

SAMPO

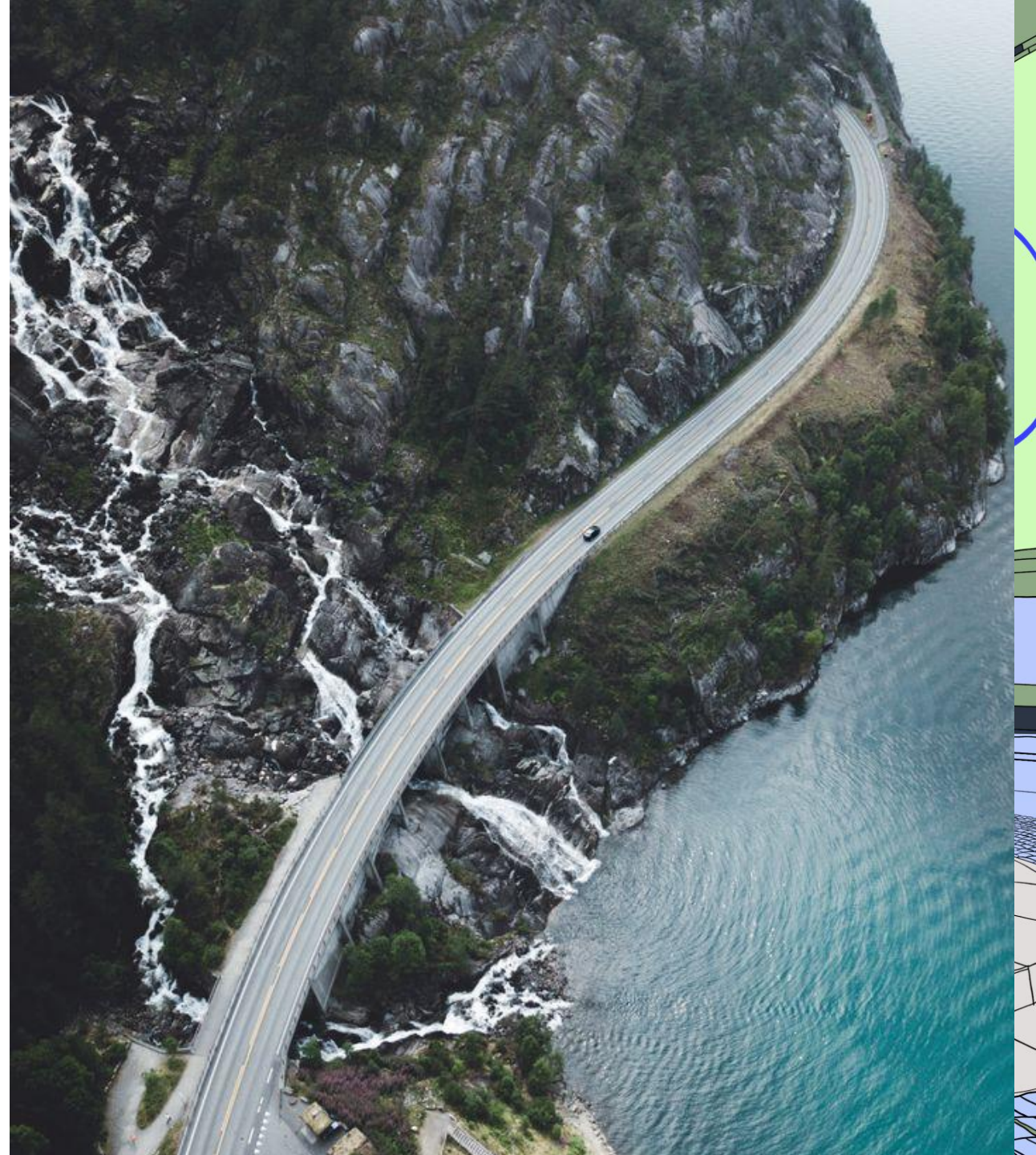
10/2/2025 13:00 CET

Denne rapport er en delvis oversættelse af rapporten "Payout outlook more generous than before", publiceret d. 7. februar 2025 kl. 09:40 CET.



Sauli Vilén
358440258908
sauli.vilen@inderes.fi

SELSKABSANALYSE



Udsigten til udlodninger er mere generøs end før

Vi hæver vores kursmål på Sampo til 43,0 EUR pr. aktie (tidligere 42 EUR) og opjusterer vores anbefaling til Akkumulér (tidligere Reducér). Sampo's regnskab for 4. kvartal 2024 var særdeles stærkt, og vi har opjusteret vores estimater for fremtidige udlodninger. Baseret på vores opdaterede estimater vurderer vi, at det forventede afkast er tilstrækkeligt til en positiv anbefaling, selvom aktien ikke fremstår markant undervurderet.

Fremragende regnskab for 4. kvartal 2024

Regnskabet for 4. kvartal 2024 var stærkt på alle parametre. Som forventet blev det rapporterede driftsresultat (EBIT) påvirket af engangsomkostninger på 150 MEUR relateret til integrationen af Topdanmark, men det justerede driftsresultat på 369 MEUR var bedre end både vores og konsensus' forventninger (henholdsvis 354 MEUR og 346 MEUR). If P&C fortsatte sin overbevisende vækst, og det forsikringstekniske resultat var markant bedre end forventet. Selvom investeringsafkastet var lavere end forventet, havde dette mindre betydning. Hastings fortsatte sin stærke vækst, og rentabiliteten var på et godt niveau. Som ventet udbetaler Sampo et ordinært udbytte på 1,7 EUR pr. aktie (2023: 1,6 EUR). Det ekstraordinære udbytte, som vi havde forventet, bliver ikke udbetalt, men selskabet har meddelt, at det vil igangsætte et nyt aktietilbagekøbsprogram i foråret. Solvensgraden er fortsat meget stærk, hvilket giver mulighed for betydelige udlodninger i de kommende år.

Guider nu på præmier og det forsikringstekniske resultat

Sampo's udmeldinger overraskede, idet selskabet – som i tidligere år – ikke gav nogen guidance på combined ratio. I stedet gav Sampo forventningsintervaller for præmieindtægterne og det forsikringstekniske resultat for 2025. Præmieindtægterne forventes at udgøre 8,7-9,0 mia. EUR (+4-7 %), mens det forsikringstekniske resultat ventes at lande på 1.350-1.450 MEUR (+3-10 %). Forud for regnskabet var vores estimater på linje med selskabets guidance.

Stabil indtjeningsvækst med attraktive udlodninger

Vi har kun foretaget marginale ændringer af vores estimater. Vores syn på Sampo's udvikling er uændret, og vi vurderer, at selskabets normale indtjening under den nuværende struktur ligger på omkring 2,5-2,6 EUR pr. aktie. Dette niveau bør vokse støt, drevet af Topdanmark-fusionen, vækst i driftsresultatet og aktietilbagekøb, men større ændringer bør ikke forventes givet den nuværende stærke eksekvering i forretningerne. De lovede synergier på 95 MEUR fra fusionen mellem Topdanmark og If P&C vurderer vi som konservative, og vi ville ikke blive overraskede, hvis det endelige tal viser sig at være betydeligt højere. Det vil dog tage flere år, før synergierne materialiserer sig fuldt ud. Vi vurderer, at selskabets indtjeningsvækst over de næste par år er ca. +5 % om året. Vi har hævet vores estimater for fremtidige udlodninger. Vi forventer et stabilt stigende ordinært udbytte, samt regelmæssige aktietilbagekøb af en betydelig størrelse. Vores estimat for udlodninger ligger over konsensus, og vi ser et pres på konsensusestimaterne for at hæve deres udlodningsforventninger.

Forventet afkast er kun lige netop attraktivt

I vores værdiansættelse fokuserer vi især på udbyttmodellen, da selskabets investeringsbehov er begrænset, og Sampo kan udlodde størstedelen af sin indtjening til aktionærene. Værdien af Sampo's aktier ud fra vores udbyttmodel, der tager højde for overskydende kapital på balancen, er steget en smule til 43 EUR. I absolutte termer vurderer vi, at værdiansættelsen er på et fair niveau, og vi ser ikke grundlag for en rabat i forhold til nøglepeers. Vi vurderer derfor, at aktien tilbyder et netop tilstrækkeligt forventet afkast gennem en kombination af indtjeningsvækst og udbytte. Derudover har investorerne mulighed for, at Sampo kan begynde at handle med en præmie i forhold til sine peers, hvilket også vil kunne løfte multiplerne en smule.

Anbefaling

Akkumulér

(tidligere Reducér)

Kursmål:

EUR 43.00

(tidligere EUR 42.00)

Aktiekurs:

EUR 40.92

Business risk



Valuation risk



	2024	2025e	2026e	2027e
PTP	1559	1720	1783	1818
growth-%	5%	10%	4%	2%
Net Income	1323	1254	1342	1391
EPS (adj.)	2.60	2.70	2.54	2.71
Dividend / share	1.80	1.70	1.80	1.90

P/E (adj.)	14.6	16.1	15.1	14.4
P/B	2.8	2.7	2.5	2.4
Dividend yield-%	4.3 %	4.4 %	4.5 %	4.6 %
Payout ratio (%)	69%	63%	71%	70%

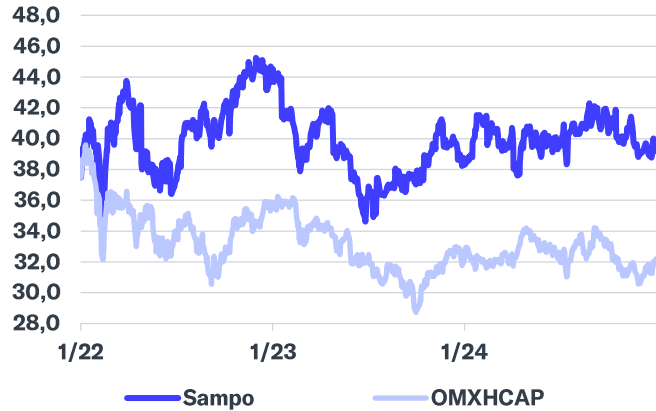
Source: Inderes

Guidance

(Ny guidance)

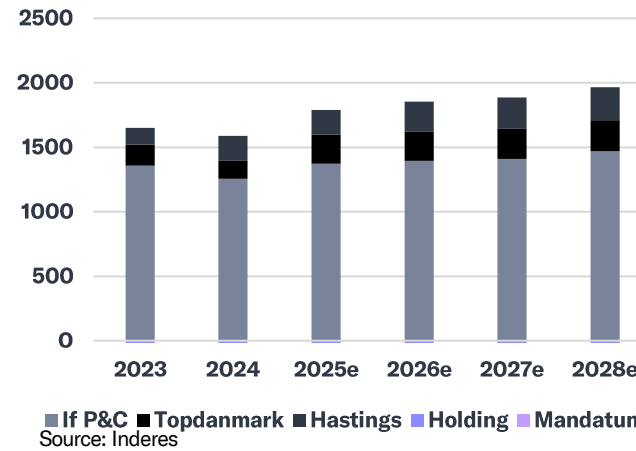
Koncernens præmiendtægter: 8,7-9,0 mia. EUR, svarende til en vækst på 4-7 % år-over-år. Koncernens forsikringstekniske resultat: 1.350-1.450 MEUR, svarende til en vækst på 3-10 % år-over-år. Forventningerne for 2025 er i tråd med målsætningerne for 2024-2026.

Aktiekurs



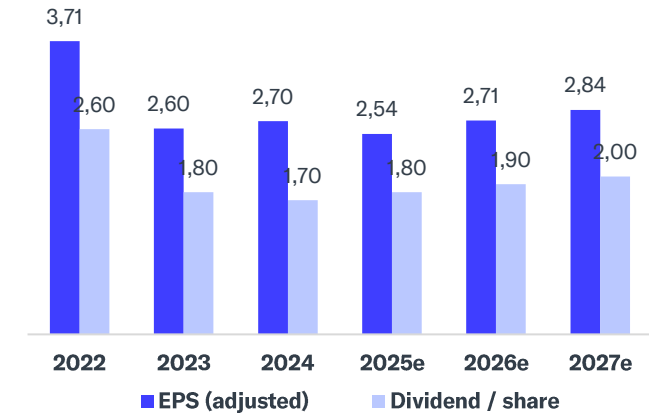
Source: Millistream Market Data AB

Segmentering af Sampo's resultat før skat (MEUR)



Source: Inderes

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 forsikringssekskabernes værdiansættelse
- Skærpet konkurrence på det nordiske forsikringsmarked

Valuation	2025e	2026e	2027e
Share price	40.9	40.9	40.9
Number of shares, millions	528.6	513.8	498.9
Market cap	21616	21616	21616
P/E (adj.)	16.1	15.1	14.4
P/E	16.1	15.1	14.4
P/B	2.7	2.5	2.4
Payout ratio (%)	70.9 %	70.1 %	70.3 %
Dividend yield-%	4.4 %	4.5 %	4.6 %

Source: Inderes

Stærk afslutning på året

If P&C's forsikringsforretning viste solid vækst

If P&C's præmieindtægter udviklede sig som ventet med en vækst over året på 6,2%. Dog ser forsikringsalget ud til at have klaret sig endnu bedre, da præmieindtægterne på privatforsikringer steg 8% målt i faste valutakurser. Derudover blev en del af omsætningen fra forrige kvartal overført til Q4, hvilket understøttede væksten i segmentet for store erhvervs kunder.

Skadesomkostningerne i kvartalet var markant lavere end forventet, hvilket resulterede i et forsikringsteknisk resultat, der overgik vores estimater. Nettofinansindtægterne var dog lavere end ventet, da udskudte finansieringsindtægter fra ændringer i diskonteringsrenten var lidt lavere end forudset. Dette trak også If P&C's rapporterede resultat ned i forhold til vores forecast. På trods af dette var kvartalet samlet set klart positivt for If P&C takket være den stærke udvikling i forsikringsforretningen.

Det rapporterede resultat før skat på 187 mio. EUR blev negativt påvirket af engangsomkostninger på 77 mio. EUR relateret til integrationen. Som tidligere oplyst blev disse bogført under "Andre indtægter". Ifølge ledelsens vurdering er disse integrationsomkostninger høje i begyndelsen, hvilket betyder, at de ikke vil påvirke indtjeningen i fremtidige perioder.

Den største afvigelse kom fra investeringsindtægterne

Topdanmark leverede et lidt bedre end ventet resultat, da skadesvolumen – ligesom hos If P&C – var lavere end forventet. Som følge heraf udviklede Topdanmarks forsikringsforretning sig positivt. Som ventet, var det rapporterede resultat negativt, på grund af integrationsomkostninger på 73 mio. EUR.

Hastings præsterede som forventet. Antallet af forsikringskontrakter voksede fortsat, men den positive effekt af tidligere prisstigninger er markant aftaget i de

seneste kvartaler. Vi vurderer, at dette skyldes lavere inflation i skadesomkostninger samt en skærpet priskonkurrence på markedet.

Den største afvigelse i vores forecast kom fra Holdings, hvor resultaterne var væsentligt bedre end forventet. Som følge heraf oversteg koncernens resultat før skat på 219 mio. EUR vores estimat på 194 mio. EUR.

Sampo Q4'24: Gaining Market Share in the P&C Market



Samlede udlodninger i tråd med forventningerne

Præmieindtægterne og det forsikringstekniske resultat indgår nu i guidance

Sampo overraskede med sin guidance, da selskabet – ligesom i tidligere år – ikke gav nogen prognose for udviklingen i combined ratio. I stedet gav Sampo et forventningsinterval for præmieindtægterne og det forsikringstekniske resultat for 2025. Præmieindtægterne forventes at lande på 8,7-9,0 mia. EUR, svarende til en vækst på 4-7 %, mens det forsikringstekniske resultat ventes at blive 1.350-1.450 MEUR, svarende til en vækst på 3-10 %. Sampo understregede desuden, at guidance er i tråd med selskabets finansielle målsætninger for 2024-2026 (se figur nedenfor).

Guidance er på linje med vores egne estimater, og vores estimater ligger i den øvre ende af intervallet. Vi mener, at dette er velbegrundet, da Sampo historisk set har givet konservative forventninger, hvilket selskabet også understregede under telefonkonferencen. Vi vurderer, at

det er meget sandsynligt, og endda forventeligt, at selskabet vil præcisere sin guidance yderligere i løbet af året.

Samlede udlodninger i overensstemmelse med forventningerne



Som ventet vil Sampo udbetale et ordinært udbytte på 1,7 EUR pr. aktie, hvilket er en stigning fra 1,6 EUR i 2023. Den ekstraordinære udlodning, som vi havde forventet, blev ikke foreslået, men selskabet har annonceret, at de vil iværksætte et nyt aktietilbagekøbsprogram i foråret. Vi vurderer, at Sampo's tilbagekøbsprogram vil være større end tidligere forventet, hvor vi oprindeligt estimerede 250 MEUR, men har nu opjusteret vores estimer til 400 MEUR. Den samlede udlodning er således i tråd med vores estimater.

Sampo's solvens forbliver på et meget stærkt niveau med en Solvency II-ratio på 177 % ved udgangen af Q4 2024. De

resterende private equity-investeringer fortsætter med at belaste solvensen, og ifølge vores beregninger vil en afvikling af disse øge solvensen med omkring 30 procentpoint, hvilket skaber betydeligt ekstra råderum til udlodninger. Selskabet har tilkendegivet, at overskydende kapital fremover primært vil blive returneret til aktionærene via aktietilbagekøb.

Aktiesplit i næste uge

Sampo annoncerede desuden onsdag, at selskabet vil gennemføre et aktiesplit, hvor hver aktionær vil modtage fire nye aktier for hver Sampo-aktie, de ejer. Som følge heraf vil det samlede antal aktier i Sampo femdobles. Splittet forventes at blive gennemført den 12. februar, og handel med de nye aktier vil starte den 13. februar. Vi understreger over for investorer, at aktiesplittet ingen effekt har på Sampo's fundamentale værdi.

Target for 2024-2026	2024
Operating EPS growth (period average): >7%	13% 
Combined ratio: <85% (annual)	84.3% 
Deployable capital generation: >EUR 4.5 billion (cumulative)	2.0 billion
Solvency II ratio: 150-190%	177% 
Financial leverage: <30%	26.9% 
Capital optimisation: ≤EUR 1.2 billion deployable capital	0.8 billion

Outlook for 2025
The outlook for Sampo Group's 2025 financial performance is: <ul style="list-style-type: none">Group insurance revenue: EUR 8.7 – 9.0 billion, representing growth of 4–7 per cent year-on-year.Group underwriting result: EUR 1,350–1,450 million, representing growth of 3–10 per cent year-on-year.
The outlook for 2025 is consistent with Sampo's 2024–2026 financial targets of delivering a combined ratio below 85 per cent annually and Operating EPS growth of more than 7 per cent annually on average.

Ingen større ændringer i estimerne, indtjeningstoget kører støt videre

Ændringer af estimerne

- Vi har kun foretaget marginale justeringer af vores estimer, og overordnet set er vores indtjeningsforventninger stort set uændrede.
- De primære ændringer vedrører vores forventninger til selskabets kapitaludlodninger. Vi fastholder vores forventning om, at det ordinære udbytte vil stige med 0,10 EUR om året, men vi forventer ikke længere yderligere ekstraordinære udbytter. I stedet vurderer vi, at selskabet vil fokusere på at opkøbe egne aktier, hvilket fremadrettet vil supplere den løbende udbytteudbetaling. Vi forventer, at payout-ratioen vil ligge tæt på selskabets nedre grænse på 70 %, da Sampo har forpligtet sig til at øge det ordinære udbytte uanset de makroøkonomiske forhold. Dog har selskabet ikke behov for yderligere kapital til driften, og derfor vil overskydende kapital blive anvendt til aktietilbagekøb. Den kapital, der frigøres fra PE-investeringer (~400 MEUR), vil sandsynligvis også blive anvendt til tilbagekøb. Sampo indikerede forsigtigt, at mindst én yderligere investering kunne blive frasolgt i år.
- Samlet set forventer vi nu aktietilbagekøb for 1.600 MEUR over de næste tre år, og vores vurdering af selskabets samlede kapitaludlodning er blevet en smule mere positiv. Vi forbliver dog relativt konservative på vores estimer og ser potentiale for en endnu højere udlodning. Vores payout-forventning ligger over konsensus, og vi vurderer, at konsensus sandsynligvis vil blive nødsaget til at hæve sine forventninger til kapitaludlodningen.

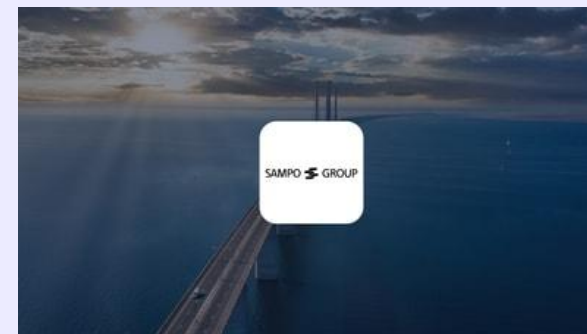
Værdiskabere for den operationelle indtjening:

- Vores vurdering af Sampo's indtjeningspotentiale er uændret, og vi estimerer, at selskabets normaliserede ligger på omkring 2,5-2,6 EUR pr. aktie. Dette niveau bør vokse stabilt, drevet af fusionen med Topdanmark, stigende driftsindtjening og aktietilbagekøb. Dog ser vi ikke større strukturelle justeringer i selskabets indtjeningsniveau, da forretningen i forvejen præsterer på et højt niveau.
- De forventede synergier på 95 MEUR fra Topdanmark-fusionen vurderer vi som konservative, og vi ser mulighed for, at det endelige tal kan blive væsentligt højere. Det vil dog tage flere år før synergierne materialiseres fuldt ud. Vi vurderer, at selskabets bæredygtige indtjeningsvækst vil være +5 % om året de kommende år.
- En central risiko for indtjeningsudviklingen er ændringer i konkurrencesituation, da øget priskonkurrence uundgåeligt vil påvirke sektorens rentabilitet. Vi er dog mere optimistiske end tidligere omkring markedets prissætningsdisciplin, da der ikke har været en markant forværring af lønsomheden, trods stigende renter. Overordnet set mener vi, at sektoren har bevæget sig ind i en periode med permanent lavere combined ratios, og vi forventer ikke en tilbagevenden til niveauerne fra for ti år siden.
- Resultatet fra investeringsaktiviteterne vil fortsat påvirke resultaterne kortsigtet, men på længere sigt vil denne effekt udjævnes. Afkastudsigterne for Sampo's investeringsportefølje, der har et fokus på renteinvesteringer, er blevet markant forbedret, da de stigende renter vil understøtte resultaterne i de kommende år.

Estimate revisions	2024	2024	Change	2025e	2025e	Change	2026e	2026e	Change
MEUR / EUR	Old	New	%	Old	New	%	Old	New	%
Revenue	8391	8387	0%	8946	8899	-1%	9336	9267	-1%
EBIT (exc. NRIs)	1684	1709	1%	1759	1720	-2%	1797	1783	-1%
PTP	1534	1559	2%	1759	1720	-2%	1797	1783	-1%
EPS (excl. NRIs)	2.37	2.61	10%	2.58	2.54	-1%	2.66	2.71	2%
DPS	1.85	1.70	-8%	1.93	1.80	-7%	2.02	1.90	-6%

Source: Inderes

Sampo – Q4 2024 presentation and Q&A session



Det forventede afkast er netop tilstrækkeligt

Vi estimerer Sampo's fair value ved hjælp af både relativ og absolut værdiansættelse, samt en udbytttemodel. I vores værdiansættelse har vi i særlig grad fokuseret på udbytttemodellen, da selskabets investeringsbehov er lave, og størstedelen af indtjeningen kan udloddes til aktionærene. Da vi har hævet vores estimer for Sampo's fremtidige kapitaludlodninger, er værdien af vores udbytte-model ligeledes øget. Vores vurdering af Sampo's værdi er blevet en smule mere positiv efter Q4-rapporten, og vi hæver derfor vores kursmål til 43 EUR (tidligere 42 EUR).

Udbytttemodel (DDM)

Vores DDM-model indikerer en værdi på omkring 43 EUR pr. aktie for Sampo (tidligere 42 EUR). Koncernens værdi afhænger fortsat primært af If P&C, der i vores beregninger tegner sig for mere end 80 % af værdien. Vi bemærker, at vores udbytttemodel er baseret på antagelsen om, at fremtidige udlodninger sker via udbytte, men i praksis vil dette sandsynligvis være en kombination af udbytte og aktietilbagekøb. Hvis aktier tilbagekøbes til en kurs tæt på fair value, er effekten på værdien af aktien den samme. Denne antagelse er i tråd med vores vurdering af, at Sampo's aktie er rimeligt værdiansat på de nuværende niveauer. Vi har i vores beregning, desuden medtaget både den overskydende kapital på balancen samt den kapital, der frigøres fra frasalg af PE-investeringer. Drivere for en højere værdi i udbytttemodel vil være:

- Højere end forventede synergier fra opkøbet af Topdanmark
- Mere succesfulde frasalg af PE-investeringer end ventet
- Stærkere organisk indtjeningsvækst i skadeforsikringsforretningen

Mulige produktområder, hvor væksten kan accelerere,

inkluderer SMV-forsikring og personforsikring, der stadig udgør en relativt lille del af forretningen. Derudover har Hastings potentiale til at vinde markedsandele i Storbritannien gennem sin effektive driftsmodel og konkurrencedygtige prissætning. Når det gælder den samlede indtjeningsvækst, ser vi dog ikke en realistisk vej til en markant højere indtjening, hvilket også afspejles i selskabets nuværende finansielle målsætninger. Derfor har vi vanskeligt ved at se, at Sampo's værdi kan øges væsentligt fra det nuværende niveau.

Indtjeningsbaseret værdiansættelse er neutral

Sampo's værdiansættelse på basis af multiple understøttes af selskabets lave investeringsbehov og et moderat risikoniveau. Derudover øges værdien af den overskydende kapital på balancen. I en moden industri er vækstmulighederne begrænsede, hvilket sænker acceptable multiple-niveauer. Vi vurderer, at en fair P/E-multipel for Sampo ligger i intervallet 16-17x, hvilket også er på niveau med de historiske multipler for nøglepeers.

Sampo's P/E-multipler for de kommende år ligger omkring 16-15x, mens det tilsvarende direkte udbytte ligger på over 4%. Vi vurderer, at disse multipler er velbegrundede, især i lyset af den meget høje kvalitet af Sampo's forretning. Multiplerne ligger en smule under de førende nordiske peers, hvilket vi finder diskutabelt, da Sampo efter vores vurdering har den højeste kvalitet blandt disse selskaber. Derudover har Sampo mere overskydende kapital på balancen end sine konkurrenter.

Det forventede afkast på aktien er primært baseret på udbyttebetalinger, balancereduktion og indtjeningsvækst. Derudover er der mulighed for, at Sampo begynder at handle med en præmie i forhold til sine peers, hvilket potentielt kan løfte multiplerne yderligere..

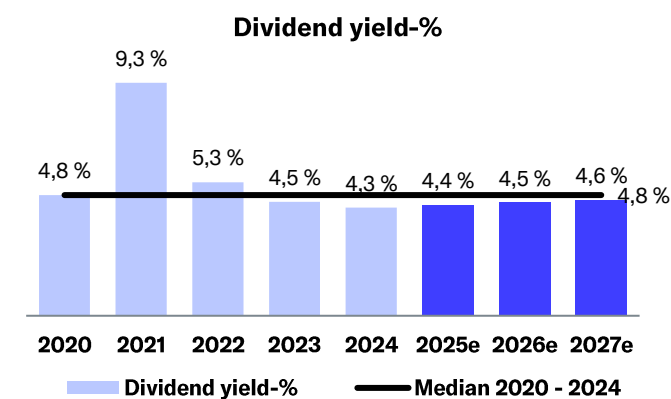
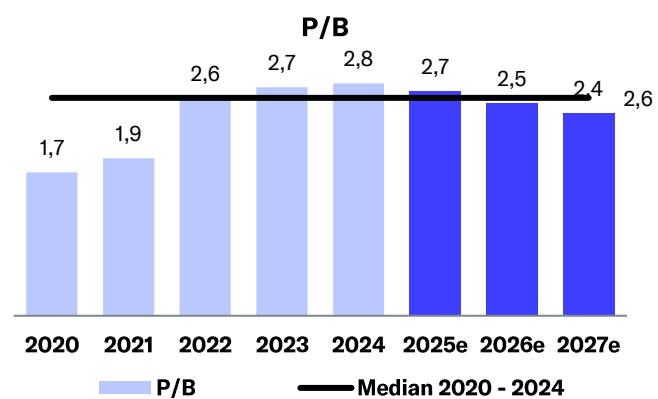
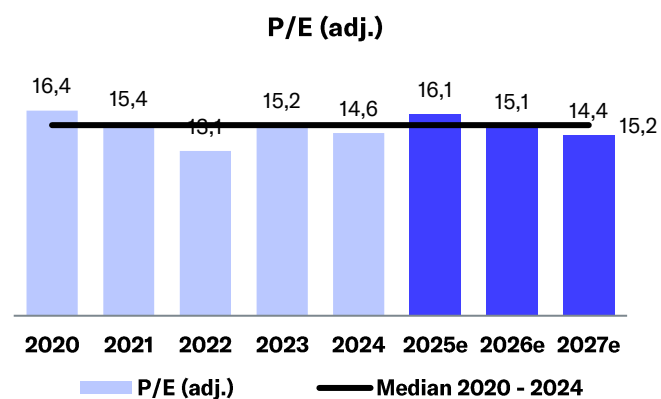
Valuation	2025e	2026e	2027e
Share price	40.9	40.9	40.9
Number of shares, millions	528.6	513.8	498.9
Market cap	21616	21616	21616
P/E (adj.)	16.1	15.1	14.4
P/E	16.1	15.1	14.4
P/B	2.7	2.5	2.4
Payout ratio (%)	70.9 %	70.1 %	70.3 %
Dividend yield-%	4.4 %	4.5 %	4.6 %

Source: Inderes

Valuation table

Valuation	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	2028e
Share price	35.3	44.1	48.8	39.6	39.4	40.9	40.9	40.9	40.9
Number of shares, millions	556.6	554.3	530.3	508.0	520.0	528.6	513.8	498.9	489.1
Market cap	19593	24109	25108	19876	21196	21616	21616	21616	21616
P/E (adj.)	16.4	15.4	13.1	15.2	14.6	16.1	15.1	14.4	13.5
P/E	>100	9.5	12.3	15.2	16.3	16.1	15.1	14.4	13.5
P/B	1.7	1.9	2.6	2.7	2.8	2.7	2.5	2.4	2.3
Payout ratio (%)	2484.5 %	87.3 %	63.5 %	68.3 %	73.0 %	70.9 %	70.1 %	70.3 %	69.2 %
Dividend yield-%	4.8 %	9.3 %	5.3 %	4.5 %	4.3 %	4.4 %	4.5 %	4.6 %	4.7 %

Source: Inderes



Peer group valuation

Peer group valuation Company	Market cap MEUR	P/E		Dividend yield-%		P/B
		2025e	2026e	2025e	2026e	2025e
Tryg	12031	16.2	15.1	5.8	6.1	2.4
Gjensidige	9933	18.2	16.2	4.6	5.0	4.5
Storebrand	5056	13.3	12.1	4.2	4.5	1.8
Admiral	10103	14.0	12.5	6.5	7.0	6.9
Direct Line	4187	13.4	10.4	5.0	5.9	1.5
Zurich Insurance Group	87101	14.6	13.5	5.3	5.7	3.2
Allianz	120909	11.4	10.5	5.3	5.7	2.0
Assicurazioni Generali	48103	11.2	10.5	5.0	5.3	1.4
Sampo (Inderes)	21616	16.1	15.1	4.4	4.5	2.7
Average		14.4	12.9	5.5	5.7	2.8
Median		14.0	12.5	5.3	5.7	2.0
Diff-% to median		15%	20%	-16%	-21%	38%

Source: Refinitiv / Inderes

Income statement

Income statement	2023	Q1'24	Q2'24	Q3'24	Q4'24	2024	Q1'25e	Q2'25e	Q3'25e	Q4'25e	2025e	2026e	2027e	2028e
Insurance revenue	7535	2020	2057	2138	2172	8387	2195	2199	2247	2258	8899	9267	9625	9948
If P&C	4996	1290	1297	1327	1344	5258	1355	1355	1387	1384	5481	5689	5888	6065
Topdanmark	1288	361	361	371	377	1470	379	377	385	390	1531	1577	1617	1657
Hastings	1251	369	399	440	451	1659	461	467	475	484	1887	2000	2120	2226
Mandatium	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	406	439	447	429	1720	1783	1818	1901
EBIT	1481	465	444	432	219	1559	406	439	447	429	1720	1783	1818	1901
If P&C	1358	356	379	333	188	1256	321	352	355	343	1372	1395	1409	1470
Topdanmark	162	63	49	47	-22	137	55	59	60	53	226	228	234	241
Hastings	129	26	45	69	53	193	46	47	49	50	192	230	243	254
Holding	-160	20	-30	-18	-1	-29	-17	-19	-17	-17	-70	-70	-68	-64
PTP	1481	465	444	432	219	1559	406	439	447	429	1720	1783	1818	1901
Taxes	-339	-96	-100	-96	63	-230	-89	-97	-98	-94	-378	-392	-400	-418
Minority interest	-70	-26	-7	-16	-1	-50	0	0	0	0	0	0	0	0
Net earnings	1323	343	310	320	281	1254	316	342	349	334	1342	1391	1418	1483
EPS (adj.)	2.64	0.68	0.62	0.59	0.80	2.61	0.60	0.65	0.66	0.63	2.54	2.71	2.84	3.03
EPS (rep.)	2.60	0.68	0.62	0.59	0.52	2.41	0.60	0.65	0.66	0.63	2.54	2.71	2.84	3.03

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	4679	4835	4988
Inventories	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Other current assets	800	880	880	880	880
Receivables	2282	2618	2778	2893	3004
Cash and equivalents	1415	962	1021	1063	1104
Balance sheet total	24224	24477	24699	24858	25014

Source: Inderes

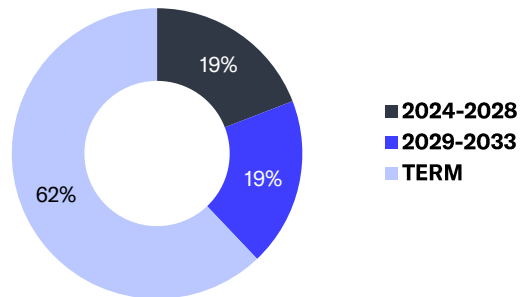
Liabilities & equity	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Equity	7687	8037	8464	8904	9346
Share capital	98.0	98.0	98.0	98.0	98.0
Retained earnings	6378	6728	7155	7595	8037
Hybrid bonds	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Revaluation reserve	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Other equity	787	787	787	787	787
Minorities	424	424	424	424	424
Non-current liabilities	15197	15100	14894	14614	14328
Deferred tax liabilities	567	567	567	567	567
Provisions	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Interest bearing debt	2914	2817	2611	2331	2045
Convertibles	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Other long-term liabilities	11716	11716	11716	11716	11716
Current liabilities	1340	1340	1340	1340	1340
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	1340	1340	1340	1340
Balance sheet total	24224	24477	24699	24858	25014

DDM calculation

DDM valuation (MEUR)	2024	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	TERM
Sampo's profit	1254	1342	1391	1418	1483	1464	1494	1523	1554	1585	1585
Dividend distributed by Sampo	915	951	976	997	1027	1318	1344	1371	1398	1426	26287
Payout ratio	73%	71%	70%	70%	69%	90%	90%	90%	90%	90%	
Dividend growth-%	1.3 %	3.9 %	2.6 %	2.2 %	2.9 %	28.4 %	2.0 %	2.0 %	2.0 %	2.0 %	2.0 %
Discounted dividend	900	870	830	789	755	901	855	811	769	730	13447
Discounted cumulative dividend	21657	20757	19887	19057	18268	17513	16612	15757	14946	14176	13447
Excess balance sheet capital (MEUR)	1500										
Equity (MEUR)	23157										
Per share EUR	43.0										

Cost of equity	
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



Summary

Income statement	2022	2023	2024	2025e	2026e	Per share data	2022	2023	2024	2025e	2026e
Insurance revenue	7267	7535	8387	8899	9267	EPS (reported)	3.97	2.60	2.41	2.54	2.71
PTP	1924	1481	1559	1720	1783	EPS (adj.)	3.71	2.60	2.70	2.54	2.71
Net profit	2107	1323	1254	1342	1391	Dividend / share	2.60	1.80	1.70	1.80	1.90
Extraordinary items	138	0	-150	0	0	Book value / share	18.1	14.3	14.6	15.2	16.5
Balance sheet	2022	2023	2024	2025e	2026e	If P&C key figures	2022	2023	2024	2025e	2026e
Balance sheet total	39212	24224	24477	24699	24858	Insurance revenue	4772	5024	4996	5258	5481
Equity capital	10178	7687	8037	8464	8904	Insurance revenue growth-%	6.0 %	5.3 %	-0.6 %	5.2 %	4.2 %
ROE-%	18.8 %	15.7 %	16.9 %	17.1 %	16.8 %	Investment income	174	278	871	651	579
						Combined ratio	81.3 %	86.6 %	83.1 %	83.1 %	82.5 %
						Risk ratio	59.9 %	65.0 %	61.9 %	62.2 %	62.0 %
						Cost ratio	21.4 %	21.6 %	21.2 %	20.9 %	20.5 %

Source: Inderes

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 €



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

Vattugatan 17, 5tr
Stockholm
+46 8 411 43 80

Inderes Oyj

Porkkalankatu 5
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

[inderes.se](https://www.inderes.se)

[inderes.fi](https://www.inderes.fi)

**inde
res.**