

# Fortum

## Yhtiöraportti

25.7.2022 07:30



**Juha Kinnunen**  
+358 40 778 1368  
juha.kinnunen@inderes.fi

inde  
res.

# Seppo Rädyn sanat kaikuvat Fortumin käytävillä

Laskemme Fortumin tavoitehinnan 13,0 euroon (aik. 18,0 €), mutta toistamme äärimmäisen varovaisen lisää-suosituksen Uniperin tukipaketin julkistamisen jälkeen. Saksan vakauspaketti estää Uniperin konkurssin, mutta Uniperin hinnankorotukset se mahdollistaa ilmeisesti vasta 1.10. Tätä ennen Uniperille koituu valtavat tappiot, jos Gazpromin kaasuhanat pysyvät kiinni ja kaasun hinnat äärimmäisen korkealla. Fortumin arvostus on jo kohtuullinen myös ilman Uniperia, jos yhtiölle annettu rahoitus on turvassa. Kehotamme sijoittajia silti edelleen äärimmäiseen varovaisuuteen epäselvässä tilanteessa, jonka lopputulemaa on edelleen erittäin vaikea arvioida.

## Saksan vakauspaketti pelastaa Uniperin konkurssilta

Fortum ja Uniper [tiedottivat](#) perjantaina Saksan Uniperille antamasta vakauspaketista, joka koostuu kolmesta peruselementistä. 1) Saksan valtio hankkii 30 %:n osuuden Uniperista merkitsemällä noin 157 miljoonaa osaketta 1,70 euron nimellisarvolla. 267 MEUR:n pääomituksen myötä Fortumin omistusosuus laskee noin 80 %:sta 56 %:iin. 2) Saksa sitoutuu tarjoamaan Uniperille enintään 7,7 miljardia euroa rahoitusta osakkeiksi vaihdettavissa olevilla instrumenteilla. Rahoituksen tarkoituksena on kattaa tappiot, jotka syntyvät Uniperin kaasunvälitysliiketoiminnasta Gazpromin toimitusmäärien pienennyttyä merkittävästi. 3) Likviditeetin turvaamiseksi Saksan omistama KfW-pankki sitoutui tarjoamaan Uniperille 7 miljardia euroa lisätukea yhtiön rahoitusaseman vahvistamiseksi. Mikäli Uniperin tappiot ylittävät 7 miljardia euroa, Saksan valtio on valmis antamaan yhtiölle vielä lisätukea. Tulkintamme on, että Saksa ei päästä Uniperia konkurssiin, mutta monimutkainen vakauspaketti ei tarjoa juuri muuta hyvää.

## Viiveellä käyttöön otettava hinnankorotusmekanismi voi tuhota Uniperin arvon

Uniperin tarvitsemista tukitoimista oleellisin oli Uniperin mahdollisuus siirtää asiakkailleen kaasun voimakkaasti nousseita hankintakustannuksia tilanteessa, jossa Gazprom ei kunnioita omaa toimitussopimustaan Uniperille. Saksan hallitus ottaakin lopulta käyttöön mekanismin, jonka avulla Uniper voi siirtää asiakkailleen 90 % korkeammista kaasun hankintakustannuksista. Mekanismi otetaan kuitenkin käyttöön näillä näkymin vasta 1. lokakuuta, ellei Saksan hallitus tee asiasta erillistä päätöstä tätä ennen. Uniperin mukaan sen tappiot tulevat olemaan noin 6,2 miljardia euroa kesäkuun 14. ja syyskuun 30. päivän välillä, joten Uniperin arvo voi tuhoutua käytännössä kokonaan ennen energialainsäädännön mukaisen kustannusten siirron aktivoitumista. Tappion määrän ratkaisee 1) Gazpromilta aikavälillä saatavat kaasutoimitukset ja 2) kaasun hinta korvausostoissa, joten vaihteluväli on valtava. Fortumin kannalta positiivista on se, ettei yhtiö joudu laittamaan uutta pääomaa Uniperiin ja periaatteessa 8 miljardin euron rahoituspaketti on edelleen elossa. Fortumin 4 miljardin euron laina on kuitenkin ehdoiltaan heikompi kuin KfW:n superseniorilaina, joten jälkimmäinen täytyy maksaa ensin pois. Tätä 10 %:n tappiotkin voivat kerryttää erittäin paljon, jolloin Fortumin lainan suhteellinen asema heikkenisi merkittävästi.

## Ydinliiketoiminnan arvo riittää perustelemaan nykykurssin, mutta riskit ovat edelleen ääriasennossa

Epäselvässä kriisitilanteessa Fortumin arvossa voi mielestämme nojata vain pohjoismaisen ydinliiketoiminnan arvoon. Periaatteessa tällä yli miljardi euroa liikevoittoa tekevällä ytimellä voi mielestämme hyvin perustella yhtiön nykyisen 10 miljardin euron markkina-arvon, mutta Uniperista, Venäjältä ja vakuusvaatimuksista Fortumille voi tulla vielä lisälaskuja. Rahoitusnettovelkaa Fortumilla oli Q1'22-lopussa vain 2,2 mrd. euroa, mutta Uniperin kriisin myötä tilanne on muuttunut merkittävästi ja myös Fortumin rahavirta on todennäköisesti ollut vaisu Q2:lla. Lisäosumia tase ei juuri kestä, minkä takia riskit ovat ääriasennossa ja kehotamme sijoittajia äärimmäiseen varovaisuuteen.

## Suositus

### Lisää

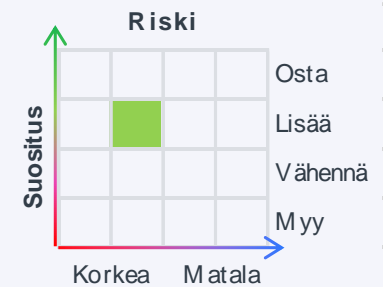
(aik. Lisää)

**13,00 EUR**

(aik. 18,00 EUR)

### Osakekurssi:

11,36 EUR



## Avainluvut

	2021	2022e	2023e	2024e
<b>Liikevaihto</b>	112400	140684	127905	115440
<b>kasvu-%</b>	129 %	25 %	-9 %	-10 %
<b>EBIT oik.</b>	2536	-6137	1362	1702
<b>EBIT-% oik.</b>	2,3 %	-4,4 %	1,1 %	1,5 %
<b>Nettotulos</b>	739	-5060	974	1086
<b>EPS (oik.)</b>	2,00	-4,15	1,10	1,22

<b>P/E (oik.)</b>	13,5	neg.	10,4	9,3
<b>P/B</b>	2,0	1,7	1,4	1,3
<b>Osinkotuotto-%</b>	4,2 %	0,0 %	3,5 %	4,4 %
<b>EV/EBIT (oik.)</b>	12,9	neg.	15,7	11,0
<b>EV/EBITDA</b>	47,2	neg.	7,9	6,1
<b>EV/Liikevaihto</b>	0,3	0,2	0,2	0,2

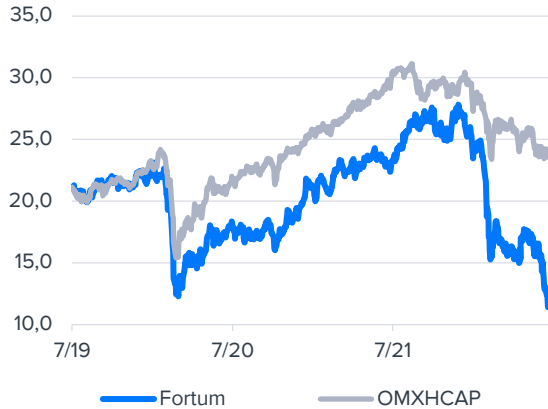
Lähde: Inderes

## Ohjeistus

(Ennallaan)

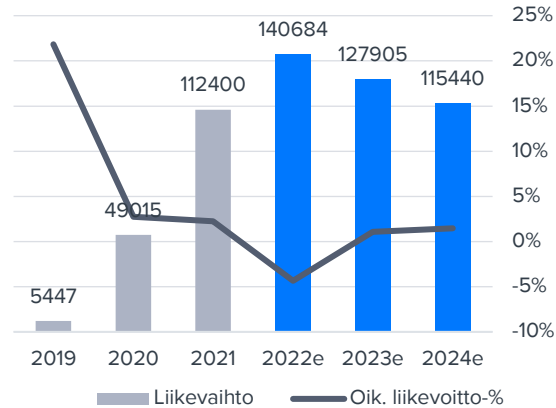
Generation-segmentin suojaukset pohjoismaiselle tuotannolle: vuodeksi 2022 noin 80 % hintaan 35 €/MWh ja vuodeksi 2023 noin 55 % hintaan 33 €/MWh.

## Osakekurssi



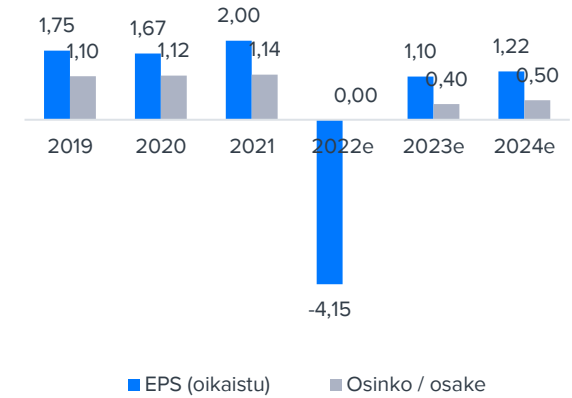
Lähde: Thomson Reuters

## Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

## Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



### Arvoajurit

- Uniperin selviäminen energiakriisin keskiöstä
- Venäjä-riskien poistuminen maasta irtautumisen mukana
- Sijoitusprofiilin parantaminen
- Operatiivisen tehokkuuden parantaminen
- Strategian mukaisissa investoinneissa ja divestoinneissa onnistuminen
- Sähkön hinnan kestävä nousu esimerkiksi päästöoikeuksien hinnan nousun kautta
- Vetytalouden mahdollisen nousun tuoma uusi potentiaali



### Riskitekijät

- Venäjän kaasutoimituksien loppumisesta Uniperille koituvat valtavat tappiot
- Uniperille annettuun rahoitukseen liittyvät riskit
- Venäjän sota Ukrainassa sekä siihen liittyvä pakotekierre, mahdolliset uudet alaskirjaukset
- Sähkön hinnan lasku heijastuisi lopulta tulokseen suojauksista huolimatta
- Sääntelyn epäsuotuisa kehitys Pohjoismaissa, Euroopassa tai Venäjällä
- Uniperin mukana tulevaan hiilivoimaan liittyvä epävarmuus

Arvostustaso	2022e	2023e	2024e
Osakekurssi	11,4	11,4	11,4
Osakemäärä, milj. kpl	888,3	888,3	888,3
Markkina-arvo	10087	10087	10087
Yritysarvo (EV)	23841	21333	18633
P/E (oik.)	neg.	10,4	9,3
P/E	neg.	10,4	9,3
P/Kassavirta	neg.	3,9	3,1
P/B	1,7	1,4	1,3
P/S	0,1	0,1	0,1
EV/Liikevaihto	0,2	0,2	0,2
EV/EBITDA (oik.)	neg.	7,9	6,1
EV/EBIT (oik.)	neg.	15,7	11,0
Osinko/tulos (%)	0,0 %	36,5 %	40,9 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	3,5 %	4,4 %

Lähde: Inderes

# Saksan hallituksen vakautuspaketti

Fortumin tytäryhtiö Uniper on Euroopan suurimpia maakaasun tuojia, ja sen rooli energian toimitusvarmuuden tarjoajana etenkin Saksassa on keskeinen. Vuonna 2021 Saksaan tuotiin hieman alle 90 miljardia kuutiometriä maakaasua, josta 55 % oli peräisin Venäjältä. Uniperin kaasun midstream-liiketoiminnan portfolioon kuuluu noin 370 TWh pitkän aikavälin kaasuntoimitussopimuksia, joista noin 200 TWh on peräisin Venäjältä. Uniper joutui vakavaan kriisiin, kun yhtiölle erittäin tärkeä kaasun toimittaja venäläinen Gazprom ei enää 16.6. alkaen toimittanut Uniperille sovittuja kaasumääriä ja yhtiö on joutunut ostamaan kaasua merkittävästi kalliimmalla hinnalla spot-markkinoilta kattaakseen sitoumuksensa asiakkailleen.

Fortum pääsi perjantaina sopuun Uniperin ja Saksan hallituksen kanssa Uniperin vakautuspaketista, joka muodostuu kolmesta peruselementistä. Mielestämme Fortumin kannalta vakautuspaketti estää täydellisen painajaisen, mutta se on suuri pettymys ajatellen lähtökohtia, Saksan mahdollisia

vaihtoehtoja ja kriisin taustaa.

## 1) Saksalle ainakin 30 %:n omistus Uniperissa

Saksan valtio hankkii 30 %:n osuuden Uniperin osakkeista merkittävällä noin 157 miljoonaa osaketta 1,70 euron nimellisarvolla. Tästä tulevan 267 MEUR:n pääomituksen myötä Fortumin omistusosuus Uniperissa laskee noin 80 %:sta 56 %:iin. Fortum on kuitenkin edelleen Uniperin pääomistaja ja se tullaan esittämään yhtiön taloudellisessa raportoinnissa Uniperin tytäryhtiönä. Nykytilanteessa tämä ei toki ole vahvuus, mutta antaa optioita tulevaisuuteen.

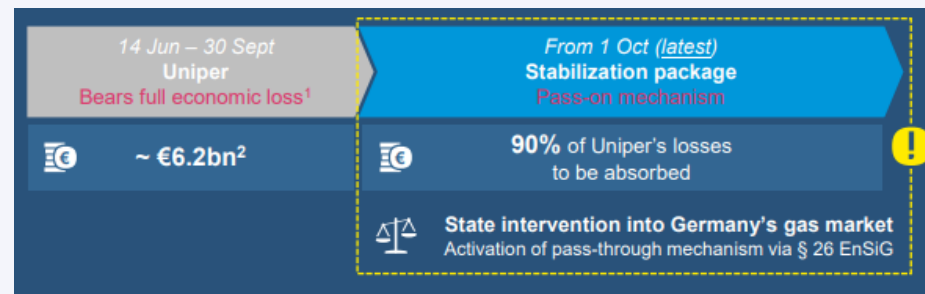
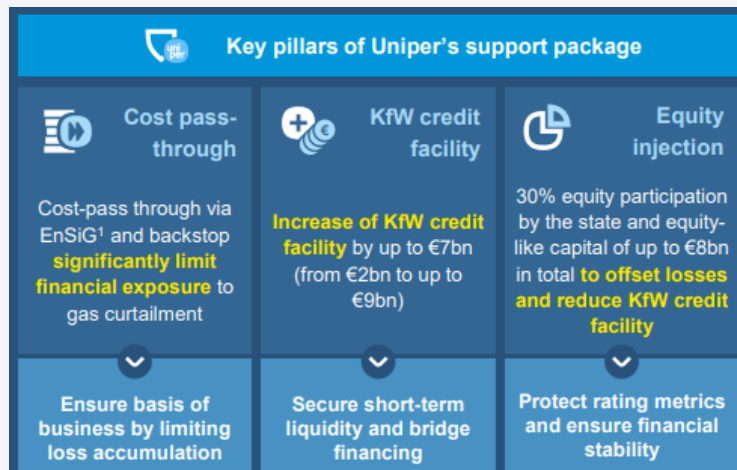
## 2) Oman pääoman paikkaussarja

Saksan hallitus on sitoutunut tarjoamaan Uniperille enintään 7,7 mrd. euroa rahoitusta osakkeiksi vaihdettavissa olevilla instrumenteilla. Rahoituksen tarkoituksena on kattaa tappiot, jotka syntyvät Uniperin kaasunvälitysliiketoiminnasta Gazpromin toimitusmäärien pienentyessä merkittävästi. Uniperin mukaan sen tappiot tulevat olemaan noin 6,2 mrd. euroa kesäkuun 14. ja syyskuun 30. päivän välillä

(ennen kuin uuden energialainsäädännön mukainen kustannusten siirto asiakkaille on mahdollista). Mikäli Uniperin kuluvan vuoden tappiot ylittävät 7 mrd. euroa on Saksan hallitus valmiudessa myös antamaan Uniperille lisää tukea niin, ettei tämä laimenna osakkeenomistajien omistusta. Minkälaista tukea tämä tarkalleen tarkoittaa on vielä epäselvää, mutta oletettavasti kyseessä on velkarahoitus ”markkinahintaan”. Hybridirahoitus sekä oman pääoman ehtoinen rahoitus ovat riippuvaisia Uniperin yhtiökokouksen hyväksynnälle. Tätä ennen myös EU:n komission tulee vielä hyväksyä vakautuspaketti, mikä aiheuttaa viivettä paketin aikatauluun.

## 3) Likviditeettiriski

Lyhyen aikavälin likviditeetin turvaamiseksi Saksan valtion omistama pankki KfW on lisäksi sitoutunut tarjoamaan Uniperille 7 mrd. euroa lisätukea yhtiön rahoitusaseman vahvistamiseksi. Tämä tarkoittaa aiemmin myönnetyn 2 miljardin euron valmiusluoton määrän nostamista 9 miljardiin euroon.



Lähde: Uniperin esitys vakautuspaketista 22.7.2022 ([linkki](#))

# Valtavia tappioita edessä ennen hinnankorotusmekanismia

Uniper tiedotti aiemmin viime viikkona hyödyntäneensä jo kokonaan 2 miljardin euron valmiusluoton, ja likviditeettitilanne oli jo tukala. Tämä tarjoaa Uniperille likviditeettiä sekä rahavirtatappioihin että mahdollisia kasvavia vakuusvaatimuksia varten. KfW:n myöntämä valmiusluotto on ”supersenioriluokassa” eli takaisinmaksu-järjestyksessä etusijalla Fortumin lainaan nähden, joka on Fortumin kannalta pettymys.

Aiemmin tänä vuonna Fortum myönsi Uniperille taloudellista tukea 8 miljardia euroa. Tuki koostui osakaslainasta (4 mrd. €) ja emoyhtiön takauksesta (4 mrd. €). Perustuen Fortumin antamaan tukeen Fortumilla on myös mahdollisuus muuntaa Uniperille myöntämänsä 4 miljardin euron laina enintään 70% osuuteen Saksan valtion merkitsemistä vaihdettavista instrumenteista. Fortum pystyisi näin toimiessaan säilyttämään enemmistöomistuksensa Uniperissa, vaikka Saksa joutuisi paikkaamaan merkittäviä tappioita Uniperin taseessa. Kyseessä on Fortumille optio, joka antaa yhtiölle hieman liikkumavaraa epävarmuuden keskellä.

Ehtoina paketin läpimenemiselle on Uniperin osingoista luopuminen, Saksan hallituksen edustus hallintoneuvostossa, rajoituksia johtoryhmän palkitsemiseen ja Uniperin Alankomaita vastaan nostaman Euroopan energiaperuskirjan kanteen peruuttaminen. Vakaustoimenpiteet ovat myös ehdollisia Uniperin S&P:n ”investment grade” -luottoluokitukselle. Uniperin mukaan Saksan valtion omistus on avainasemassa tämän saavuttamisessa.

## Kriittisin elementti tulee voimaan viiveellä

Koko Saksan vakauspaketti oli tarpeellinen sen takia, ettei Saksa ottanut käyttöön hinnankorotukset mahdollistamaan mekanismia Gazpromin toimituksien

supistuessa ja osittain loppuessa. Periaatteessa voimakkaasti kohonneiden kaasun hankintahintojen siirtämisen välitön salliminen olisi tehnyt muista tukitoimista turhia, koska silloin ongelmat olisivat rajoittuneet likviditeettiin. Mielestämme tämä olisi ollut täysin perusteltua jo aiemmin, kun kaasuvolyymit laskivat voimakkaasti ja kaasuvaroja jouduttiin purkamaan kesäaikaan (silloin kasvatetaan varastoja talvea varten). Poliittisesti päätös olisi kuitenkin ollut erittäin epäsuosittu, vaatinut energiapolitiikan virheiden myöntämistä ja nostanut merkittävästi jo korkeaa inflaatiota, joten Saksassa päädyttiin monimutkaiseen kiertoratkaisuun. Mekanismi on mielestämme vakautuspaketin olennaisin elementti myös sen takia, että tappioiden jatkuminen ei ole kestävä ratkaisu pääomistuksesta huolimatta.

Nyt Saksa aikoo ottaa käyttöön maan energiaturvallisuuslain (EnSig) artikla 26:n mekanismin, jonka avulla Uniper voi siirtää asiakkailleen 90 % korkeammista kaasun hankintakustannuksista. Tämä leikkaa Uniperin tappiot murto-osaan, mutta ei eliminoi niitä kokonaan. Tämä jättää Uniperin edelleen tietynlaiseen välitilaan. Uniperin mukaan Saksan hallitus halusi varmistaa Uniperin kannustimet tehdä myös itse kaikkensa tappioiden minimoiseksi, eikä se myöskään halunnut vierittää kaikkia kustannuksia Saksan kansalaisten maksettavaksi. Suurempi pettymys oli se, että mekanismi on tarkoitettu käyttöön mahdollisesti vasta 1. lokakuuta. Saksan hallituksen päätöksellä voidaan mekanismi ottaa käyttöön jo aiemmin, mutta oletamme nyt, että tämä tapahtuu 1.10.

## Fortum kantaa tuskaisen paljon vastuuta

Kokonaisuudessaan Saksan vakauspaketti pelastaa Uniperin konkurssilta, mikä oli odotettua, mutta

omistuksen arvon kannalta se on mielestämme erittäin heikko. Todennäköisesti Uniper tekee valtavat tappiot Q2:lle, mikä tuhoaa arvoa ja nostaa voimakkaasti rahoitustarvetta. Koska Saksan KfW:n antama luotto on senioriteetiltään Fortumin lainaa edellä, ratkaisu heikentää myös velan asemaa. Fortum siis kantaa merkittävästi vastuuta verrattuna siihen tilanteeseen, että Saksa olisi vain hyväksynyt tilanteen ja antanut siirtää hintoja asiakkaille. Nyt tämä tapahtuu joka tapauksessa, mutta vain viiveellä. Oma virheemme edellisessä näkemyksessämme oli juuri se, että oletimme Saksan hyväksyvän ylivoimaisen esteen (”force majeure”) jo aiemmin sallivan hintojen korotuksen vallitsevassa tilanteessa. Tässä mielessä tehty ratkaisu voi tuoda mieleen Seppo Rädyn aikoinaan lausumat sanat Saksasta.

Samalla täytyy muistaa, että varsinaisen ongelman lähde on Gazprom ja se, että Venäjä on siirtynyt käyttämään energiaa aseena viimeistään sen jälkeen, kun Euroopasta asetettiin merkittäviä sanktioita maata kohtaan. Kaikessa taustalla ovat Venäjän laajamittaiset sotatoimet Ukrainassa. Mielestämme on selvää, ettei Venäjältä kannata odottaa minkäänlaista kompensatiota Gazpromin sopimusrikkomuksesta. Fortum ja erityisesti Uniper on tehnyt valtavia virhearvioita, mistä suurimpia ovat luottaminen Gazpromiin ja sen kaasutoimituksiin. Jälkeenpäin tämä vaikuttaa tietenkin naivilta, mutta toisaalta yhtiöllä oli aikaisemmin 50 vuotta kestänyt yhteistyö, jossa toimitukset oli tehty sovituksi. Saksan energiapolitiikka on nojannut Venäjän kaasuun, ja sitä Uniper on toimittanut. Nyt tiukassa paikassa yhtiö joutuu maksamaan kovan hinnan strategiastaan, jonka tulevaisuus on hyvin kyseenalainen.

# Uniperin mahdollisesti valtavat tappiot muuttivat ennustekuvan

## Ennustemuutokset 2022e-2024e

- Olemme huomioineet nyt ennusteissamme Uniperin arvioiman noin 6,2 miljardin euron tappiot ennen hintamekanismin käyttöönottoa 1.10.
- Uniperin tappion määrän ratkaisee 1) Gazpromilta aikavälillä saatavat kaasutoimitukset ja 2) kaasun hinta korvausostoissa, joten vaihteluväli on valtava ja ennusteeseen liittyy hurjasti epävarmuutta. Tappiota voi pienentää hintamekanismin mahdollinen aiempi soveltaminen.
- Lisäksi Uniperille 10 %:n jäljelle jäävä tappio-osuus tarkoittaa, että Uniperin Global Commodities-liiketoiminnan tappiot jatkuvat mahdollisesti vielä 12-24 kk, mikäli yhtiön saamat kaasutoimitukset eivät elvy sovituille tasoille. Olemme huomioineet tämän ennusteissamme leikkaamalla Uniperin ennusteita todella rajusti, ja odotamme konsernin tekevän tappiota vuoteen 2024 asti.
- Fortumin omistusosuus Uniperissa tulee muuttumaan, mikä luo ennusteisiin merkittävän muuttujan. Olemme toistaiseksi olettaneet, että Fortumin omistusosuus pysyy noin 56 %:n tasolla, mutta muutokset varmistuvat Uniperin tappioiden kertyessä.
- Olemme nostaneet Generation -segmentin ennusteita edelleen noususuunnassa pysyneen sähkön hinnan takia. Muutokset olisivat normaalitilanteessa merkittäviä, mutta jäävät nyt Uniperin jyräämiksi.
- Emme ole tehneet oleellisia muutoksia muiden segmenttien ennusteisiin. Venäjä-segmentti on yhä mukana ennusteissa liiketoiminnan jatkuessa edelleen. Fortum ja Uniper etsivät edelleen Venäjä-liiketoiminnoille ostajia.
- Fortum voi joutua tekemään taseessa merkittäviä alaskirjauksia Uniperin vaikeuksien takia, minkä lisäksi uudet Venäjä-alaskirjaukset ovat edelleen mahdollisia. Ennusteissamme näitä ei tällä hetkellä ole.
- Olemme leikanneet Fortumin osinkoennusteen vuodelta 2022 nolnaan, koska yhtiön tase heikkenee skenaariossa erittäin voimakkaasti. Tämän jälkeen odotamme osingon kehittyvän tuloksen mukana, mutta tuloskehitykseen liittyvä epävarmuus on erittäin korkea.
- Ennusteiden kehitys riippuu useista ulkoisista tekijöistä, ja tämän hetken ennustemme kuvaavat vain yhtä mahdollista skenaariota.

Ennustemuutokset	2022e	2022e	Muutos	2023e	2023e	Muutos	2024e	2024e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
<b>Liikevaihto</b>	140378	140684	0 %	134138	127905	-5 %	127520	115440	-9 %
<b>Käyttökate</b>	2073	-6206	-399 %	3369	2712	-20 %	3294	3059	-7 %
<b>Liikevoitto ilman kertaeriä</b>	2142	-6137	-387 %	2019	1362	-33 %	1937	1702	-12 %
<b>Liikevoitto</b>	764	-7515	-1084 %	2019	1362	-33 %	1937	1702	-12 %
<b>Tulos ennen veroja</b>	-431	-8760	1932 %	1919	1192	-38 %	1837	1532	-17 %
<b>EPS (ilman kertaeriä)</b>	1,39	-4,15	-398 %	1,53	1,10	-28 %	1,46	1,22	-16 %
<b>Osakekohtainen osinko</b>	1,14	0,00	-100 %	1,14	0,40	-65 %	1,14	0,50	-56 %

Lähde: Inderes

# Ytimessä on varmasti arvoa

## Fortumin ydin on kiistatta arvokas

Epäselvässä kriisitilanteessa Fortumin arvossa voi mielestämme nojata vain pohjoismaisen ydinliiketoiminnan arvoon. Generation -segmentti on erittäin arvokas erityisesti nykyisessä markkinatilanteessa, jossa sähkön hinta on erittäin korkea. Ennusteemme mukaan Generation-, City Solutions- ja Consumer Solutions- segmentit tekevät tänä vuonna yhteensä noin 1,4 miljardia euroa liikevoittoa. Tästä osa valuisi joka tapauksessa konsernikuluihin (noin 120 MEUR), mutta suhteellisen luottavaisesti voidaan sanoa, että ydinliiketoiminta pystyy tekemään yli miljardi euroa liikevoittoa. Rahoituskulut ovat kuitenkin nykytilanteessa luonnollisesti nousussa, jos velkaa tulee merkittävästi lisää myös Fortumin kannattavaksi.

Joka tapauksessa pelkästään ydinliiketoiminnoilla voidaan mielestämme hyvin perustella yhtiön nykyinen reilun 10 miljardin euron markkina-arvo. Fortumilla oli Q1'22-lopussa rahoitusvelkaa vain 2,2 mrd. euroa, mitä kautta pelkän ydinliiketoiminnan EV/EBIT olisi periaatteessa houkutteleva noin 10x. Tässä siis sekä Uniperin että Venäjän liiketoiminnan arvo on nolla. Hankalaksi tilanteen arvioinnin tekee kuitenkin se, että Uniperista, Venäjältä ja normaaleista vakuusvaatimuksista voi tulla vielä lisälaskuja. Vaikka Uniperille annettu 8 miljardin euron rahoitus on tällä hetkellä ennallaan, luottamus sen nopeaan takaisinsaantiin on selvästi heikentynyt.

Fortumin taseasema on muutenkin Uniperin kriisin myötä muuttunut merkittävästi ja myös Fortumin rahavirta on todennäköisesti ollut vaisu Q2:lla. Haasteita arvonnäilytykseen lisää se, että yhteensä Fortumin korolliset velat olivat kuitenkin 14,9 mrd. euroa. Suuri muuttuvat tekijä vakuussaaminen, joka oli

Q1'22-lopussa 7,4 miljardia euroa, sekä Fortumin likvidit varat (Q1'22: 6,4 mrd. €). Sähkömarkkinan heiluessa edelleen voimakkaasti vakuusvaatimukset ovat lähtökohtaisesti kasvaneet sekä Uniperilla että Fortumilla, joten edelleenkin vakuuksia ei ole vapautumassa vaan kertymässä.

## Riskit äärimmäisen korkealla

Fortumin kohtalo on edelleen ulkoisien tekijöiden varassa, minkä takia riskit ovat ääriasennossa ja kehotamme edelleen sijoittajia äärimmäiseen varovaisuuteen. Vaikka emme anna arvonnäilytyksessämme Uniper-omistukselle arvoa, voi Fortum edelleen kärsiä alaskirjauksista sekä menettää osan antamastaan rahoituksesta negatiivisen kehityksen jatkuessa. Silloin yhtiöllä voi olla suurempi taseongelma, jolloin edessä voi olla edelleen uusia dynaamisia vaikutuksia.

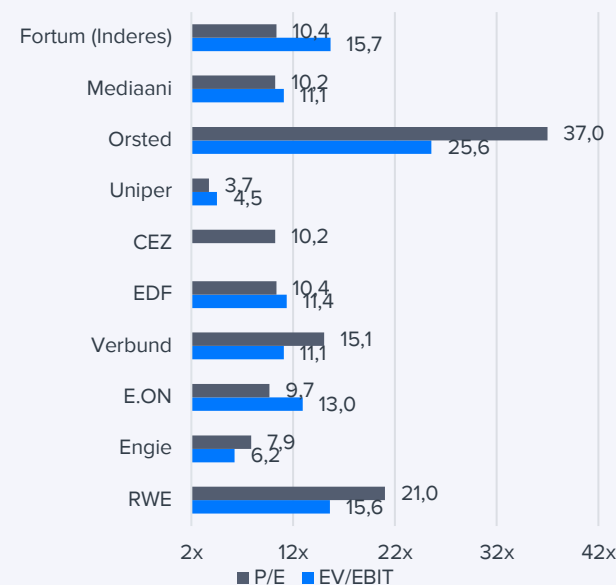
Silti nykyisellä kurssitasolla osakkeeseen on mielestämme jo hinnoiteltu erittäin synkkä skenaario, minkä takia annamme osakkeelle erittäin varovaisen lisää-suosituksen. Jos asiat lähtisivät välillä kehittämään positiiviseen suuntaan ja Fortum onnistuisi esimerkiksi irtautumaan Venäjältä kohtuullisella valuaatiolla, yhtiön profiili parantuisi ja tase vahvistuisi. Jos Uniperista tai Venäjältä tulisi merkittäviä lisäosumia Fortumin taseeseen, yhtiön luottoluokitus olisi mielestämme vähintään kyseenalainen ja periaatteessa yhtiö voisi joutua hakemaan uutta omaa pääomaa, jota yhtiöllä oli Q1'22:n lopussa 8,8 miljardia euroa.

On tärkeää huomioida, että tällä hetkellä tilanteet muuttuvat todella nopeasti uutisvirran mukana. Uniper julkaisee H1'22-tuloksensa 2.8.2022 ja Fortumin vastaava puolivuositilasto julkaistaan 12.8.2022. Näiden jälkeen olemme jälleen hieman viisaampia.

Arvostustaso	2022e	2023e	2024e
Osakekurssi	11,4	11,4	11,4
Osakemäärä, milj. kpl	888,3	888,3	888,3
Markkina-arvo	10087	10087	10087
Yritysarvo (EV)	23841	21333	18633
P/E (oik.)	neg.	10,4	9,3
P/E	neg.	10,4	9,3
P/Kassavirta	neg.	3,9	3,1
P/B	1,7	1,4	1,3
P/S	0,1	0,1	0,1
EV/Liikevaihto	0,2	0,2	0,2
EV/EBITDA (oik.)	neg.	7,9	6,1
EV/EBIT (oik.)	neg.	15,7	11,0
Osinko/tulos (%)	0,0 %	36,5 %	40,9 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	3,5 %	4,4 %

Lähde: Inderes

## Verrokkiryhmän arvostuskertoimet (2023e)

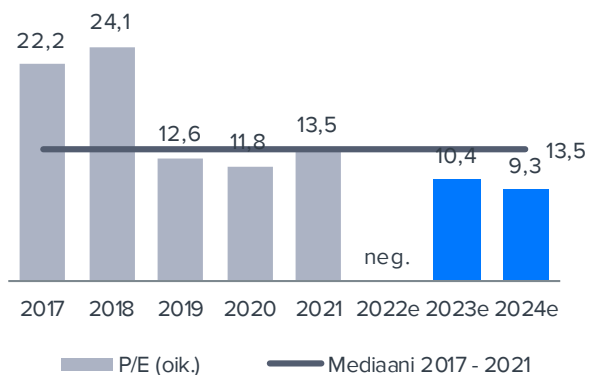


# Arvostustaulukko

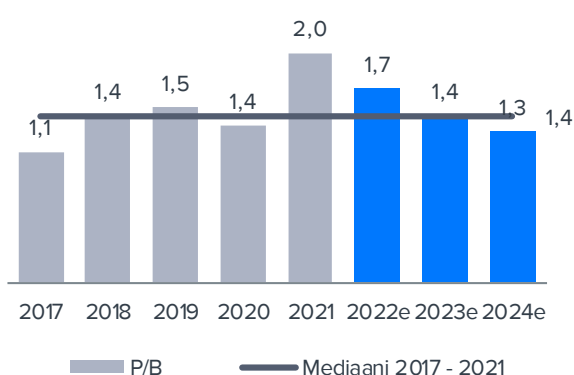
Arvostustaso	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
Osakekurssi	16,5	19,1	22,0	19,7	27,0	11,4	11,4	11,4	11,4
Osakemäärä, milj. kpl	888,4	888,4	888,3	888,4	888,3	888,3	888,3	888,3	888,3
Markkina-arvo	14658	16968	19542	17501	23975	10087	10087	10087	10087
Yritysarvo (EV)	13955	16805	18665	25567	32676	23841	21333	18633	17324
P/E (oik.)	22,2	24,1	12,6	11,8	13,5	neg.	10,4	9,3	8,6
P/E	16,9	20,1	13,2	9,6	32,5	neg.	10,4	9,3	8,6
P/Kassavirta	neg.	10,0	46,5	neg.	neg.	neg.	3,9	3,1	5,2
P/B	1,1	1,4	1,5	1,4	2,0	1,7	1,4	1,3	1,2
P/S	3,2	3,2	3,6	0,4	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1
EV/Liikevaihto	3,1	3,2	3,4	0,5	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2
EV/EBITDA (oik.)	8,6	10,0	11,0	9,5	47,2	neg.	7,9	6,1	5,5
EV/EBIT (oik.)	16,9	17,0	15,7	19,0	12,9	neg.	15,7	11,0	9,8
Osinko/tulos (%)	112,8 %	115,9 %	66,0 %	54,6 %	137,1 %	0,0 %	36,5 %	40,9 %	75,9 %
Osinkotuotto-%	6,7 %	5,8 %	5,0 %	5,7 %	4,2 %	0,0 %	3,5 %	4,4 %	8,8 %

Lähde: Inderes

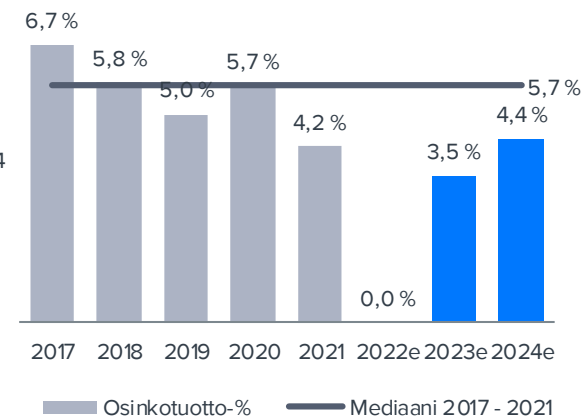
P/E (oik.)



P/B



Osinkotuotto-%





# Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
			2022e	2023e	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e
Yhtiö	MEUR	MEUR									
RWE	25250	30831	12,5	15,6	7,6	8,8	15,3	21,0	2,4	2,4	1,4
Engie	27801	41844	6,0	6,2	3,6	3,6	7,2	7,9	8,7	8,7	0,8
E.ON	22282	58188	12,7	13,0	7,7	7,8	9,6	9,7	6,0	6,2	1,8
Verbund	36965	41095	15,0	11,1	12,9	9,8	19,6	15,1	2,6	3,2	5,1
EDF	45532	78803	15,6	11,4	5,3	4,2	9,2	10,4	5,2	4,0	1,0
CEZ	23913	632	0,3	0,2	0,2	0,1	13,0	10,2	5,0	6,2	3,0
Enel	48027	88295	7,3	6,9	4,6	4,3	8,5	7,8	8,5	9,1	1,5
Uniper	2734	3024	3,7	4,5	1,7	1,9	3,2	3,7	6,4	11,6	0,4
Orsted	46417	50116	17,7	25,6	12,9	15,0	25,1	37,0	1,6	1,8	4,2
<b>Fortum (Inderes)</b>	<b>10087</b>	<b>23841</b>	<b>neg.</b>	<b>15,7</b>	<b>neg.</b>	<b>7,9</b>	<b>neg.</b>	<b>10,4</b>	<b>0,0</b>	<b>3,5</b>	<b>1,7</b>
<b>Keskiarvo</b>			<b>10,1</b>	<b>10,5</b>	<b>6,3</b>	<b>6,2</b>	<b>12,3</b>	<b>13,6</b>	<b>5,2</b>	<b>5,9</b>	<b>2,1</b>
<b>Mediaani</b>			<b>12,5</b>	<b>11,1</b>	<b>5,3</b>	<b>4,3</b>	<b>9,6</b>	<b>10,2</b>	<b>5,2</b>	<b>6,2</b>	<b>1,5</b>
<b>Erotus-% vrt. mediaani</b>				<b>42 %</b>		<b>81 %</b>		<b>1 %</b>	<b>-100 %</b>	<b>-43 %</b>	<b>10 %</b>

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

# Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2020	Q1'21	Q2'21	Q3'21	Q4'21	2021	Q1'22	Q2'22e	Q3'22e	Q4'22e	2022e	2023e	2024e	2025e
<b>Liikevaihto</b>	<b>49015</b>	<b>21493</b>	<b>17128</b>	<b>23701</b>	<b>50078</b>	<b>112400</b>	<b>43623</b>	<b>18532</b>	<b>17704</b>	<b>60826</b>	<b>140684</b>	<b>127905</b>	<b>115440</b>	<b>104712</b>
<i>Generation</i>	2006	675	576	684	964	2899	710	705	649	1055	3118	3501	2954	2930
<i>City Solutions</i>	1075	418	256	202	426	1302	390	258	210	414	1272	1326	1353	1381
<i>Consumer Solutions</i>	1267	661	424	485	1052	2622	1168	562	642	1210	3582	3719	3800	3882
<i>Russia</i>	929	264	182	193	267	906	223	174	184	254	835	827	827	827
<i>Uniper</i>	44514	19770	15893	22411	47918	105992	41484	17042	16302	58354	133182	119864	107877	97089
<i>Other</i>	140	34	36	33	35	138	35	37	34	36	141	144	148	151
<i>Eliminations</i>	-916	-329	-239	-307	-584	-1459	-387	-246	-316	-496	-1446	-1475	-1519	-1549
<b>Käyttökate</b>	<b>2689</b>	<b>1653</b>	<b>-527</b>	<b>-2791</b>	<b>2358</b>	<b>693</b>	<b>-2082,0</b>	<b>692</b>	<b>-5190,7</b>	<b>374</b>	<b>-6206,3</b>	<b>2712</b>	<b>3059</b>	<b>3129</b>
Poistot ja arvonalennukset	-1090	-308	-313	-314	-346	-1281	-334	-320	-325	-330	-1309	-1350	-1357	-1367
<b>Liikevoitto ilman kertaeriä</b>	<b>1344</b>	<b>1171</b>	<b>35</b>	<b>260</b>	<b>1070</b>	<b>2536</b>	<b>-438</b>	<b>-228</b>	<b>-5516</b>	<b>44</b>	<b>-6137</b>	<b>1362</b>	<b>1702</b>	<b>1762</b>
<b>Liikevoitto</b>	<b>1599</b>	<b>1345</b>	<b>-840</b>	<b>-3105</b>	<b>2012</b>	<b>-588</b>	<b>-2416</b>	<b>372</b>	<b>-5516</b>	<b>44</b>	<b>-7515</b>	<b>1362</b>	<b>1702</b>	<b>1762</b>
<i>Generation</i>	722	269	195	245	401	1110	282	259	176	453	1171	1284	1039	1016
<i>City Solutions</i>	47	86	-4	-20	73	135	48	-7	-25	69	85	77	71	65
<i>Consumer Solutions</i>	90	36	19	13	-16	52	35	21	27	55	138	148	151	154
<i>Russia</i>	251	100	37	45	79	261	61	29	36	67	193	173	161	148
<i>Uniper</i>	363	711	-177	9	577	1120	-833	-500	-5700	-570	-7603	-200	400	500
<i>Other</i>	-129	-31	-35	-32	-44	-142	-31	-30	-30	-30	-121	-120	-120	-120
<i>Items affecting comparability</i>	255	174	-875	-3365	942	-3124	-1978	600	0	0	-1378	0	0	0
Osuus osakkuusyhtiöiden tuloksesta	656	79	62	11	40	192	-190	15	0	25	-150	30	30	30
Nettorahoituskulut	-56	36	35	-40	76	107	-955	-40	-50	-50	-1095	-200	-200	-150
<b>Tulos ennen veroja</b>	<b>2199</b>	<b>1460</b>	<b>-743</b>	<b>-3134</b>	<b>2128</b>	<b>-289</b>	<b>-3561</b>	<b>347</b>	<b>-5566</b>	<b>19</b>	<b>-8760</b>	<b>1192</b>	<b>1532</b>	<b>1642</b>
Verot	-344	-150	84	1366	-1125	176	729	-78	1308	1	1960	-267	-345	-371
Vähemmistöosuudet	-32	-218	185	1047	-162	852	610	73	878	179	1740	50	-100	-101
<b>Nettotulos</b>	<b>1823</b>	<b>1092</b>	<b>-474</b>	<b>-721</b>	<b>842</b>	<b>739</b>	<b>-2222</b>	<b>342</b>	<b>-3380</b>	<b>200</b>	<b>-5060</b>	<b>974</b>	<b>1086</b>	<b>1171</b>
<b>EPS (oikaistu)</b>	<b>1,67</b>	<b>0,94</b>	<b>0,09</b>	<b>0,19</b>	<b>0,78</b>	<b>2,00</b>	<b>-0,27</b>	<b>-0,29</b>	<b>-3,80</b>	<b>0,22</b>	<b>-4,15</b>	<b>1,10</b>	<b>1,22</b>	<b>1,32</b>
<b>EPS (raportoitu)</b>	<b>2,05</b>	<b>1,23</b>	<b>-0,53</b>	<b>-0,81</b>	<b>0,95</b>	<b>0,83</b>	<b>-2,50</b>	<b>0,38</b>	<b>-3,80</b>	<b>0,22</b>	<b>-5,70</b>	<b>1,10</b>	<b>1,22</b>	<b>1,32</b>

Lähde: Inderes

# Tase

Vastaavaa	2020	2021	2022e	2023e	2024e
<b>Pysyvät vastaavat</b>	<b>35604</b>	<b>49399</b>	<b>64390</b>	<b>44540</b>	<b>39683</b>
Liikearvo	1069	1021	1021	1021	1021
Aineettomat hyödykkeet	1739	1146	1146	1146	1146
Käyttöomaisuus	19367	19049	19240	19390	19533
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	2912	2461	2261	2261	2261
Muut sijoitukset	7959	6477	6477	6477	6477
Muut pitkäaikaiset varat	2402	17096	32096	12096	7096
Laskennalliset verosaamiset	156	2149	2149	2149	2149
<b>Vaihtuvat vastaavat</b>	<b>22206</b>	<b>100262</b>	<b>103728</b>	<b>71534</b>	<b>51868</b>
Vaihto-omaisuus	1396	2275	2847	2589	2337
Muut lyhytaikaiset varat	8998	65500	65500	35500	20500
Myyntisaamiset	9504	24895	31160	28329	24414
Likvidit varat	2308	7592	4221	5116	4618
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>57810</b>	<b>149661</b>	<b>168118</b>	<b>116074</b>	<b>91551</b>

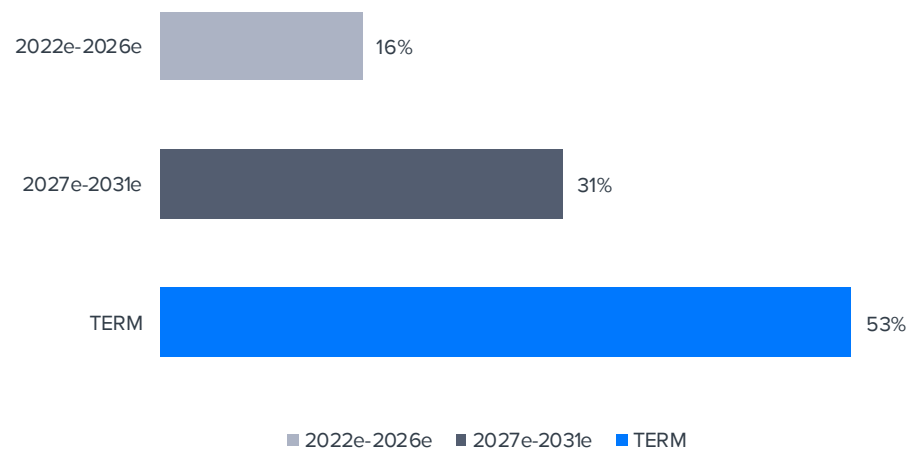
Lähde: Inderes

Vastattavaa	2020	2021	2022e	2023e	2024e
<b>Oma pääoma</b>	<b>15577</b>	<b>13665</b>	<b>7558</b>	<b>8533</b>	<b>9264</b>
Osakepääoma	3046	3046	3046	3046	3046
Kertyneet voittovarot	10149	10062	3989	4964	5695
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	-242,0	-977,0	-977,0	-977,0	-977,0
Vähemmistöosuus	2624	1534	1500	1500	1500
<b>Pitkäaikaiset velat</b>	<b>22356</b>	<b>38070</b>	<b>60011</b>	<b>40050</b>	<b>33469</b>
Laskennalliset verovelat	952	827	827	827	827
Varaukset	8098	10298	10298	10298	10298
Lainat rahoituslaitoksilta	8785	8701	12642	12681	11100
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	4521	18244	36244	16244	11244
<b>Lyhytaikaiset velat</b>	<b>19877</b>	<b>97926</b>	<b>100549</b>	<b>67491</b>	<b>48818</b>
Lainat rahoituslaitoksilta	1877	8519	6094	4442	2825
Lyhytaikaiset korottomat velat	9525	17462	22510	21104	19048
Muut lyhytaikaiset velat	8475	71945	71945	41945	26945
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>57810</b>	<b>149661</b>	<b>168118</b>	<b>116074</b>	<b>91551</b>

# DCF-laskelma

DCF-laskelma	2021	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	TERM
<b>Liikevoitto</b>	<b>-588</b>	<b>-7515</b>	<b>1362</b>	<b>1702</b>	<b>1762</b>	<b>1791</b>	<b>1826</b>	<b>1863</b>	<b>1900</b>	<b>1938</b>	<b>1958</b>	
+ Kokonaispoistot	1281	1309	1350	1357	1367	1475	1471	1470	1471	1474	1474	
- Maksetut verot	-1943	1960	-267	-345	-371	-358	-384	-400	-411	-421	-433	
- verot rahoituskuluista	30	-249	-46	-46	-35	-54	-46	-38	-36	-34	-35	
+ verot rahoitustuotoista	9	0	0	0	0	0	0	0	0	0	7	
- Käyttöpääoman muutos	-1365	-1790	1684	2111	716	349	3013	-72	426	-75	-39	
<b>Operatiivinen kassavirta</b>	<b>-2575</b>	<b>-6285</b>	<b>4082</b>	<b>4778</b>	<b>3440</b>	<b>3203</b>	<b>5881</b>	<b>2822</b>	<b>3350</b>	<b>2881</b>	<b>2932</b>	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	15923	18000	-20000	-5000	0	0	0	0	0	0	0	
- Bruttoninvestoinnit	-13534	-16500	18500	3500	-1500	-1425	-1454	-1483	-1316	-1489	-1684	
<b>Vapaa operatiivinen kassavirta</b>	<b>-186</b>	<b>-4785</b>	<b>2582</b>	<b>3278</b>	<b>1940</b>	<b>1778</b>	<b>4428</b>	<b>1340</b>	<b>2034</b>	<b>1392</b>	<b>1248</b>	
+/- Muut	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
Vapaa kassavirta	-186	-4785	2582	3278	1940	1778	4428	1340	2034	1392	1248	21460
<b>Diskontattu vapaa kassavirta</b>		<b>-4647</b>	<b>2346</b>	<b>2786</b>	<b>1542</b>	<b>1323</b>	<b>3081</b>	<b>872</b>	<b>1239</b>	<b>793</b>	<b>665</b>	<b>11436</b>
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		21437	26084	23738	20951	19409	18086	15006	14133	12895	12102	11436
<b>Velaton arvo DCF</b>		<b>21437</b>										
- Korolliset velat		-17220										
+ Rahavarat		7592										
+ Sijoitukset osakkuusyhtiöihin		2261										
- Vähemmistöosuus		-1500										
- Osinko/pääomapalautus		-1013										
<b>Oman pääoman arvo DCF</b>		<b>11557</b>										
<b>Oman pääoman arvo DCF per osake</b>		<b>13,0</b>										

## Rahavirranjakauma jaksoittain



■ 2022e-2026e ■ 2027e-2031e ■ TERM

## Pääoman kustannus (wacc)

Vero-% (WACC)	25,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	35,0 %
Vieraan pääoman kustannus	2,5 %
Yrityksen Beta	1,60
Markkinoiden riski-premio	4,75 %
Likviditeettipremio	0,00 %
Riskitön korko	2,0 %
<b>Oman pääoman kustannus</b>	<b>9,6 %</b>
<b>Pääoman keskim. kustannus (WACC)</b>	<b>6,9 %</b>

# Yhteenveto

Tuloslaskelma	2019	2020	2021	2022e	2023e	Osakekohtaiset luvut	2019	2020	2021	2022e	2023e
Liikevaihto	5447	49015	112400	<b>140684</b>	<b>127905</b>	EPS (raportoitu)	1,67	2,05	0,83	<b>-5,70</b>	<b>1,10</b>
Käyttökate	1693	2689	693	<b>-6206</b>	<b>2712</b>	EPS (oikaistu)	1,75	1,67	2,00	<b>-4,15</b>	<b>1,10</b>
Liikevoitto	1118	1599	-588	<b>-7515</b>	<b>1362</b>	Operat. kassavirta / osake	1,51	1,75	-2,90	<b>-7,08</b>	<b>4,60</b>
Voitto ennen veroja	1728	2199	-289	<b>-8760</b>	<b>1192</b>	Vapaa kassavirta / osake	0,47	-8,69	-0,21	<b>-5,39</b>	<b>2,91</b>
Nettovoitto	1482	1823	739	<b>-5060</b>	<b>974</b>	Omapääoma / osake	14,62	14,58	13,66	<b>6,82</b>	<b>7,92</b>
Kertaluontoiset erät	-72	255	-3124	<b>-1378</b>	<b>0</b>	Osinko / osake	1,10	1,12	1,14	<b>0,00</b>	<b>0,40</b>
<b>Tase</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022e</b>	<b>2023e</b>	<b>Kasvu ja kannattavuus</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022e</b>	<b>2023e</b>
Taseen loppusumma	23364	57810	149661	<b>168118</b>	<b>116074</b>	Liikevaihdon kasvu-%	4 %	800 %	129 %	<b>25 %</b>	<b>-9 %</b>
Oma pääoma	13235	15577	13665	<b>7558</b>	<b>8533</b>	Käyttökateen kasvu-%	1 %	59 %	-74 %	<b>-996 %</b>	<b>-144 %</b>
Liikearvo	612	1069	1021	<b>1021</b>	<b>1021</b>	Liikevoiton oik. kasvu-%	21 %	13 %	89 %	<b>-342 %</b>	<b>-122 %</b>
Nettovelat	5255	8354	9628	<b>14515</b>	<b>12007</b>	EPS oik. kasvu-%	120 %	-4 %	19 %	<b>-307 %</b>	<b>-126 %</b>
<b>Kassavirta</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022e</b>	<b>2023e</b>	Käyttökate-%	31,1 %	5,5 %	0,6 %	<b>-4,4 %</b>	<b>2,1 %</b>
Käyttökate	1693	2689	693	<b>-6206</b>	<b>2712</b>	Oik. Liikevoitto-%	21,8 %	2,7 %	2,3 %	<b>-4,4 %</b>	<b>1,1 %</b>
Nettokäyttöpääoman muutos	-240	-785	-1365	<b>-1790</b>	<b>1684</b>	Liikevoitto-%	20,5 %	3,3 %	-0,5 %	<b>-5,3 %</b>	<b>1,1 %</b>
Operatiivinen kassavirta	1340	1556	-2575	<b>-6285</b>	<b>4082</b>	ROE-%	11,9 %	14,1 %	5,9 %	<b>-55,6 %</b>	<b>14,9 %</b>
Investoinnit	-617	-20567	-13534	<b>-16500</b>	<b>18500</b>	ROI-%	9,9 %	10,3 %	-1,3 %	<b>-26,8 %</b>	<b>5,4 %</b>
Vapaa kassavirta	420	-7721	-186	<b>-4785</b>	<b>2582</b>	Omavaraisuusaste	56,6 %	26,9 %	9,1 %	<b>4,5 %</b>	<b>7,4 %</b>
						Nettovelkaantumisaste	39,7 %	53,6 %	70,5 %	<b>192,0 %</b>	<b>140,7 %</b>
<b>Arvostuskertoimet</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022e</b>	<b>2023e</b>						
EV/Liikevaihto	3,4	0,5	0,3	<b>0,2</b>	<b>0,2</b>						
EV/EBITDA (oik.)	11,0	9,5	47,2	neg.	<b>7,9</b>						
EV/EBIT (oik.)	15,7	19,0	12,9	neg.	<b>15,7</b>						
P/E (oik.)	12,6	11,8	13,5	neg.	<b>10,4</b>						
P/B	1,5	1,4	2,0	<b>1,7</b>	<b>1,4</b>						
Osinkotuotto-%	5,0 %	5,7 %	4,2 %	<b>0,0 %</b>	<b>3,5 %</b>						

Lähde: Inderes

# Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

Raporteilla esitettävä informaatio on hankittu useista eri julkisista lähteistä, joita Inderes pitää luotettavina. Inderesin pyrkimyksenä on käyttää luotettavaa ja kattavaa tietoa, mutta Inderes ei takaa esitettyjen tietojen virheettömyyttä. Mahdolliset kannanotot, arviot ja ennusteet ovat esittäjiensä näkemyksiä. Inderes ei vastaa esitettyjen tietojen sisällöstä tai paikkansapitävyydestä. Inderes tai sen työntekijät eivät myöskään vastaa raporttien perusteella tehtyjen sijoituspäätösten taloudellisesta tuloksesta tai muista vahingoista (välttämät ja välilliset vahingot), joita tietojen käytöstä voi aiheutua. Raportilla esitettyjen tietojen perustana oleva informaatio voi muuttua nopeastikin. Inderes ei sitoudu ilmoittamaan esitettyjen tietojen/kannanottojen mahdollisista muutoksista.

Tuotetut raportit on tarkoitettu informatiiviseen käyttöön, joten raportteja ei tule käsittää tarjoukseksi tai kehotukseksi ostaa, myydä tai merkitä sijoitustuotteita. Asiakkaan tulee myös ymmärtää, että historiallinen kehitys ei ole tae tulevasta. Tehdessään päätöksiä sijoitustoimenpiteistä, asiakkaan tulee perustaa päätöksensä omaan tutkimukseensa, sekä arvioonsa sijoituskohteen arvoon vaikuttavista seikoista ja ottaa huomioon omat tavoitteensa, taloudellinen tilanteensa sekä tarvittaessa käytettävä neuvonantaja. Asiakas vastaa sijoituspäätöksensä tekemisestä ja niiden taloudellisesta tuloksesta.

Inderesin tuottamia raportteja ei saa muokata, kopioida tai saattaa toisten saataville kokonaisuudessaan tai osissa ilman Inderesin kirjallista suostumusta. Mitään tämän raportin osaa tai raporttia kokonaisuudessaan ei saa missään muodossa luovuttaa, siirtää tai jakaa Yhdysvaltoihin, Kanadaan tai Japaniin tai mainittujen valtioiden kansalaisille. Myös muiden valtioiden lainsäädännössä voi olla tämän raportin tietojen jakeluun liittyviä rajoituksia ja henkilöiden, joita mainitut rajoitukset voivat koskea, tulee ottaa huomioon mainitut rajoitukset.

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen 12 kuukauden kokonaistuotto-odotukseen (sis. kurssinousu ja osingot) ja huomioi Inderesin näkemyksen tuotto-odotukseen liittyvästä riskistä. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituksiin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään 2-4 kertaa vuodessa yhtiöiden osavuosikatsausten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvion mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmääritysmenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF), arvostuskertoimet, vertailuryhmäänalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmääritysmenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

Inderesin suosituspolitiikka perustuu seuraavaan jakaumaan suhteessa osakkeen 12 kuukauden riskikorjattuun kokonaistuotto-odotukseen.

Osta	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on erittäin houkutteleva
Lisää	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on houkutteleva
Vähennä	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on heikko
Myy	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on erittäin heikko

Osakkeen 12 kuukauden riskikorjatun kokonaistuotto-odotuksen yllä esitettyjen määritelmien mukainen arviointi on yhtiökohtaista ja subjektiivista. Siten eri osakkeilla samansuuruiset 12 kk kokonaistuotto-odotukset voivat johtaa eri suosituksiin eikä eri osakkeiden suosituksia ja 12 kk kokonaistuotto-odotuksia tule verrata keskenään. Tuotto-odotuksen vastapuolena toimii sijoittajan Inderesin näkemyksen mukaan ottama riski, joka vaihtelee voimakkaasti eri yhtiöiden ja tilanteiden välillä. Korkea tuotto-odotus ei siis välttämättä johda positiiviseen suositukseen riskien ollessa poikkeuksellisen suuria, eikä matala tuotto-odotus johda vastaavasti negatiiviseen suositukseen riskien ollessa Inderesin näkemyksen mukaan maltillisia.

Inderesin tutkimusta laatineilla analyytikoilla tai Inderesin työntekijöillä ei voi olla 1) merkittävän taloudellisen edun ylittäviä omistuksia tai 2) yli 1 %:n omistusosuuksia missään tutkimuksen kohteena olevissa yhtiöissä. Inderes Oyj voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoitavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oyj:n omistukset esitetään yksilöityinä mallisalkussa. Inderes Oyj:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin laatineen analyytikon palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oyj:llä ei ole investointipankkiliikeytoimintaa.

Inderes tai sen yhteistyökumppanit, joiden asiakkuuksilla voi olla taloudellinen vaikutus Inderesiin, voivat liikeytoiminnassaan pyrkiä toimeksiantosuhteisiin eri liikkeeseenlaskijoiden kanssa Inderesin tai sen yhteistyökumppanien tarjoamien palveluiden osalta. Inderes voi siten olla suorassa tai epäsuorassa sopimussuhteessa tutkimuksen kohteena olevaan liikkeeseenlaskijaan. Inderes voi yhdessä yhteistyökumppaneineen tarjota liikkeeseen laskijoille sijoittajaviestinnän palveluita, joiden tavoitteena on parantaa yhtiön ja pääomamarkkinoiden välistä kommunikaatiota. Näitä palveluita ovat sijoittajatalaisuuksien ja -tapahtumien järjestäminen, sijoittajaviestinnän liittyvä neuvonanto, sijoitustutkimusraporttien laatiminen.

Kaikki Inderes Oyj:n osakeomistukset sen seurannassa olevissa kohdeyhtiöissä esitetään yksilöityinä oikeaa rahaa sijoitavassa Inderes Oyj:n [mallisalkussa](#).

Lisätietoa Inderesin tutkimuksesta: <http://www.inderes.fi/research-disclaimer/>

## Suosituksihistoria (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
4.2.2019	Lisää	21,00 €	19,95 €
29.4.2019	Lisää	20,00 €	18,67 €
22.7.2019	Lisää	21,00 €	20,86 €
18.9.2019	Vähennä	21,00 €	21,40 €
9.10.2019	Vähennä	21,00 €	21,00 €
25.10.2019	Vähennä	21,00 €	21,60 €
7.2.2020	Lisää	23,00 €	21,99 €
17.3.2020	Osta	15,00 €	13,31 €
27.4.2020	Osta	17,00 €	14,86 €
18.5.2020	Osta	17,50 €	14,92 €
21.7.2020	Osta	20,00 €	17,84 €
20.8.2020	Osta	20,00 €	17,02 €
18.11.2020	Osta	20,00 €	17,63 €
4.12.2020	Osta	20,00 €	18,30 €
15.2.2021	Lisää	22,50 €	21,97 €
14.5.2021	Lisää	24,00 €	22,74 €
18.8.2021	Lisää	26,50 €	24,49 €
15.11.2021	Vähennä	25,00 €	25,30 €
28.2.2022	Vähennä	19,00 €	19,47 €
7.3.2022	Lisää	16,00 €	15,26 €
27.4.2022	Vähennä	16,00 €	15,63 €
13.5.2022	Vähennä	16,00 €	15,31 €
21.6.2022	Lisää	18,00 €	16,31 €
25.7.2022	Lisää	13,00 €	11,36 €

Inderesin tehtävä on yhdistää pörssiyhtiöt ja sijoittajat. Tuotamme laadukasta analyysiä ja sisältöjä laajan sijoittajayhteisömmen tarpeisiin.

Me Inderesillä uskomme, että avoin tieto on jokaisen sijoittajan perusoikeus. Takaamme sijoittajille pääsyn palkitun analyysin, näkemyksellisten videosisältöjen ja aktiivisen sijoittajayhteisön pariin.

Pörssiyhtiöille varmistamme, että yhtiöstä on jatkuvasti sijoittajien ja omistajien saatavilla laadukasta tietoa päätöksentekoon, ja että sijoittajilta kerätty tieto on yhtiöiden hyödynnettävissä.

Jo yli 100 suomalaista pörssiyhtiötä haluaa palvella omistajiaan ja sijoittajia kauttamme hyödyntämällä tarjoamiamme yhtiöseurantapalveluita, datapohjaisia sijoittajaviestinnän palveluita, sisältötuotantoa ja konsultointia.

### Inderes Oyj

Itämerentori 2  
00180 Helsinki  
+358 10 219 4690

Palkittua analyysia osoitteessa [inderes.fi](https://www.inderes.fi)



STARMINE  
ANALYST AWARDS  
FROM REFINITIV



THOMSON REUTERS  
ANALYST AWARDS



Juha Kinnunen  
2012, 2016, 2017, 2018, 2019, 2020



Mikael Rautanen  
2014, 2016, 2017, 2019



Sauli Vilén  
2012, 2016, 2018, 2019, 2020



Antti Viljakainen  
2014, 2015, 2016, 2018, 2019, 2020



Olli Koponen  
2020



Joni Grönqvist  
2019, 2020



Erkki Vesola  
2018, 2020



Petri Gostowski  
2020



Atte Riikola  
2020

**Analyysi kuuluu  
kaikille.**