

Markkina turhan pessimistinen osinkoennusteissaan

Tarkistamme Sammon tavoitehinnan 47,0 euroon (aik. 46,0 euroa) lievästi kohonneiden ennusteiden myötä. Pidämme osakkeen kasvavaan osinkoon nojaavaa tuotto-odotusta edelleen houkuttelevana suhteessa osakkeen matalaan riskitasoon ja lisäksi pidämme yhtiön osinkonäkymiä aiempaa parempina. Toistamme lisää-suosituksemme.

Odotetun vahva Q1-raportti

Sammon Q1-raportti oli pitkälti linjassa markkinaodotusten kanssa. Voitto ennen veroja oli 430 MEUR ylittäen konsensuksen 416 MEUR:n ennusteen 3 %:lla. Tulositytyksen taustalla olivat Topdanmarkin odotuksia suurempi tulososuus sekä konsernin vahvat sijoitustuotot (17 MEUR vs. 8 MEUR). If:n tulos oli odotetusti erinomainen ja vahva vakuutus tekninen tulos yhdessä elpyneiden sijoitustuottojen kanssa nosti vertailukelpoista tulosta edellisvuodesta. Konsernin 0,68 euron EPS ylitti lopulta markkinan 0,65 euron odotuksen 5 %:lla.

Näkymissä ei yllätyksiä, ennusteissa pieniä tarkennuksia

Sampo tarkensi odotetusti If:n yhdistetyn kulusuhteen ennustetta alaspäin ja odottaa sen nyt olevan 87-90 % (aik. kirkkaasti alle 95 %). Näkymissä ei ole tapahtunut muutoksia ja lähivuosien tulostulokset ovat vakaat. Yhtiöllä on mielestämme hyvät edellytykset säilyttää tuloksensa lähellä viime vuosien hyvää tasoa (1700-1900 MEUR), kun operatiiviset tehokkuusparannukset (Nordea & If) kompensoivat laskevia korkotuottoja. Tulosenusteemme ovat nousseet noin prosentilla johtuen yhteistileillä olevien osakkeiden mitätöinti päätöksestä yhtiökokouksessa.

Osinkonäkymät parantuneet

Olemme nostaneet lähivuosien osinkoennusteitamme 2 %:lla ja odotamme nyt vuosien 2017 ja 2018 osinkojen olevan 2,45 (aik. 2,40) ja 2,55 (aik. 2,50) euroa per osake. Yhtiöllä on mielestämme hyvät edellytykset pitää osinko kasvussa lähivuosina ja keskeiset ajurit osingon kasvun taustalla ovat Nordean osingon kasvu ja Topdanmarkin osinkovirta sekä kasvava omistusosuus. Lisäksi Danskelle myytävän vakuutuskannan myyntivoitto yhdessä ylikapitalisoituneen taseen kanssa tarjoaa ylimääräistä osingonmaksukapasiteettia. Kokonaisuutena näemmekin aiempaa suuremman mahdollisuuden positiiviseen osinkoyllätykseen lähivuosina ja olemme osinkoennusteissamme hieman konsensuksen yläpuolella.

Turvalliseen osinkoon nojaava tuotto-odotus edelleen houkutteleva

Olemme nostaneet arviotamme Sammon osien summasta johtuen Nordean kohonneesta kurssista ja Topdanmarkin nousseesta omistusosuudesta. Arviomme osien summasta on nyt 42,0 euroa (aik. 40,0 euroa) ja osaketta hinnoitellaan tällä hetkellä noin 10 %:n preemiolla suhteessa tähän. Pidämme 10 %:n preemiota kohtuullisena ja emme näe siinä oleellista nousuvaraa. Yhtiön tuotto nojaakin lähes täysin osinkoon (2017e: 5,4 %) sekä osingon kasvuun (2016-2020e CAGR-% 4,8 %). Pidämme osinkotasoa ja osingonkasvunäkymiä edelleen varsin houkuttelevina, kun huomioidaan yhtiön poikkeuksellisen maltillinen riskiprofiili. Sammossa sijoittaja saa myös mukana ilmaisen yritysjärjestelyoption, joka on arvoltaan selvästi positiivinen.

Analyytikko

Sauli Vilen
+358 44 025 8908
sauli.vilen@inderes.fi



Suositus

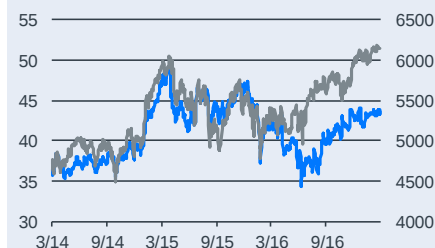
Lisää



Edellinen: **Lisää**

Tavoitehintaa 47,00 EUR

Edellinen: **46,00**



Lähde: Bloomberg

Ei-lisän päätös 45,58 EUR

12 kk vaihteluväli 34,42-44,5 EUR

Potentiaali 3,1 %

Ohjeistus

Sampo odottaa liiketoiminta-alueidensa raportoivan hyvän toiminnallisen tuloksen vuonna 2016. If:n yhdistetyn kulusuhteen odotetaan olevan 87-90 %

Ohjeistusmuutos: Tarkennus

Avainluvut

	PTP	EPS	DPS	Osinko/ rahavirta	Rahavirta	Rahavirta	NAV	P/B	EV/ EBIT	P/E	Osinko- tuotto
	MEUR	EUR	EUR	(-%)	MEUR	EUR	(x)	(x)	(x)	(x)	%
2015	1 894	2,97	2,15	97 %	1237	2,21	20,4	2,3	14,1	15,8	4,6 %
2016	1 872	0,00	2,30	82 %	1568	2,80	21,3	2,0	13,2	14,2	5,5 %
2017e	1 749	2,76	2,45	100 %	1367	2,44	22,0	2,1	15,0	16,5	5,4 %
2018e	1 804	2,85	2,55	104 %	1371	2,45	22,4	2,0	14,4	16,0	5,6 %
2019e	1 862	2,94	2,65	105 %	1408	2,51	22,8	2,0	13,9	15,5	5,8 %
Markkina-arvo, MEUR			25274	OPO / osake 2017e, EUR			22,01	CAGR EPS, 2016-2019, %			-0,1 %
Nettovelka 2017e, MEUR			970	P/B 2017e			2,1	CAGR osinko, 2016-2019, %			4,8 %
Yritysarvo (EV), MEUR			26244	Nettovelkaisuusaste 2017e, %			7,9 %	ROE 2017e, %			12,7 %

Vahva Q1-tulos

Erinomaiset sijoitustuotot

Sammon Q1-raportti oli pitkälti linjassa markkinaodotusten kanssa. Voitto ennen veroja oli 430 MEUR ylittäen konsensuksen 416 MEUR:n ennusteen 3 %:lla. Tuloslityksen taustalla olivat Topdanmarkin odotuksia suurempi tulososuus sekä konsernin vahvat sijoitustuotot (17 MEUR vs. 8 MEUR). Konsernin 0,68 euron EPS ylitti lopulta markkinan 0,65 euron odotuksen 5 %:lla.

If:n tulos oli jälleen erittäin vahva (Q1'17 PTP 202 MEUR vs. 196 MEUR konsensus). Yhdistetty kulusuhde oli 87,4 % ja linjassa markkinaennusteiden kanssa. Myös sijoitustuotot elpyivät odotuksiemme mukaisesti ja olivat 52 MEUR. Käyvän arvon muutokset huomioiden If:n sijoitustuotot olivat selvästi ennustettua korkeammat.

Mandatumin osalta tulos ylitti lievästi markkinoiden odotukset (54 MEUR vs. 51 MEUR) johtuen etenkin kustannusliikkeen poikkeuksellisen vahvasta tuloksesta (Q1'17: 8 MEUR vs. Q1'16 3 MEUR). Myös Mandatumissa sijoitustuotot olivat hyvällä tasolla ja käyvän arvon muutokset huomioiden ne olivat ennusteita paremmat.

Sampo tarkensi odotetusti If:n yhdistetyn kulusuhteen ennustetta alaspäin ja odottaa sen nyt olevan 87-90 % (aik. kirkkaasti alle 95 %). Näkymissä ei ole tapahtunut muutoksia ja yhtiö vaikutti edelleen luottavaiselta markkinatilanteen suhteen. Konferenssi puhelussa konsernijohtaja Stadigh ilmaisi ensi kertaa huolensa osakemarkkinoiden tilasta ("vaikea löytää arvoa ylikuumentuneella markkinalla") ja tämä oli myös yksi syy, minkä takia yhtiö kasvatti käyvän arvon rahastojaan niin paljon Q1:llä.

Sampo on katsauskaudella jatkanut Topdanmarkin osakkeiden hankintaa ja Q1'17:n lopussa Sampo omisti 49,3 % Topdanmarkin äänistä. Sampo on onnistunut jälleen ostamaan osakkeita alle sen 2016 lopussa tekemän ostotarjouksen hintatason, joka on hyvin yllättävää. Sampo on nyt ostanut kahtena peräkkäisenä kvartaalina Topdanmarkin osakkeita markkinalta ja odotamme yhtiön jatkavan ostoja myös tulevina kvartaaleina. Mielestämme on selvää, että Sampo tulee keskipitkällä aikavälillä omistamaan koko Topdanmarkin, ja kyse on lähinnä hinnasta ja ostostrategiasta.

Danskelle myytävästä vakuutuskannasta yhtiö totesi, että sen arvonmääritys saadaan päätökseen Q2:lla. Johdon kommentit olivat aiempaa positiivisemmat tähän liittyen ja rivien välistä oli mielestämme selvästi tulkittavissa, että Sampo tulee kirjaamaan tästä merkittävän myyntivoiton. Kauppa tullaan toteuttamaan arviolta Q4:llä. Vaikka yhtiö tuleekin todennäköisesti kirjaamaan tästä merkittävän myyntivoiton, toppuutteli Stadigh tähän liittyviä osinko-odotuksia ja korosti osingon tasaisen kasvun tärkeyttä. On myös tärkeä muistaa, että Sampo käyttää tällä hetkellä pääomia Topdanmarkin osakkeiden hankintaan ja näin ollen Danskelle myytävän kannan myyntivoitto tullaankin todennäköisesti käyttämään Topdanmarkin osakkeiden hankintaan.

Ennustetaulukko	Q1'16	Q1'17	Q1'17e	Q1'17e	Konsensus		Erotus (%)	2017e
MEUR / EUR	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Tot. vs. Inderes	Inderes
Voitto ennen veroja	416	430	415	416	381	485	4 %	1872
IF PTP	216	202	199	196	175	234	2 %	883
Mandatum PTP	53	54	51	51	44	58	6 %	210
Holdings PTP (sis. Nordea)	147	174	165	168	158	200	5 %	779
EPS (oikaistu)	0,65	0,68	0,65	0,65	0,61	0,78	5 %	2,76
PTP kasvu-%	-14,4 %	3,4 %	-0,2 %	-0,1 %	-8 %	17 %	3,6 %-yks.	-1,2 %
Lähde: Inderes & Vara (konsensus)								

Osinkoennusteita tarkistettu ylös

Tulosnäkymä on vakaa

Lähivuosien tulosenusteemme ovat nousseet noin prosentilla johtuen yhteistileillä olevien osakkeiden mitätöinti päätöksestä yhtiökokouksessa. Laskelmiemme mukaan Sampo tulee mitätöimään Q3-tuloksensa yhteydessä noin 5 miljoonaa yhteistileillä olevaa omaa osaketta ja tämä pienentää osakesarjaa noin prosentilla. Lisäksi yhtiö tulee kirjaamaan laskelmiemme mukaan noin 20 MEUR:n positiivisen vaikutuksen omaan pääomaan yhteistileillä olevien osakkeiden osinkoihin liittyen (ei tulosvaikutusta).

Sammon tulosnäkymät lähivuosille ovat vakaat, mutta samalla operatiivisen tuloksen kasvua on vaikea saavuttaa. Odotamme Sammon tuloksen laskevan kuluvaan vuonna 1749 MEUR:oon (2016: 1872 MEUR) johtuen If:n vertailukauden kertaeristä ja Nordean muutosprosessin vuoksi laskevasta tuloksesta. Kaikkien tulosyksiköiden tulokset tulevat ennusteissamme laskemaan hieman ja huomioiden pääomamarkkinan haastava tilanne, pidämme If:n ja Mandatumin lieviä tuloslaskuja vahvana suoritukseksi. Myös 2018 tulos tulee pysymään suunnitellun 2017 tasolla samoista ajureista johtuen (2018e: 1804 MEUR).

Operatiivisen tuloksen kääntäminen kasvuun näiltä tasoilta vaatisi mielestämme sijoitusympäristön parantumista (sijoitustuotot), korkojen nousua (sijoitustuotot sekä Nordea) tai Nordean muutosprosessin päättymistä. Nordean muutosprosessi tulee nykytiedon valossa päättymään vuosikymmenen lopulla ja myös korkojen nousua saadaan positiivisessakin skenaariossa odottaa vuosikymmenen loppuun.

Osinkonäkymät aiempaa paremmat

Olemme nostaneet lähivuosien osinkoennusteitamme 2 %:lla ja odotamme nyt vuosien 2017 ja 2018 osinkojen olevan 2,45 (aik.

2,40) ja 2,55 (aik. 2,50) euroa per osake. Yhtiöllä on mielestämme hyvät edellytykset pitää osinko kasvussa lähivuosina ja keskeiset ajurit osingon kasvun taustalla ovat Nordean osingon kasvu ja Topdanmarkin osinkovirta ja kasvava omistusosuus. Nordean ydinvakavaraisuus oli Q1'17:lla 18,4 % ja näkemyksemme mukaan Nordealla pitäisi olla kohtuulliset mahdollisuudet korottaa osinkoaan lähivuosina.

Näkyvissä olevien vakaiden osinkoajurien lisäksi näemme useita kertaluontoisia tekijöitä, jotka parantavat lähivuosien osingonmaksukapasiteettia. Nordean osalta mahdollinen pääkonttorin siirto olisi selkeä osinkoajuri ja varovaisten laskelmiemme mukaan Nordealla olisi ylimääräistä pääomaa noin 4 miljardia (0,8-0,9 euroa per osake), mikäli yhtiö siirtäisi pääkonttorinsa pois Ruotsista. Tämä pääoma tulisi suuressa todennäköisyydellä jakamaan omistajille osinkoina. Sammalle tämä tarkoittaisi hieman yli miljardin euron ylimääräistä osinkoa, eli noin 1,0 euroa per osake. Toinen selkeä ajuri on Danskelle myytävän vakuutuskannan myyntivoitto. Kannan arvoa on erittäin vaikea määrittää, mutta johdon kommenttien ja omien varovaisten laskelmiemme perusteella yhtiö tulee kirjaamaan tästä useamman sadan miljoonan myyntivoiton. Kolmas tekijä parantuneiden osinkonäkymien taustalla on yhtiön ylikapitalisoitunut tase. Yhtiöllä on käyvän arvon rahastoissa puskuria 1254 MEUR Q1 lopussa ja suhteessa viranomaisten pääomavaatimuksiin on yhtiön ylimääräinen pääoma kokonaisuutena noin kaksi miljardia euroa. Vaikka yhtiö haluaakin säilyä selvästi ylikapitalisoituneena myös jatkossa, antaa tase sille selkeää liikkumavaraa osingonjaon suhteen, etenkin mikäli korot lähtevät nousuun.

Kokonaisuutena näemme aiempaa suuremman mahdollisuuden positiiviseen osinkoyllätykseen lähivuosina ja pidämme markkinan osinkoennusteita turhan pessimistisinä.

Ennustemuutokset	2017e	2017e	Muutos	2018e	2018e	Muutos	2019e	2019e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Tulos ennen veroja	1736	1749	1 %	1806	1804	0 %	1881	1862	-1 %
If	847	841	-1 %	850	856	1 %	871	870	0 %
Mandatum	195	198	2 %	195	195	0 %	200	200	0 %
Nordea	715	714	0 %	792	783	-1 %	835	817	-2 %
Holdings (excl. Nordea)	-21,0	-5,0		-30	-30	0 %	-25	-25	0 %
EPS (ilman kertaeriä)	2,71	2,76	2 %	2,82	2,85	1 %	2,94	2,94	0 %
Osakekohtainen osinko	2,40	2,45	2 %	2,50	2,55	2 %	2,60	2,65	2 %

Lähde: Inderes

Rahavirrat MEUR	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e	2020e
If	500	544	485	597	587	879	600	600	600	600
Mandatum	100	0	100	100	100	125	125	125	125	125
Nordea	150	244	367	536	551	559	572	601	632	663
Holdings	-50	-50	-44	-11	-1	5	-5	-30	-25	-25
Topdanmark							75	76	76	76
Yhteensä	700	738	908	1222	1237	1568	1367	1371	1408	1438
Rahavirta per osake	1,25	1,32	1,62	2,18	2,21	2,80	2,44	2,45	2,51	2,57
Osinko per osake	1,20	1,35	1,65	1,95	2,15	2,30	2,45	2,55	2,65	2,75
Rahavirran jakosuhte-%	96 %	102 %	102 %	89 %	97 %	82 %	100 %	104 %	105 %	107 %
Osingon kasvu-%		12,5 %	22,2 %	18,2 %	10,3 %	7,0 %	6,5 %	4,1 %	3,9 %	3,8 %

Turvalliseen osinkoon nojaava tuotto edelleen houkutteleva

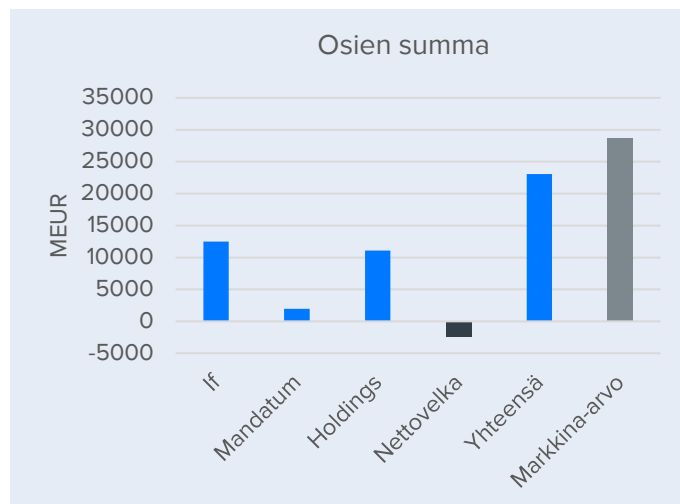
Osien summa tarjoaa kurssille lattia

Olemme nostaneet arviotamme Sammon osien summasta johtuen Nordean kohonneesta kurssista ja Topdanmarkin nousseesta omistussuudesta. Arviomme osien summasta on nyt 42,0 euroa (aik. 40,0 euroa) ja osaketta hinnoitellaan tällä hetkellä noin 10 %:n preemiolla suhteessa tähän. Pidämme 10 %:n preemiota kohtuullisena ja emme näe siinä oleellista nousuvaraa. Preemio on mielestämme kuitenkin perusteltu, sillä Sammon osien riskitaso on yhdessä pienempi kuin erikseen.

Emme kuitenkaan näe tässä preemiossa enää nousuvaraa ja osakkeen tuotto koostuukin yhä selvemmin osingosta ja osingon kasvusta. Pidämme lähivuosisien osinkotasoa (2017e: 5,4 %) edelleen hyvänä ja se on myös linjassa verrokkiryhmän kanssa. Ennustamme osingon pysyvän lähivuodet kasvussa (2016-2020e CAGR-% 4,8 %) ja osingon kasvuun liittyvä riski on hyvin pieni.

Pidämme osinkotasoa ja osingonkasvunäkymiä edelleen varsin houkuttelevina, kun huomioidaan yhtiön poikkeuksellisen maltillinen riskiprofiili. Sammossa sijoittaja saa myös mukana ilmaisen yritysjärjestelyoption. Sammon aktivoituminen M&A-

kentällä viimeisen 12kk:n aikana on omistajien kannalta erittäin positiivista ja Nordean vahva kurssikehitys on nostanut Nordean houkuttelevuutta järjestelykohteena.



Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo	Yritysarvo	P/E		Osinkotuotto-%		P/B
	MEUR	MEUR	MEUR	2017e	2018e	2017e	2018e	2017e
Sampo	45,56	25439	26620	16,3	15,7	5,3	5,5	2,0
Aviva	537,36	26246	5584	10,1	9,4	4,9	5,3	1,3
Prudential	108,46	42958	50660	10,1	9,7	2,8	3,1	1,1
Nordea	112,40	47142	160531	13,5	12,5	5,8	6,1	1,4
RSA Insurance Group	614,00	7493	7901	13,8	11,6	3,5	4,4	1,7
AXA SA	24,37	59409	49386	10,0	9,5	5,0	5,3	0,8
Allianz	173,00	79311	97194	11,1	10,5	4,6	4,8	1,2
Topdanmark	190,40	2431	2561	14,1	14,2	6,0	6,2	3,1
Euler Hermes Group	92,29	3946	3695	13,1	12,8	5,3	5,4	1,4
Gjensidige	136,80	7298	9290	16,1	16,3	6,1	6,1	3,0
Zurich Insurance Group	277,60	38629	43993	12,6	11,6	6,3	6,4	1,3
Tryg	133,00	5060	5530	15,9	16,5	6,4	6,5	4,2
Direct Line Insurance	354,20	5864	5184	12,3	11,9	6,0	7,0	1,8
SEB	106,40	24313	63509	13,7	13,0	5,4	5,6	1,6
Handelsbanken	125,90	25702	112938	15,8	15,3	4,6	4,7	1,7
Storebrand	58,35	2785	5492	12,5	11,9	3,7	4,7	0,9
Assicurazioni Generali	14,94	23893	45475	10,5	10,0	5,5	5,8	1,0
Aegon	4,70	10200	13081	7,8	7,4	5,4	5,6	0,5
Sampo (Inderes)	45,58	25274	26244	16,5	16,0	5,4	5,6	2,1
Keskiarvo				12,7	12,2	5,1	5,5	1,7
Mediaani				12,9	11,9	5,3	5,5	1,4
Erotus-% vrt. mediaani				28 %	34 %	1 %	1 %	46 %

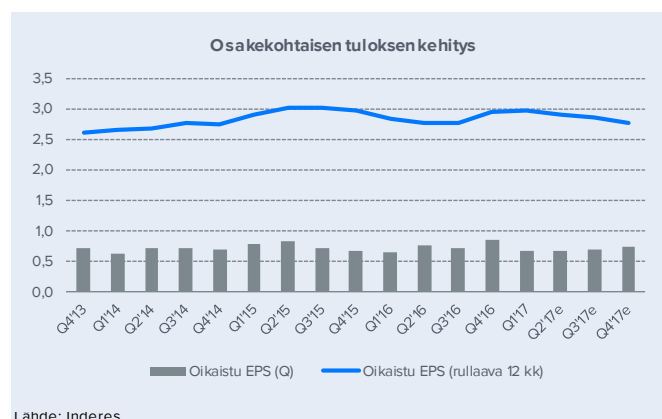
Lähde: Reuters / Inderes. Huomautus: Inderesin käyttämä markkina-arvo ei ota huomioon yhtiön hallussa olevia omia osakkeita.

Tuloslaskelma ja ennusteet vuosineljänneksittäin

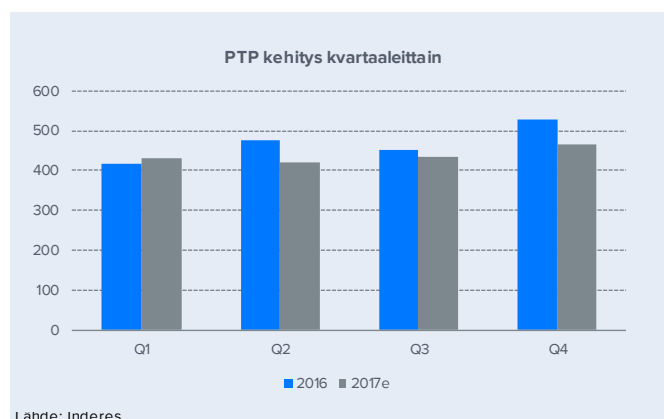
Tuloskehitys kvartaalitasolla	2015	Q1'16	Q2'16	Q3'16	Q4'16	2016	Q1'17	Q2'17e	Q3'17e	Q4'17e	2017e	2018e	2019e
Vakuutusmaksutulot	5522	1762	1288	1028	1330	5408	1772	1313	1047	1365	5497	5642	5791
<i>If</i>	4378	1518	1040	851	883	4292	1543	1050	860	892	4345	4432	4520
<i>Mandatum</i>	1144	244	248	177	447	1116	229	263	188	473	1152	1210	1270
Liikevoitto ilman kertaeriä	1894	416	476	452	528	1872	430	419	433	466	1749	1804	1862
Liikevoitto	1894	416	476	452	528	1872	430	419	433	466	1749	1804	1862
<i>If</i>	960	216	220	224	223	883	202	195	205	240	841	856	870
<i>Mandatum</i>	181	53	50	54	53	210	54	48	48	48	198	195	200
<i>Nordea</i>	751	159	205	182	227	773	171	181	185	177	714	783	817
<i>Holdings (excl. Nordea)</i>	2	-12	1	-8	25	6	3	-5	-4	1	-5	-30	-25
Nettorahoituskulut	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Tulos ennen veroja	1894	416	476	452	528	1872	430	419	433	466	1749	1804	1862
Verot	-232	-54	-56	-54	-57	-221	-54	-52	-54	-58	-219	-226	-233
Vähemmistöosuudet	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Nettotulos	1662	362	420	398	471	1651	376	367	379	408	1530	1579	1629
EPS (oikaistu)	2,97	0,65	0,75	0,71	0,84	2,95	0,68	0,66	0,68	0,74	2,76	2,85	2,94
EPS (raportoitu)	2,97	0,65	0,75	0,71	0,84	2,95	0,67	0,65	0,68	0,73	2,73	2,85	2,94

Tunnusluvut	2015	Q1'16	Q2'16	Q3'16	Q4'16	2016	Q1'17	Q2'17e	Q3'17e	Q4'17e	2017e	2018e	2019e
<i>Liikevaihdon kasvu-%</i>	-0,8 %	-9,2 %	-5,6 %	0,1 %	11,7 %	-2,1 %	0,6 %	2,0 %	1,9 %	2,6 %	1,6 %	2,6 %	2,6 %
<i>Oikaistun liikevoiton kasvu-%</i>	7,6 %	-14,4 %	-10,4 %	-1,7 %	26,6 %	-1,2 %	3,4 %	-12,0 %	-4,1 %	-11,7 %	-6,6 %	3,2 %	3,2 %
<i>Käyttökate-%</i>	34,3 %	23,6 %	37,0 %	44,0 %	39,7 %	34,6 %	24,3 %	31,9 %	41,4 %	34,2 %	31,8 %	32,0 %	32,2 %
<i>Oikaistu liikevoitto-%</i>	34,3 %	23,6 %	37,0 %	44,0 %	39,7 %	34,6 %	24,3 %	31,9 %	41,4 %	34,2 %	31,8 %	32,0 %	32,2 %
<i>Nettotulos-%</i>	30,1 %	20,5 %	32,6 %	38,7 %	35,4 %	30,5 %	21,2 %	27,9 %	36,2 %	29,9 %	27,8 %	28,0 %	28,1 %

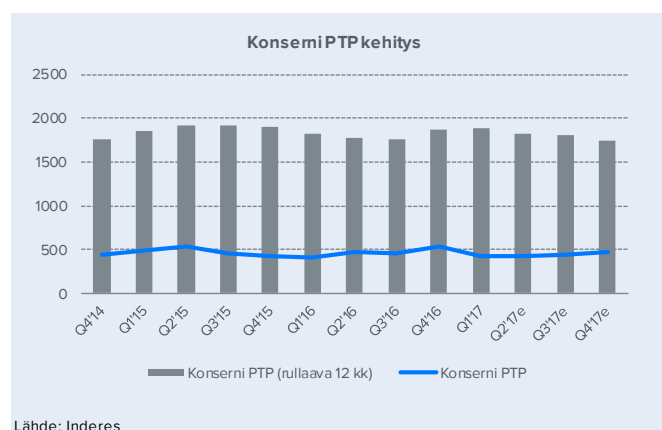
Lähde: Inderes



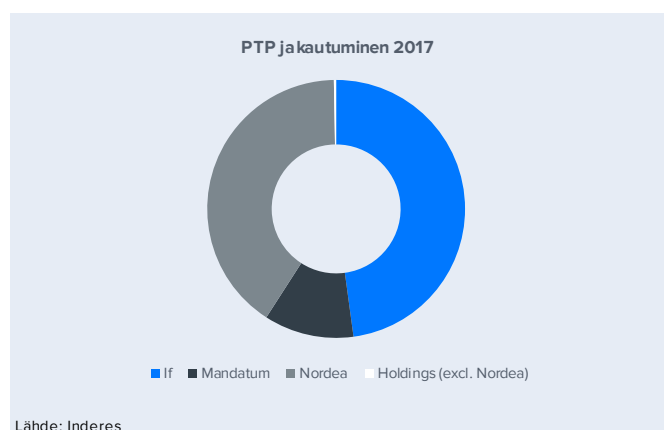
Lähde: Inderes



Lähde: Inderes



Lähde: Inderes

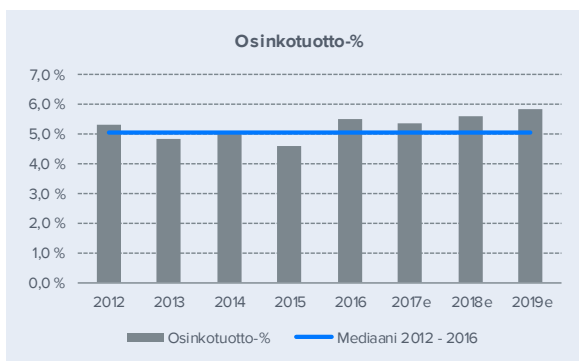
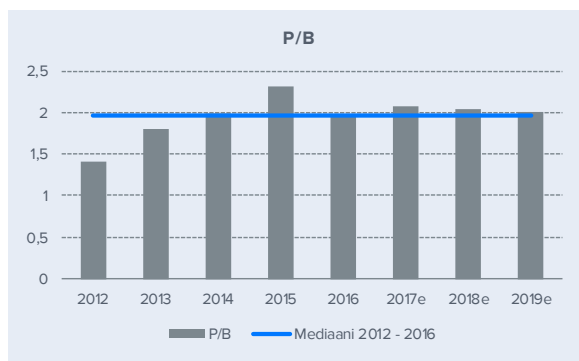
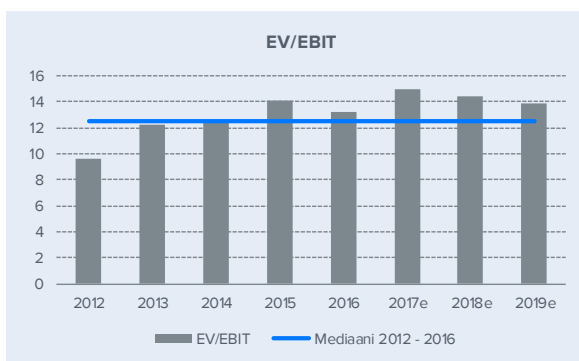
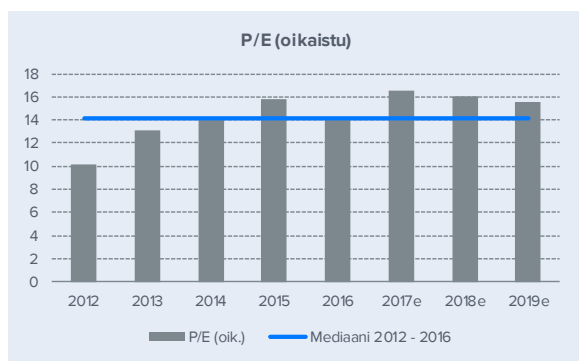


Lähde: Inderes

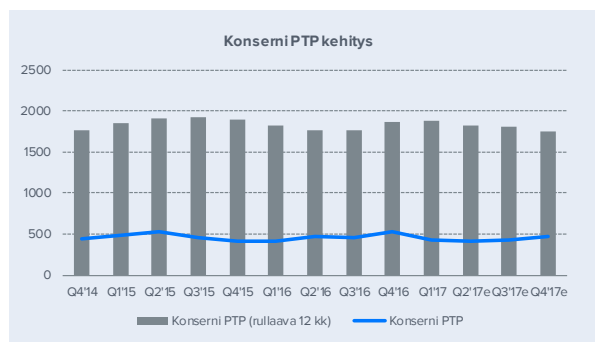
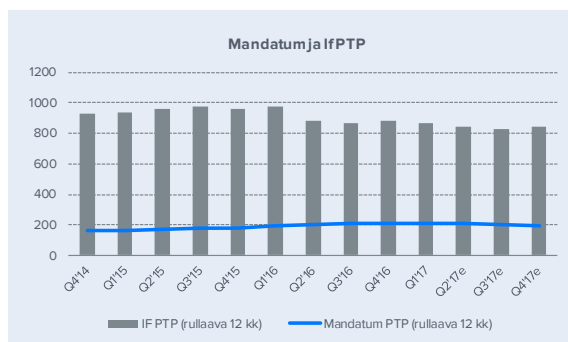
Arvostus

Arvostustaso	2012	2013	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e
Osakekurssi	25,50	34,10	38,82	47,00	42,00	45,58	45,58	45,58
Markkina-arvo	14280	19096	21739	26320	23520	25274	25274	25274
Yritysarvo (EV)	15514	20504	22088	26698	24785	26244	26032	25825
P/E (oik.)	10,2	13,1	14,1	15,8	14,2	16,5	16,0	15,5
P/E	10,2	13,1	14,1	15,8	14,2	16,5	16,0	15,5
P/Kassavirta	12,0	19,4	8,8	19,1	35,2	16,2	16,1	15,6
P/B	1,4	1,8	2,0	2,3	2,0	2,1	2,0	2,0
P/S	2,6	3,4	3,9	4,8	4,3	4,6	4,5	4,4
EV/Liikevaihto	2,9	3,6	4,0	4,8	4,6	4,8	4,6	4,5
EV/EBITDA	9,6	12,3	12,6	14,1	13,2	15,0	14,4	13,9
EV/EBIT	9,6	12,3	12,6	14,1	13,2	15,0	14,4	13,9
Osinko/tulos (%)	53,8 %	63,5 %	70,9 %	72,4 %	78,0 %	88,6 %	89,6 %	90,2 %
Osinkotuotto-%	5,3 %	4,8 %	5,0 %	4,6 %	5,5 %	5,4 %	5,6 %	5,8 %

Lähde: Inderes



Tulostrendi (rullaava 12 kk)

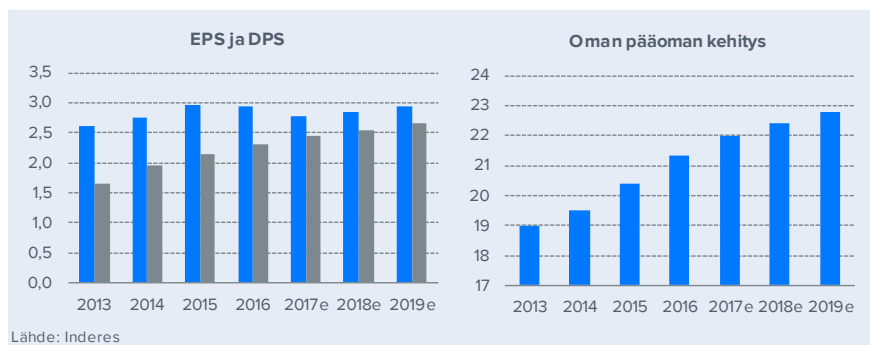


Tase ja kassavirtalaskelma

Tase

Vastaavaa (MEUR)	2014	2015	2016	2017e	2018e
Pysyvät vastaavat	30656	31693	33372	30172	30174
Liikearvo	0	0	0	0	0
Aineettomat oikeudet	715	724	612	613	614
Käyttöomaisuus	24	26	27	28	29
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	7447	7679	8107	8107	8107
Muut sijoitukset	17125	17381	17879	17879	17879
Muut pitkäaikaiset varat	5259	5847	6720	3518	3518
Laskennalliset verosaamiset	86	36	27	27	27
Vaihtuvat vastaavat	4095	3947	4582	3625	3625
Varastot	0	0	0	0	0
Muut lyhytaikaiset varat	1781	1708	1761	1729	1729
Myyntisaamiset	240	242	239	247	254
Likvidit varat	2074	1997	2582	1649	1642
Taseen loppusumma	34751	35640	37954	33797	33799

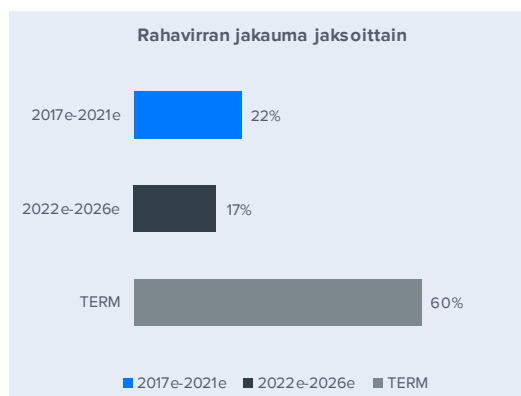
Vastattavaa (MEUR)	2014	2015	2016	2017e	2018e
Oma pääoma	10923	11411	11934	12204	12424
Osakepääoma	98	98	98	98	98
Kertyneet voittovarot	8655	9325	9700	9945	10165
Omat osakkeet	0	0	0	0	0
Uudelleenarvostusrahasto	0	0	0	0	0
Muu oma pääoma	2170	1988	2136	2161	2161
Vähemmistöosuus	0	0	0	0	0
Pitkäaikaiset velat	22792	23182	25008	20578	20359
Laskennalliset verovelat	504	468	527	527	527
Varaukset	63	51	35	35	35
Lainat rahoituslaitoksilta	2423	2375	3847	2619	2400
Vaihtovelkakirjalainat	0	0	0	0	0
Muut pitkäaikaiset velat	19802	20288	20599	17397	17397
Lyhytaikaiset velat	1035	1047	1012	1016	1016
Lainat rahoituslaitoksilta	0	0	0	0	0
Lyhytaikaiset korottomat velat	0	0	0	0	0
Muut lyhytaikaiset velat	1035	1047	1012	1016	1016
Taseen loppusumma	34750	35640	37954	33797	33799



DCF-laskelma

Kassavirtalaskelma (MEUR)	2016	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	TERM
Liikevoitto	1872	1749	1804	1862	1906	1940	1979	2019	1930	1969	1999	
+ Kokonaispoistot	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
- Maksetut verot	-153	-216	-226	-233	-238	-243	-247	-252	-241	-246	-250	
- verot rahoituskuluista	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
+ verot rahoitustuotoista	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
- Käyttöpääoman muutos	-85	28	-7	-7	-7	-5	-5	-6	-6	-6	-4	
Operatiivinen kassavirta	1634	1560	1572	1623	1661	1692	1726	1761	1683	1717	1744	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	295	-3202	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
- Bruttoninvestoinnit	-1260	3200	-2	-2	-2	-2	-2	-2	-2	-2	-6	
Vapaa operatiivinen kassavirta	669	1558	1570	1621	1659	1690	1724	1759	1681	1715	1738	
+/- Muut	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
Vapaa kassavirta	669	1558	1570	1621	1659	1690	1724	1759	1681	1715	1738	34329
Diskontattu vapaa kassavirta		1496	1413	1368	1312	1254	1200	1148	1029	984	935	18471
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta	30610	29115	27702	26334	25022	23767	22567	21420	20391	19407	18471	
Velaton arvo DCF	30610											
- Korolliset velat												-3847
+ Rahavarat												2582
-Vähemmistöosuus												0
-Osinko/pääomapalautus												-1288
Oman pääoman arvo DCF												28057
Oman pääoman arvo DCF per osake												50,6

Pääoman kustannus (WACC)	
Vero-% (WACC)	12,5 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	10,0 %
Vieraan pääoman kustannus	3,5 %
Yrityksen Beta	0,85
Markkinoiden riski-premio	4,75 %
Likviditeettipremio	0,00 %
Riskiton korko	3,0 %
Oman pääoman kustannus	7,0 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	6,6 %



Tiivistelmä

Tulos	2014	2015	2016	2017e	2018e
PTP If	931	960	883	841	856
PTP Mandatum	162	181	210	198	195
PTP Nordea	680	751	773	714	783
PTP Holdings	-13	2	6	-5	-30
PTP yhteensä	1760	1894	1872	1749	1804
Nettovoitto	1540	1662	1651	1533	1579
Kertaluontoiset erät	0	0	0	0	0

Kassavirta	2014	2015	2016	2017e	2018e
Osingot If	597	587	879	600	600
Osingot Mandatum	100	100	100	125	125
Osingot Nordea	367	536	551	559	572
Osingot Topdanmark	0	0	0	0	75
Konsernikulut	-44	-11	-1	5	-5
Kassavirta konserni	908	1222	1237	1568	1367
Kassavirta per osake	1,62	2,18	2,21	2,80	2,44
Osinko per osake	1,65	1,95	2,15	2,30	2,45
Osinko kassavirrasta-%	102 %	89 %	97 %	82 %	100 %

Yhtiökuvaus
Sampo-konsernin liiketoiminta-alueet ovat vahinko- ja henkivakuutus. Vahinkovakuutusta harjoitetaan If-brändin ja henkivakuutusta Mandatum Life -brändin alla. Konserni on myös Nordean suurin omistaja. Sammolla ei ole tiukkaa konsernitason strategiaa, mutta sen liiketoiminta-alueilla on määriteltä selkeät omat pääoman tuottotavoitteisiin perustuvat strategiat.

Osakekohtaiset luvut	2014	2015	2016	2017e	2018e
EPS	2,75	2,97	2,95	2,76	2,85
EPS oikaistu	2,75	2,97	2,95	2,76	2,85
Tasearvo per osake	19,5	20,4	21,3	22,0	22,4
Osinko per osake	1,95	2,15	2,30	2,45	2,55
Voitonjako, %	71	72	78	89	90
Osinkotuotto, %	5,0	4,6	5,5	5,4	5,6

Tunnusluvut	2014	2015	2016	2017e	2018e
P/E	14,1	15,8	14,2	16,5	16,0
P/B	2,0	2,3	2,0	2,1	2,0
P/Liikevaihto	3,9	4,8	4,3	4,6	4,5
P/CF	12,9	15,0	14,4	16,2	16,1
EV/Liikevaihto	4,0	4,8	4,6	4,8	4,6
EV/EBITDA	12,6	14,1	13,2	15,0	14,4
EV/EBIT	12,6	14,1	13,2	15,0	14,4

Suurimmat omistajat	%-osakkeista
Solidium	11,9 %
Varma	6,4 %
Björn Wahlroos	2,1 %
Ilmarinen	0,8 %
Kaleva	0,8 %
VER	0,7 %

Suositteluhistoria, viimeiset 12 kk

Päivämäärä	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
13.8.2015	Lisää	48,00 €	45,27 €
14.9.2015	Lisää	48,00 €	44,60 €
6.11.2015	Lisää	48,00 €	45,30 €
10.2.2016	Lisää	45,00 €	39,17 €
12.5.2016	Lisää	43,00 €	39,00 €
10.8.2016	Lisää	43,00 €	38,06 €
10.10.2016	Lisää	43,00 €	40,47 €
3.11.2016	Lisää	44,00 €	40,67 €
9.2.2017	Lisää	46,00 €	42,15 €
16.3.2017	Lisää	46,00 €	43,15 €
12.5.2017	Lisää	47,00 €	45,60 €

Vastuuvapauslauseke

Raporteilla esitettävä informaatio on hankittu useista eri julkisista lähteistä, joita Inderes pitää luotettavana. 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.

Mahdolliset kannanotot, arviot ja ennusteet ovat esittäjiensä näkemyksiä. Inderes ei vastaa esitettyjen tietojen sisällöstä tai paikkansapitävyydestä. Inderes tai sen työntekijät eivät myöskään vastaa tämän raportin perusteella tehtyjen päätösten 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 tämänhetkisen hinnan ja 12 kuukauden tavoitehintamme väliseen prosenttiero. Suosituspolitiikka on neliportainen suositukseen myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitusuusituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään neljä 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) ja lisäarvomalli (EVA), 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 nousuvaraan 12-kk tavoitehintaan:

Suositus	Nousuvara 12-kk tavoitehintaan
Osta	>15 %
Lisää	5-15 %
Vähennä -	5-5 %
Myy	< -5 %

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 Oy voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoittavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oy:n omistukset esitetään yksilöitynä mallisalkussa. Inderes Oy:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin laatineen analyytikon palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oy: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 Corporate Broking -palveluita, joiden tavoitteena on parantaa yhtiön ja pääomamarkkinoiden välistä kommunikaatiota. Näitä palveluita ovat sijoittajatilaisuuksien ja -tapahtumien järjestäminen, sijoittajaviestinnän liittyvä neuvonanto, sijoitustutkimusraporttien laatiminen. Lisätietoa Inderesin tutkimuksesta: <http://www.inderes.fi/research-disclaimer/>