

SAMPO

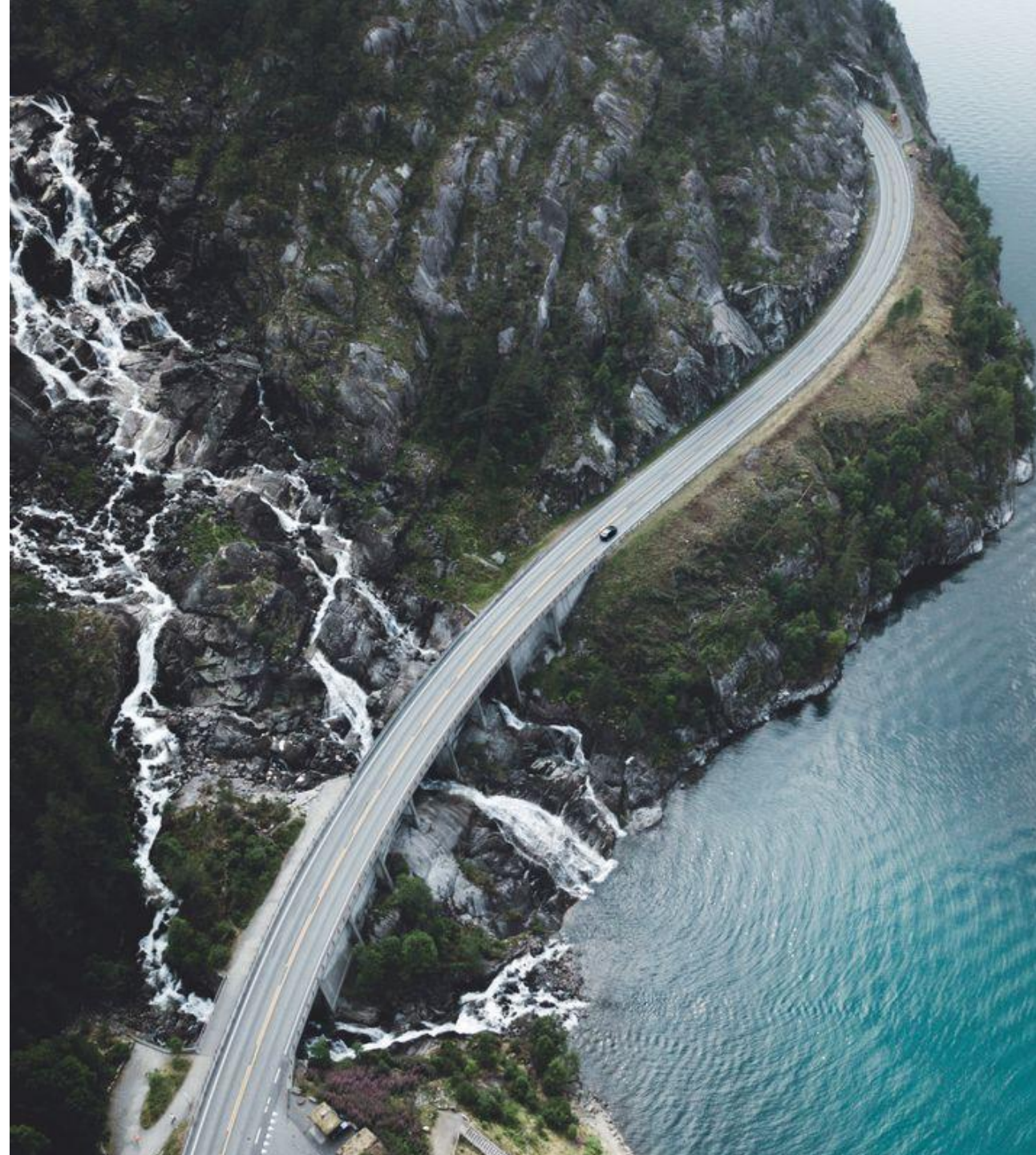
9/5/2025 15:00 CET

Denne rapport er en delvis oversættelse af rapporten
"Excellent work even by Sampo's standards", publiceret d. 8.
maj 2025 kl. 20.30 CET.



Sauli Vilén
358440258908
sauli.vilen@inderes.fi

SELSKABSANALYSE



Fremragende regnskab – selv efter Sampo-standarder

Sampo leverede et fremragende Q1-regnskab på alle fronter, hvilket har ført til en række markante positive opjusteringer af vores estimater. Udsigterne for indtjeningsvækst i de kommende år er meget stærke, og risikoniveauet i forhold til væksten er fortsat faldende. Aktien begynder at se dyr ud, men stærk indtjeningsvækst og en stabil strøm af udbytter giver lige præcis et tilstrækkeligt forventet afkast. Vi hæver kursmålet for Sampo til EUR 9,80 (tidligere EUR 8,60) og gentager vores Akkumulér-anbefaling.

En fremragende start på året

Sampo's forsikringsindtægter steg med 8 % til 2.188 MEUR, hvilket var på linje med forventningerne. Som sædvanligt var væksten drevet af prisstigninger i Norden samt nytegninger i Storbritannien. Den forsikringsteknisk resultat var fremragende, og combined ratio faldt fra en svag sammenligningsperiode til 84,6 % . Som følge heraf steg det vigtige forsikringstekniske resultat lidt mere end forventet til 336 MEUR. Det stærke resultat skyldtes primært vækst i toplinejen, milde vejrforhold i Norden samt et roligt konkurrencebillede. På koncernniveau udgjorde resultatet før skat 377 MEUR, hvilket var markant over forventningerne.

Opjustering af guidance og højere synergivurdering fra Topdanmark

Efter det stærke start på året opjusterede Sampo sin guidance, hvilket ikke var nogen overraskelse, da konsensus allerede lå over den tidligere guidance, selv før det bedre end ventede Q1-resultat. Sampo hævdede desuden vurderingen af synergieffekter fra opkøbet af Topdanmark til 140 MEUR fra 95 MEUR . Selvom vi tidligere havde vurderet de oprindelige synergimål som konservative, er det en positiv overraskelse, at man så tidligt i integrationsprocessen hæver skønnet så markant. Ledelsen bemærkede også i regnskabspræsentationen, at yderligere synergier kan tilføjes i takt med integrationen.

Betydelige opjusteringer af estimaterne

Estimatændringerne for 2025 er forholdsvis små, men vi har hævet vores indtjeningsprognoser for 2026-2027 betydeligt (7-12 %). Estimaterne for 2025 befinder sig nu i den øvre ende af guidance-intervallet. Med vores opdaterede estimater forventer vi, at selskabet kan løfte driftsresultatet med over 10 % i gennemsnit mellem 2024 og 2028. Den væsentligste driver er det forsikringstekniske resultat, mens en resterende vækst især skyldes færre udestående aktier som følge af tilbagekøb. Indtjeningsvæksten står derfor på et solidt fundament. Væksten er drevet af stærke digitale kompetencer, høj rentabilitet og et reduceret konkurrencepres, i takt med faldende renter. Selvom lavere renter lægger pres på investeringsafkastet, har det kun begrænset betydning, da investeringerne kun udgør en fjerdedel af koncernens resultat. Vi har opjusteret vores udbytteprognoser for 2026-2027 med 11-13 %, og forventer at basisudbyttet vokser i takt med indtjening pr. aktie (~10 % årligt), samtidig med at overskydende kapital anvendes til aktietilbagekøb.

Forventet afkast er kun akkurat tilstrækkeligt

Vi vurderer fortsat, at P/E-multipler i niveauet 16-17x er passende for Sampo, hvilket er i tråd med de historiske niveauer for nøglekonkurrenter. På baggrund af vores stærke indtjeningsforventninger for de kommende år forventer vi, at P/E falder til 15-16x. Disse multipler er ikke billige, men de er efter vores vurdering berettiget af Sampo's stærke performance og solide indtjeningsudsigter. Udbytteafkastet ventes at ligge på 4-5 % de kommende år og kan stige til 5-6 %, hvis aktietilbagekøb medregnes. I forhold til de nærmeste konkurrenter, Gjensidige og Tryg, vurderer vi, at Sampo's værdiansættelse er retvisende. Vi vurderer derfor aktien som korrekt prissat. Indtjeningsvækst og udbytte giver samlet set et netop tilstrækkeligt afkast, især når det ses i lyset af aktiens lave risikoniveau. Den nuværende aktiekurs sætter overliggeren højt – uden fortsat vækst i indtjeningen vil aktien fremstå dyr.

Anbefaling

Akkumulér

(tidligere Akkumulér)

Kursmål:

EUR 9,8

(tidligere EUR 8,6)

Aktiekurs:

EUR 9,33

Business risk



Valuation risk



	2024	2025e	2026e	2027e
PTP	1559	1774	1898	2027
growth-%	5%	14%	7%	7%
Net Income	1323	1254	1401	1509
EPS (adj.)	0.52	0.54	0.52	0.58
Dividend / share	0.36	0.34	0.37	0.42

P/E (adj.)	14.6	17.9	16.0	14.6
P/B	2.8	3.1	2.8	2.6
Dividend yield-%	4.3 %	4.0 %	4.5 %	4.8 %
Payout ratio (%)	69%	63%	71%	72%

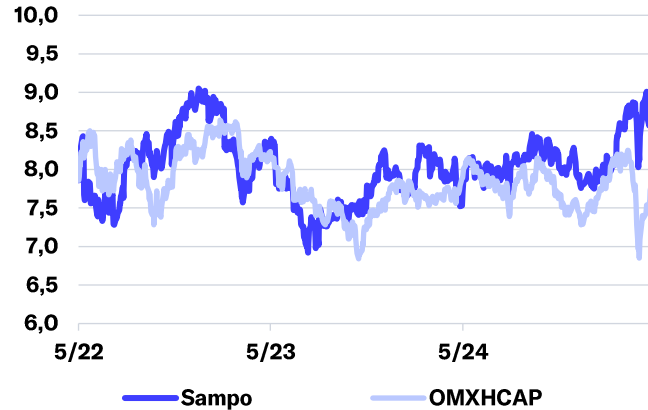
Source: Inderes

Guidance

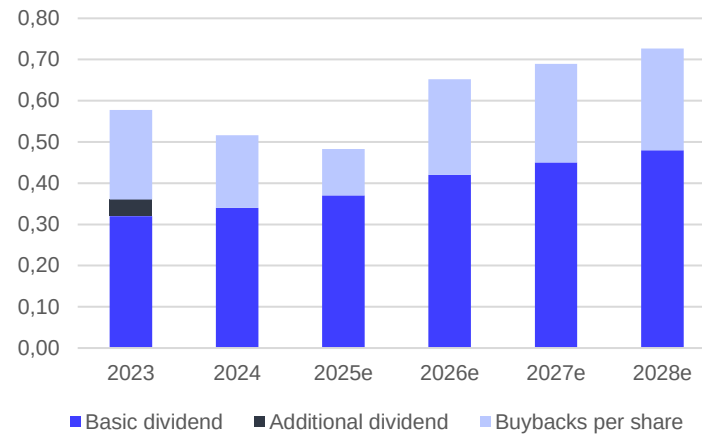
(Opjusteret)

Koncernens forsikringsindtægter forventes at lande på 8,8-9,1 mia. EUR, svarende til en vækst på 5-9 % år-over-år. Forsikringsteknisk-resultatet forventes at blive 1.400-1.500 mio. EUR, svarende til en vækst på 6-14 % år-over-år. Forventningerne for 2025 er i tråd med målsætningerne for 2024-2026.

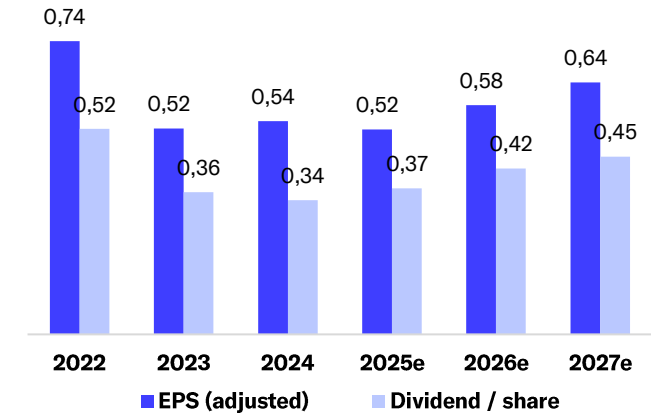
Aktiekurs



Udlodninger pr. aktie



Indtjening pr. aktie og udbytte (EUR)



Source: Inderes

Værdiskabere

- Profitabel vækst i forsikringsaktiviteterne
- Frigørelse af kapital fra ikke-kerneaktiviteter
- Højere renter kan forbedre investeringsafkastet
- Realisering af synergier fra Topdanmark
- Andre M&A-transaktioner

Risikofaktorer

- Stigende renter kan svække det forsikringstekniske resultat og lægge pres på forsikringsselskabernes værdiansættelse
- Skærpet konkurrence på det nordiske forsikringsmarked

Valuation	2025e	2026e	2027e
Share price	9.33	9.33	9.33
Number of shares, millions	2682.0	2581.5	2507.7
Market cap	24845	24154	23463
P/E (adj.)	18.0	16.1	14.7
P/E	18.0	16.1	14.7
P/B	3.1	2.8	2.6
Payout ratio (%)	70.6 %	72.4 %	70.5 %
Dividend yield-%	4.0 %	4.5 %	4.8 %

Source: Inderes

En fremragende start på året

Operationelt stærkt kvartal

Sampo's præmieindtægter steg med 8 % til 2.188 mio. EUR , hvilket var i tråd med forventningerne. Som vanligt blev væksten drevet af prisstigninger i Norden og nytegninger i Storbritannien. Væksten i Hastings fortsatte med at være meget stærk (+27 %). Den forsikringstekniske rentabilitet var fremragende, og combined ratio faldt fra en svagt sammenligningsperiode til 84,6 %. Som følge heraf steg det vigtige forsikringstekniske-resultat lidt mere end ventet til 336 mio. EUR. Det stærke forsikringstekniske-resultat blev understøttet af omsætningsvæksten, milde vejrforhold i Norden og et roligt konkurrencebillede. På segmentniveau blev resultatet især drevet af privatkundesegmentet i Norden og Hastings.

Det finansielle nettoresultat var en smule bedre end ventet, men dette vurderer vi som uvæsentligt for investorer på kvartalsbasis. Samlet set udgjorde resultatet før skat 377 mio. EUR, hvilket var væsentligt højere end vores

forventning om 320 mio. EUR og konsensusforventningen på 350 mio. EUR. Resultat pr. aktie landede på EUR 0,11, hvilket også var over konsensusforventningen på EUR 0,10.

Guidance opjusteret – synergier opjusteret for Topdanmark

Efter et stærkt kvartal opjusterede Sampo sine forventninger. Nu forventes forsikringsindtægterne at lande på 8,8-9,1 mia. EUR og forsikringsteknisk-resultatet på 1.400-1.500 mio. EUR. Ændringen var ventet, da konsensus allerede lå lidt over den tidligere guidance før Q1.

Sampo opjusterede ligeledes synergiestimatet for Topdanmark fra 95 mio. EUR til 140 mio. EUR. Det er en markant positiv overraskelse, især så tidligt i integrationsprocessen. På investorkaldet fremhævede ledelsen, at man har et godt overblik over synergierne, og forventer at finde yderligere gevinster fremover.

Vedrørende aktietilbagekøbsprogrammet oplyste

selskabet, at man senest vil vende tilbage til emnet i forbindelse med Q2-regnskabet. Ledelsen tilføjede, at man håber at kunne give nyt om frasalg af Private Equity-investeringer inden da – herunder Noba, som længe har været rygtet på vej til børsen.

Estimates	Q1'24	Q1'25	Q1'25e	Q1'25e	Consensus	Difference (%)	2025e
MEUR / EUR	Comparison	Actualized	Inderes	Consensus	Low High	Act. vs. inderes	Inderes
Insurance revenue	2020	2188	2231	2189	2137 - 2231	-2%	9098
Underwriting result	260	336	316	325	290 - 368	6%	1475
Combined ratio-%	87.1 %	84.6 %	85.8 %	85.1 %	87.0 % - 83.4 %	-1.4 %	83.8 %
PTP	463	377	320	350	267 - 426	18%	1762
EPS (rap.)	0.14	0.11	0.09	0.10	0.08 - 0.12	22%	0.52

Source: Inderes & Vara (consensus)

Sampo Q1'25 interview:



Betydelige opjusteringer af estimaterne

Ændringer af estimaterne

- Vi har opjusteret vores estimater efter det stærke Q1-regnskab. De primære årsager er ikke kun resultatet, men også de øgede synergier fra Topdanmark, samt vores øgede vækstforventninger til Hastings.
- For 2025 er ændringerne begrænsede, men for 2026-2027 har vi hævet vores estimater betydeligt (7-12%). Estimaterne for 2025 ligger fortsat i den øvre ende af guidance.
- Vi har også hævet vores udbytteforventninger for 2026-2027 med 11-13%. Vi forventer, at payout-ratioen vil ligge tæt på selskabets nedre grænse på 70 %, da selskabet har forpligtet sig til at hæve basisudbyttet uanset markedsforhold. Samtidig har selskabet ikke behov for yderligere kapital, og derfor vil differencen mellem overskuddet og basisudbyttet anvendes til aktietilbagekøb. Kapitalen, der frigøres fra private equity-investeringer (~400 mio. EUR), ventes også anvendt til tilbagekøb. Vi forventer nu tilbagekøb for 2.100 mio. EUR over de næste fire år. Samlet set har vi igen løftet vores estimat for selskabets samlede kapitaludlodning.
- Samlet set ligger vores estimater for EPS og udbytte i 2026-2027 nu cirka 10% over det konsensusniveau, der var offentliggjort før Q1-regnskabet. Vi forventer, at konsensus vil hæve sine estimater i forbindelse med Q1-opdateringen, hvilket bør mindske forskellen markant i den næste runde af opdaterede konsensusforventninger.
- Vi har tilføjet en ny resultatoversigt baseret på det opdaterede rapporteringsformat på side 10 i denne rapport samt en oversigt over den samlede kapitaludlodning på side 12.

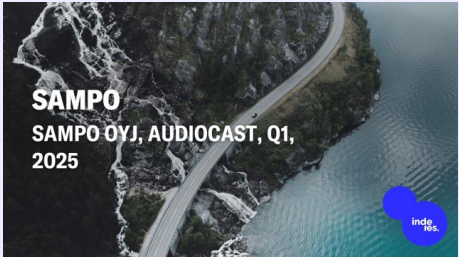
Værdiskabere for den operationelle indtjening:

- Sampo har konsekvent overgået vores forventninger, primært på grund af stærk vækst og en forsikringsteknisk margin, der har vist sig mere robust end ventet. Højere renter har ikke ført til øget priskonkurrence i branchen, og med de seneste rentefald vurderer vi, at denne risiko er betydeligt reduceret. Vi ser derfor ikke længere dette som en væsentlig trussel, særligt hvis renterne stabiliserer sig på nuværende niveau.
- Med vores opdaterede estimater forventer vi, at Sampo i gennemsnit kan øge driftsresultatet med mere end 10% årligt fra 2024, hvilket overstiger selskabets finansielle mål på over 7% vækst i perioden 2024-2026. Den primære driver er fortsat det forsikringstekniske resultatet, som vi forventer vil vokse med over 7% årligt, mens den resterende vækst primært vil komme fra færre udestående aktier via aktietilbagekøb.
- Sampo's indtjeningsvækst hviler på et solidt fundament. Selskabet vokser i et godt tempo takket være stærke digitale konkurrencefordele. Rentabiliteten er på et fremragende niveau, og risikoen for prispres er aftaget med lavere renter. Selvom lavere renter kan presse investeringsafkastet, vurderer vi, at betydningen heraf er begrænset, da investeringsresultatet kun udgør omkring en fjerdedel af koncernens samlede resultat.

Estimate revisions	2025e	2025e	Change	2026e	2026e	Change	2027e	2027e	Change
MEUR / EUR	Old	New	%	Old	New	%	Old	New	%
Insurance revenue	8899	9098	2%	9267	9722	5%	9625	10215	6%
PTP	1720	1762	2%	1783	1883	6%	1818	2012	11%
EPS (excl. NRIs)	0.50	0.52	3%	0.54	0.58	7%	0.57	0.64	12%
DPS	0.36	0.37	3%	0.38	0.42	11%	0.40	0.45	13%

Source: Inderes

Sampo Q1'25 webcast



Den forventede afkast er nu knapt tilstrækkeligt

Med opkøbet af Topdanmark er Sampo’s transformation fra et finansielt supermarked til en ren forsikringskoncern nu fuldendt. Vi vurderer ikke længere, at en sum-of-the-parts-analyse er den rette værdiansættelsesmetode, og den nuværende rapporteringsstruktur gør det heller ikke muligt. Efter vores opfattelse er peer-analyse, historisk værdiansættelse og udbyttemodellen de mest relevante metoder til at vurdere Sampo’s værdi.

Overordnet set mener vi, at Sampo-aktien er korrekt prissat, og vi har svært ved at identificere aktien som undervurderet fra nogen perspektiver. Samtidig er indtjeningsudsigterne meget positive, og udbyttepotentialet er attraktivt. Vi ser fortsat indtjeningsvækst og udbytte som drivkræfterne bag et netop tilstrækkeligt forventet afkast, særligt set i lyset af aktiens lave risikoniveau. Dog stiller den nuværende aktiekurs høje krav, og uden vækst vil aktien fremstå dyr.

Aktien er korrekt prissat

Baseret på dette års stærke resultat handler Sampo til en P/E-multipel på 18x. Historisk har Sampo været prissat lavere, hvilket vi finder logisk givet selskabets tidligere struktur som finansielt konglomerat. Vi fastholder, at en P/E-multipel på 16-17x er passende og i tråd med historiske niveauer hos nøglekonkurrenter. Som følge af den stærke indtjeningsvækst, vi forventer, vil P/E falde til omkring 15-16x. Selvom disse niveauer langt fra er billige, vurderer vi dem som berettigede givet selskabets stærke forretning og stærke indtjeningsudsigter. Udbytteafkastet vil forblive på 4-5 % i de komende år, 5-6%, hvis aktietilbagekøb inkluderes.

Sammenlignet med hovedkonkurrenterne Gjensidige og

Tryg vurderer vi, at Sampo’s prissætning er rimelig. Vi mener, det er berettiget at prissætte Sampo på linje med sine peers. Selvom Sampo’s nordiske forretning sandsynligvis er den stærkeste blandt de tre, trækker Hastings en smule ned i de acceptable multipler niveauer, da britiske forsikringsselskaber generelt handles til lavere multipler end de nordiske.

Udbyttemodellen understøtter vores syn på aktien

Værdien af Sampo-aktien i vores udbyttemodel er omkring EUR 9,90, når vi medregner de aktietilbagekøb, vi forventer i de kommende år. Dette niveau er steget betydeligt fra tidligere EUR 8,60 som følge af vores opjusterede estimer for kapitaludlodninger. Diskonteringsrenten i modellen er 7,5 %, hvilket er lavt i absolutte termer, men fuldt berettiget givet Sampo’s lave risikoprofil og faldende renter.

Valuation	2025e	2026e	2027e
Share price	9.33	9.33	9.33
Number of shares, millions	2682.0	2581.5	2507.7
Market cap	24845	24154	23463
P/E (adj.)	18.0	16.1	14.7
P/E	18.0	16.1	14.7
P/B	3.3	2.8	2.6
Payout ratio (%)	70.6 %	72.4 %	70.5 %
Dividend yield-%	4.0 %	4.5 %	4.8 %

Source: Inderes

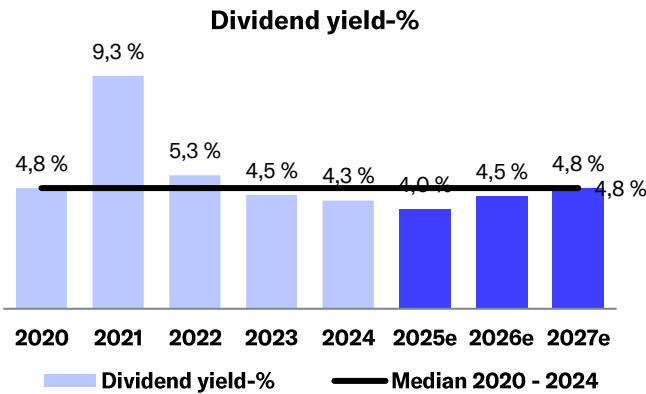
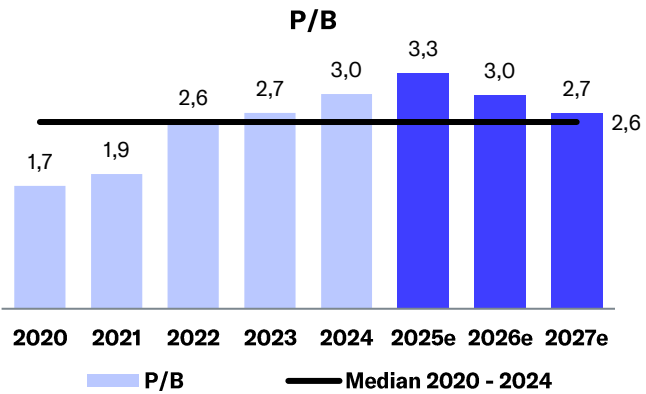
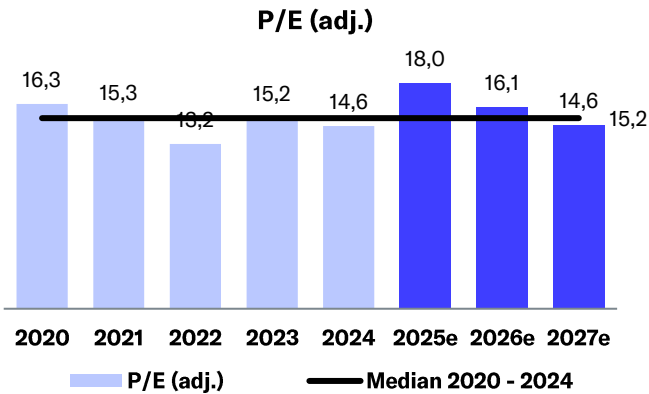
Summary of earnings forecasts

	2023	2024	Q1'25	Q2'25e	Q3'25e	Q4'25e	2025e	2026e	2027e	2028e
Insurance revenue	7535	8386	2187	2176	2253	2481	9098	9722	10215	10742
Private	3489	3667	958	972	992	1009	3931	4151	4276	4404
Commercial	1945	2128	537	487	572	613	2209	2366	2484	2609
Industrial	627	657	150	170	123	293	736	735	750	765
UK	1251	1659	470	479	506	506	1961	2196	2416	2658
Other operations	223	275	72	68	60	61	261	273	290	307
Underwriting result	1164	1316	336	360	404	376	1475	1578	1695	1822
Private	595	628	155	186	202	177	720	745	784	825
Commercial	315	352	78	88	103	110	379	418	448	481
Industrial	80	74	31	12	14	22	78	81	85	90
UK	128	190	53	57	66	51	227	264	302	345
Other operations	46	72	19	17	19	16	72	71	75	80
Net financial result	560	636	101	78	143	143	465	493	502	485
Net investment income	1004	888	80	183	198	198	659	743	752	735
Net insurance finance income or expense	-446	-252	22	-105	-55	-55	-193	-250	-250	-250
Other income or expense	-81	-210	-7	23	-8	-8	0	-30	-30	-30
Non-operational amortizations	-68	-79	-26	-25	-25	-25	-101	-100	-100	-100
Finance expenses	-93	-103	-28	-20	-15	-15	-78	-58	-55	-50
Profit before taxes	1481	1559	376	415	499	471	1762	1883	2012	2127
EPS	0.52	0.45	0.11	0.12	0.15	0.14	0.52	0.58	0.64	0.69
EPS growth-%		-13%	-21%	2%	13%	131%	15%	12%	10%	9%
Combined ratio-%	84.6 %	84.3 %	84.6 %	83.5 %	82.1 %	84.9 %	83.8 %	83.8 %	83.4 %	83.0 %
Private	83.6 %	83.7 %	84.0 %	82.5 %	81.1 %	83.9 %	82.9 %	82.9 %	82.5 %	82.0 %
Commercial	83.0 %	82.9 %	83.8 %	80.9 %	79.6 %	82.5 %	-37.8 %	82.1 %	81.7 %	81.3 %
Industrial	83.8 %	83.5 %	85.5 %	82.0 %	82.0 %	82.0 %	-35.3 %	82.4 %	82.0 %	81.6 %
UK	89.8 %	88.5 %	88.7 %	88.0 %	87.0 %	90.0 %	88.4 %	88.0 %	87.5 %	87.0 %
Other operations	79.4 %	73.7 %	83.9 %	75.0 %	68.0 %	73.0 %	72.5 %	74.0 %	74.0 %	74.0 %
Insurance revenue growth-%										
Private	6.8 %	8.3 %	5.8 %	4.8 %	5.1 %	4.8 %	5.3 %	4.0 %	3.5 %	3.5 %
Commercial	5.0 %	6.8 %	8.5 %	6.0 %	6.0 %	6.0 %	6.2 %	4.0 %	3.0 %	3.0 %
Industrial	4.6 %	9.9 %	5.2 %	4.0 %	4.0 %	4.0 %	5.8 %	5.0 %	5.0 %	5.0 %
UK	37.0 %	32.7 %	25.9 %	20.0 %	15.0 %	12.0 %	18.1 %	12.0 %	10.0 %	10.0 %

Valuation table

Valuation	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	2028e
Share price	7.06	8.82	9.76	7.92	7.88	9.33	9.33	9.33	9.33
Number of shares, millions	2778	2755	2653	2540	2600	2682	2582	2508	2434
Market cap	19593	24109	25108	19876	21196	24845	24154	23463	22772
P/E (adj.)	16.3	15.3	13.2	15.2	14.6	18.0	16.1	14.7	13.5
P/E	>100	9.5	12.3	15.2	16.3	18.0	16.1	14.7	13.5
P/B	1.7	1.9	2.6	2.7	2.8	3.1	2.8	2.6	2.4
Payout ratio (%)	2484.5 %	87.3 %	63.5 %	68.3 %	73.0 %	70.6 %	72.4 %	70.5 %	69.1 %
Dividend yield-%	4.8 %	9.3 %	5.3 %	4.5 %	4.3 %	4.0 %	4.5 %	4.8 %	5.1 %

Source: Inderes



Peer group valuation

Peer group valuation	Market cap	P/E		Dividend yield-%		P/B
Company	MEUR	2025e	2026e	2025e	2026e	2025e
Tryg	13379	18.3	17.4	5.1	5.4	2.8
Gjensidige	10759	20.0	17.6	4.3	4.7	4.9
Storebrand	4893	13.2	11.9	4.0	4.3	1.7
Admiral	12017	14.8	14.2	5.9	6.1	7.2
Direct Line	4477	15.4	11.6	4.5	5.4	1.7
Zurich Insurance Group	92948	16.2	14.8	4.7	5.1	3.8
Allianz	146087	13.6	12.6	4.4	4.8	2.3
Assicurazioni Generali	52941	12.6	11.7	4.6	5.0	1.6
Sampo (Inderes)	24845	18.0	16.1	4.0	4.5	3.1
Average		15.6	14.1	4.8	5.2	3.1
Median		15.4	14.2	4.6	5.1	2.3
Diff-% to median		17%	14%	-13%	-12%	34%

Source: Refinitiv / Inderes

Income statement

Income statement	2023	Q1'24	Q2'24	Q3'24	Q4'24	2024	Q1'25	Q2'25e	Q3'25e	Q4'25e	2025e	2026e	2027e	2028e
Insurance revenue	7535	2020	2057	2138	2172	8387	2187	2176	2253	2481	9098	9722	10215	10742
If P&C	4996	1290	1297	1327	1344	5258	1645	1629	1687	1914	6876	7252	7510	7777
Topdanmark (from 2025 part of If)	1288	361	361	371	377	1470	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Hastings	1251	369	399	440	451	1659	470	479	506	506	1961	2196	2416	2658
Others (was holding)	0	0	0	0	0	0	72	68	60	61	261	273	290	307
EBITDA	1481	465	444	432	219	1559	376	415	499	471	1762	1883	2012	2127
Depreciation	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EBIT (excl. NRI)	1481	465	444	432	369	1709	376	415	499	471	1762	1883	2012	2127
EBIT	1481	465	444	432	219	1559	376	415	499	471	1762	1883	2012	2127
If P&C	1358	356	379	333	188	1256	0	0	0	0	0	0	0	0
Topdanmark (from 2025 part of If)	162	63	49	47	-22	137	0	0	0	0	0	0	0	0
Hastings	129	26	45	69	53	193	0	0	0	0	0	0	0	0
Others (was holding)	-160	20	-30	-18	-1	-29	0	0	0	0	0	0	0	0
Sampo	0	0	0	0	0	0	376	415	499	471	1762	1883	2012	2127
PTP	1481	465	444	432	219	1559	376	415	499	471	1762	1883	2012	2127
Taxes	-339	-96	-100	-96	63	-230	-79	-87	-105	-99	-370	-386	-413	-436
Minority interest	-70	-26	-7	-16	-1	-50	0	0	0	0	0	0	0	0
Net earnings	1072	343	337	320	281	1280	297	328	394	372	1392	1497	1600	1691
EPS (adj.)	2.64	0.68	0.62	0.59	0.80	2.61	0.11	0.12	0.15	0.14	0.52	0.58	0.64	0.69
EPS (rep.)	0.52	0.68	0.62	0.59	0.52	0.48	0.11	0.12	0.15	0.14	0.52	0.58	0.64	0.69

Balance sheet

Assets	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Non-current assets	19727	20017	20020	20023	20026
Goodwill	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Intangible assets	3637	3637	3637	3637	3637
Tangible assets	318	284	287	290	293
Associated companies	12.0	4.0	4.0	4.0	4.0
Other investments	15757	16090	16090	16090	16090
Other non-current assets	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Deferred tax assets	3.0	2.0	2.0	2.0	2.0
Current assets	4497	4460	4747	5012	5222
Inventories	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Other current assets	800	880	880	880	880
Receivables	2282	2618	2820	3014	3167
Cash and equivalents	1415	962	1046	1118	1175
Balance sheet total	24224	24477	24767	25035	25248

Source: Inderes

Liabilities & equity	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Equity	7687	7059	7536	8050	8566
Share capital	98.0	98.0	98.0	98.0	98.0
Retained earnings	6378	7707	8184	8698	9214
Hybrid bonds	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Revaluation reserve	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Other equity	787	-746.0	-746.0	-746.0	-746.0
Minorities	424	0.0	0.0	0.0	0.0
Non-current liabilities	15197	15858	15671	15425	15121
Deferred tax liabilities	567	535	535	535	535
Provisions	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Interest bearing debt	2914	3037	2850	2604	2300
Convertibles	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Other long term liabilities	11716	12286	12286	12286	12286
Current liabilities	1340	1560	1560	1560	1560
Interest bearing debt	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Payables	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Other current liabilities	1340	1560	1560	1560	1560
Balance sheet total	24224	24477	24767	25035	25248

DDM calculation and profit distribution table

DDM valuation (MEUR)	2024	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	TERM
Sampo's result	1254	1392	1497	1600	1691	1699	1688	1722	1710	1744	1744
Sampo's dividend	915	982	1084	1128	1168	1614	1604	1636	1625	1657	30537
Payout ratio	73%	71%	72%	71%	69%	95%	95%	95%	95%	95%	
Growth-% in Sampo's dividend	1.3 %	7.3 %	10.4 %	4.1 %	3.5 %	38.2 %	-0.6 %	2.0 %	-0.7 %	2.0 %	2.0 %
Discounted dividend	916	915	939	908	875	1124	1039	985	910	863	15903
Discounted cumulative dividend	25376	24460	23545	22606	21698	20823	19700	18661	17676	16766	15903
Excess capital on balance sheet (MEUR)	2100										
Equity value (MEUR)	26560										
Per share EUR	9.9										
Cost of capital											
Risk-free interest	2.5%										
Market risk premium	4.8%										
Company Beta	1.06										
Liquidity premium	0.0%										
Cost of equity	7.5%										

Cash flow breakdown

■ 2024-2028
■ 2029-2033
■ TERM

Profit distribution	2023	2024	2025e	2026e	2027e	2028e
Basic dividend	0.32	0.34	0.37	0.42	0.45	0.48
Additional dividend	0.04	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Buybacks per share	0.22	0.18	0.11	0.23	0.24	0.25
Total profit distribution per share	0.58	0.52	0.48	0.65	0.69	0.73
Basic dividend payout ratio-%	62%	76%	71%	72%	71%	69%
Total profit distribution ratio-%	111%	115%	93%	113%	108%	105%
Solvency-%	182%	177%	177%	192%	182%	174%

Disclaimer and recommendation history

The information presented in Inderes reports is obtained from several different public sources that Inderes considers to be reliable. Inderes aims to use reliable and comprehensive information, but Inderes does not guarantee the accuracy of the presented information. Any opinions, estimates and forecasts represent the views of the authors. Inderes is not responsible for the content or accuracy of the presented information. Inderes and its employees are also not responsible for the financial outcomes of investment decisions made based on the reports or any direct or indirect damage caused by the use of the information. The information used in producing the reports may change quickly. Inderes makes no commitment to announcing any potential changes to the presented information and opinions.

The reports produced by Inderes are intended for informational use only. The reports should not be construed as offers or advice to buy, sell or subscribe investment products. Customers should also understand that past performance is not a guarantee of future results. When making investment decisions, customers must base their decisions on their own research and their estimates of the factors that influence the value of the investment and take into account their objectives and financial position and use advisors as necessary. Customers are responsible for their investment decisions and their financial outcomes.

Reports produced by Inderes may not be edited, copied or made available to others in their entirety, or in part, without Inderes' written consent. No part of this report, or the report as a whole, shall be transferred or shared in any form to the United States, Canada or Japan or the citizens of the aforementioned countries. The legislation of other countries may also lay down restrictions pertaining to the distribution of the information contained in this report. Any individuals who may be subject to such restrictions must take said restrictions into account.

Inderes issues target prices for the shares it follows. The recommendation methodology used by Inderes is based on the share's 12-month expected total shareholder return (including the share price and dividends) and takes into account Inderes' view of the risk associated with the expected returns. The recommendation policy consists of four tiers: Sell, Reduce, Accumulate and Buy. As a rule, Inderes' investment recommendations and target prices are reviewed at least 2–4 times per year in connection with the companies' interim reports, but the recommendations and target prices may also be changed at other times depending on the market conditions. The issued recommendations and target prices do not guarantee that the share price will develop in line with the estimate. Inderes primarily uses the following valuation methods in determining target prices and recommendations: Cash flow analysis (DCF), valuation multiples, peer group analysis and sum of parts analysis. The valuation methods and target price criteria used are always company-specific and they may vary significantly depending on the company and (or) industry.

Inderes' recommendation policy is based on the following distribution relative to the 12-month risk-adjusted expected total shareholder return.

Buy	The 12-month risk-adjusted expected shareholder return of the share is very attractive
Accumulate	The 12-month risk-adjusted expected shareholder return of the share is attractive
Reduce	The 12-month risk-adjusted expected shareholder return of the share is weak
Sell	The 12-month risk-adjusted expected shareholder return of the share is very weak

The assessment of the 12-month risk-adjusted expected total shareholder return based on the above-mentioned definitions is company-specific and subjective. Consequently, similar 12-month expected total shareholder returns between different shares may result in different recommendations, and the recommendations and 12-month expected total shareholder returns between different shares should not be compared with each other. The counterpart of the expected total shareholder return is Inderes' view of the risk taken by the investor, which varies considerably between companies and scenarios. Thus, a high expected total shareholder return does not necessarily lead to positive performance when the risks are exceptionally high and, correspondingly, a low expected total shareholder return does not necessarily lead to a negative recommendation if Inderes considers the risks to be moderate.

The analysts who produce Inderes' research and Inderes employees cannot have 1) shareholdings that exceed the threshold of significant financial gain or 2) shareholdings exceeding 1% in any company subject to Inderes' research activities. Inderes Oyj can only own shares in the target companies it follows to the extent shown in the company's model portfolio investing real funds. All of Inderes Oyj's shareholdings are presented in itemised form in the model portfolio. Inderes Oyj does not have other shareholdings in the target companies analysed. The remuneration of the analysts who produce the analysis are not directly or indirectly linked to the issued recommendation or views. Inderes Oyj does not have investment bank operations.

Inderes or its partners whose customer relationships may have a financial impact on Inderes may, in their business operations, seek assignments with various issuers with respect to services provided by Inderes or its partners. Thus, Inderes may be in a direct or indirect contractual relationship with an issuer that is the subject of research activities. Inderes and its partners may provide investor relations services to issuers. The aim of such services is to improve communication between the company and the capital markets. These services include the organisation of investor events, advisory services related to investor relations and the production of investor research reports.

More information about research disclaimers can be found at www.inderes.fi/research-disclaimer.

Recommendation history (>12 mo)

Date	Recommendation	Target	Share price
3/17/2020	Buy	30.00 €	23.83 €
4/30/2020	Buy	34.00 €	30.85 €
5/7/2020	Accumulate	33.00 €	30.40 €
6/16/2020	Buy	34.00 €	30.40 €
8/6/2020	Buy	35.00 €	30.30 €
10/9/2020	Buy	38.00 €	35.20 €
11/5/2020	Buy	38.00 €	34.14 €
1/20/2021	Buy	38.00 €	35.28 €
2/12/2021	Buy	41.00 €	36.04 €
2/25/2021	Buy	41.00 €	36.95 €
4/7/2021	Buy	43.00 €	39.23 €
5/6/2021	Buy	44.00 €	39.85 €
8/5/2021	Buy	45.00 €	42.39 €
9/24/2021	Buy	46.00 €	43.35 €
11/4/2021	Accumulate	48.00 €	46.73 €
12/9/2021	Accumulate	48.00 €	44.09 €
2/10/2022	Accumulate	49.00 €	45.35 €
5/5/2022	Accumulate	48.00 €	45.85 €
5/23/2022	Accumulate	44.00 €	41.76 €
8/4/2022	Accumulate	46.00 €	43.71 €
10/27/2022	Reduce	46.00 €	46.67 €
11/3/2022	Reduce	46.00 €	44.32 €
2/13/2023	Reduce	46.00 €	45.50 €
5/11/2023	Reduce	47.00 €	46.15 €
6/14/2023	Reduce	44.00 €	43.08 €
8/10/2023	Accumulate	44.00 €	40.35 €
10/2/2023	Accumulate	39.00 €	40.98 €
11/9/2023	Reduce	39.00 €	38.94 €
2/9/2024	Reduce	40.00 €	39.50 €
5/8/2024	Reduce	39.00 €	37.66 €
6/18/2024	Reduce	40.00 €	38.81 €
8/8/2024	Reduce	41.00 €	40.00 €
11/7/2024	Reduce	42.00 €	41.00 €
1/23/2025	Reduce	42.00 €	39.55 €
2/7/2025	Accumulate	43.00 €	40.91 €
	Share split 1/5	8.60 €	
5/8/2025	Accumulate	9.80 €	9.33 €



CONNECTING INVESTORS AND COMPANIES.

Inderes connects investors and listed companies.

We serve over 400 Nordic listed companies that want to better serve investors. The Inderes community is home to over 70,000 active investors.

We provide listed companies with solutions that enable seamless and effective investor relations. The Inderes service is built on four cornerstones for high-quality investor relations: Equity Research, Events, IR Software, and Annual General Meetings (AGM).

Inderes operates in Finland, Sweden, Norway, and Denmark and is listed on the Nasdaq First North Growth Market.

Inderes was created by investors, for investors.

Inderes Ab

Brunnsgatan

Stockholm

+358 10 219 4690

inderes.se

**inde
res.**