

Maltillinen aliarvostus palasi osakkeeseen

- **Nostamme Sammon suosituksen kurssilaskun seurauksena LISÄÄ-tasolle (aik. VÄHENNÄ).** Markkinoiden reaktio ennakoitua vaisumpaan Q4-tulokseen oli jyrkkä, huolimatta siitä, että kannattavuusnäkömät vuodelle 2023 ovat vakaat. Maltillinen alihinnoittelu suhteessa lähimpiin verrokkeihin on palannut osakkeeseen. Osien arvon summa -laskelmaan perustuva tavoitehintamme tarkentuu 49,00 euroon (aik. 50,00).
- **Q4:** Sammon raportoima 390 miljoonan euron liikevoitto jäi selvästi ennusteista, mikä selittyi suurimmalta osin kertaluonteisilla tekijöillä. Suurin pettymys lieneekin se, että lfin vahva kannattavuus (yhdistetty kulusuhde 81,7 %) tehtiin mittavilla korvausvastuiden laskuilla, kun diskonttokorkoja nostettiin merkittävästi. Korvausvastuiden muutokset pois lukien lfin kannattavuus olisi jäänyt korkeiden sää- ja suurvahinkojen vuoksi selvästi odotetusta ja Hastings kärsi kvartaalilla vastaavista haasteista. lfin hinnankorotukset riittävät kuitenkin edelleen kompensoimaan korvausinflaation, joten muuttuvista tekijöistä putsattu alla oleva kannattavuus jatkaa hienoista vahvistumistaan. Hastingsin kohdalla tilanne on Britannian kireän kilpailun vuoksi haasteellisempi, mutta vuosi 2022 jäi arviomme mukaan Hastingsin kannattavuuden pohjakosketukseksi. Korkojen nousun myötä kasvavat velkakirjasijoitusten tuottotasot tukevat kaikkien toimintojen tulonäkymiä.
- **Voitonjako:** Sampo jakaa vuodelta 2022 omistajilleen osinkoa 2,60 euroa/osake (1,80+0,80) ja aloittaa uuden 400 miljoonan euron omien osakkeiden osto-ohjelman. Lisävoitonjako oli jonkin verran odotettua vähäisempää. Sammolla on edelleen ylipääomitus suhteessa sen omiin vakavaraisuustavoitteisiin noin 2 euroa/osake, mutta valtaosa tästä on sidottuna epälikvideihin Private Equity -sijoituksiin. Jatkossa merkittävä lisävoitonjako edellyttää siis irtautumisia näistä sijoituksista tai Mandatumista.
- **Mandatum:** Mandatumia koskeva strateginen arviointi on edelleen kesken ja kaikki vaihtoehdot ovat harkinnassa. Sampo arvioi antavansa asiasta lisätietoa Q1/23:n aikana. Pidämme edelleen myyntiä todennäköisempänä vaihtoehtona kuin pörssilistausta.
- **2023 ohjelustus:** Vahinkovakuutus toimintojen odotetaan yltävän asetettuihin kannattavuustavoitteisiin (yhdistetty kulusuhde lf alle 85 % ja konserni 86 %; Hastings operatiivinen kulusuhde alle 88 %). Ohjelustus on vuoden alulle tyypilliseen tapaan väljä ja odotamme Sammon tarkentavan sitä lfin osalta vuoden edetessä positiiviseen suuntaan.

Suositus **LISÄÄ**
Nostettu (aik. VÄHENNÄ)
Tavoitehintana (€) **49,00**
(aik. 50,00)

Hinta (€)* 45,50
Ylin (12kk) 49,97
Alin (12kk) 34,23

Markkina-arvo (M€) 23 455
Indeksipaino 6,2 %
Beta 0,85
Kaupankäyntitunnus SAMPO
Seuraava tulosjulkistuspäivä 10.5.2023

Kurssikehitys 1kk 3kk 12kk
Hinta (€) 47,43 46,32 43,06
Muutos -4,1 % -1,8 % 5,7 %



— Sampo
— OMX Helsinki Cap
— Stoxx 600 Vakuutus

Lähde: OP Markets, Bloomberg, *) 10.2.

Sampo

Milj. euroa	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e
Vakuutusmaksutuotot	5984	5 534	6 637	6 987	7 203	7 429
Vakuutusmaksutuottojen kasvu	11,6 %	-7,5 %	19,9 %	5,3 %	3,1 %	3,1 %
lf tulos ennen veroja	883	901	1 077	1 217	1 271	1 354
lfin yhdistetty kulusuhde (%)	84,5 %	82,1 %	81,3 %	80,3 %	81,7 %	81,6 %
Tulos ennen veroja	1 541	380	3 170	1 863	1 887	1 987
Tulos/osake	2,04	0,07	4,63	2,68	2,72	2,90
NAV/osake	20,71	19,82	25,48	18,74	19,57	20,28
Osinko/Osake	1,50	1,70	4,10	2,60	2,40	2,00
Osinkotuotto (%)	3,9 %	4,9 %	9,3 %	5,7 %	5,3 %	4,4 %
P/E	19,1	n.m.	9,5	17,0	16,7	15,7
P/B	1,88	1,74	1,73	2,43	2,32	2,24
ROE	11 %	1 %	22 %	13 %	15 %	16 %

Lähde: OP Markets



Pääanalyytikko

Antti Saari

+358 10 252 4359

antti.saari@op.fi

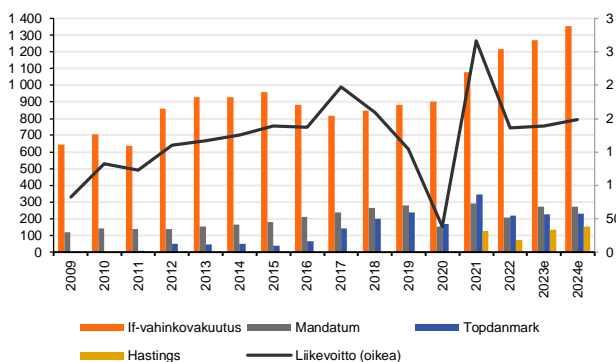
Investment case

- **Fokuksen terävöittäminen jatkuu:** Irtautuminen Nordeasta ja fokuksen kirkastuminen ovat asteittain palauttaneet osakkeelle sen ansaitseman korkeamman arvostustason. Suhtaudumme positiiviseksi Sammon indikoimiin aikeisiin luopua Mandatumista joko myymällä tai listaamalla, sillä tämän jälkeen Sampo olisi puhdas vahinkovakuutus konserni.
- **Hinnoitteluvoima:** Pohjoismaisten vahinkovakuuttajien hinnoitteluvoima näyttyy nyt erinomaisena, sillä hinnankorotukset ylittävät korvausinflaation. Lisäksi useat trendit, kuten korvauskäsittelyn lisääntyvä automatisaatio ja liikenteen sähköistyminen, tukevat alan kannattavuutta. Sektori tarjoaa poikkeuksellista suojaa inflatoriseen ympäristöön.
- **Vahva voitonjako:** Kannattavat ja vakaat vahinkovakuutustoiminnot tarjoavat korkeaa ja ennakoitavaa kassavirtaa, mahdollistaen paluun vakaaksi osingonkasvattajaksi. Odotamme Sammon perusosingon nousevan vakaasti. Tämän ohella Sampo jatkaa ylipääomituksensa asteittaista purkamista lisävoitonjaolla. Sammolla on ylipääomitusta suhteessa sen omiin vakavaraisuustavoitteisiin noin 2 euroa/osake, joskin valtaosa tästä on toistaiseksi sidottu Private Equity -sijoituksiin. Mandatumin mahdollinen myynti kasvattaisi lisäpääomitusta toteutustavasta riippuen arviomme mukaan 2,90-4,50 euroa/osake.
- **Topdanmark:** Lyhyellä tähtämellä Topdanmarkin korkea arvostustaso arviomme mukaan hillitsee Sammon ostohaluja, mutta odotamme Sammon joka tapauksessa hankkivan Topdanmarkin kokonaan itselleen ennemmin tai myöhemmin (omistus nyt 48,5 %). Näemme järjestelylle selvää logiikkaa – Ifin ja Topdanmarkin vuotuiset fuusiosynergiat nousisivat arviomme mukaan mittaviksi, lähelle 100 miljoonaa euroa.

Ajurit

- **Kohoava turvallisuus:** Parantuva turvallisuus liikenteessä ja kodeissa vähentää varsinkin vakavien vahinkojen määrää. Tämä pitää vahinkovakuutuksen korvauskehityksen maltillisena.
- **Hinnoitteluvoima ja tehokkuus:** Suurten pohjoismaisten vahinkovakuutusyhtiöiden hinnoitteluvoima ja kansainvälisesti korkea tehokkuus mahdollistavat hyvin korkean kannattavuuden.
- **Korkotaso:** Korkojen nousu tukee vakuutusyhtiöiden tulostasoa laskevien korvausvastuiden ja korkeampien sijoitustuottojen muodossa.

Liikevoitto (meur)

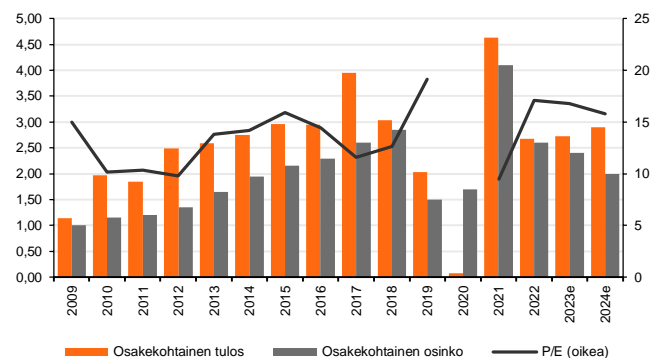


Lähde: OP Markets

Riskit

- **Hintahäiriköt:** Kansainväliset vakuutusyhtiöt ja aggressiivisia kasvuambitioita omaavat pienet vakuuttajat ryhtyvät ajoittain Pohjoismaissa tiukkaan hintakilpailuun.
- **Markkinaheilunta:** Sijoitustuotot ovat merkittävä osuus Sammon tuloksesta. Markkinashokit voivat lyhyellä aikavälillä heiluttaa tulosta merkittävästi.
- **Hinnoitteluvirheet:** Vakuutusten hinnoitteluvirheet voivat pahimmillaan realisoitua suurinakin tappioina. If on kuitenkin profiloitunut markkinoilla taitavana hinnoittelijana.

Osakekohtainen tulos ja osinko sekä P/E



Lähde: OP Markets

Tavoitehintaa 49,00 euroa (aik. 50,00)

Tavoitehintamme perustuu osien arvon summa -laskelmaan, joka indikoi Sammon osakkeelle noin 49,00 euron käypää arvoa (aik. 50,00).

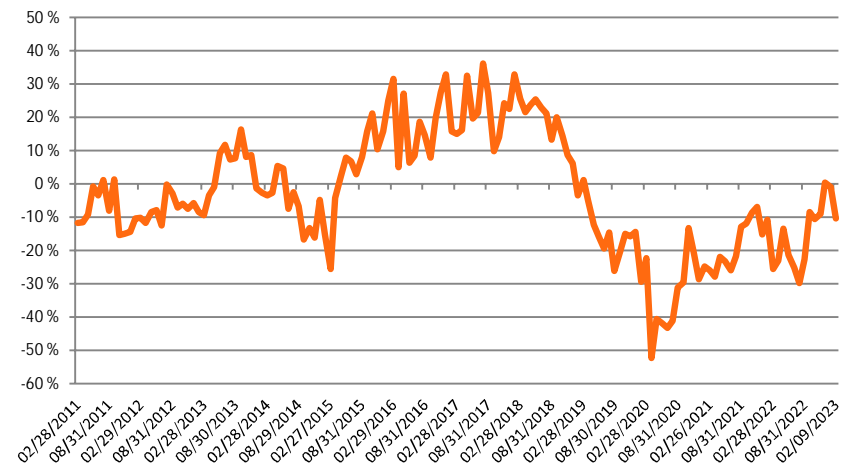
Sampo - Osien arvon summa

	NAV	Nettotulos 2023e	ROE 2023e	P/NAV x	P/E x	Käypä arvo	Euroa / osake	%
If vahinkovakuutus	2 773	998	36 %	6,5	18,0	17 914	35,7	72 %
Topdanmark	2 146	96	41 %	9,3	22,5	2 180	4,3	9 %
Hastings	1 029	157	18 %	1,8	11,8	1 847	3,7	7 %
Yhteensä	5 948	1 251		3,7	17,5	21 941	43,7	89 %
Mandatum	1 318	212	16 %	1,9	11,8	2 504	5,0	10 %
Muut	340	-14	na.	1,0	na.	340	0,7	1 %
Sampo, yhteensä	7 606	1 481	19 %	3,3	16,7	24 785	49,3	100 %
Osakemäärä	502				Markkinahinta		45,5	
					Ero		8 %	

Lähde: OP Markets

Kurssilaskun myötä
Ifille laskettu
implisiittinen
alihinnoittelu on
palannut.

Ifin* yli/alihinnoittelu suhteessa lähimpiin verrokkeihin (Tryg ja Gjensidige)



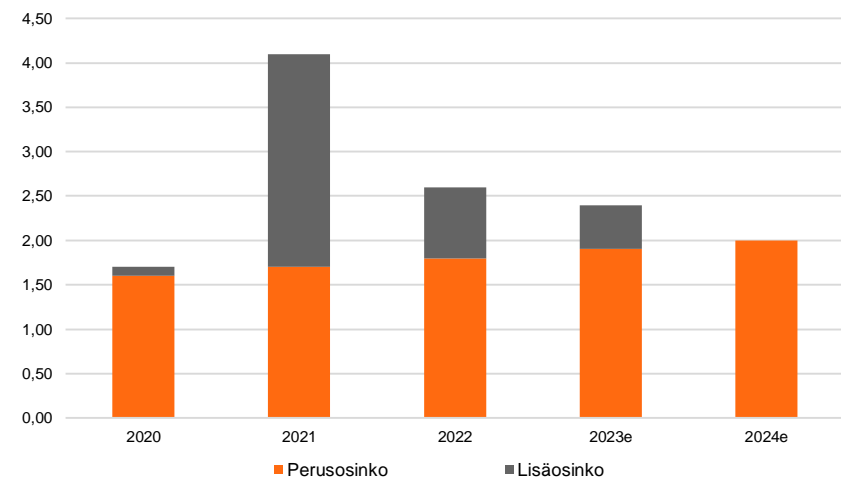
Lähde: OP Markets

*Ifin P/E laskettu implisiittisesti Sammon osien arvon summasta

Vuoden 2023
osinkoennusteemme ei
pidä sisällään
Mandatumin
mahdollisen myynnin
vapauttamia varoja.

Arviomme mukaan
Mandatumin myynti
vapauttaisi pääomia
ylimääräiselle
voitonjaolle
toteutustavasta
riippuen 2,90-4,50
euroa/osake.

Sammon osinkoennusteet (euroa/osake)



Lähde: OP Markets

Q4-lukuja painoivat monet kertaerät. Tällaisia olivat mm. emoyhtiön kirjaamat -56 milj. euron erät Nordax-omistukseen liittyen, Mandatumin 29 milj. euron konserniavustus emoyhtiölle, sekä Topdanmarkin Life-toimintaan liittyvien aineettomien erien alaskirjaukset. Viimeksi mainitut erät pienensivät Topdanmarkin Life-liiketoiminnan myynnistä kirjattavaa voittoa.

Sampo: Toteuma vs. ennusteet

Milj. euroa	Toteuma	Ennusteet		Toteuma vs. ennuste		Vertailukausi	
	Q4/22	OP	Kons.	OP	Kons.	Q4/21	v/v
If							
Vakuutusmaksutuotot	1 253	1 260	1 282	-1 %	-2 %	1 229	2 %
Sijoitustoiminnan tuotot	79	80	70	-1 %	13 %	54	46 %
Yhdistetty kulusuhde	81,7 %	83,4 %	83,1 %	-1,7 %-yks.	-1,4 %-yks.	82,9 %	-1,2 %-yks.
If tulos ennen veroja	285	281	282	1 %	1 %	260	10 %
Topdanmark tulos ennen veroja	128	191	205	-33 %	-38 %	89	44 %
Hastings tulos ennen veroja	7	14	12	-51 %	-42 %	11	-36 %
Mandatum tulos ennen veroja	18	74	68	-76 %	-74 %	91	-80 %
Emoyhtiö ja osakkuusyhtiöt	-48	7	-12	-	<-200 %	718	-
Tulos ennen veroja	390	567	586	-31 %	-33 %	1 197	-67 %
EPS	0,50	0,70	0,72	-29 %	-31 %	1,90	-74 %
Osinko/osake	2,60	3,20	2,94	-19 %	-12 %	4,10	-37 %

Lähde: OP Markets, Vararesearch

Ennustemuutokset

Milj. euroa	2022			2023			2024		
	Uusi	Vanha	Ero	Uusi	Vanha	Ero	Uusi	Vanha	Ero
If tulos ennen veroja	1 217	1 213	0 %	1 271	1 307	-3 %	1 354	1 390	-3 %
Topdanmark tulos ennen veroja	220	283	-22 %	227	217	5 %	229	229	0 %
Hastings tulos ennen veroja	73	80	-9 %	135	147	-8 %	155	156	-1 %
Mandatum tulos ennen veroja	207	263	-21 %	271	284	-5 %	272	284	-4 %
Emoyhtiö ja osakkuusyhtiöt	146	200	-27 %	-17	-26	-33 %	-22	-32	-30 %
Tulos ennen veroja, yhteensä	1 863	2 040	-9 %	1 887	1 929	-2 %	1 987	2 027	-2 %
Nettotulos	1 541	1 663	-7 %	1 481	1 514	-2 %	1 560	1 591	-2 %
Tulos/osake	2,68	2,89	-7 %	2,72	2,76	-1 %	2,90	2,90	0 %
NAV/osake	18,74	19,49	-4 %	19,57	19,46	1 %	20,28	20,16	1 %
DPS	2,60	3,20	-19 %	2,40	2,40	0 %	2,00	2,00	0 %

Lähde: OP Markets

Vertailuryhmän arvostus

Vertailuyhtiöt - Pohjoismaiset vahinkovakuuttajat

	Share	Market	P/E		P/B		ROE-%		Div. Yield %	
	Price	Cap.	2022	2023	2022	2023	2022	2023	2022	2023
Topdanmark A/S	50,15	4 513	16,1	23,2	5,1	10,1	31,6 %	43,7 %	14,3 %	4,3 %
Alm. Brand A/S	1,70	2 617	38,3	15,7	1,4	1,4	3,7 %	8,8 %	2,4 %	5,5 %
Tryg A/S	20,97	13 727	35,2	20,0	2,3	2,4	6,6 %	11,9 %	4,0 %	4,7 %
Gjensidige Forsikring ASA	16,95	8 473	20,3	16,1	3,6	3,4	17,6 %	21,4 %	4,5 %	4,6 %
Protector Forsikring ASA	12,91	1 065	15,4	10,9	3,4	3,1	22,0 %	28,5 %	5,7 %	6,8 %
Sampo (OP)	45,50	23 697	17,0	16,7	2,4	2,3	13,1 %	15,2 %	5,7 %	5,3 %
Median excl. Sampo			20,3	16,1	3,4	3,1	17,6 %	21,4 %	4,5 %	4,7 %
Diff. Sampo vs. Median			-16 %	4 %	-28 %	-25 %				

Source: OP Markets, FactSet

Vertailuyhtiöt - UK vahinkovakuuttajat

	Share	Market	P/E		P/B		ROE-%		Div. Yield %	
	Price	Cap.	2022	2023	2022	2023	2022	2023	2022	2023
Admiral Group plc	24,72	7 486	16,6	16,4	6,2	5,8	37,2 %	35,2 %	7,6 %	5,7 %
Direct Line Insurance Gro	2,06	2 704	45,6	9,2	1,1	1,0	2,4 %	11,3 %	4,2 %	8,9 %
Sabre Insurance Group Pl	1,11	276	20,9	9,8	1,1	1,0	5,1 %	10,1 %	4,2 %	8,4 %
Sampo (OP)	45,50	23 697	17,0	16,7	2,4	2,3	13,1 %	15,2 %	5,7 %	5,3 %
Median excl. Sampo			20,9	9,8	1,1	1,0	5,1 %	11,3 %	4,2 %	8,4 %
Diff. Sampo vs. Median			-19 %	71 %	120 %	124 %				

Source: OP Markets, FactSet

Vertailuyhtiöt - Pohjoismaiset henkivakuuttajat

	Share	Market	P/E		P/B		ROE-%		Div. Yield %	
	Price	Cap.	2022	2023	2022	2023	2022	2023	2022	2023
Storebrand ASA	7,75	3 657	13,5	11,7	1,1	1,0	7,8 %	8,7 %	4,3 %	4,7 %
Sampo (OP)	45,50	23 697	17,0	16,7	2,4	2,3	13,1 %	15,2 %	5,7 %	5,3 %
Median excl. Sampo			13,5	11,7	1,1	1,0	7,8 %	8,7 %	4,3 %	4,7 %
Diff. Sampo vs. Median			26 %	43 %	131 %	130 %				

Source: OP Markets, FactSet

Ennusteet







Sampo								
Milj. euroa	Q1/22	Q2/22	Q3/22	Q4/22	Q1/23e	Q2/23e	Q3/23e	Q4/23e
If								
Vakuutusmaksutuotot	1216	1253	1281	1252	1228	1266	1300	1308
Muutos -% YoY	5,6 %	5,4 %	6,6 %	1,9 %	1,0 %	1,0 %	1,5 %	4,5 %
Sijoitustoiminnan nettotuotot	51	82	39	70	79	87	91	91
Korvauskulut	-735	-708	-778	-742	-768	-754	-782	-789
Muut kulut yhteensä	-284	-292	-307	-328	-285	-293	-312	-339
Kulut yhteensä	-1019	-1000	-1085	-1070	-1053	-1047	-1094	-1127
Tulos ennen veroja	283	379	270	285	289	341	332	310
Riskisuhde (%)	60,4 %	56,5 %	60,7 %	59,3 %	62,5 %	59,6 %	60,1 %	60,3 %
Toimintakulusuhde (%)	20,3 %	20,6 %	20,8 %	22,4 %	20,2 %	20,6 %	20,9 %	22,4 %
Yhdistetty kulusuhde (%)	80,8 %	77,1 %	81,6 %	81,7 %	82,7 %	80,2 %	81,1 %	82,7 %
Mandatum								
Vakuutusmaksutulot	480	301	248	362	384	346	298	369
Muutos -% YoY	78,4 %	-30,5 %	-3,5 %	-11,1 %	-20,0 %	15,0 %	20,0 %	2,0 %
Sijoitustoiminnan tuotot	-310	-535	-57	80	108	110	113	116
Muutos -% YoY	-164,6 %	-206,2 %	-128,1 %	-87,6 %	-134,7 %	-120,6 %	-298,1 %	44,7 %
Korvauskulut	-261	-296	-224	-102	-271	-308	-228	-255
Vakuutus- ja sijoitussopimusten velkojen n	205	598	139	-262	-121	-50	-83	-99
Henkilöstökulut	-17	-19	-19	-18	-18	-20	-20	-19
Muut kulut	-25	-23	-22	-52	-26	-24	-24	-55
Tulos ennen veroja	80	35	74	18	67	67	68	69
Muutos -% YoY	5,3 %	-46,2 %	26,1 %	-80,2 %	-16,2 %	90,1 %	-8,5 %	284,9 %
Topdanmark								
Tulos ennen veroja	37	23	32	128	75	55	49	48
Muutos -% YoY	-73,0 %	-67,6 %	-32,9 %	43,9 %	101,8 %	140,9 %	50,9 %	-62,3 %
Hastings								
Vakuutusmaksutuotot	129	140	153	172	173	175	177	179
Muutos -% YoY	3,5 %	14,5 %	22,5 %	35,2 %	34,0 %	25,0 %	15,5 %	4,0 %
Sijoitustoiminnan nettotuotot	3	1	6	6	9	15	15	15
Liiketoiminnan muut tuotot	78	115	113	110	103	122	119	117
Muutos -% YoY	-18,8 %	31,0 %	31,0 %	80,3 %	32,0 %	6,0 %	6,0 %	6,0 %
Korvauskulut	-88	-114	-125	-169	-141	-143	-144	-156
Muut kulut yhteensä	-119	-120	-107	-111	-126	-126	-129	-117
Tulos ennen veroja	2	23	40	7	17	43	38	37
Riskisuhde (%)	68,4 %	81,6 %	81,7 %	98,5 %	81,7 %	81,6 %	81,7 %	87,2 %
Operatiivinen kulusuhde (%)	92,7 %	85,3 %	86,9 %	93,9 %	91,7 %	85,6 %	87,4 %	87,6 %
Emoyhtiö ja osakkuusyhtiöt								
Tuotot yhteensä	206	79	20	-14	23	14	23	44
Kulut yhteensä	-42	-39	-30	-34	-26	-27	-29	-39
Tulos ennen veroja	164	40	-10	-48	-3	-13	-7	5
Sampo konserni								
Voitto ennen veroja	566	499	407	390	444	493	480	470
Muutos -% YoY	-10 %	-30 %	-36 %	-67 %	-22 %	-1 %	18 %	20 %
Verot	-84	-85	-86	-67	-96	-106	-103	-101
Vero - %	20 %	17 %	21 %	17 %	22 %	22 %	22 %	22 %
Vähemmistöosuudet	-16	-15	-14	-68	-33	-25	-22	-22
Tilikauden voitto	483	414	321	323	349	387	376	369
Muutos -% YoY	-8 %	-29 %	-42 %	-70 %	-28 %	-7 %	17 %	14 %
EPS	0,86	0,75	0,58	0,49	0,62	0,71	0,70	0,69
NAV	24,50	19,24	18,41	18,74	19,58	18,09	18,84	19,57
Osakkeiden lkm. (M kpl)	542,5	534,6	526,5	518,8	513,3	506,8	502,5	502,5

Lähde: OP Markets

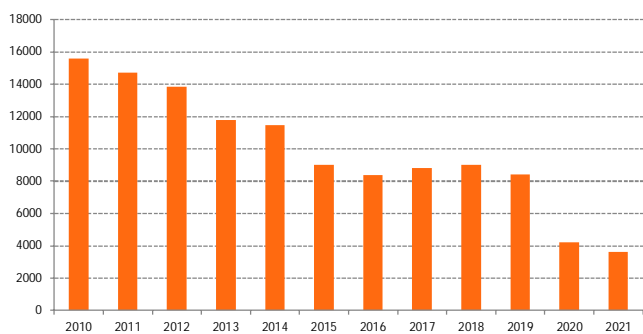
Sampo							
Milj. euroa	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e
If							
Vakuutusmaksutuotot	4290	4388	4484	4772	5002	5102	5255
Muutos -% YoY	-0,1 %	2,3 %	2,2 %	6,4 %	4,8 %	2,0 %	3,0 %
Sijoitustoiminnan nettotuotot	229	229	126	215	242	348	396
Muutos -% YoY	6,5 %	0,0 %	-45,0 %	70,6 %	12,6 %	43,9 %	13,7 %
Korvauskulut	-2716	-2751	-2720	-2860	-2963	-3093	-3188
Muut kulut yhteensä	-990	-1017	-1092	-1164	-1211	-1229	-1255
Kulut yhteensä	-3707	-3768	-3812	-4024	-4174	-4321	-4442
Tulos ennen veroja	847	883	901	1077	1217	1271	1354
Riskisuhde (%)	63,3 %	62,7 %	60,7 %	59,9 %	59,2 %	60,6 %	60,7 %
Toimintakulusuhde (%)	21,8 %	21,8 %	21,4 %	21,4 %	21,1 %	21,0 %	20,9 %
Yhdistetty kulusuhde (%)	85,1 %	84,5 %	82,1 %	81,3 %	80,3 %	81,7 %	81,6 %
Mandatum							
Vakuutusmaksutulo	1074	1596	1050	1366	1391	1397	1439
Muutos -% YoY	11,9 %	48,6 %	-34,2 %	30,1 %	1,8 %	0,4 %	3,0 %
Sijoitustoiminnan tuotot	-27	1266	586	1831	-822	446	493
Muutos -% YoY	-103,5 %	-4788,9 %	-53,7 %	212,5 %	-144,9 %	-154,3 %	10,4 %
Korvauskulut	-1116	-1492	-1089	-1127	-883	-1063	-1095
Vakuutus- ja sijoitussopimusten velkojen r	428	-972	-273	-1643	680	-353	-404
Henkilöstökulut	-46	-51	-53	-64	-73	-76	-79
Muut kulut	-76	-92	-95	-114	-122	-129	-133
Tulos ennen veroja	449	280	153	291	207	271	272
Muutos -% YoY	89,8 %	-37,7 %	-45,3 %	89,6 %	-28,8 %	30,7 %	0,5 %
Topdanmark							
Tulos ennen veroja	199	238	168	345	220	227	229
Muutos -% YoY	-76,5 %	19,5 %	-29,4 %	105,7 %	-36,1 %	3,1 %	1,0 %
Hastings							
Vakuutusmaksutuotot				499	594	704	735
Muutos -% YoY					19,0 %	18,4 %	4,5 %
Sijoitustoiminnan nettotuotot				10	16	54	65
Liiketoiminnan muut tuotot				331	416	461	484
Muutos -% YoY					25,7 %	10,9 %	5,0 %
Korvauskulut				-310	-497	-584	-613
Muut kulut yhteensä				-403	-457	-499	-517
Tulos ennen veroja			-16	127	73	135	155
Riskisuhde (%)				62,1 %	83,7 %	83,1 %	83,4 %
Operatiivinen kulusuhde (%)				80,2 %	89,6 %	88,0 %	87,9 %
Emoyhtiö ja osakkuusyhtiöt							
Tuotot yhteensä	642	312	459	1467	291	103	108
Kulut yhteensä	-23	-173	-1285	-137	-145	-120	-131
Tulos ennen veroja	619	140	-826	1 330	146	-17	-22
Sampo konserni							
Tulos ennen veroja	2094	1541	380	3170	1863	1887	1987
Muutos -% YoY	-16 %	-26 %	-75 %	734 %	-41 %	1 %	5 %
Verot	-317	-304	-267	-423	-322	-406	-427
Vero - %	22 %	24 %	-571 %	15 %	19 %	22 %	22 %
Vähemmistöosuudet	-90	-106	-74	-182	-113	-102	-103
Tilikauden voitto	1777	1237	113	2747	1541	1481	1560
Muutos -% YoY	-21 %	-30 %	-91 %	2330 %	-44 %	-4 %	5 %
EPS	3,04	2,04	0,07	4,63	2,68	2,72	2,90
NAV	20,60	20,71	19,82	25,48	18,74	19,57	20,28
Osakkeiden lkm. (M kpl).	555,4	555,4	555,4	551,1	518,8	502,5	502,5

Lähde: OP Markets

ESG

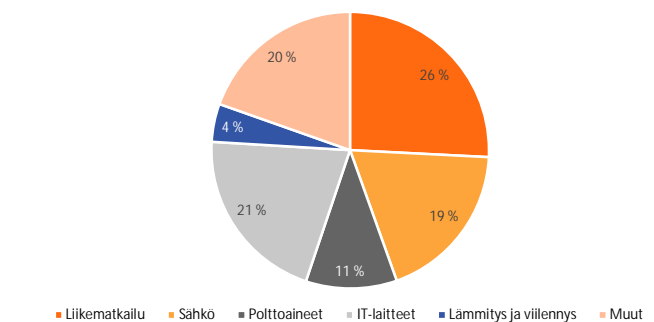
- CO2/Päästöt:** Sammon toiminnasta syntyvät päästöt ovat vähäisiä ja valtaosa niistä syntyy liikematkailusta, IT-laitteista ja normaalista sähkönkulutuksesta. Yhtiö raportoi päästöistä selkeästi ja laaja-alaisesti, ja niiden määrää on onnistuttu systemaattisesti vähentämään. Vuonna 2021 koko konsernin kasvuhuonepäästöt supistuivat 6,1 %, jonka ohella If, Mandatum ja Sampo Oyj kompensoivat oman toimintansa päästöt verifioitujen ohjelmien kautta. Myös sijoitussalkun ESG-riskkejä ja vaikutuksia ilmastoon lämpenemiseen selvitetään vuosittain. Tulokset ovat parantuneet ja hyviä suhteessa vertailukohtaan, joskaan eivät vielä riittäviä ilmastoon lämpenemisen rajoittamiseksi kestävä kehityksen mukaiseksi (1,5 %). Tytäryhtiöistä If saavutti vuodelle 2021 asetetun päästötavoitteensa kirkkaasti (CO₂-päästöt 60 % alle 2008 tason) ja If on sitoutunut Pariisin ilmasopimuksen mukaisiin ilmastotavoitteisiin. Topdanmark tavoittelee hiilineutraalisuutta vuoteen 2030 ja Hastings vuoteen 2050 mennessä. Sampo avaa kiitettävällä tasolla sijoitussalkkunsensa ESG-riskkejä ja sijoituskohteiden päästöjä.
 
- Keskeisten tase-erien tarkastelu:** Sammon tase koostuu pääasiassa sijoituksista, jotka arvioidaan tilanteen mukaan käypään arvoon tai niiden hankintahintaan valvojan viranomaisen suositusten mukaisesti. Tase eriin kohdistuvat riskit rajoittuvat pääsääntöisesti normaaliin sijoitustoiminnan markkinarisktiin. Sijoituskohteiden päästöistä ja ESG-riskkeistä Sampo antaa mielestämme riittävät tiedot. Käytetyn ulkopuolisen arvioitsijan mukaan 97 % sijoitusvarallisuudesta on sijoitettuna kohteisiin, joiden ESG-riskki on alhainen tai keskimääräinen.
 
- Proaktiivisuus vastuullisuustoimenpiteissä:** Sampo on raportoinut ESG-asioista kattavasti jo pitkään. Esimerkiksi päästöjä ja jätteiden määrää on systemaattisesti supistettu ja vaatimuksia toimintatavoista on ulotettu myös keskeisille yhteistyökumppaneille (mm. ajoneuvokorjaamot) suurimmille yritysasiakkaille. Kattava ESG-raportointi ja riskien huomioiminen on ulotettu proaktiivisesti omasta toiminnasta myös yhtiön sijoitussalkkuun.
 
- Riskien tunnistaminen, mittaaminen ja hallinta:** Sammon riskien kuvaus, hallinta ja mittaristo on esitetty yhtiön materiaaleissa kattavasti. Suurimmat liiketoiminnalliset riskit liittyvät pääomamarkkinoiden liikkeisiin, mahdollisiin katastrofeihin ja niiden vakavaraisuusvaikutuksiin. ESG-riskit ovat hyvin vähäisiä ja ne liittyvät pääasiassa mainerisktiin. Luopuminen Nordea-omistuksesta on alentanut merkittävästi Sampoon kohdistuvia ESG-riskkejä.
 
- Kyky uudistua ja luoda uutta liiketoimintaa osana vastuullisuuden huomioimista:** Vastuullisuus on asianmukaisesti huomioita esimerkiksi osana sijoitustuotteiden tarjoamaa. Vakuutustoiminnassa kestävä kehityksen mukainen toiminta on huomioita toimialan yleisiin käytäntöihin nähden hyvin, mutta edellytykset luoda vastuullisuuteen nojaavaa uutta liiketoimintaa ovat ainakin toistaiseksi osoittautuneet vakaalla ja perinteisellä alalla vähäisiksi. Pidemmällä aikavälillä arvioimme, että vastuullisuusasiat tulevat selvemmin heijastumaan myös vakuutusten hintoihin. Hallinnon kannalta toimintaa on johdettu asianmukaisesti sidosryhmien etu huomioiden.
 
- Viestinnän informaatioarvo ja avoimuus:** Sammon sijoittajaviestintä on avointa ja eri sidosryhmien suuntaan kattavaa. Yhtiön strategia on kuitenkin ollut takavuosina epäselvä ja fokuksen puute on tehnyt investment casesta ajoittain sekavan. Myös osinkopolitiikan viestimisessä oli takavuosina epäjohtonmukaisuuksia. Kevään 2021 pääomamarkkinapäivässä kirkastetut tavoitteet ja fokuksitoimintaan ovat olleet ilman muuta selkeyttäviä linjauksia.
 

lfn CO₂ päästöt (tonnla)



Lähde: Sampo Oyj

Sampo: CO₂ päästöjen lähteet (2021)



Lähde: Sampo Oyj



Vahvuus



Huomioitava tekijä



Riskitekijä

Lisätietoja OP Yrityspankki Oyj:stä ja sen tuottamista sijoitustutkimuksista:

Tämän tutkimusraportin on laatinut OP Yrityspankki Oyj:n Markets-liiketoiminta-alueen (OP Markets) Analyysi-tiimi (OP Analyysi). OP Yrityspankki Oyj on luottolaitostoitinnasta annetun lain mukainen toimiluvan omaava luottolaitos, jonka toimintaa valvoo Euroopan Keskuspankki ja Finanssivalvonta.

Tutkimusraportin ensimmäisellä sivulla näytetään tutkimuksen ensimmäinen julkaisuajankohta ja tutkimusraportin kirjoittaneen analytiikon nimi. Ensimmäinen julkaisuajankohta tarkoittaa tutkimusraportin arvioitua ensimmäistä julkaisuajankohtaa. Valmistumisajankohta on sama kuin tutkimusraportin ensimmäinen julkaisuajankohta. Tutkimusraportti julkaistaan viipymättä sen jälkeen kun tutkimus on valmistunut.

Tutkimusraporttia koskevia tietoja ei ole lähetetty analyysin kohteena olevan arvopaperin liikkeeseenlaskijalle tarkistusta varten ennen raportin julkistamista.

Tämä OP Yrityspankki Oyj:n tuottama materiaali on puolueetonta ja riippumatonta sijoitustutkimusta. Materiaali on tarkoitettu vain yksityiseen käyttöön eikä sen levittäminen ilman OP Yrityspankki Oyj:n kirjallista lupaa ole sallittua. Tämän tutkimusraportin sisältämää tietoa ei tule pitää sijoitusneuvona, tarjouksena eikä kehoituksena ostaa arvopapereita, optioita, futuureja tai muita tällaisiin arvopapereihin liittyviä johdannaisia. OP Yrityspankki Oyj on laatinut tämän julkaisun tai raportin tarkoituksenaan tarjota tietoa yksityisille sijoittajille, joille julkaisu tai raportti on jaeltu, mutta sitä ei tule pitää henkilökohtaisena suosituksena hankkia tiettyjä rahoitusvälineitä tai soveltaa tiettyjä strategioita eikä sitä tule siksi pitää henkilökohtaisesti räätälöitynä sijoitusneuvontana eikä siinä oteta huomioon kunkin sijoittajan taloudellista tilannetta, nykyisiä omistuksia tai vastuita, sijoitustietämystä ja -kokemusta, sijoitustavoitetta ja -aikaa tai riskiprofilia ja mieltymyksiä.

Tämä raportti voi perustua informaatioon tai sisältää informaatiota, kuten mielipiteitä, suosituksia, arvioita, tavoitehintoja ja arvostuksia, joka perustuu julkisesti saatavilla olevaan informaatioon tai muihin nimettyihin lähteisiin, joita OP Yrityspankki Oyj pitää luotettavina. Tämä ei kuitenkaan takaa, että esitetyt tiedot olisivat kaikilta osin täydellisiä ja virheettömiä. OP Yrityspankki Oyj tai sen palveluksessa oleva henkilökunta ei 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. OP Yrityspankki Oyj ei ole missään tapauksessa vastuussa suorista, epäsuorista, satunnaisista, erityisistä tai välillisistä vahingoista, joita tämän julkaisun tai raportin sisältämän informaation käytöstä mahdollisesti aiheutuu. Asiakas vastaa aina itse omien sijoituspäätöstensä taloudellisesta tuloksesta.

OP Yrityspankki Oyj antaa sijoitustutkimuksen kohteena kulloinkin oleville osakkeille tavoitehinnan. OP Yrityspankki Oyj ei anna suosituksia tai tavoitehintoja joukkovelkakirjalainoille. Osakkeen tavoitehinta kuvaa analytiikon näkemystä siitä, paljonko analytiikko 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 voi määrittää sijoitustutkimuksen kohteena kulloinkin olevien omaisuusluokkien (osakeindeksit, korot, valuutta ja raaka-aineet) kohde-etuuksina oleville sijoituskohteille tavoitetason. Tavoitehinta kuvaa analytiikon näkemystä siitä, miten analytiikko odottaa sijoituskohteen arvon muuttuvan annetulla aikahorisontilla tavoitetason asettamisesta. Tavoitetason perusteet ovat sijoituskohdeperusteisia, ja peruseräatteen 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 käyttää tavoitehinnan arvioinnissa pääasiassa seuraavia menetelmiä: kassavirta-analyysi (DCF = Discounted Cash Flow), vertailuryhmään perustuva analyysi, absoluuttiseen arvostukseen perustuva analyysi, historiallisiin arvostuskertoimiin perustuva analyysi, osien arvon summa, liiketoiminnan ja markkinoiden näkymiin perustuva analyysi, uutisvirtaan perustuva analyysi.

OP Analyysi käyttää neliportaista suositusjärjestelmää: OSTA, LISÄÄ, 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 VÄHENNÄ. Jos osakkeen odotetaan tuottavan alle (-5%), suositus on MYY. Osakkeen odotettu tuotto on tavoitehinnan ja nykyisen osakekurssin välinen ero (%), sisältäen osingot.

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

Annetut suositukset tai tavoitehinnat perustuvat oletuksiin, jotka eivät välttämättä toteudu eivätkä ne takaa, että arvopaperin kurssi kehittyisi tehdyn arvion mukaisesti. Arvopaperimarkkinoiden luonteen mukaisesti maltillisetkin yhtiön toiminnan tai toimintaympäristön muutokset tai arvopaperimarkkinoiden yleiset vaihtelut voivat aiheuttaa tuntevia arvonmuutoksia. Arvopaperin aiempi arvonkehitys ei myöskään takaa sen tulevaa arvonkehitystä. Kassavirtamallien yhteydessä esitetään numeerisesti tulosten herkkyyden keskeisten oletusten muutoksille (herkkyyshanalyysi). Sijoittaessaan yksittäisiin osakkeisiin sijoittaja voi menettää sijoituksensa osittain tai kokonaan.

OP Yrityspankki Oyj:n Pankki- ja Sijoitustoimintaan kuuluvilla liiketoiminta-alueilla voidaan käydä omaan lukuun arvopaperikauppaa ja laskea liikkeeseen rahoitusvälineitä. Lisäksi liiketoiminta-alueilla voidaan tarjota liikkeeseenlaskuun ja emission takaamiseen liittyviä palveluja ja rahoitusvälineitä koskevaa sijoitusneuvontaa sekä harjoittaa toisen lukuun arvopaperien myyntiä, ostoa ja välitystä. Asiakastoimeksiantoihin perustuvat rahoitusvälineiden liikkeeseenlaskuun liittyvät Corporate Finance -toiminnot on eriytetty sijoitustutkimukseen ja välitystoimintaan liittyvistä toiminnoista OP Ryhmän eturistiriitojen hallintaa koskevan ohjeen mukaisesti sekä fyysisesti että operatiivisessa toiminnassa. Lisäksi

eturistiriitatilanteena on tunnistettu, että OP Yrityspankki Oyj:n hallituksen puheenjohtaja on Kesko Oyj:n hallituksen jäsen. Tämän eturistiriitatilanteen ei arvioida vaarantavan OP Yrityspankki Oyj:n Analyysi-tiimin tuottaman Kesko Oyj:tä koskevan sijoitustutkimuksen puolueettomuutta ja riippumattomuutta.

OP Analyysin analytiikot ja heidän lähipiirinsä voivat omistaa OP Analyysin analysoimien yhtiöiden liikkeeseen laskemia arvopapereita. OP Yrityspankki Oyj:n analytiikot voivat saada tulospalkkioita, jotka perustuvat OP Yrityspankki Oyj:n tai jonkin 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 toimeksiantoista.

OP Yrityspankki Oyj:n ja muiden OP Ryhmän keskusyhteisökonserniin kuuluvien yritysten omistusosuus ylittää 5 %:n rajan Terveystalo Oyj:ssä ja SRV Yhtiöt Oyj:ssä Pohjola Vakuutus Oy:n osakeomistusten kautta. Muissa analyysin kohteena olevissa yhtiöissä OP Yrityspankki Oyj:llä tai muulla OP Ryhmän keskusyhteisökonserniin kuuluvalla yrityksellä ei ole yli 5 %:n omistusosuutta. 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 Ryhmän keskusyhteisökonsernin kanssa samaan konserniin kuuluvien yritysten omistusosuutta analyysin kohteena olevissa yhtiöissä.

OP Yrityspankki Oyj tai sen kanssa samaan OP Ryhmän keskusyhteisökonserniin kuuluva yritys ei toimi markkinatakaajana tai muuna likviditeetin tarjoajana analyysin kohteena olevien liikkeeseenlaskijoiden osakkeissa. OP Yrityspankki Oyj tai sen kanssa samaan OP Ryhmän keskusyhteisökonserniin kuuluva yritys voi kuitenkin toimia markkinatakaajana tai muuna likviditeetin tarjoajana analyysin kohteena olevien liikkeeseenlaskijoiden velkainstrumenteille. OP Yrityspankki Oyj voi omistaa position tässä tutkimusraportissa mainitussa rahoitusvälineessä.

OP Yrityspankki Oyj:n eri liiketoiminnot pyrkivät aktiivisesti luomaan erilaisia toimeksiantosuhteita eri liikkeeseenlaskijoiden kanssa tarjotakseen OP Yrityspankki Oyj:n palveluja. OP Yrityspankki Oyj tai sen kanssa samaan OP Ryhmän keskusyhteisökonserniin kuuluva yritys on toiminut pääjärjestäjänä tai järjestäjänä seuraavissa analyysin kohteena olevan liikkeeseenlaskijan arvopapereita koskeneissa julkistetuissa liikkeeseenlaskuissa tai tarjouksissa tai osapuolena muussa liikkeeseenlaskijan kanssa tehdyssä investointipankkipalvelujen tarjoamiseen liittyvässä sopimuksessa analyysin julkaisuhetkellä tai viimeisen 12 kuukauden aikana*: Aspo, Asuntosalkku, Capman, Cibus, Kojamo ja VR.

Tiettyjen seurannassa olevien yhtiöiden osalta OP Yrityspankki Oyj harjoittaa ns. komissiopohjaista osaketutkimusta, jossa tutkimus on tuotettu maksua vastaan seurantakohteen kanssa solmitun sopimuksen nojalla. Tutkimuksesta perittävä maksu ei ole OP Yrityspankki Oyj:n kannalta merkittävä, eikä se OP Yrityspankki Oyj:n arvion mukaan vaaranna OP Analyysin riippumattomuutta. Tämän raportin julkaisuhetkellä OP Yrityspankki Oyj:llä oli komissiopohjaista tutkimusta koskeva sopimus seuraavien yhtiöiden kanssa: Aspo, Exel Composites, Modulight ja Rapala.

Suositukset ja tavoitehinnat		Sampo		
Suositus	Tavoitehinta (€)	Kurssi (€)	Päivämäärä	
LISÄÄ	49,0	45,5	13.2.2023	Suositus- ja tavoitehinnan muutos
VÄHENNÄ	50,0	49,4	12.12.2022	Suositus- ja tavoitehinnan muutos
LISÄÄ	49,0	46,5	27.10.2022	Tavoitehinnan muutos
LISÄÄ	48,0	43,7	4.8.2022	Tavoitehinnan muutos
LISÄÄ	47,0	41,6	28.6.2022	Tavoitehinnan muutos
LISÄÄ	48,0	41,6	2.6.2022	Tavoitehinnan muutos
LISÄÄ	52,0	45,8	5.5.2022	Tavoitehinnan muutos
LISÄÄ	51,0	46,7	28.4.2022	Suositus- ja tavoitehinnan muutos
OSTA	52,0	45,4	10.2.2022	Suositus- ja tavoitehinnan muutos
LISÄÄ	49,0	46,4	29.10.2021	Tavoitehinnan muutos
LISÄÄ	45,0	40,8	3.8.2021	Tavoitehinnan muutos
LISÄÄ	44,0	38,9	27.5.2021	Tavoitehinnan muutos

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

Osakesuosituksien jakauma (10.2.2023)				
Suositus	Kaikki yhtiöt		Investointipankkisuhteissa*	
	Kpl	%	Kpl	%
OSTA	24	33	0	0
LISÄÄ	20	27	2	50
VÄHENNÄ	20	27	1	25
MYY	9	12	1	25
	73	100	4	100

Lisätietoja OP Yrityspankki Oyj:n analyyseistä ja raporteista löytyy OP-verkkopalvelusta osaketutkimuksen sivuilta (Henkilöasiakkaat -> Säästöt ja sijoitukset -> Kurssit ja markkinat -> Tutkimus)

Yhteystiedot
Analyyysi

Antti Saari	Pääanalyytikko, strategia, finanssi	010 252 4359
Ilkka Saks	Senioristrategi, korko, valuutta	010 252 4457
Jari Hännikäinen	Seniorimarkkinaekonomisti	010 252 2792
Henri Parkkinen	Seniorianalyytikko, metsä, energia, kemia	010 252 4409
Kimmo Stenvall	Seniorianalyytikko, operaattorit, teknologia, media	010 252 4561
Carlo Gylling	Metalli, kiinteistöt, terveydenhuolto	010 252 4392
Joonas Häyhä	Kauppa, kulutustavarat, liikenne	010 252 4504
Jussi Mikkonen	Investointitavarat, yrityslainat	010 252 8780
Juho Saarinen	Elintarvikkeet, rakentaminen	010 252 4408
Joonas Tersa	Small Cap, yrityslainat	010 252 4351
Hawa Grundman	Assistentti	010 252 4311

OP Yrityspankki Oyj

Gebhardinaukio 1
00013 OP
010 252 011
etunimi.sukunimi@op.fi

Asiakkuudet ja myynti

Tuomas Leisti	Johtaja	010 252 2058
---------------	---------	--------------

Instituutiomyynti

Tuomas Kaasalainen	010 252 2534
Henrik Helppi	010 252 3252
Tomi Kallio	010 252 2993
Terhi Ollikainen	010 252 3148
Wilhelm Stjernvall	010 252 4436

Execution

Mikael Ahovuo	010 252 1706
Lasse Jaakonmäki	010 252 2901
Ida Koski	010 252 2714
Ville Orava	010 252 2672
Ari Triumf	010 252 4349
Ville Viertola	010 252 3870
