



Sampo

Tarina useista osinkovirroista

- ▶ **Sampo nosti tänä keväänä osinkoaan kymmenennen kerran peräjälkeen.** Yhtiön lähes 7 % osinkotuotto on poikkeuksellisen houkutteleva ja sijoittajan kannalta keskeinen kysymys onkin se, onnistuuko yhtiö jatkamaan vakaata osingon kasvattamista. Tämän tarkastelun valossa yhtiöllä on siihen erinomaiset edellytykset, mutta osingon kohoamisen kulmakerroin riippuu paljon korkomarkkinoista. Suosituksemme säilyy LISÄÄ-tasolla ja tavoitehinta nousee 47,00 euroon (aik. 46,00).
- ▶ **Osinkovirrat:** Tässä raportissa olemme arvostaneet Sammon tärkeimmät tytäryhtiöt ja osakkuusyhtiö Nordean arvon Sammolle niiden tarjoamien osinkovirtojen perusteella. Olemme muodostaneet kullekin oman osinkovirtamallin (DDM). Näiden yhdistelmänä päädyimme noin 47 euron käypään arvoon.
- ▶ **Osingon kasvuvauhti:** Osinkovirtamallien perusteella emoyhtiön saamat osinkovirrat kohoavat nykyisessä toimintaympäristössä arviomme mukaan keskimäärin vain noin 1,5 % vuodessa. Tilapäisesti osinkoa voidaan toki kasvattaa nopeamminkin, mutta kestäväällä tasolla myöskään Sammon maksamat osingot eivät voi kasvaa tätä nopeammin ilman muutoksia toimintaolosuhteissa. Keskeisen olosuhteiden muutoksen voisi synnyttää korkojen nousu. Korkojen asteittainen nousu esimerkiksi 2 %-yksiköllä seuraavan vuosikymmenen aikana mahdollistaisi arviomme mukaan 5-6 % vuotuisen osinkojen kasvuvauhdin.
- ▶ **Happotesti:** Nykyolosuhteissa hyvin maltillisesta kasvustaan huolimatta voidaan Sammon tytäryhtiöiden osinkovirtaa pitää erittäin ennustettavana. Suurin epävarmuus emoyhtiön keräämissä osingoissa kohdistuu osakkuusyhtiö Nordeaan mahdollisissa taantumaolosuhteissa. Sammon korkeiden puskureiden turvin Sammon omistajille maksettavaa osinkoa pystyttäisi kuitenkin kasvattamaan, vaikka Nordean maksama osinko tilapäisesti puolittuisi. Näin tapahtui finanssikriisissä.
- ▶ **Topdanmark:** Odotamme Sammon hankkivan Topdanmarkin ennemmin tai myöhemmin kokonaan itselleen. Arvioimiemme synergioiden perusteella hankinta olisi Sammolle kannattava, vaikka se joutuisi maksamaan yhtiön lopuista osakkeista 40-60 % preemion. Emme kuitenkaan odota Sammon tekevän lähitulevaisuudessa julkista ostotarjousta Topdanmarkista vaan kasvattavan omistustaan mahdollisen kurssinotkahduksen yhteydessä.

Lisää

Ennallaan

Toimiala
Finanssi

Yhtiökommentti

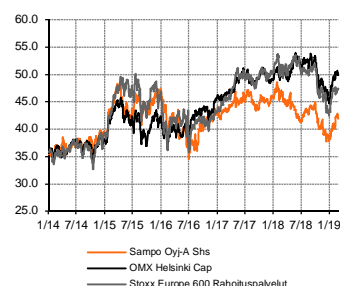
Hinta (€)*	41.87
Tavoitehinta (€)	47.00
Ylin (12kk)	47.10
Alin (12kk)	37.61
Markkina-arvo (M€)	23,253
EV (M€)	23,253
Indeksipaino (%)	9.43
Beta	0.67
Reuters	SAMPO.HE
Bloomberg	SAMPO FH Equity

Seuraava raportointipäivä 8.5.2019

*Hinta per 22.2.2019

Kurssekehitys	1kk	3kk	12kk
Kurssi (€)	40.53	39.38	46.23
Muutos (%)	3 %	6 %	-9 %
OMX Helsinki Cap (%)	0 %	6 %	-3 %

Lähde: Bloomberg, OP



Pääanalyytikko

Antti Saari

+358 10 252 4359

antti.saari@op.fi

Uusi tulokulma

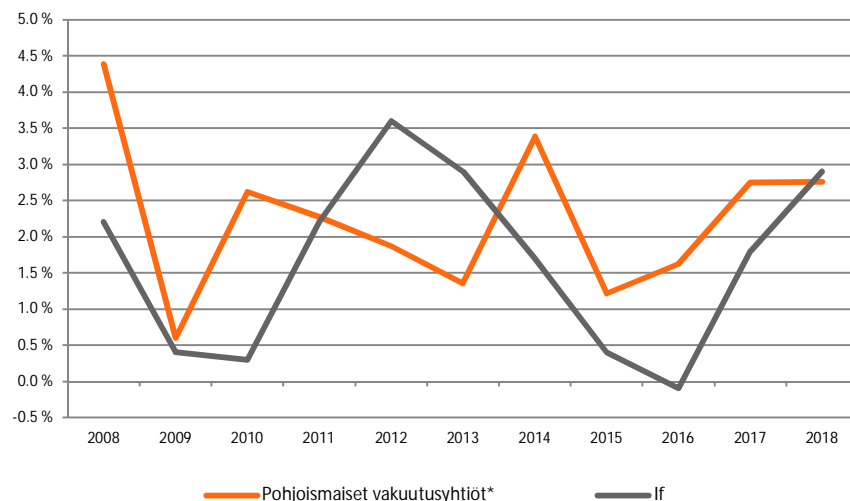
Perinteisesti olemme arvostaneet Sammon osakkeen osien arvon summa –laskelman ja osinkovirtamallin yhdistelmällä. Päästäksemme tarkempiin tuloksiin olemme tässä raportissa kuitenkin puretuneet Sammon tytäryhtiöihin ja osakkuusyhtiöihin tarkemmin ja arvostaneet kunkin niistä erikseen osinkovirtamallia noudattaen. Tämä on mielestämme tärkeää kahdesta syystä. Ensinnäkin, valtaosalle sijoittajista osinko lienee yksi tärkeimmistä ellei tärkein syy sijoittaa Sampoon. Ottaen huomioon sen tosiasian, että Sammon emoyhtiö on käytännössä pelkkä sijoitusyhtiö, määrittää tytäryhtiöiden kyky maksaa emoyhtiölle osinkoa myös Sammon kyvyn maksaa osinkoa omistajilleen. Toisekseen, osinkojen ratkaisevan tärkeän merkityksen vuoksi määräytyy tytäryhtiöiden ja osakkuusyhtiöiden arvo Sammolle mielestämme ensisijaisesti niiden osingonmaksukyvyyn, ei niistä markkinoilla saatavan hinnan perusteella.

Alla olemme arvottaneet Sammon merkittävimpien omistusten arvoa osinkovirtojen perusteella.

If

Sammon ylivoimaisesti merkittävin omistus on vahinkovakuutusyhtiö If, joka on yltänyt hyvin vakaaseen ja lähes poikkeuksetta vahvistuvaan tulokuntoon. Kuluneen 10 vuoden aikana If on onnistunut kasvattamaan vakuutusmaksutuottojaan keskimäärin vajaalla kahdella prosentilla vuosittain, mikä on hieman Pohjoismaiden suurimpien pelureiden keskimääräistä kasvutahtia maltillisempi. Hyvin defensiivisestä luonteestaan huolimatta alan kasvuvauhti on hieman vaihdellut taloussuhdanteesta ja kilpailutilanteesta riippuen. Vuosina 2015-2016 kireä kilpailutilanne piti kasvun hyvin maltillisena ja kannattavuuttaan tarkasti puolustavat toimijat kuten If hävisivät markkinaosuutta. Viime vuosina useat pienemmät hintahäiriköt ovat kuitenkin ajautuneet kannattavuushaasteisiin, mikä on rauhoittanut kilpailutilannetta ja mahdollistanut hinnankorotukset. Alan suurimpien pelureiden vakuutusmaksutuottojen kasvu on kivunnut 2,5-3 % haarukkaan ja If:n osalta kasvu oli jopa hieman tätä pirteämpää vuonna 2018.

Vakuutusmaksutuottojen kasvu



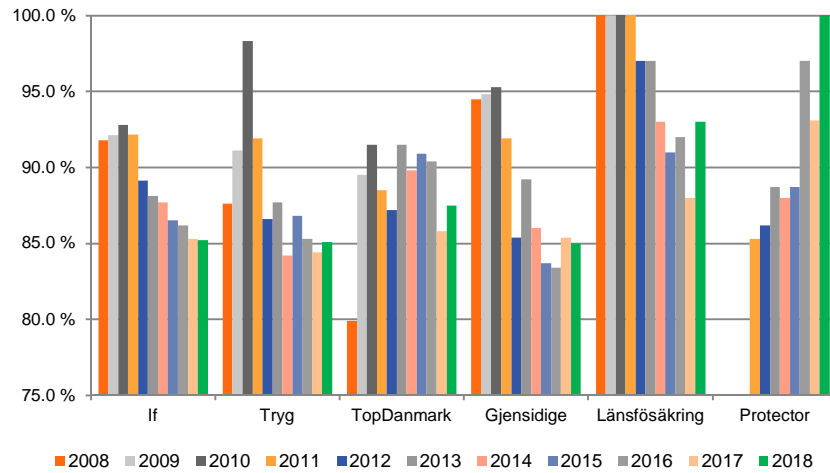
Lähde: OP Markets

*Mukana If, Tryg, TopDanmark, Alm Brand, Gjensidige ja Länsförsäkringar

Yksi merkittävimmistä takavuosien hintahäiriköistä on norjalainen Protector, jonka yhdistetty kulusuhde on radikaalisti heikentynyt ja kohonnut vuonna 2018 selvästi yli 100 % tasolle. Tappiollinen toiminta on pakottanut Protectorin vähemmän aggressiivisemmän kasvun tielle.

Suurimpien pohjoismaisten vakuutusyhtiöiden kannattavuustasot ovat sitä vastoin kansainvälisesti erittäin hyviä 85-93 % haarukassa. If:n kohdalla konservatiivinen suhtautuminen kasvuun sekä kaikki Pohjoismaat kattava hajautus on osoittanut voimansa siltä osin, että sen kannattavuuskehitys on kilpailijoihin nähden poikkeuksellisen tasaista ja vuodesta toiseen paranevaa. On selvää, että If:n yhdistetyn kulusuhteen parantaminen nykytasoltaan muodostuu vuosi vuodelta yhä haastavammaksi. Näillä näkymin arvioimme sen kuitenkin hieman vahvistuvan vielä lähivuosina, sillä korvaustrendi on säilynyt hyvin maltillisena ja markkinoiden hintanäkymä on kohtuullisen suotuisa.

Pohjoismaisten vahinkovakuutusyhtiöiden yhdistetyn kulusuhteen kehitys



Lähde: OP Markets

If:n osalta olemme osinkovirtamallissa olettaneet nettotuloksen kasvavan vuosien 2019-2020 jälkeen 2 % vuosittain. Tahti on linjassa näkemyksemme kanssa siitä, että vakuutusmaksutuottojen kasvu säilyy keskimäärin samalla tasolla kuin tähänkin asti ja kannattavuus jatkaa hienoista vahvistumistaan. If:n kannattavuus ei tietenkään voi loputtomiin kasvaa, mutta odotamme yhdistetyn kulusuhteen taittuvan maltillisesti suuntaan vasta siinä vaiheessa kun korot nousevat. Korjojen nousun vaikutus riittäisi kuitenkin helposti kompensoimaan vakuutusteknisen kannattavuuden laskun, sillä 1 %-yksikön nousu markkinakoroissa kasvattaisi laskelmiemme mukaan If:n vuotuisia korkotuloja lähes 100 miljoonalla eurolla, saaden siis aikaan yli 10 % tasokorjauksen yhtiön liikevoittotasoon. Velkakirjasalkun hyvin lyhyen duraation (1,4 vuotta) vuoksi tasokorjaus syntyisi todennäköisesti parin vuoden sisällä.

If:n osingonjakosuhteen olemme olettaneet tasaantuvan 98 %:iin. If:llä ei ole syytä kasvattaa nykyistä vakavaraisuustasoaan, mutta vastuissa tapahtuvan vuotuisen parin prosentin kasvuvauhdin vuoksi osingonjakosuhteen on pidemmän päälle oltava hieman alle 100 %.

If:n betaksi olemme valinneet 0,7, mikä vastaa lähimpien verrokkien Trygin ja Gjensidigen pitkän aikavälin keskimääräistä tasoa.

Mainitut taustaolettamat huomioiden osinkovirtamallimme indikoi If:lle noin 13,5 miljardin euron käypää arvoa.

WACC	
Oman pääoman kustannus:	
Riskitön korko	3.0 %
Markkinoiden riskipremio	5.0 %
Yrityksen beta	0.70
Oman pääoman kustannus	6.5 %

DDM*	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Nettotulos	661	680	694	708	722	736	751	766
Nettotuloksen kasvu		2.8 %	2.0 %	2.0 %	2.0 %	2.0 %	2.0 %	2.0 %
Osinkoennuste	661	680	680	693	707	722	736	751
Osinkojen kasvu		2.8 %	0.0 %	2.0 %	2.0 %	2.0 %	2.0 %	2.0 %
Osinkosuhte %	100.0 %	100.0 %	98.0 %	98.0 %	98.0 %	98.0 %	98.0 %	98.0 %
Riskitön korko	4.0 %	4.0 %	4.0 %	4.0 %	4.0 %	4.0 %	4.0 %	4.0 %
Diskontatut osingot	621	600	563	539	516	494	474	454
Diskonttauskerroin	1.0	2.0	3.0	4.0	5.0	6.0	7.0	8.0

If	Perus	Opt.	Pess.
Jatkuva kasvu oletus	2.00 %	3.00 %	1.00 %
Oman pääoman kustannus	6.50 %	6.50 %	6.50 %
Osinkojen nykyarvo	3807	3807	3807
Jatkuvan osingon arvo	17015	22091	13785
Jatkuvan osingon nykyarvo	9653	12533	7821
DDM-perusteinen hinta	13460	16340	11628

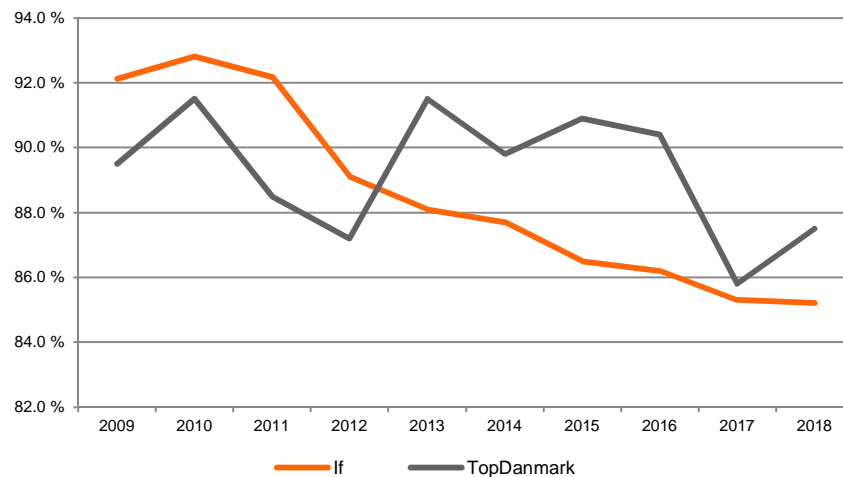
* Dividend Discount Model

Lähde: OP Markets

Topdanmark

Sampo omistaa tanskalaisesta vahinkovakuutusyhtiö Topdanmarkista 46,7 %. Topdanmark on hyvin samankaltainen kurinalainen toimija kuin If sillä erotuksella, että se toimii ainoastaan Tanskassa. Ilmeisten yhtäläisyyksien johdosta Topdanmarkin osinkovirtamalli muistuttaa paljon If:n mallia, vaikka olemmekin olettaneet tuloksen kasvavan hieman hitaammin 1,8 % vuosittain. Arviomme hieman hitaammasta tuloskasvusta perustuu siihen, että Topdanmarkin vakuutusmaksutuottojen kasvu on ollut toimialaa ja If:ä hitaampaa kuluneen vuosikymmenen aikana. Lisäksi Topdanmarkin yhdistetyssä kulusuhteessa ei ole nähtävissä vastaavanlaista vuosittain laskevaa trendiä kuten If:llä, vaikka myös Topdanmarkin yhdistetty kulusuhde sinällään onkin erittäin vahvalla tasolla. Näin ollen kannattavuuden ei ole perusteltua odottaa ainakaan merkittävästi nykytasoltaan vahvistuvan. Samaan tapaan kuin If:llä, olemme odottaneet Topdanmarkin osingonjakosuhteen säilyvän 98 %:n tasolla, sillä alhaisen kasvun ja korkean pääomituksen vuoksi yhtiöllä ei näkemyksemme mukaan ole tarvetta kasvattaa pääomiaan enempää kuin hitaasti kohoavien vastuiden verran. Topdanmarkin betaksi olemme valinneet 0,75, mikä vastaa yhtiön pitkän aikavälin toteutunutta betaa. Viime vuodet beta on ollut selvästi tätäkin alhaisemmalla tasolla, mutta emme katso tämän antavan yhtiön vakaudesta realistista kuvaa, sillä Sammon liki 50 %:iin noussut omistusosuus on alentanut osakkeen likviditeettiä ja kurssiheiluntaa.

If:n ja Topdanmarkin yhdistetyn kulusuhteen kehitys



Lähde: OP Markets

Osinkovirtamallimme indikoi Topdanmarkille noin 3,7 miljardin euron käypää arvoa.

WACC

Oman pääoman kustannus:

Riskitön korko	3.0 %
Markkinoiden riskipremio	5.0 %
Yrityksen beta	0.75
Oman pääoman kustannus	6.8 %

DDM*	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Nettotulos	193	198	202	205	209	213	216	221
Nettotuloksen kasvu		2.6 %	1.8 %	1.8 %	1.8 %	1.8 %	1.8 %	2.0 %
Osinkoennuste	188	194	198	201	205	208	212	216
Osinkojen kasvu		3.2 %	1.8 %	1.8 %	1.8 %	1.8 %	1.8 %	2.0 %
Osinkosuhte	97.4 %	98.0 %	98.0 %	98.0 %	98.0 %	98.0 %	98.0 %	98.0 %
Riskitön korko	4.0 %	4.0 %	4.0 %	4.0 %	4.0 %	4.0 %	4.0 %	4.0 %
Diskontatut osingot	176	170	162	155	148	141	134	128
Diskonttauskerroin	1.0	2.0	3.0	4.0	5.0	6.0	7.0	8.0

Topdanmark	Perus	Opt.	Pess.
Jatkuva kasvu oletus	2.00 %	3.00 %	1.00 %
Oman pääoman kustannus	6.75 %	6.75 %	6.75 %
Osinkojen nykyarvo	1086	1086	1086
Jatkuvan osingon arvo	4647	5943	3801
Jatkuvan osingon nykyarvo	2581	3302	2111
DDM-perusteinen hinta	3668	4388	3198

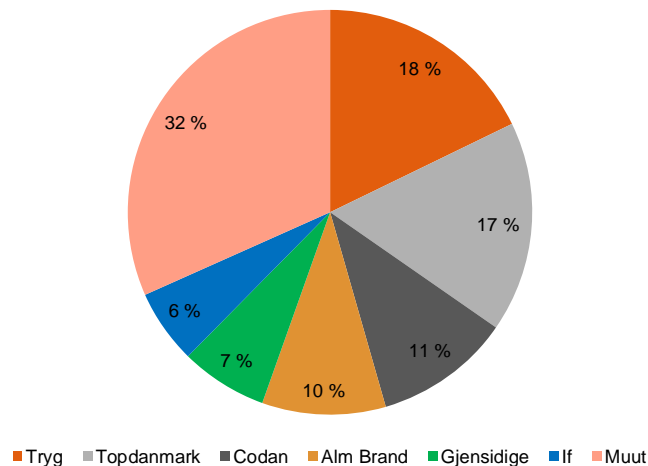
* Dividend Discount Model

Lähde: OP Markets

Kuinka arvokas Topdanmark olisi Sammolle kokonaan omistettuna?

Sampo on omistanut Topdanmarkin osakkeita vuodesta 2011 lähtien ja vuonna 2016 Sampo teki yhtiöstä pakollisen julkisen ostarjouksen kun sen omistusosuus yhtiössä kohosi yli kolmanneksen. Tällä hetkellä Sampo omistaa Topdanmarkista 46,7 % ja mielestämme on päivän selvää, että Sampo haluaa ennemmin tai myöhemmin omistaa Topdanmarkin kokonaan. Topdanmark on nimittäin hyvin samankaltainen kurinalainen ja tehokas vahinkovakuutusyhtiö kuin If ja se täydentäisi toivotulla tavalla If:n jalansijaa Tanskassa. If:n markkinaosuus Ruotsissa, Norjassa ja Suomessa vaihtelee korkeassa 18-22 % haarukassa, mutta Tanskassa If:n markkinaosuus on vain 6 %. Topdanmark puolestaan on Tanskan markkinoiden toiseksi suurin vahinkovakuutusyhtiö 17 % markkinaosuudella ja yhdessä If:n Tanskan toimintojen kanssa se muodostaisi Tanskaan kiistattoman markkinajohtajan.

Vahinkovakuutusyhtiöiden markkinaosuudet Tanskassa (2017)



Lähde: OP Markets

If:n Tanskan toimintojen pienen koon vuoksi skaala-erät ovat rajalliset ja yksikön kannattavuus on selvästi muita maita heikompaa. Vuonna 2018 If:n toimintakulusuhde oli Tanskassa 29,1 % ja yhdistetty kuluhde 98,1 % kun vastaavat luvut koko If:lle olivat 22,6 % ja 85,7 %. Mikäli If:n markkinaosuus nousisi Tanskassa Topdanmark-fuusion myötä yli 20 %:iin, emme näe mitään syytä sille, miksei yksikön kannattavuustasokin voisi kohota muiden Pohjoismaiden mukaiselle tasolle. Tämän perusteella olemme arvioineet, että If:n ja Topdanmarkin välinen fuusio tuottaisi vuotuisia synergiahyötyjä liikevoittotasolla 52-74 miljoonaa euroa. Huomioiden synergioiden nettotulosta kasvattavan vaikutuksen arvon P/E-kertoimella 20 (joka on linjassa Topdanmarkin arvostuksen ja If:n osien arvon summan kautta implisiittisesti lasketun arvostuksen kanssa), olisi näiden synergioiden kokonaisarvo If:lle laskelmiemme mukaan 812-1157 miljoonaa euroa. Topdanmarkin ostaminen pois markkinoilta olisi siis arvioimamme synergioiden perusteella Sammolle kannattavaa, vaikka siitä jouduttaisiin maksamaan nykykurssiin nähden 41-58 % preemio. Emme kuitenkaan pidä julkista uutta ostotarjousta lähitulevaisuudessa todennäköisenä. Sen sijaan odotamme Sammon kasvattavan omistustaan Topdanmarkissa mikäli yhtiön osakekurssi syystä tai toisesta laskee.

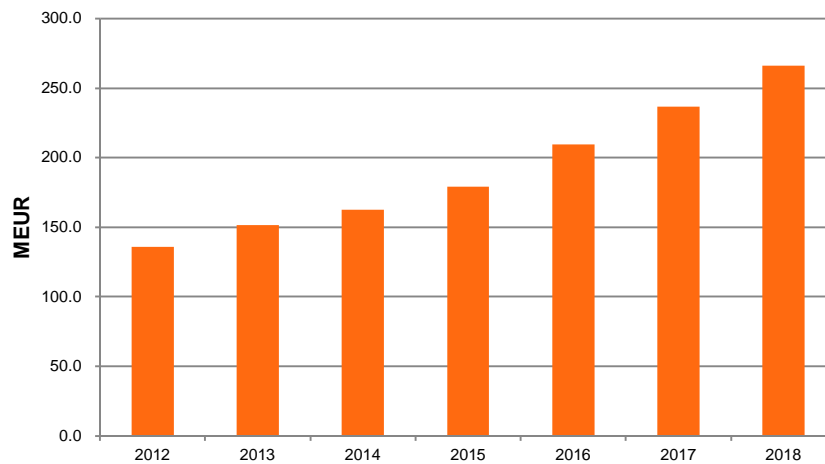
MEUR	If	If, Tanska	Topdanmark
Vakuutusmaksutulo	4325	420	1225
Toimintakulusuhde	22.6 %	29.1 %	
Yhdistetty kuluhde	85.7 %	98.1 %	87.5 %
Syngiat (ennen veroja)			52-74
Syngiat (verojen jälkeen)			41-58
Syngioiden arvo (P/E ~20)			812-1157
Sallittava enimmäispreemio			41-58 %

Lähde: OP Markets

Mandatum Life

Henkivakuutustoimintaan ja varanhoitoon erikoistunut tytäryhtiö Mandatum Life on yltänyt voimakkaasti nousevaan tulostrendiin. Yhtiön liikevoitto on kuluneen 7 vuoden aikana kohonnut keskimäärin 12 % vuosittain ja näkymät ovat toistaiseksi suotuisat. Danske Bankin kanssa uudelleen solmittu jakelusopimus antaa tukea yhtiön uusmyynnille, samalla kun Mandatum aloittaa uutena aluevaltauksena arvopaperivälityksen Saxo Bankin kanssa solmitun yhteistyön turvin.

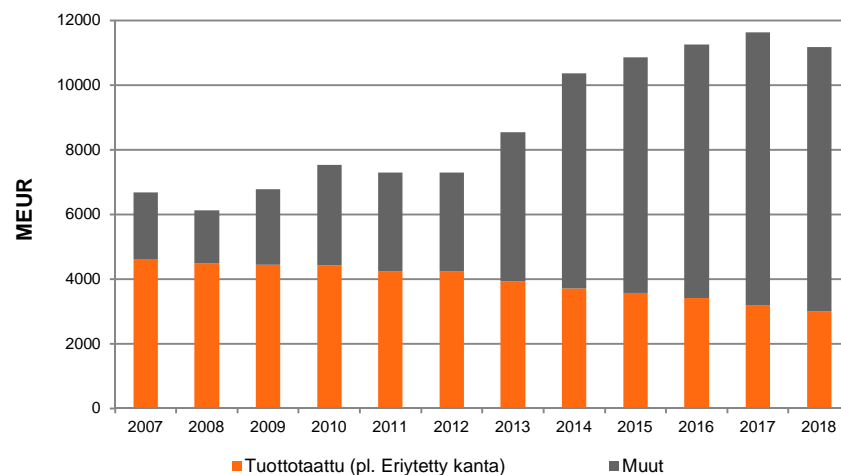
Mandatum Lifen liikevoittokehitys



Lähde: OP Markets, Bloomberg

Perinteisesti henkivakuutustoiminta on ollut hyvin suhdanneherkkää, johtuen henkivakuutusyhtiöiden kantamasta sijoitusriskistä. Ainakin Mandatum Lifen kohdalla tilanne on kuitenkin merkittävästi muuttunut kuluneen 10 vuoden aikana, sillä yhtiön tuottotaattu vakuutuskanta on merkittävästi supistunut ja uusmyynti on painottunut varainhoitoon ja vakuutustuotteisiin, jossa vakuutuksen ottaja kantaa sijoitusriskin. Tuottotaatun vakuutuskannan osuus Mandatum Lifen koko kannasta onkin vuosikymmenen aikana supistunut noin 70 %:sta alle 30 %:iin ja sen supistuminen jatkuu. Tällä on kahdenlaisia positiivisia vaikutuksia. Ensinnäkin, tuottotaatun kannan supistuminen on tehnyt Mandatum Lifen toiminnasta vakaampaa ja osakemarkkinoiden voimakkaat kurssiheilahtelut vaikuttavat enää hyvin rajallisesti yhtiön tulokuntoon. Toisekseen, Mandatum Lifen oman sijoitusriskin alati pienentyessä laskevat myös sen pääomavaatimukset ja sitä kautta sen osingonmaksuedellytykset ovat vielä pitkään merkittävästi toteutuvaa nettotulosta paremmat.

Mandatum Lifen kannan kehitys



Lähde: OP Markets, Bloomberg

Osinkovirtamallissa olemme käyttäneet Mandatum Lifelle betaa 1,20. Betan määrittäminen yhtiölle on haastavaa, koska samanlaisella rakenteella toimivia listattuja verrokkeja on vaikea löytää. Omien sijoitusriskien alati supistuessa Mandatum Lifen toiminta on kuitenkin kehittymässä etenevässä määrin kohti varainhoitajaa ja siksi olemme päätyneet käyttämään eurooppalaisille varainhoitajille tyypillistä betaa, joka ottaa riittävässä määrin huomioon toiminnan suhdanneluonteen. Mallissa olemme vuosien 2019-2020 jälkeen olettaneet Mandatum Lifen nettotuloksen kasvavan maltillisella 3 % vuotuisella vauhdilla. Oletus pitää sisällään ymmärryksen siitä, että menneet vuodet ovat olleet yhtiölle hyviä. Toisaalta malli myös jättää huomiotta mahdollisen korkojen nousun tarjoaman tulosvivun. Korkojen käänne tuntuvaan nousuun johtaisi nimittäin vastuovelkaan tehtyjen täydennysten purkamiseen, mikä tukisi tuloskuntoa oletettavasti muutaman vuoden aikana yhteensä 232 miljoonalla eurolla. Korkojen nousun kestävä vaikutus tulokseen olisi vähäinen tuottotaatun kannan supistumisen johdosta.

Mandatum Lifen osingonjakosuhteen olemme lähivuosina ennustaneet säilyvän viime vuosien tapaan selvästi yli 100 %:ssa. Tämä on mahdollista siksi, että tuottotaatun kannan supistuminen laskee vielä lähivuosina Mandatum Lifeltä vaadittavaa vakavaraisuuspääoman tarvetta 50-60 miljoonalla eurolla per vuosi, minkä yhtiö voi perustellusti jakaa osinkona emoyhtiölle. Arviomme mukaan tämän vaikutus kuitenkin asteittain supistuu vuoden 2021 jälkeen ja tarkasteluperiodilla oletamme osingonjakosuhteen siksi laskevan vähitellen 100 % tasolle.

Pääoman vapautuminen ja siitä seuraavat ylisuuret osingot ovat Mandatum Lifessä selkeä arvoajuri ja niiden vaikutus osinkovirtamallin indikoimaan arvoon on ilmeinen. Mallimme indikoi Mandatum Lifelle noin 3,1 miljardin euron arvoa.

WACC	
Oman pääoman kustannus:	
Riskitön korko	3.0 %
Markkinoiden riskipreemio	5.0 %
Yrityksen beta	1.20
Oman pääoman kustannus	9.0 %

DDM*	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Nettotulos	205	208	215	221	228	234	241	246
Nettotuloksen kasvu		1.5 %	3.0 %	3.0 %	3.0 %	3.0 %	3.0 %	2.0 %
Osinkoennuste	260	263	270	256	248	244	251	246
Osinkojen kasvu		1.2 %	2.4 %	-5.0 %	-3.3 %	-1.3 %	2.9 %	-2.1 %
Osinkosuhte	126.8 %	126.4 %	125.6 %	115.8 %	108.8 %	104.3 %	104.1 %	100.0 %
Riskitön korko	4.0 %	4.0 %	4.0 %	4.0 %	4.0 %	4.0 %	4.0 %	4.0 %
Diskontatut osingot	239	222	208	181	161	146	138	124
Diskonttauskerroin	1.0	2.0	3.0	4.0	5.0	6.0	7.0	8.0

Mandatum Life	Perus	Opt.	Pess.
Jatkuva kasvu oletus	2.50 %	3.50 %	1.50 %
Oman pääoman kustannus	9.00 %	9.00 %	9.00 %
Osinkojen nykyarvo	1294	1294	1294
Jatkuvan osingon arvo	3883	4634	3333
Jatkuvan osingon nykyarvo	1788	2134	1534
DDM-perusteinen hinta	3082	3428	2828

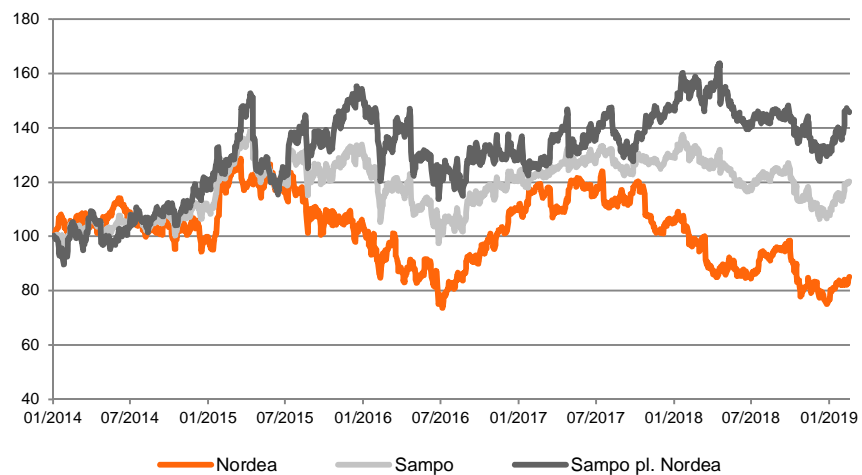
* Dividend Discount Model

Lähde: OP Markets

Nordea

Sampo omistaa Nordean osakekannasta 21,4 % ja kyseessä on epäilemättä Sammon nykyisistä omistuksista toistaiseksi heikottoitoisin sijoitus. Nordean kurssikehitys on kuluneen viiden vuoden aikana ollut volatiilia ja laskujohteista, mikä on omalta osaltaan heijastunut myös Sammon kurssiin. Mikäli puhdistamme Sammon osakekurssista Nordea-omistuksen markkina-arvon, on Sammon "oma arvo" kehittynyt itse asiassa erittäin vakaasti.

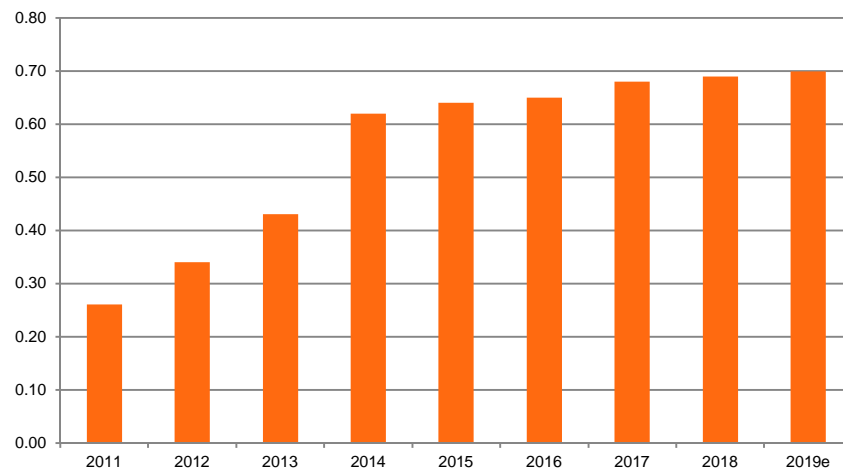
Sammon ja Nordean indeksoitu kurssikehitys (1.1.2014 = 100)



Lähde: OP Markets, Bloomberg

Sammon kannalta Nordean kurssikehitystä tärkeämpää on kuitenkin pankin kyky maksaa osinkoja ja tässä suhteessa Nordea on onnistunut hyvin. Markkinoiden skeptisyydestä huolimatta Nordean osakekohtainen osinko on kohonnut vuodesta 2011 lähtien, joskin hieman odotettua hitaammin.

Nordean osinkokehitys (euroa/osake)



Lähde: OP Markets

Arviomme mukaan Nordealla on kaikki edellytykset jatkaa maltillista osingon kasvattamista myös jatkossa, sillä pankin vakavaraisuusasema on hyvä ja tuloskunto verrattain vakaa. Lisäksi pankin kassavirta tulee arviomme mukaan olemaan lähivuosina selvästi nettotulosta korkeampi. Tämä selittyy sillä, että jatkossa huomattavasti totuttua suurempi osuus kustannuksista on Temenos-järjestelmähankkeeseen liittyviä poistoja. Tämä mahdollistaa sen, että Nordea voi tarvittaessa nostaa osingonjakosuhteensa yli 100 % tasolla ilman että sen CET1-vakavaraisuustaso heikentyy.

Nordean osinkovirtamallissa olemme käyttäneet Nordean toteutunutta historiallista noin 1,0 betaa ja olettaneet tuloksen kasvavan lähivuosien jälkeen hyvin maltillisesti yleisen inflaatiotahdin mukaisesti 2 % vuosittain. Vaikka Nordean tuloskunto onkin viime vuodet ollut laskusuunnassa, pidämme nousevia tulosennusteita perusteltuina. Tämä selittyy sillä, että Nordean kustannushaasteet ja suurimmat divestoinnit alkavat olla takanapäin ja lisäksi mahdollinen korkojen nousu antaisi tuloskuntoon oman tukensa. Keskimääräisen osingon kasvuvauhdin olemme kuitenkin laskelmassa olettaneet keskimääräistä tuloskasvua hieman maltillisemmaksi, jotta osingonjakosuhte laskee tarkasteluperiodilla alle 90 %:n tason. Tämä on mielestämme perusteltua siksi, että Nordean tuloskunto on vakuutustoimintaa suhdanneherkempää ja siksi maltillinen osingon leikkaamisen riski on taantumassa ilmeinen. Tästä syystä johtuen osingon kasvuvauhti voi tuskin olla kovin nopea yli syklin.

Osinkovirtamallimme indikoi Nordealle noin 42,4 miljardin euron arvoa.

WACC	
Oman pääoman kustannus:	
Riskitön korko	3.0 %
Markkinoiden riskipreemio	5.0 %
Yrityksen beta	1.00
Oman pääoman kustannus	8.0 %

DDM*	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Nettotulos	3025	3163	3226	3291	3356	3423	3492	3562
Nettotuloksen kasvu		4.5 %	2.0 %	2.0 %	2.0 %	2.0 %	2.0 %	2.0 %
Osinkoennuste	2832	2945	2975	3004	3034	3065	3095	3157
Osinkojen kasvu		4.0 %	1.0 %	1.0 %	1.0 %	1.0 %	1.0 %	2.0 %
Osinkosuhte %	93.6 %	93.1 %	92.2 %	91.3 %	90.4 %	89.5 %	88.6 %	88.6 %
Riskitön korko	4.0 %	4.0 %	4.0 %	4.0 %	4.0 %	4.0 %	4.0 %	4.0 %
Diskontatut osingot	2622	2525	2361	2208	2065	1931	1806	1706
Diskonttauskerroin	1.0	2.0	3.0	4.0	5.0	6.0	7.0	8.0

Nordea	Perus	Opt.	Pess.
Jatkuva kasvu oletus	2.00 %	3.00 %	1.00 %
Oman pääoman kustannus	8.00 %	8.00 %	8.00 %
Osinkojen nykyarvo	15519	15519	15519
Jatkuvan osingon arvo	53673	65038	45554
Jatkuvan osingon nykyarvo	26850	32535	22788
DDM-perusteinen hinta	42369	48054	38307

* Dividend Discount Model

Lähde: OP Markets

Emoyhtiö

Sammon emoyhtiö kerryttää luonnollisesti niin ikään korko- ja osinkotuottoja sijoitustensa turvin. Poislukien edellä mainitut suuromistukset, olemme kuitenkin arvostaneet emoyhtiön sen käyvän arvon (NAV) mukaan. Tämä johtuu siitä, että emoyhtiön kerryttämien sijoitustuottojen ennustaminen on vaikeaa, koska niihin sisältyy listaamattomia fintech-sijoituksia, sekä ainakin jossain määrin aktiivisesti hoidettuja listasijoituksia. Emoyhtiön omien sijoitusten kerryttämä osinkoverta ei myöskään ole kokonaisuuden kannalta missään määrin merkittävä.

Vuoden 2018 lopussa emoyhtiön NAV (pl. Nordea) oli noin miljardin euron verran negatiivinen, sillä vastuut olivat sijoitusten arvoa korkeammat. Olemme käyttäneet tätä arvoa, vaikka se todennäköisesti antaakin todellisuutta hieman konservatiivisemmän kuvan emoyhtiön arvosta. Tämä selittyy sillä, että emoyhtiön listattujen omistusten arvot ovat vuoden vaihdetta edeltäneen romahduksen jälkeen toipuneet ja toisaalta fintech-sijoitukset (noin 750 miljoonaa) on NAV-laskennassa kirjattu niiden hankintahinnalla (Saxo Bank, Nordax ja NETS).

Sammon arvo 47 euroa/osake

Yhdistäen osinkovirtamallien kautta määritetyt merkittävimpien omistusten arvot emoyhtiön NAV:iin, päädyimme Sammolle noin 26,3 miljardin euron käypään arvoon, mikä vastaa yli 47 euron osakekohtaista arvoa. Tällä tavoin määritetty arvo osakkeelle olisi siis noin 13 % markkinahintaa korkeampi. Tämän perusteella olemme nostaneet Sammon tavoitehinnan 47,00 euroon (aik. 46,00 euroa).

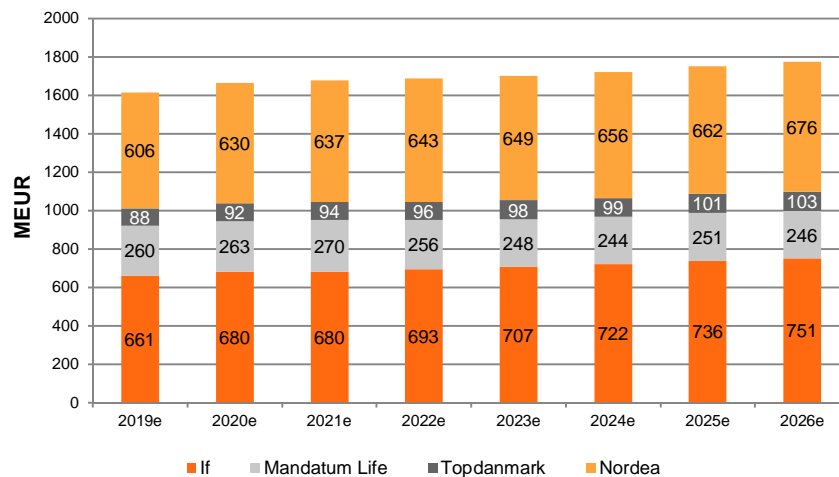
Sampo - valuaatio			
	DDM (MEUR)	Omistusosuus	Arvo (MEUR)
If	13460	100 %	13460
Mandatum Life	3082	100 %	3082
Topdanmark	3668	46.7 %	1713
Nordea	42369	21.4 %	9067
Emoyhtiö (NAV)	-1008.00	100 %	-1008
Yhteensä			26314
Per osake			47.38
Markkinahinta			41.87
Nousupotentiaali			13.2 %

Lähde: OP Markets

Kokonaisosinkovirrat

Sampo liittyi eurooppalaisten osinkoaristokraattien joukkoon nostettuaan osinkoiaan kymmenennen kerran peräjälkeen vuoden 2018 tilinpäätöksen yhteydessä. Seuraava tehtävä on säilyä tässä harvalukuisessa joukossa ja siihen yhtiöllä on hyvät edellytykset. Sammon vakuustointojen tulokuntoa ja osinkovirtaa voidaan pitää hyvin vakaana ja suurin riski emoyhtiön saamissa osingoissa kohdistuukin osakkuusyhtiö Nordeaan mahdollisissa taantumalosuhteissa. Tästäkin Sampo kuitenkin selviäisi vahvojen puskureidensa turvin.

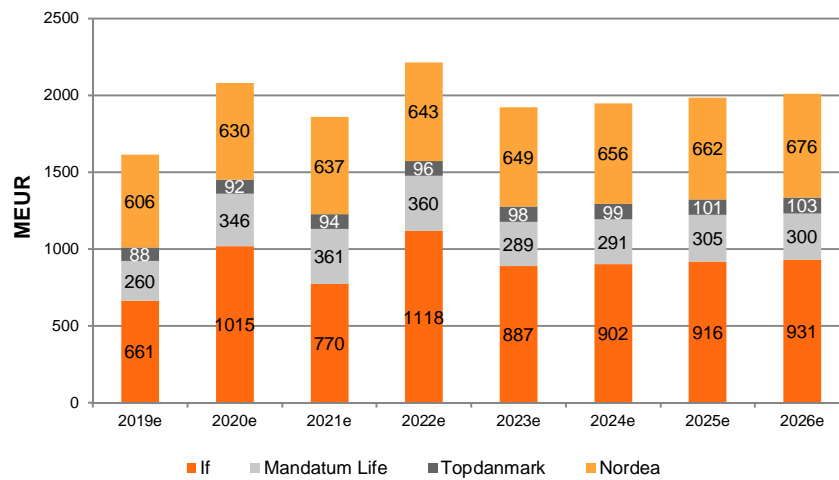
Finanssikriisissä, jota voidaan pitää erittäin kovana happotestinä, Nordea joutui tilapäisesti puolittamaan osinkonsa. Jos näin tapahtuisi tänä päivänä, aiheuttaisi tämä Sammon emoyhtiön saamiin osinkoihin reilun 300 miljoonan euron loven. Tämä summa olisi helposti paikattavissa emoyhtiön omien puskureiden turvin ja edellytykset jatkaa osingon kasvattamista säilyisivät. Lisäksi on mielestämme huomionarvoista, että näin merkittävä osingon leikkaaminen olisi tänä päivänä Nordealle epätodennäköistä kolmesta syystä. Ensinnäkin, finanssikriisi oli poikkeuksellisen rankka ympäristö taloudelle ja pankeille, ja näin ollen kaukana tavanomaisesta taantumasta. Emme odota seuraavan taantumun olevan näin rankka. Toisekseen, Nordean vakavaraisuusasema on huomattavasti finanssikriisiä edeltänyttä tasoa korkeampi, eikä tarvetta yhtä voimakkaalle voitonjaon sopeuttamiselle välttämättä nykyisellään olisi edes samanlaisissa olosuhteissa. Kolmanneksi, Nordea on ajanut riskejään alaspäin viime vuosina hyvin määrätietoisesti. Näin olleen luottotappiot jäisivät olettavasti huomattavasti viime kertaa alhaisemmiksi, vaikka niiden määrä oli viime kerrallakin vähäinen useimpiin verrokkeihin nähden.

Sampo: emoyhtiön saama ennustettu osinkovirta


Lähde: OP Markets

Tärkeimpien omistusten osinkovirtamallien perusteella kohoaisivat emoyhtiön saamat osinkovirrat kestäväällä tasolla keskimäärin noin 1,5 % vuosittain. Tilapäisesti osinkovirtoja voidaan toki kasvattaa nopeamminkin, mutta pidemmän päälle tahti ei nykyisissä toimintaolosuhteissa voi mielestämme olla juuri tätä nopeampaa. Tämän perusteella Sammon osinkojen kasvuvauhti tulee siis epäilemättä hidastumaan, vaikka kehitys hyvin todennäköisesti jatkuu nousujohteisena. Tämä arvio osoittautuisi kuitenkin liian pessimistiseksi siinä tilanteessa, että korot alkaisivat näkyvästi nousta. 1 %-yksikön nousu markkinakoroissa kasvattaisi If:n vuotuisia sijoitustuottoja liki 100 miljoonalla eurolla ja pienempiä positiivisia vaikutuksia nähtäisi myös Mandatum Lifen ja emoyhtiön vuotuisissa sijoitustuotoissa. Lisäksi korkojen nousu johtaisi Mandatum Lifen täydennetyin vastuuvelan ainakin osittaiseen purkaantumiseen, jota on tällä hetkellä 232 miljoonaa euroa. Vastaavasti If:n diskonttokoron nousu 1 %-yksiköllä aiheuttaisi kertaluonteisen arviomme mukaan noin 290 miljoonan euron positiivisen tulosvaikutuksen. Kaikkiaan 1 %-yksikön nousu koroissa vahvistaisi laskelmiemme mukaan Sammon tulosta ja osingonmaksukykyä kestäväällä tasolla siis yli 100 miljoonalla per vuosi ja lisäksi kertaluonteiset positiiviset vaikutukset nousisivat parhaimmillaan jopa 500 miljoonaan euroon. Nämä vaikutukset syntyisivät lineaarisesti kaksinkertaisina jos korkotaso nousisi vastaavasti 2 %-yksiköllä. Toistaiseksi korkojen nousunäkymä on vaatimaton, mutta mikäli näin tapahtuu ennemmin tai myöhemmin, mahdollistaisi se Sammolle huomattavasti arvioimaamme nopeamman osinkojen kasvattamisen.

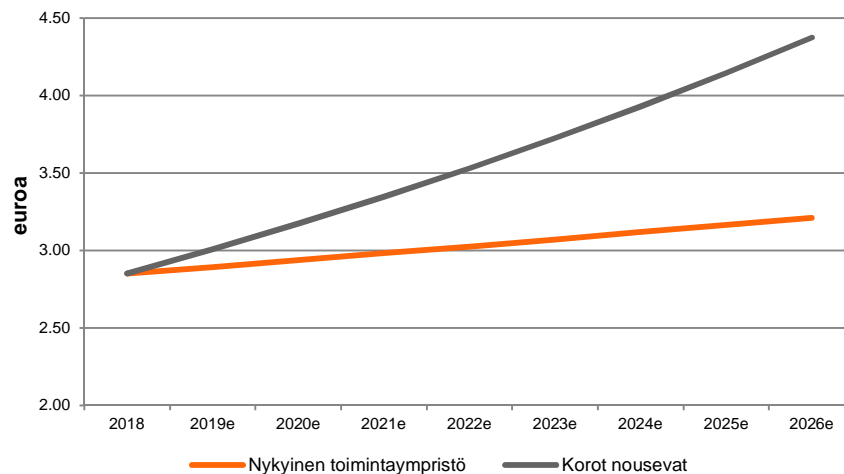
Alla olemme kuvanneet vaihtoehtoisen skenaarion, jossa korot nousevat kaikissa pohjoismaissa 1 %-yksiköllä vuonna 2020 ja uudelleen 1 %-yksiköllä vuonna 2022, ja Sammon tytäryhtiöt käyttävät kasvaneet voitot saman tien jakaakseen lisää osinkoa emoyhtiölle. Olettamat ovat täysin hypoteettisia, eivätkä korot (tai osingot) tavan mukaan liiku näin äkinäisesti. Laskelman tarkoitus on ainoastaan havainnollistaa korkojen nousun positiivista vaikutusta.

Sampo: emoyhtiön saama ennustettu osinkovirta - korot nousevat*


Lähde: OP Markets

*Olemme oletaneet markkinakorkojen nousevan hypoteettisesti 1 %-yksiköllä vuoden 2020 alussa ja uudelleen 1 %-yksiköllä 2022 alussa

Yllä esitetty korkojen nousuoletukset sisältävä skenaariolaskelma osoittaa hyvin vaikutusten mittakaavan Sammolle. Periodin 2019-2026 aikana emoyhtiön saamat yhteenlasketut osingot muodostuisivat yli 2 miljardia euroa eli 15 % perusskenaariotamme suuremmiksi. Tämä sallisi siis huomattavasti avokätisemmän ja jyrkemmin nousevan osinkovirran myös Sammon osakkeenomistajille. Karkean arviomme mukaan osinkoa voitaisiin tässä tapauksessa nostaa keskimäärin 5,5 % vuosittain. Mahdollisen korkojen nousun vaikutus Sammon osinkoon käy ilmi seuraavassa kuvassa.

Sampo: Ennustettu osakekohtainen osinko


Lähde: OP Markets

*Olemme oletaneet markkinakorkojen nousevan hypoteettisesti 1 %-yksiköllä vuoden 2020 alussa ja uudelleen 1 %-yksiköllä 2022 alussa

Ennustemuutokset

Ennustemuutokset						
M€	2019			2020		
	Uusi	Vanha	Ero	Uusi	Vanha	Ero
If tulos ennen veroja	848	848	0 %	872	872	0 %
Topdanmark tulos ennen veroja	227	227	0 %	234	234	0 %
Life tulos ennen veroja	263	263	0 %	267	267	0 %
Nordean tulos	619	619	0 %	649	649	0 %
Tulos ennen veroja, yhteensä	1,977	1,977	0 %	2,037	2,037	0 %
Nettotulos	1,678	1,678	0 %	1,732	1,732	0 %
Tulos/osake	2.84	2.84	0 %	2.93	2.93	0 %
NAV/osake	22.04	22.04	0 %	22.21	22.21	0 %
DPS	2.95	2.95	0 %	3.05	3.05	0 %

Lähde: OP Markets

Ennusteet

Sampo						
M€	2015	2016	2017	2018	2019e	2020e
Vakuutusmaksutuotot	5,488	5,401	5,254	5,364	5,487	5,583
Vakuutusmaksutuottojen kasvu (%)	-1.3 %	-1.6 %	-2.7 %	2.1 %	2.3 %	1.8 %
If tulos ennen veroja	959	883	818	847	848	872
Mandatum Life tulos ennen veroja	179	210	237	449	263	267
Tulos ennen veroja	1888	1871	2480	2094	1977	2037
Tulos/osake	2.96	2.95	3.96	3.04	2.84	2.93
NAV/osake	23.79	24.86	25.37	20.60	22.04	22.21
Osinko/Osake	2.15	2.30	2.60	2.85	2.95	3.05
Osinkotuotto (%)	4.6 %	5.4 %	5.7 %	6.8 %	7.0 %	7.3 %
P/E	15.9	14.5	11.6	13.8	14.8	14.3
P/B	1.98	1.71	1.81	2.03	1.90	1.88
ROE	13 %	12 %	16 %	14 %	14 %	14 %

Lähde: OP Markets

Sampo								
M€	Q1/18	Q2/18	Q3/18	Q4/18	Q1/19e	Q2/19e	Q3/19e	Q4/19e
If								
Vakuutusmaksutuotot	1052	1068	1088	1082	1063	1090	1111	1106
Muutos -% YoY	-1.6 %	0.0 %	0.2 %	1.0 %	1.0 %	2.1 %	2.1 %	2.2 %
Sijoitustoiminnan nettotuotot	53	66	63	47	65	58	58	58
Muutos -% YoY	1.9 %	-12.0 %	37.0 %	11.9 %	23.4 %	-12.8 %	-8.1 %	23.8 %
Korvauskulut	-681	-676	-702	-657	-695	-694	-711	-686
Muut kulut yhteensä	-241	-244	-246	-261	-245	-247	-248	-267
Kulut yhteensä	-922	-920	-948	-918	-940	-941	-959	-953
Tulos ennen veroja	193	222	211	221	196	215	218	220
...josta Topdanmark	2	1	0	1	0	0	0	0
Riskisuhde (%)	64.7 %	63.3 %	64.5 %	60.7 %	65.4 %	63.6 %	64.0 %	62.0 %
Toimintakulusuhde (%)	21.8 %	21.7 %	21.4 %	22.7 %	21.7 %	21.3 %	21.0 %	22.8 %
Yhdistetty kulusuhde (%)	86.5 %	85.0 %	85.9 %	83.4 %	87.0 %	84.9 %	85.0 %	84.8 %
Mandatum Life								
Vakuutusmaksutulo	243	285	152	394	253	296	158	410
Muutos -% YoY	6.1 %	46.9 %	-26.6 %	19.4 %	4.0 %	4.0 %	4.0 %	4.0 %
Sijoitustoiminnan tuotot	-19	156	189	-353	189	65	66	67
Muutos -% YoY	-106.1 %	-25.4 %	48.8 %	-359.6 %	-1094.7 %	-58.3 %	-65.2 %	-118.9 %
Korvauskulut	-345	-283	-220	-268	-355	-291	-227	-276
Vakuutus- ja sijoitus sopimusten velkojen n	223	-87	-21	313	9	28	97	-113
Henkilöstökulut	-12	-12	-12	-10	-12	-12	-12	-11
Muut kulut	-20	-23	-20	-13	-18	-23	-20	-13
Tulos ennen veroja	73	239	72	66	68	65	64	66
Muutos -% YoY	34.1 %	285.2 %	12.0 %	17.1 %	-6.7 %	-72.8 %	-10.5 %	-0.4 %
Muu								
Tuotot yhteensä	-37	6	25	24	23	18	18	19
Kulut yhteensä	-9	-7	-21	14	-10	-16	-15	-17
Tulos ennen veroja	-46	-1	4	38	13	3	3	1
Muutos -% YoY	-1633 %	-98 %	1233 %	-384 %	-128 %	-463 %	-36 %	-97 %
Nordea								
Sammon tulososuus	165	223	138	98	149	153	171	148
Muutos -% YoY	-3.5 %	48.7 %	-18.5 %	-22.2 %	-10.1 %	-31.6 %	23.8 %	50.6 %
Topdanmark								
Tulos ennen veroja	60	45	65	29	72	52	52	52
Muutos -% YoY								
Voitto ennen veroja	445	708	490	451	497	487	507	486
Muutos -% YoY	3 %	64 %	-58 %	4 %	12 %	-31 %	4 %	8 %
Verot	-70	-101	-76	-70	-77	-73	-74	-74
Vero - %	25 %	21 %	22 %	20 %	22 %	22 %	22 %	22 %
Vähemmistöosuudet	-27	-21	-28	-14	-32	-24	-24	-24
Tilikauden voitto	375	607	414	381	420	413	433	411
Muutos -% YoY	-2 %	63 %	-63 %	5 %	12 %	-32 %	5 %	8 %
EPS	0.63	1.06	0.69	0.66	0.70	0.70	0.74	0.70
NAV	24.27	21.57	24.13	20.60	22.62	20.52	21.30	22.04
Osakkeiden lkm. (M kpl).	555.4	555.4	555.4	555.4	555.4	555.4	555.4	555.4

Lähde: OP Markets

Sampo							
M€	2014	2015	2016	2017	2018	2019e	2020e
If							
Vakuutusmaksutuotot	4457	4344	4286	4294	4290	4370	4444
Muutos -% YoY	-1.0 %	-2.5 %	-1.3 %	0.2 %	-0.1 %	1.9 %	1.7 %
Sijoitustoiminnan nettotuotot	353	304	173	215	229	239	247
Muutos -% YoY	-4.1 %	-13.9 %	-43.1 %	24.3 %	6.5 %	4.4 %	3.4 %
Korvauskulut	-2903	-2894	-2670	-2717	-2716	-2786	-2835
Muut kulut yhteensä	-1057	-865	-999	-1002	-990	-1007	-1016
Kulut yhteensä	-3960	-3759	-3669	-3719	-3707	-3793	-3851
Tulos ennen veroja	931	959	883	818	847	848	872
..josta Topdanmark	53	42	66	0	0	0	0
Riskisuhde (%)	65.1 %	66.6 %	62.3 %	63.3 %	63.3 %	63.7 %	63.8 %
Toimintakulusuhde (%)	22.5 %	18.6 %	21.9 %	21.9 %	21.8 %	21.7 %	21.5 %
Yhdistetty kulusuhde (%)	87.6 %	85.3 %	84.2 %	85.2 %	85.1 %	85.4 %	85.3 %
Mandatum Life							
Vakuutusmaksutulo	1104	1144	1115	960	1074	1117	1139
Muutos -% YoY	3.9 %	3.6 %	-2.5 %	-13.9 %	11.9 %	4.0 %	2.0 %
Sijoitustoiminnan tuotot	540	631	635	781	-27	387	274
Muutos -% YoY	-5.0 %	16.8 %	0.6 %	23.0 %	-103.5 %	-1531.8 %	-29.1 %
Korvauskulut	-877	-1023	-967	-992	-1116	-1149	-1126
Vakuutus- ja sijoitussopimusten velkojen r	-499	-462	-466	-405	428	21	93
Henkilöstökulut	-45	-47	-46	-47	-46	-46	-47
Muut kulut	-66	-82	-84	-70	-76	-74	-74
Tulos ennen veroja	163	179	210	237	449	263	267
Muutos -% YoY	7.2 %	10.3 %	17.0 %	12.9 %	89.8 %	-41.5 %	1.6 %
Muu							
Tuotot yhteensä	42	93	52	29	18	78	79
Kulut yhteensä	-54	-93	-47	-68	-23	-58	-64
Voitto (tappio) ennen veroja	-12	0	6	-39	-5	19	15
Muutos -% YoY	-73 %	-100 %	n.m.	-800 %	-88 %	-493 %	-21 %
Nordea							
Sammon tulososuus	676	750	772	616	624	619	649
Muutos -% YoY	7.2 %	10.9 %	2.9 %	-20.2 %	1.3 %	-0.8 %	4.7 %
Topdanmark							
Tulos ennen veroja				848	199	227	234
Muutos -% YoY					-76.5 %	14.3 %	2.9 %
Tulos ennen veroja	1757	1888	1871	2480	2094	1977	2037
Muutos -% YoY	5 %	7 %	-1 %	33 %	-16 %	-6 %	3 %
Verot	-220	-232	-221	-242	-317	-299	-305
Vero - %	21 %	21 %	21 %	24 %	22 %	22 %	22 %
Vähemmistöosuudet	0	0	0	-23	-90	-103	-106
Tilikauden voitto	1537	1656	1650	2238	1777	1678	1732
Muutos -% YoY	6 %	8 %	0 %	36 %	-21 %	-6 %	3 %
EPS	2.74	2.96	2.95	3.96	3.04	2.84	2.93
NAV	22.63	23.79	24.86	25.37	20.60	22.04	22.21
Osakkeiden lkm. (M kpl).	560.0	560.0	560.0	560.0	555.4	555.4	555.4

Lähde: OP Markets

Lisätietoja OP Yrityspankki Oyj:stä ja sen tuottamista sijoitusanalyyseistä:

OP Yrityspankki Oyj on luottolaitostoinnasta annetun lain mukainen toimiluvan omaava luottolaitos, jonka toimintaa valvoo Finanssivalvonta. OP Yrityspankki Oyj:n Pankki- ja sijoituspalvelutoimintaan kuuluvilla liiketoiminta-alueilla voidaan käydä omaan lukuun arvopaperikauppaa ja laskea liikkeeseen rahoitusvälineitä. Lisäksi liiketoiminta-alueilla voidaan tarjota liikkeeseenlaskuun ja emissiotakaamiseen liittyviä palveluja ja rahoitusvälineitä koskevaa sijoitusneuvontaa sekä harjoittaa toisen lukuun arvopaperien myyntiä, ostoa ja välitystä. Asiakastoimeksiantoihin perustuvat liikkeeseenlaskuun liittyvät Corporate Finance -toiminnot on eriytetty sijoitustutkimukseen ja välitystoimintaan liittyvistä toiminnoista Finanssivalvonnan edellyttämällä tavalla sekä fyysisesti että operatiivisen toiminnan osalta. OP Yrityspankki Oyj noudattaa Finanssivalvonnan määräysten perusteella laadittua eturistiriitapolitiikkaa.

Tämä OP Yrityspankki Oyj:n tuottama materiaali on puolueetonta ja riippumatonta sijoitustutkimusta. Materiaali on tarkoitettu vain yksityiseen käyttöön ja sen levittäminen ilman OP Yrityspankki Oyj:n kirjallista lupaa ei ole sallittua. OP Yrityspankki Oyj:n tuottamaa materiaalia ei tule pitää sijoitusneuvona, tarjouksena eikä kehotuksena yksittäisen sijoituksen toteuttamiseen. Raportit ja näiltä sivuilta saatava muu informaatio perustuvat julkisiin lähteisiin ja informaatioon, joita OP Yrityspankki Oyj pitää luotettavana. Tämä ei kuitenkaan sulje pois mahdollisuutta, että esitetyt tiedot eivät kaikilta osin olisi täydellisiä ja virheettömiä. OP Yrityspankki Oyj tai sen palveluksessa oleva henkilökunta eivät vastaa raporteista ja näiltä sivuilta saatavan muun informaation perusteella tehtyjen sijoituspäätösten taloudellisesta tuloksesta tai muista vahingoista, joita OP Yrityspankki Oyj:stä saadun informaation käytöstä mahdollisesti aiheutuu. Asiakas vastaa aina itse omien sijoituspäätöstensä taloudellisesta tuloksesta.

OP Yrityspankki Oyj antaa analyysin kohteena kulloinkin oleville osakkeille tavoitehinnan. OP Yrityspankki Oyj ei anna suosituksia tai tavoitehintoja joukkovelkakirjalainoille. Tavoitehintaa kuvaa analyytikon näkemystä siitä, mitä analyytikko odottaa osakkeen kurssin olevan 12 kuukauden kuluttua tavoitehinnan asettamisesta. Tavoitehinnan perusteet ovat yhtiökohtaisia ja eri arvonmääritysmenetelmien käyttökelpoisuudessa voi esiintyä merkittäviä yhtiökohtaisia eroja. OP Yrityspankki Oyj käyttää tavoitehinnan arvioinnissa pääsääntöisesti seuraavia menetelmiä:

Kassavirta-analyysi (DCF = Discounted Cash Flow), vertailuryhmään pohjautuva analyysi, absoluuttiseen arvostukseen liittyvä analyysi, historiallisiin arvostuskertoimiin perustuva analyysi, osien arvon summa, liiketoiminnan näkyymiin perustuva analyysi, uutisvirtaan perustuva analyysi.

OP:n Analyysi-tiimi on siirtynyt osakkeita koskevissa tutkimuksissa heinäkuusta 2011 alkaen viisiportaiseen suositusjärjestelmään: OSTA, LISÄÄ, PIDÄ, VÄHENNÄ ja MYY. Suosituksessa arvioidaan osakkeen tuottoa seuraavan 12 kuukauden aikana.

Jos osakkeen odotetaan tuottavan yli 15% seuraavan 12 kuukauden aikana, osakkeen suositus on OSTA. Jos osakkeen odotetaan tuottavan 5–15% seuraavan 12 kuukauden aikana, suositus on LISÄÄ. Jos osakkeen odotetaan tuottavan (-5)–5% seuraavan 12 kuukauden aikana, suositus on PIDÄ. Jos osakkeen odotetaan tuottavan (-15)–(-5)% seuraavan 12 kuukauden aikana, suositus on VÄHENNÄ. Jos osakkeen odotetaan tuottavan alle (-15%), suositus on MYY. Osakkeen odotettu tuotto on tavoitehinnan ja nykyisen osakekurssin välinen ero (%), sisältäen osingot.

OP Yrityspankki Oyj:n tuottamia sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti neljä kertaa vuodessa yhtiöiden vuosineljänneistolosten yhteydessä. Suosituksia ja tavoitehintoja on aina mahdollista muuttaa myös muina aikoina, jos siihen ilmenee aihetta. Suositusten ja tavoitehintojen päivittämistiheyttä ei ole rajattu.

Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvion mukaisesti. Arvopaperimarkkinoiden luonteen mukaisesti mallillisetkin yhtiön toiminnan tai toimintaympäristön muutokset tai arvopaperimarkkinoiden yleiset vaihtelut voivat aiheuttaa tuntuvia arvonmuutoksia. Arvopaperin arvon aiempi kehitys ei myöskään välttämättä ohjaa sen arvon tulevaa kehitystä. Kassavirtamallien yhteydessä esitetään numeerisesti tulostenherkkyyden herkkyyden keskeisten oletusten muutoksille (herkkyyshanalyysi).

Analyysi-tiimin analyytikot ja näiden lähipiiri voivat omistaa Analyysi-tiimin analysoimien yhtiöiden liikkeeseenlaskemia arvopapereita.

Analyysia koskevia tietoja ei ole lähetetty analyysin kohteena olevan arvopaperin liikkeeseenlaskijalle tarkastusta varten ennen analyysin julkistamista.

OP Yrityspankki Oyj:llä tai sen kanssa samaan konserniin kuuluvalla yrityksellä ei ole yli 5 %:n omistusosuutta analyysin kohteena olevissa yhtiöissä. OP Ryhmän liputussääntelyä koskevan poikkeuksen soveltamisen perusteella OP-Rahastoyhtiö Oy:n hallinnoimien sijoitusrahastojen omistamia suomalaisten yhtiöiden arvopapereita ja niiden tuottamia ääniä ei lueta mukaan laskettaessa OP Yrityspankki Oyj:n kanssa samaan konserniin kuuluvien yritysten omistusosuutta analyysin kohteena olevissa yhtiöissä. Lisäksi omistus- ja ääniosuuteen ei lueta OP-Eläkekassan omistuksia ja niiden tuottamia ääniä.

OP Yrityspankki Oyj tai sen kanssa samaan konserniin kuuluva yhteisö ei toimi markkinatakaajana tai muuna likviditeetin tarjoajana analyysin kohteena olevien liikkeeseenlaskijoiden osakkeissa. OP Yrityspankki Oyj tai sen kanssa samaan konserniin kuuluva yhteisö voi kuitenkin toimia markkinatakaajana tai muuna likviditeetin tarjoajana analyysin kohteena olevien liikkeeseenlaskijoiden velkainstrumenteille. OP Yrityspankki Oyj voi omistaa position tässä tutkimusraportissa mainittuun rahoitusinstrumenttiin.

OP Yrityspankki Oyj voi antaa analyysin kohteena kulloinkin olevien omaisuusluokkien (osakeindeksit, korot, valuutta ja raaka-aineet) alla oleville sijoituskohteille tavoitetason. Tavoitetaso kuvaa analyytikon näkemystä siitä, miten analyytikko odottaa sijoituskohteen arvon muuttuvan annetulla horisontilla tavoitetason asettamisesta. Tavoitetason perusteet ovat sijoituskohdeperusteisia, ja peruseriaatteen

perustuvat kansantaloustieteen ja rahoituksen teorioihin. Laskelmat ja menetelmät perustuvat vakioituihin ekonometrisiin työkaluihin ja menetelmiin sekä julkisesti eri sijoituskohteista saatavilla olevaan informaatioon ja tilastoihin.

OP Yrityspankki Oyj:n analytiikat voivat saada tulospalkkioita, jotka perustuvat OP Yrityspankki Oyj:n tai jonkun sen yksikön tai liiketoiminta-alueen yhteenlaskettuun tulokseen. Analytiikoiden palkka ei ole suoraan riippuvainen yksittäisistä OP Yrityspankki Oyj:n tai sen kanssa samaan konserniin kuuluvien yritysten hoitamista investointipankkitoimintaan liittyvistä toimeksiannoista.

OP Yrityspankki Oyj:n eri liiketoiminnot pyrkivät aktiivisesti luomaan erilaisia toimeksiantosuhteita eri liikkeeseenlaskijoiden kanssa OP Yrityspankki Oyj:n tarjoamien palvelujen osalta. OP Yrityspankki Oyj tai sen kanssa samaan konserniin kuuluva yhteisö on toiminut pääjärjestäjänä tai järjestäjänä seuraavissa analyysin kohteena olevan liikkeeseenlaskijan arvopapereita koskeneessa julkistetussa liikkeeseenlaskussa tai tarjouksessa tai osapuolena muussa liikkeeseenlaskijan kanssa tehdyssä investointipankkipalvelujen tarjoamiseen liittyvässä sopimuksessa analyysin julkistamishetkellä tai viimeisen 12 kuukauden aikana: * Altia, AS Tallink Grupp, CapMan, Caverion, Citycon, DNA, Elisa, Garantia, Kojamo, Lehto Group, PVO, Rettig, SRV Yhtiöt, SSAB, Tieto ja YIT.

Suositukset ja tavoitehinnat		Sampo		
Suositus	Tavoitehinta (€)	Kurssi (€)	Päivämäärä	
LISÄÄ	47.0	41.9	25.2.2019	Tavoitehinnan muutos
LISÄÄ	46.0	40.3	2.11.2018	Tavoitehinnan muutos
LISÄÄ	47.0	43.2	9.8.2018	Tavoitehinnan muutos
LISÄÄ	48.0	44.3	4.5.2018	Suositus- ja tavoitehinnan muutos
PIDÄ	49.0	46.9	8.2.2018	Tavoitehinnan muutos
PIDÄ	48.0	47.4	2.2.2018	Tavoitehinnan muutos
PIDÄ	47.0	46.2	10.10.2017	Suositus- ja tavoitehinnan muutos
LISÄÄ	46.0	43.3	8.9.2017	Suositusmuutos
PIDÄ	46.0	45.7	8.5.2017	Suositusmuutos
LISÄÄ	46.0	43.2	9.2.2017	

OP Yrityspankki Oyj:n suositusten jakauma kaikissa analysoiduissa osakkeissa ja niissä osakkeissa, joita koskevissa yllä mainituissa* investointipankkitoimintaan liittyvissä sopimuksissa OP Yrityspankki Oyj tai sen kanssa samaan konserniin kuuluva yhteisö on ollut osapuolena:

Suositusten jakauma (19.2.2019)				
Suositus	Kaikki yhtiöt		Investointipankkisuhteissa*	
	Kpl	%	Kpl	%
OSTA	25	30	1	8
LISÄÄ	15	18	2	15
PIDÄ	34	40	10	77
VÄHENNÄ	8	10	0	0
MYY	2	2	0	0
	84	100	13	100

Yhteystiedot

Analyysi			Instituutiomyynti	
Antti Saari	Pääanalytikko, strategia, Finanssi	010 252 4359	Tero Rautasuo	Johtaja 010 252 2552
Henri Parkkinen	Senior Analytikko, metsä, energia, investointitavara	010 252 4409		
Ilkka Saksa	Senior Strategi, korko, valuutta	010 252 4457	Institutional Investment and Hedging Solutions	
Jari Hännikäinen	Markkinaekonomisti	010 252 2792	Jarkko Ruokonen	010 252 2923
Matias Rautionmaa	Rakentaminen, kiinteistösijoitus, metallinjalostus	010 252 4408	Mikko Aalto	010 252 4436
Kimmo Stenvall	Operaattorit, teknologia	010 252 4561	Tuomas Antila	010 252 4479
Leena Viljamaa	Terveystuoto, yrityslainat	010 252 2788	Henrik Helppi	010 252 3252
Anssi Raussi	Small Cap	010 252 4392	Tomi Kallio	010 252 2031
Outi Hasu-Rannikko	Kääntäjä	010 252 1599	Ari Triumf	010 252 4349
Maaria Tuikka	Kääntäjä	010 252 4789	Jussi Villanen	010 252 4289
Hawa Grundman	Assistentti	010 252 4311		
			Cross Asset Investor Solutions	
			Tuomas Kaasalainen	010 252 2534
			Ahti Mikkonen	010 252 4677
			Lauri Mäkelä	010 252 8072
			Terhi Ollikainen	010 252 3148
			Joakim Paul	010 252 8336
OP Yrityspankki Oyj				
Gebhardinaukio 1				
00013 OP				
010 252 011				
etunimi.sukunimi@op.fi				