia henkivakuuttajia (taulukko sivulla 50). Huomautamme, että ryhmä sisältää hyvin erilaisia yhtiöitä, joiden vertailukelpoisuus on korkeintaan välttävä. Näin ollen myös tämän yhtiöjoukon tarjoama arvo on parhaillaankin vain suuntaa antava, joskin nämä tarjoavat mielestämme varainhoitoverrokkeja paremman vertailukohdan.

Kokonaisuutena selvästi Mandatumia suuremmista henkivakuutusyhtiöistä koostuvan verrokkiryhmän tasepohjaiset P/B-kertoimet sekä osinkotuotot vastaavat kohtalaisen hyvin Mandatumin kertoimia. Erityisesti toimialan tasepohjaiset kertoimet ovat nousseet voimakkaasti viime vuosina, mikä selittyy nousseilla oman pääoman tuotoilla. Arviomme mukaan erityisesti korkotason nousulla on ollut toimialan kannattavuuteen positiivinen vaikutus. Näin ollen merkittäviä tulkintoja Mandatumin nykyisestä hinnoittelusta ei voida verrokkianalyysin pohjalta mielestämme tehdä. Verrokkiryhmän löytyy liitteistä.

Mandatumin kertoimet



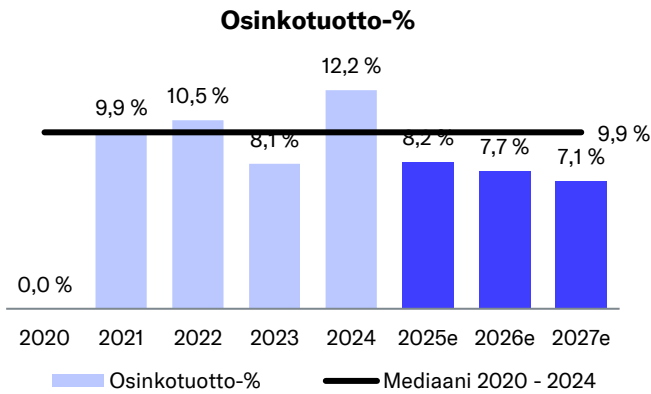
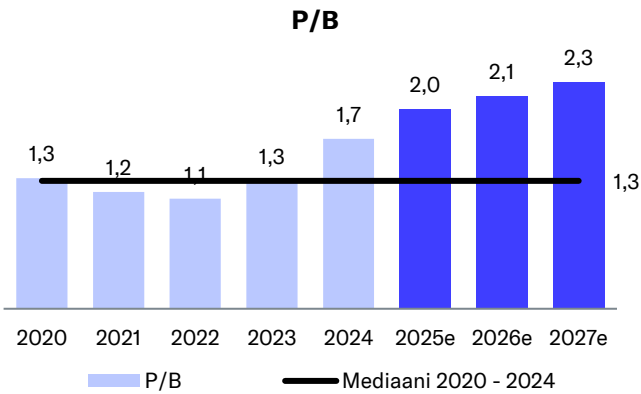
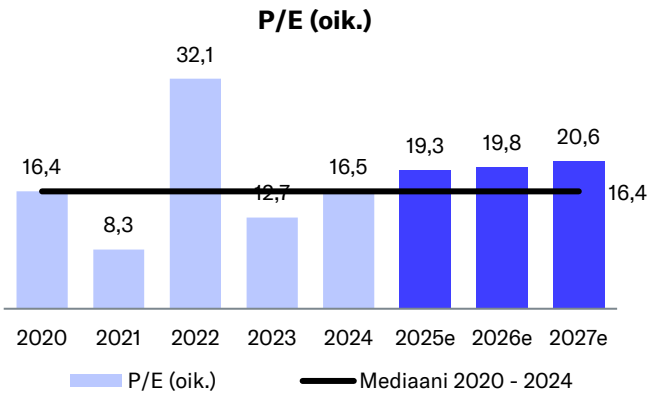
Mandatumin kansainvälisen verrokkiryhmän P/B-kertoimen kehitys



Arvostustaulukko

Arvostustaso	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	2028e
Osakekurssi	3,70	3,70	3,70	4,07	5,40	5,61	5,61	5,61	5,61
Osakemäärä, milj. kpl	556,6	548,0	501,8	501,8	502,7	502,7	503,2	503,7	504,2
Markkina-arvo	2059	2028	1857	2042	2715	2820	2820	2820	2820
P/E (oik.)	16,4	8,3	32,1	12,7	16,5	19,3	19,8	20,6	20,7
P/E	16,4	8,3	32,1	12,7	16,5	19,3	19,8	20,6	20,7
P/B	1,3	1,2	1,1	1,3	1,7	2,0	2,1	2,3	2,4
Osinko/tulos (%)	0,0 %	81,7 %	338,6 %	103,4 %	201,2 %	158,4 %	151,5 %	147,2 %	132,7 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	9,9 %	10,5 %	8,1 %	12,2 %	8,2 %	7,7 %	7,1 %	6,4 %

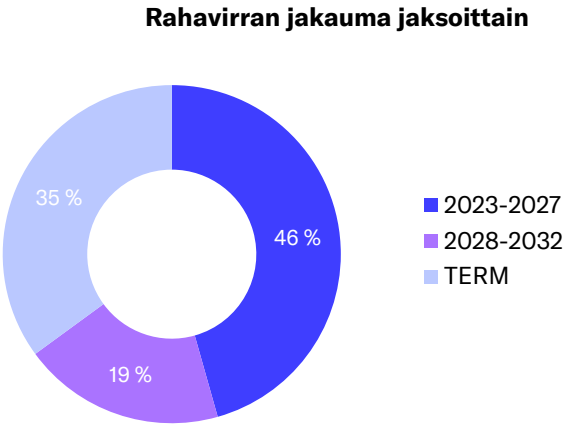
Lähde: Inderes
Huom! Historiallisena osakekurssina käytetty ensimmäisen kaupankäyntipäivän päätöskurssia



Osinkomalli (DDM)

DDM-arvonmääritys (MEUR)	2024	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	TERM
Mandatumin nettotulos	165	146	143	137	137	134	133	130	129	130	
Mandatumin jakama osinko	332	231	216	201	182	172	172	152	142	117	1649
Osingonjako-%	201 %	158 %	151 %	147 %	133 %	128 %	130 %	117 %	110 %	90 %	
Osingon kasvu-%	100,4 %	-30,3 %	-6,4 %	-6,9 %	-9,9 %	-5,5 %	0,1 %	-11,7 %	-6,6 %	-17,8 %	1,5 %
Disk. osinko	329	211	182	156	129	112	103	84	72	55	773
Disk. Kum osinko	2206	1877	1666	1484	1329	1200	1088	984	900	828	773
Ylimääräinen pääoma	500										
Oman pääoman arvo, DDM	2706										
Per osake EUR	5,4										

Pääoman kustannus	
Riskitön korko	2,5%
Markkinoiden riskipremio	4,8%
Yrityksen Beta	1,30
Likviditeettipremio	0,0%
Oman pääoman kustannus	8,7%



Verrokkiryhmä – kotimaiset varainhoitajat

Verrokkiryhmän arvostus	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
Yhtiö	MEUR	MEUR	2025e	2026e	2025e	2026e	2025e	2026e	2025e	2026e	2025e	2026e	2025e
Alexandria	93	88	7,2	6,4	6,1	5,5	1,7	1,6	10,0	9,1	9,6	10,0	2,7
Aktia	680								7,6	7,9	9,0	9,3	0,9
CapMan	306	275	8,0	6,9	7,7	6,7	4,1	3,8	12,4	11,3	8,7	9,3	1,6
Evli	479	480	11,1	9,9	10,2	9,1	4,4	4,1	14,9	13,3	6,7	6,9	3,1
eQ	420	384	10,8	8,5	10,4	8,2	5,7	4,8	14,8	12,0	7,0	8,7	5,3
Taaleri	205	174	5,9	5,7	5,8	5,7	2,7	2,6	10,5	9,2	5,7	6,5	0,9
Titanium	73	61	8,7	9,7	7,9	8,7	2,9	3,0	13,4	14,5	7,8	7,3	4,7
United Bankers	176	160	10,3	8,1	8,9	7,2	3,0	2,6	15,3	12,0	7,2	7,5	2,8
Mandatum (Inderes)	2820	2412	13,2	14,0	13,2	14,0	13,9	13,1	19,3	19,8	8,2	7,7	2,0
Keskiarvo			8,9	7,9	8,2	7,3	3,5	3,2	12,4	11,2	7,7	8,2	2,8
Mediaani			8,7	8,1	7,9	7,2	3,0	3,0	12,9	11,6	7,5	8,1	2,8
Erotus-% vrt. mediaani			51 %	74 %	67 %	93 %	370 %	345 %	50 %	70 %	9 %	-5 %	-28 %

Lähde: Refinitiv / Inderes

Verrokkiryhmä – kansainväliset henkivakuutusyhtiöt

Verrokkiryhmän arvostus	Markkina-arvo	P/E		Osinkotuotto-%		P/B	ROE-%
Yhtiö	MEUR	2025e	2026e	2025e	2026e	2025e	2025e
Prudential Plc	22010	9,3	8,0	2,8	3,2	1,2	14,6 %
Legal & General Group Plc	15510	9,9	9,0	9,6	9,8	3,9	31,8 %
Aviva Plc	15407	9,7	8,7	7,6	8,2	1,6	17,1 %
Phoenix Group Holdings Plc	6251	9,0	7,6	10,4	10,7	3,8	32,3 %
NN Group N.V.	13535	6,9	6,6	7,7	8,2	0,6	8,9 %
Ageas N.V.	9699	7,1	6,5	7,2	7,7	1,1	15,4 %
Swiss Life	22831	17,2	16,0	5,1	5,4	2,9	14,9 %
Aegon	8618	6,1	5,6	7,7	8,4	1,0	13,8 %
Mandatum (Inderes)	2820	19,3	19,8	8,2	7,7	2,0	10,3 %
Keskiarvo		9,4	8,5	7,3	7,7	2,0	18,6 %
Mediaani		9,2	7,8	7,6	8,2	1,4	15,2 %
Erotus-% vrt. mediaani		111 %	154 %	7 %	-7 %	41 %	-32 %

Lähde: Bloomberg / Inderes

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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

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



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.**