

Fortum

Yhtiöraportti

7.12.2022 07:45



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

inde
res.

Sähkö kallistuu ja verot nousee

Nostamme Fortumin tavoitehinnan 18,0 euroon (aik. 16,5 €) ja toistamme lisää-suosituksemme. Vaikka Suomen veroehdotuksesta saatiin huonoja uutisia ensi vuoden tulosta ajatellen, sähkön hinnan voimakas nousu kompensoi tilannetta ja parantaa tulevien vuosien näkymiä. Venäjän ulkopuolella Fortumin profiili on suotuisa Uniper-järjestelyn loppuunsaattamisen jälkeen, mihin nähden arvostus (2023e P/E 9x) on edelleen alhainen.

Sähkön hinta jälleen voimakkaassa nousussa

Fortumin ja koko energiasektorin ympärillä tapahtuu tällä hetkellä paljon. Lähivuosien tulosestimateiden kannalta merkittävin tapahtuma on sähkön hinnan kääntyminen jälleen voimakkaaseen nousuun, mikä näkyy myös futuureissa. Fortumin Q3-tulosjulkistuksen aikoihin (10.11.) esimerkiksi Pohjoismaiden vuoden 2023 sähköfutuuriit pyörivät 120 €/MWh tuntumassa, mutta nyt taso ylittää jo selvästi 200 €/MWh. Hinnat ovat nousseet sekä spot-markkinoilla että pidemmälle tulevaisuuteen. Olemme nostaneet selvästi Generation-segmentin ennusteita heijastelemaan paremmin vallitsevia tasoja ja odotamme nyt segmentin tekevän vajaan 2,7 miljardin euron liikevoiton (aik. 2,3 mrd. €). Mielestämme Varan konsensuksen odottama keskimääräinen tukkumyyntihinta (2023e: 66 €/MWh) on tuoreiden liikkeiden perusteella maltillinen, ja oma ennustemme on noin 80 €/MWh. Fortum oli Q3:n lopussa suojannut tuotannostaan noin 65 % hintaan 49 €/MWh vuodelle 2023, mikä rajoittaa nousua. Merkittävää epävarmuutta ennusteisiin aiheuttavat voimakkaasti heiluvat sähkömarkkinat sekä Olkiluoto 3:n kohtalo, jolla voi olla Fortumin tuloksen lisäksi merkittävä vaikutus koko Suomen sähkömarkkinaan.

Todennäköinen ”windfall-vero”, osakekannan luudentuminen ja Uniper-ratkaisu

Suomen hallituksen perjantaina julkaisema ehdotus ”windfall-verosta” oli ennakoitua kireämpi ja voisi alustavan arviomme mukaan johtaa 400-500 MEUR:n lisäveroon Fortumin osalta vuonna 2023. Tämä riippuu tietyistä toteutuvista tuloksesta Suomen osalta erityisesti Generation-segmentissä. Olemme lisänneet ennusteisiimme 400 MEUR lisäveroja, minkä takia 2023 EPS-ennuste laski muuten positiivisista muutoksista huolimatta. Kirjoitimme veroehdotuksesta aiemmin [täällä](#). Vaikutuksen pitäisi rajoittua vuoteen 2023 ja olemme olettaneet näin olevan, vaikka Suomessa väliaikaiset verot ovat joskus jääneet pysyviksi. Olemme lisäksi huomioineet nyt Fortumin osakekannan 1 %:n kasvun Solidiumille tehdyn ilmaisen osakeannin jäljiltä ([kommentti](#)). Toisaalta Uniper-kaupan loppuunsaattamisesta on saatu positiivisia indikaatioita, kun Uniper kutsui ylimääräisen yhtiökokouksen koolle 19.12. ja yhtiö odottaa saaneensa muut järjestelyyn tarvittavat luvat (mm. EU) ennen tätä. Uniper-kaupan loppuunsaattaminen ja 4,5 miljardin euron kotiutuminen poistavat arviomme mukaan Fortumin likviditeettihuolet.

Arvostus houkuttelee edelleen tilanteen hiljalleen selkeytyessä

Fortumin 2023e P/E on noin 9x ensi vuoden tuloksella, jota tukee erittäin korkea sähkönhinta mutta painaa poikkeuksellinen verotaakka. Arviomme mukaan normalisoitu osakekohtainen tulos on tasolla 1,3-1,6 euroa (aik. 1,2-1,5 €), jolloin P/E olisi noin 10-12x, mikä sekin on mielestämme hyvin maltillinen pidemmällä aikavälillä. Myös osinkotuotto nousee lähivuosina jälleen korkeaksi vahvojen rahavirtojen ansiosta. Vaikka Venäjä painanee Fortumia vielä pitkään, mielestämme osakkeen riski/tuotto-suhde on Uniper-järjestelyn toteutuessa hyvä. Vaikka Uniper-seikkailu oli katastrofi, suotuisassa markkinaympäristössä kuprut saadaan arviomme mukaan korjattua nopeasti, jos energiapolitiikalla (uudet lisäverot ja muut vastaavat) tilannetta ei merkittävästi enempää vaikeuteta.

Suositus

Lisää

(aik. Lisää)

18,00 EUR

(aik. 16,50 EUR)

Osakekurssi:

15,87



Avainluvut

	2021	2022e	2023e	2024e
Liikevaihto	6422	8725	9785	9551
kasvu-%	-87 %	36 %	12 %	-2 %
EBIT oik.	1429	1718	2936	2300
EBIT-% oik.	22,3 %	19,7 %	30,0 %	24,1 %
Nettotulos	3985	2043	1660	1576
EPS (oik.)	-2,43	-2,44	1,85	1,76

P/E (oik.)	neg.	neg.	8,6	9,0
P/B	2,0	2,1	1,8	1,7
Osinkotuotto-%	4,2 %	2,4 %	7,2 %	7,2 %
EV/EBIT (oik.)	22,9	10,1	5,1	6,2
EV/EBITDA	6,7	5,6	4,3	5,0
EV/Liikevaihto	5,1	2,0	1,5	1,5

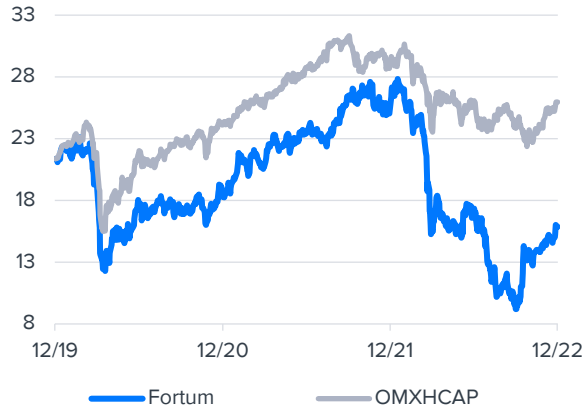
Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

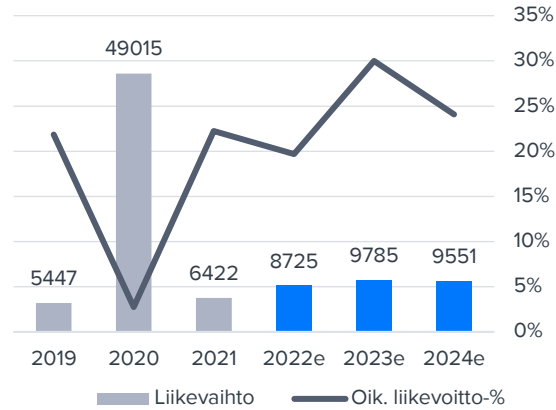
Generation-segmentin suojaukset pohjoismaiselle tuotannolle: loppuvuodelle 2022 noin 80 % hintaan 49 €/MWh, vuodelle 2023 noin 65 % hintaan 49 €/MWh ja vuodelle 2024 noin 40 % hintaan 38 €/MWh.

Osakekurssi



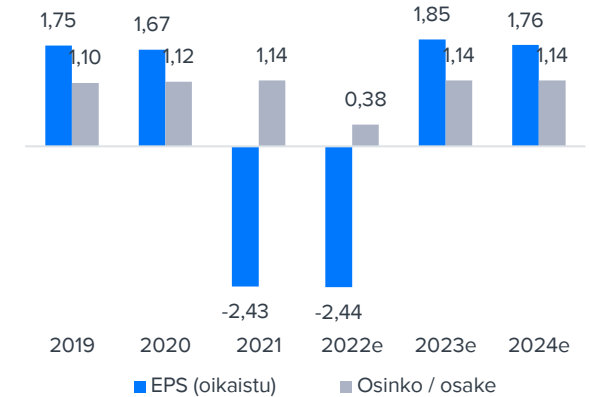
Lähde: Millstream Market Data AB

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



Arvoajurit

- Onnistunut irtautuminen Uniperista sekä Venäjältä
- Sijoitusprofiilin parantuminen ja riskiprofiilin laskeminen tilanteen selkeytyessä
- Erittäin korkea sähkön hinta mahdollistaa kestäessään hurjat tulostasot
- Operatiivisen tehokkuuden parantaminen
- Strategian mukaisissa investoinneissa ja divestoinneissa onnistuminen



Riskitekijät

- Uniperin kansallistamisen saattaminen loppuun
- Venäjän liiketoimintaa liittyvät alaskirjausriskit, jotka voivat johtaa myös taseongelmiin
- Mahdolliset windfall-verot sekä energiapolitiikan kehitys
- Sähkön hinnan lasku heijastuisi lopulta tulokseen suojauksista huolimatta
- Sääntelyn epäsuotuisa kehitys Pohjoismaissa, Euroopassa tai Venäjällä
- Valtio-omistajaan liittyvät riskit

Arvostustaso	2022e	2023e	2024e
Osakekurssi	15,9	15,9	15,9
Osakemäärä, milj. kpl	897,3	897,3	897,3
Markkina-arvo	14235	14235	14235
Yritysarvo (EV)	17287	15102	14177
P/E (oik.)	neg.	8,6	9,0
P/E	neg.	8,6	9,0
P/Kassavirta	2,5	5,2	6,6
P/B	2,1	1,8	1,7
P/S	1,6	1,5	1,5
EV/Liikevaihto	2,0	1,5	1,5
EV/EBITDA (oik.)	5,6	4,3	5,0
EV/EBIT (oik.)	10,1	5,1	6,2
Osinko/tulos (%)	neg.	61,6 %	64,9 %
Osinkotuotto-%	2,4 %	7,2 %	7,2 %

Lähde: Inderes

Sähkön hinnan nousu tukee tulostulonäkymää

Ennustemuutokset 2022e-2024e

- Sähkön hinta on noussut voimakkaasti edellisen päivityksemme jälkeen, minkä takia olemme nostaneet erityisesti Generation -segmentin ennusteita
 - Pohjoismaiset sähköfutuurit ovat nyt: 2023 216 €/MWh, 2024 96 €/MWh ja 2025 78,5 €/MWh
 - Hinnat heiluvat voimakkaasti ja Fortumille merkittävämät aluehinnat poikkeavat näistä merkittävästi
 - Ennusteissamme emme ole käyttäneet suoraan futuurihintoja, vaan pyrkineet pehmentämään vaikutuksia rauhallisemmilla muutoksilla (vähentää ennusteiden heiluntaa volatiilissa markkinassa)
 - Generation-segmentin suojaukset pohjoismaiselle tuotannolle olivat Q3:n lopussa: loppuvuodelle 2022 noin 80 % hintaan 49 €/MWh, vuodelle 2023 noin 65 % hintaan 49 €/MWh ja vuodelle 2024 noin 40 % hintaan 38 €/MWh.
- Muissa segmenteissä teimme pääosin pieniä tarkistuksia alaspäin, mutta näiden merkitys kokonaisuuden kannalta oli vähäinen
- Olemme lisänneet vuoden 2023 ennusteisiimme 400 MEUR:n ylimääräisen veron Suomen hallituksen veroehdotuksen perusteella
 - Uusi laki on lausuntokierroksella ja voi muuttua vielä merkittävästi
 - Lopullinen vero on riippuvainen erityisesti Generation-segmentin tuloksesta
- Olemme huomioineet ennusteissamme osakekannan liudentumisen 1%:lla

Ennustemuutokset	2022e	2022e	Muutos	2023e	2023e	Muutos	2024e	2024e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	8820	8725	-1 %	9543	9785	3 %	9305	9551	3 %
Käyttökate	3093	3081	0 %	3259	3512	8 %	2585	2855	10 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	1730	1718	-1 %	2683	2936	9 %	2038	2300	13 %
Liikevoitto	2534	2522	0 %	2683	2936	9 %	2038	2300	13 %
Tulos ennen veroja	2593	2581	0 %	2423	2651	9 %	1783	2035	14 %
EPS (ilman kertaeriä)	-2,45	-2,44	1 %	2,12	1,85	-13 %	1,55	1,76	13 %
Osakekohtainen osinko	0,38	0,38	0 %	1,14	1,14	0 %	1,14	1,14	0 %

Lähde: Inderes

Arvostus houkuttelee edelleen

Arvokas ydin Pohjoismaissa

Fortumin ydinliiketoiminnan arvo on ollut selkeä koko kriisin ajan. Yhtiön pohjoismaisen vesi- ja ydinvoiman omaisuuseriin nähden tämän hetken reilun 14 miljardin euron markkina-arvoa on edelleen erittäin alhainen. Uniper-kaupan toteutumisen jälkeen likviditeettitilanne on arviomme mukaan hyvä myös poikkeusolosuhteet huomioiden, ja tase on valtaosin kunnossa - joskin Venäjän mahdolliset uudet alaskirjaukset voivat sitä edelleen heikentää. Pelkästään Fortumin Generation -segmentti tekee lähivuosina yli 2 miljardin euron liikutuloja korkeiden sähkönhintojen ansiosta, mitä kautta tase vahvistuu lyhyessä ajassa merkittävästi.

Toisaalta sektoria hinnoitellaan erittäin maltillisesti, mikä on ymmärrettävää Euroopan painiessa energiakriisin keskiössä. Lisäksi Fortumin rasitteena on edelleen Russia-segmentti, joka on mukana ennusteissamme. Segmentin tuloksen odotamme olevan laskevalla käyrällä, ja vuonna 2023 sen osuus liikevoitosta on alle 8 %. Merkittävää arvoa liiketoiminnalle tuskin antaa kukaan, ja tuloksen voi eliminoida halutessaan arvostuskertoimista.

Fortumin riskiprofiili on myös yleisesti koholla niin kauan, kunnes sillä on normaali pääsy velkamarkkinoille. Tämä on arviomme mukaan mahdollista vuonna 2023, kun Uniper-kauppa on maalissa ja taloudellinen tilanne jälleen vakaa. Venäjä-liiketoiminnoista irtautumisen jälkeen tie on varmasti auki, mutta tähän voi kestää vielä pitkään.

Lähivuosien tuloksilla osake on halpa

Fortumilla on edellytykset tehdä lähivuosina erinomaisia tuloksia korkean sähkön hinnan ansiosta, vaikka vuoden 2023 tulosta rasittaneet merkittävät lisäverot. Fortumin 2023e P/E on noin 9x eikä ennustemuutoksien jälkeen merkittävästi poikkea

vuoden 2024 tasosta. Normalisoitu osakekohtainen tulos on arviomme mukaan haarukassa 1,3-1,6 € (aik. 1,2-1,5 €), joten tällä laskettuna P/E olisi kokoluokassa 10-12x, mikä on mielestämme pidemmällä aikavälillä erittäin maltillinen taso. Vaikka riskejä ja epävarmuustekijöitä on edelleen, mielestämme Fortumin riski/tuotto-suhde on edelleen hyvä. Jos Fortum onnistuisi palaamaan sekä velkamarkkinoille että osingonmaksajaksi, yhtiön riskiprofiili laski edelleen. Tämän jälkeen yhtiön uusi profiili tukisi mielestämme merkittävästi korkeampaakin arvostusta, mutta tämä vaatii irtautumista Venäjältä.

Epävarmuus pysyy korkealla

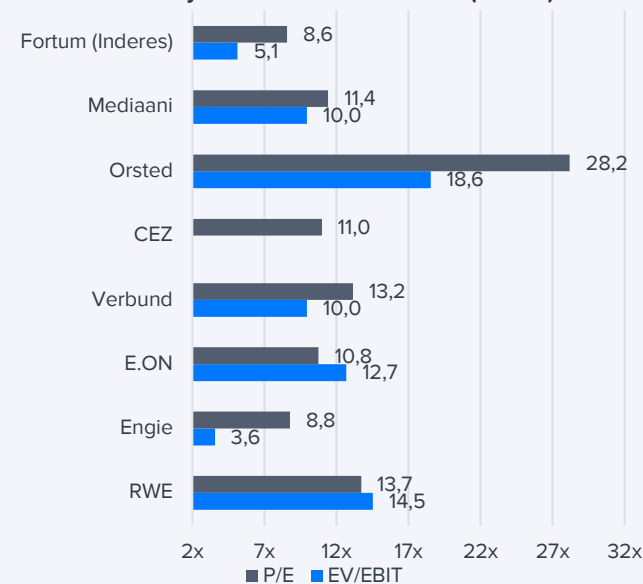
Vaikka Uniperin sotku vaikuttaisi olevan ratkeamassa ja luotamme järjestelyn toteutuvan loppuvuoden aikana, mikään ei ole varmaa ennen kuin rahat ovat tilillä. Suurempi ongelma on kuitenkin Venäjältä irtautuminen, joka tuntuu tässä markkinaympäristössä erittäin vaikealta edes kohtuulliseen hintaan. Lisäksi merkittäviä riskejä liittyy koko sektorin sääntelyyn ja energiapolitiikkaan koko Euroopassa. Suomessakin sähköyhtiöiden ”ylisuorien voittojen” verottaminen on ollut poliittisesti houkuttelevaa, mutta nykyinen ehdotus on nyt mielestämme huomioitu.

Huolena on tietysti, että väliaikainen vero muuttuukin pysyväksi rasittaen jatkossakin sektoria, tai että Ruotsissa tehdään myös merkittävästi Fortumin verorasitusta kasvattava ratkaisu. Toistaiseksi Ruotsissa keskustelu on pyörinyt käsityksemme mukaan fossiilisen tuotannon verottamisessa, joka ei käsityksemme mukaan vaikuttaisi oleellisesti Fortumiin. Tilanne on kuitenkin epävarma. Lisäksi Fortumin tuloskehityksen kannalta ilmeinen riski on vallitsevan erittäin korkean sähkön hinnan kestävyys pidemmällä aikavälillä, mitä mahdollisesti vaikeuttaa futuurimarkkinoiden haasteet.

Arvostustaso	2022e	2023e	2024e
Osakekurssi	15,9	15,9	15,9
Osakemäärä, milj. kpl	897,3	897,3	897,3
Markkina-arvo	14235	14235	14235
Yritysarvo (EV)	17287	15102	14177
P/E (oik.)	neg.	8,6	9,0
P/E	neg.	8,6	9,0
P/Kassavirta	2,5	5,2	6,6
P/B	2,1	1,8	1,7
P/S	1,6	1,5	1,5
EV/Liikevaihto	2,0	1,5	1,5
EV/EBITDA (oik.)	5,6	4,3	5,0
EV/EBIT (oik.)	10,1	5,1	6,2
Osinko/tulos (%)	neg.	61,6 %	64,9 %
Osinkotuotto-%	2,4 %	7,2 %	7,2 %

Lähde: Inderes

Verrokkiryhmän arvostuskertoimet (2023e)

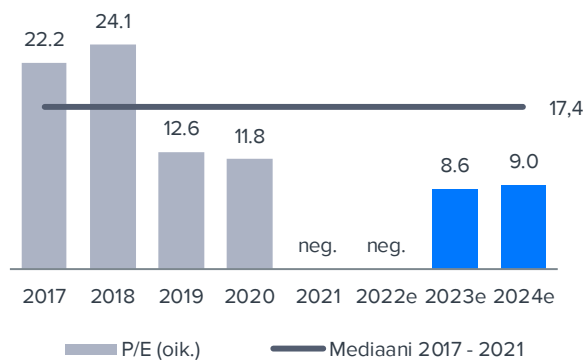


Arvostustaulukko

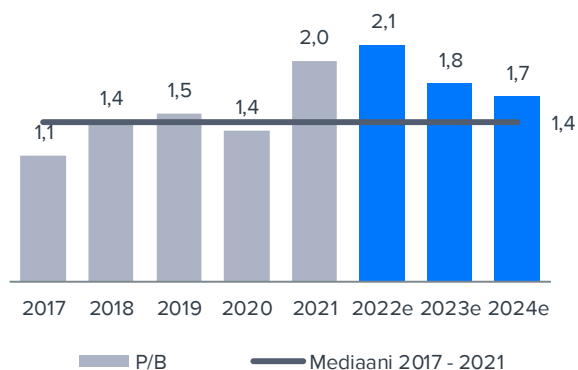
Arvostustaso	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
Osakekurssi	16,5	19,1	22,0	19,7	27,0	15,9	15,9	15,9	15,9
Osakemäärä, milj. kpl	888,4	888,4	888,3	888,4	888,3	897,3	897,3	897,3	897,3
Markkina-arvo	14658	16968	19542	17501	23975	14235	14235	14235	14235
Yritysarvo (EV)	13955	16805	18665	25567	32676	17287	15102	14177	13346
P/E (oik.)	22,2	24,1	12,6	11,8	neg.	neg.	8,6	9,0	9,6
P/E	16,9	20,1	13,2	9,6	32,4	neg.	8,6	9,0	9,6
P/Kassavirta	neg.	10,0	46,5	neg.	25,8	2,5	5,2	6,6	7,1
P/B	1,1	1,4	1,5	1,4	2,0	2,1	1,8	1,7	1,6
P/S	3,2	3,2	3,6	0,4	3,7	1,6	1,5	1,5	1,5
EV/Liikevaihto	3,1	3,2	3,4	0,5	5,1	2,0	1,5	1,5	1,4
EV/EBITDA (oik.)	8,6	10,0	11,0	9,5	6,7	5,6	4,3	5,0	5,0
EV/EBIT (oik.)	16,9	17,0	15,7	19,0	22,9	10,1	5,1	6,2	6,4
Osinko/tulos (%)	112,8 %	115,9 %	66,0 %	54,6 %	137,0 %	neg.	61,6 %	64,9 %	69,1 %
Osinkotuotto-%	6,7 %	5,8 %	5,0 %	5,7 %	4,2 %	2,4 %	7,2 %	7,2 %	7,2 %

Lähde: Inderes

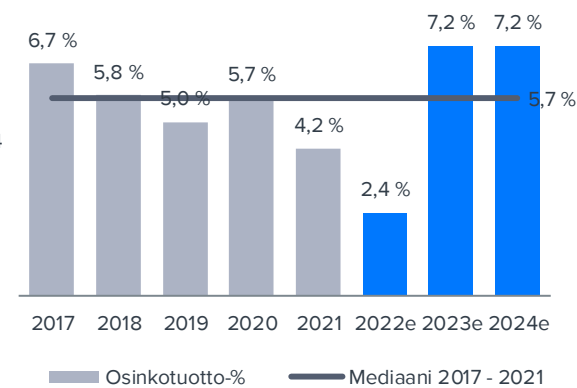
P/E (oik.)



P/B



Osinkotuotto-%



Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
	MEUR	MEUR	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e
RWE	28077	48966	12,3	14,5	8,8	9,2	10,5	13,7	2,2	2,2	1,6
Engie	35161	26651	3,1	3,6	2,0	2,2	7,4	8,8	8,4	7,7	1,0
E.ON	24390	57333	12,3	12,7	7,4	7,7	10,1	10,8	5,5	5,7	1,8
Verbund	29548	34712	14,0	10,0	11,4	8,3	18,1	13,2	4,4	4,4	4,3
EDF	46639	43183	5,5	7,1	3,6	2,4		11,9	2,5	4,5	0,9
CEZ	17093						6,5	11,0	9,4	9,8	2,1
Enel	53660	98924	8,5	7,8	5,1	4,9	10,0	9,1	7,5	8,0	1,4
Uniper	1335	10771									0,5
Orsted	37188	39099	13,1	18,6	9,7	11,2	17,1	28,2	2,0	2,2	3,6
Fortum (Inderes)	14235	17287	10,1	5,1	5,6	4,3	neg.	8,6	2,4	7,2	2,1
Keskiarvo			9,8	10,6	6,9	6,9	11,4	13,3	5,2	5,6	1,9
Mediaani			12,3	10,0	7,4	8,0	10,1	11,4	4,9	5,1	1,6
Erotus-% vrt. mediaani			-18 %	-48 %	-25 %	-46 %		-25 %	-52 %	41 %	32 %

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	Q2'22	Q3'22	Q4'22e	2022e	2023e	2024e	2025e
Liikevaihto	49015	1721	1234	1296	2171	6422	2162	1754	2152	2657	8725	9785	9551	9461
<i>Generation</i>	2006	669	570	677	953	2869	701	715	894	1027	3337	4856	4340	4032
<i>City Solutions</i>	1075	418	256	202	426	1302	390	229	254	416	1289	1366	1395	1425
<i>Consumer Solutions</i>	1267	661	424	485	1052	2622	1168	856	1094	1256	4374	4004	4090	4178
<i>Russia</i>	929	264	182	193	267	906	223	218	261	322	1024	949	949	949
<i>Uniper</i>	44514	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
<i>Other</i>	140	34	36	33	35	138	35	34	34	36	139	137	141	144
<i>Eliminations</i>	-916	-325	-234	-294	-562	-1415	-355	-298	-385	-400	-1438	-1527	-1364	-1267
Käyttökate	2689	675	394	3142	702	4913	386	901	1058	736	3081	3512	2855	2654
<i>Poistot ja arvonalennukset</i>	-1090	-145	-146	-142	-154	-587	-140	-134	-141	-144	-559	-576	-555	-565
Liikevoitto ilman kertaeriä	1344	459	207	243	520	1429	388	318	420	592	1718	2936	2300	2089
Liikevoitto	1599	530	248	3000	548	4326	246	767	917	592	2522	2936	2300	2089
<i>Generation</i>	722	268	190	237	428	1123	275	300	375	456	1406	2666	2051	1847
<i>City Solutions</i>	47	86	-4	-20	73	135	48	-36	-16	57	53	65	60	63
<i>Consumer Solutions</i>	90	36	19	13	-16	52	35	21	17	19	92	108	106	108
<i>Russia</i>	251	100	37	45	79	261	61	57	67	90	275	216	203	191
<i>Uniper</i>	363	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<i>Other</i>	-129	-31	-35	-32	-44	-142	-31	-24	-23	-30	-108	-120	-120	-120
<i>Items affecting comparability</i>	255	71	41	2757	28	2897	-142	449	497	0	804	0	0	0
<i>Osuus osakkuusyhtiöiden tuloksesta</i>	656	80	60	7	21	168	-215	-79	-39	25	-308	20	20	20
<i>Nettorahoituskulut</i>	-56	-42	-47	-46	-26	-161	59	499	-141	-50	367	-305	-285	-197
Tulos ennen veroja	2199	568	261	2961	543	4333	90	1187	737	567	2581	2651	2035	1912
<i>Verot</i>	-344	-91	-46	-73	-115	-325	-104	-150	-137	-127	-518	-966	-433	-407
<i>Vähemmistöosuudet</i>	-32	-15	-1	4	-11	-23	-7	2	1	-15	-19	-25	-26	-26
Nettotulos	1823	1092	-474	-721	842	739	-2222	-5686	6099	424	-1385	1660	1576	1479
EPS (oikaistu)	1,67	1,15	-0,58	-3,92	0,92	-2,43	-2,32	-6,84	6,24	0,47	-2,44	1,85	1,76	1,65
EPS (raportoitu)	2,05	1,23	-0,53	-0,81	0,95	0,83	-2,48	-6,34	6,80	0,47	-1,54	1,85	1,76	1,65

Lähde: Inderes

Tase

Vastaavaa	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Pysyvät vastaavat	35604	49399	14922	15046	15191
Liikearvo	1069	1021	248	248	248
Aineettomat hyödykkeet	1739	1146	646	646	646
Käyttöomaisuus	19367	19049	8290	8414	8559
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	2912	2461	1586	1586	1586
Muut sijoitukset	7959	6477	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset varat	2402	17096	3308	3308	3308
Laskennalliset verosaamiset	156	2149	844	844	844
Vaihtuvat vastaavat	22206	100262	15390	14509	12835
Vaihto-omaisuus	1396	2275	305	342	334
Muut lyhytaikaiset varat	8998	65500	6360	5360	4860
Myyntisaamiset	9504	24895	1745	1957	1910
Likvidit varat	2308	7592	6980	6850	5731
Taseen loppusumma	57810	149661	30312	29555	28026

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Oma pääoma	15577	13665	6788	8107	8660
Osakepääoma	3046	3046	3046	3046	3046
Kertyneet voittovarot	10149	10062	7665	8984	9537
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	-4000,0	-4000,0	-4000,0
Vähemmistöosuus	2624	1534	77,0	77,0	77,0
Pitkäaikaiset velat	22356	38070	10561	10050	8739
Laskennalliset verovelat	952	827	514	514	514
Varaukset	8098	10298	1070	1070	1070
Lainat rahoituslaitoksilta	8785	8701	7727	7216	5905
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	4521	18244	1250	1250	1250
Lyhytaikaiset velat	19877	97926	12963	11398	10627
Lainat rahoituslaitoksilta	1877	8519	3727	1950	1226
Lyhytaikaiset korottomat velat	9525	17462	1745	1957	1910
Muut lyhytaikaiset velat	8475	71945	7491	7491	7491
Taseen loppusumma	57810	149661	30312	29555	28026

Yhteenveto

Tuloslaskelma	2019	2020	2021	2022e	2023e	Osakekohtaiset luvut	2019	2020	2021	2022e	2023e
Liikevaihto	5447	49015	6422	8725	9785	EPS (raportoitu)	1,67	2,05	0,83	-1,54	1,85
Käyttökate	1693	2689	4913	3081	3512	EPS (oikaistu)	1,75	1,67	-2,43	-2,44	1,85
Liikevoitto	1118	1599	4326	2522	2936	Operat. kassavirta / osake	1,51	1,75	1,23	4,13	3,84
Voitto ennen veroja	1728	2199	4333	2581	2651	Vapaa kassavirta / osake	0,47	-8,69	1,05	6,46	3,06
Nettovoitto	1482	1823	739	-1385	1660	Omapääoma / osake	14,62	14,58	13,66	7,48	8,95
Kertaluontoiset erät	-72	255	2897	804	0	Osinko / osake	1,10	1,12	1,14	0,38	1,14
Tase	2019	2020	2021	2022e	2023e	Kasvu ja kannattavuus	2019	2020	2021	2022e	2023e
Taseen loppusumma	23364	57810	149661	30312	29555	Liikevaihdon kasvu-%	4 %	800 %	-87 %	36 %	12 %
Oma pääoma	13235	15577	13665	6788	8107	Käyttökateen kasvu-%	1 %	59 %	83 %	-37 %	14 %
Liikearvo	612	1069	1021	248	248	Liikevoiton oik. kasvu-%	21 %	13 %	6 %	20 %	71 %
Nettovelat	5255	8354	9628	4475	2317	EPS oik. kasvu-%	120 %	-4 %	-245 %	0 %	-176 %
Kassavirta	2019	2020	2021	2022e	2023e	Käyttökate-%	31,1 %	5,5 %	76,5 %	35,3 %	35,9 %
Käyttökate	1693	2689	4913	3081	3512	Oik. Liikevoitto-%	21,8 %	2,7 %	22,3 %	19,7 %	30,0 %
Nettokäyttöpääoman muutos	-240	-785	-1365	4089	963	Liikevoitto-%	20,5 %	3,3 %	67,4 %	28,9 %	30,0 %
Operatiivinen kassavirta	1340	1556	1092	3709	3442	ROE-%	11,9 %	14,1 %	5,9 %	-14,7 %	22,5 %
Investoinnit	-617	-20567	-12840	31738	-700	ROI-%	9,9 %	10,3 %	15,8 %	9,0 %	16,6 %
Vapaa kassavirta	420	-7721	929	5797	2742	Omavaraisuusaste	56,6 %	26,9 %	9,1 %	22,4 %	27,4 %
						Nettovelkaantumisaste	39,7 %	53,6 %	70,5 %	65,9 %	28,6 %
Arvostuskertoimet	2019	2020	2021	2022e	2023e						
EV/Liikevaihto	3,4	0,5	5,1	2,0	1,5						
EV/EBITDA (oik.)	11,0	9,5	6,7	5,6	4,3						
EV/EBIT (oik.)	15,7	19,0	22,9	10,1	5,1						
P/E (oik.)	12,6	11,8	neg.	neg.	8,6						
P/B	1,5	1,4	2,0	2,1	1,8						
Osinkotuotto-%	5,0 %	5,7 %	4,2 %	2,4 %	7,2 %						

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 käytettävää neuvonantajia. 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, vertailuryhmäanalyysi 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 investointipankkiliketoimintaa.

Inderes tai sen yhteistyökumppanit, joiden asiakkuuksilla voi olla taloudellinen vaikutus Inderesiin, voivat liiketoiminnassaan 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/>

Suositushistoria (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
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 €
18.8.2022	Vähennä	11,00 €	11,41 €
23.8.2022	Vähennä	11,00 €	10,47 €
26.8.2022	Vähennä	11,00 €	10,32 €
22.9.2022	Lisää	14,50 €	13,25 €
13.10.2022	Lisää	14,50 €	12,73 €
11.11.2022	Lisää	16,50 €	14,38 €
7.12.2022	Lisää	18,00 €	15,87 €

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.**