

Fortum

Yhtiöraportti

28.2.2023 07:40



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

inde
res.

Sähkötmarkkina normalisoitui nopeasti

Laskemme Fortumin tavoitehinnan 16,0 euroon (aik. 18,0 €), mutta toistamme lisää-suosituksen. Olemme tehneet suuria ennustemuutoksia ennen yhtiön Q4-raporttia, ja lähivuosien ennusteemme laskivat merkittävästi. Taustalla on 1) sähkön hinnan voimakas lasku (myös futuurit) ja 2) Fortumin Venäjällä tekemä lähes miljardin alaskirjaus, joka painaa Q4'22:n raportoituja lukuja. Sähkötmarkkinan normalisoituminen ei ollut yllätys pidemmällä aikavälillä, mutta viime kuukausina olemme nähneet hurjia pudotuksia nopeasti. Q4-raportin yhteydessä Fortum julkistaa myös päivitetyn strategian, jonka odotamme keskittyvän yhtiön perinteisille ydinalueille Pohjoismaissa.

Sähkön hinta on laskenut erittäin voimakkaasti

Sähkötmarkkinan voimakas heilunta on jatkunut voimakkaana, mutta viime kuukausien aikana suunta on ollut rajusti alas. Nasdaqin Pohjoismaisissa sähköfutuureissa vuoden 2023 hinta oli vielä joulukuun alussa (edellinen päivitys 7.12.2022) yli 200 €/MWh, mutta nyt taso on alle 90 €/MWh laskettuna alkuvuoden toteutuneista tasoista ja kvartaalifutuureista. Käytännössä hinnat romahtivat joulukuun lopussa, mikä on aiheuttanut painetta myös Fortumin osakkeeseen. Omissa ennusteissamme vuoden 2023 keskimääräinen sähkön markkinahinta on laskenut ennusteissamme reilun 130 €/MWh tasolta reilun 80 €/MWh tasolle, mitä kautta kuluvan vuoden tulosten ennusteistamme suli noin 30 %. Hallituksen suunnitteleman windfall-veron rasitus on toisaalta jäämässä pienemmäksi. Lähivuosille teimme myös merkittäviä tarkennuksia alaspäin, mutta siellä futuurien hintatasot tai ennusteemme eivät koskaan olleetkaan niin korkeita. Hintojen heiluminen jatkuu, mitä kautta Fortumin tulostenäkymät heiluvat voimakkaasti suhteellisen korkeista suojausasteista huolimatta. Liikkeiden voimakkuutta kasvattaa Olkiluoto 3, jos laitos saadaan sähköntuotantoon (korkean tuotantohinnan mukana tulee suuri tulosvipu).

Q4'22-tulosta painaa lähes miljardin euron alaskirjaus Venäjällä

Fortum [tiedotti](#) helmikuun alussa uudesta Q4'22-tulokseen kirjattavasta noin 990 MEUR:n alaskirjauksesta Venäjä-liiketoimintoihinsa liittyen. Alaskirjauksilla ei ole vaikutusta Fortumin kassavirtaan, vertailukelpoiseen liikevoittoon tai vertailukelpoiseen kauden voittoon, mutta raportoituja tuloslukuja se painaa voimakkaasti. Lisäksi alaskirjaus heikentää yhtiön omaa pääomaa ja taserakennetta. Kirjoitimme asiasta aiemmin [täällä](#), ja olemme nyt huomioineet asian ennusteissamme. Alaskirjauksella ei ole merkittävää vaikutusta näkemykseen, koska olemme omissa arvioissa kirjanneet Fortumin Venäjä-liiketoimintojen arvon nolnaan jo pitkä aika sitten. Taseen ja erityisesti likviditeetin kannalta merkittävästi tärkeämpää on se, että Uniper-rahat kotiutuivat [joulukuussa](#). Muuten Q4'22-tulokseen ei pitäisi liittyä suurempaa draamatiikkaa ja huomio keskittyyne samalla julkistettavaan uuteen strategiaan. Odotamme Fortumin palaavan juurilleen ja keskittyvän mm. ydin-, vesi- ja tuulivoimaan Pohjoismaissa. Lisäksi sijoittajia kiinnostaa poikkeustilanteessa varmasti osinkoehdotus, jonka arviomme olevan maltillinen.

Arvostus elää sähkötmarkkinan mukana

Poikkeuksellisten vaiheiden jälkeen Fortumin vuoden 2023 ennusteemme odottavat nyt reilun 1,3 euron osakekohtaista tulosta, mitä voidaan mielestämme pitää suhteellisen kestäväenä myös tulevaisuudessa. Tämä riippuu sähkötmarkkinan kehityksestä, mutta nyt riskejä on myös ylöspäin hintojen laskettua voimakkaasti. 2023e P/E olisi 11x, mikä on mielestämme kohtuullinen. Tase elpyy lähivuosina vahvojen kassavirtojen ansiosta hiljalleen ja yhtiön pitäisi palata jälleen luottokelpoiseksi energiayhtiöksi, vaikka Venäjä painanee Fortumia vielä pitkään.

Suositus

Lisää

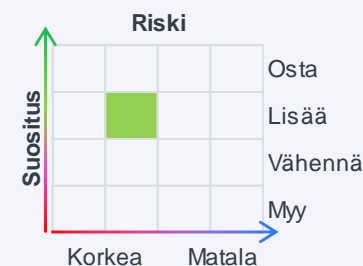
(aik. Lisää)

16,00 EUR

(aik. 18,00 EUR)

Osakekurssi:

14,51



Avainluvut

	2021	2022e	2023e	2024e
Liikevaihto	6422	8659	8559	8659
kasvu-%	-87 %	35 %	-1 %	1 %
EBIT oik.	1429	1679	2077	1956
EBIT-% oik.	22,3 %	19,4 %	24,3 %	22,6 %
Nettotulos	3985	1053	1186	1290
EPS (oik.)	-2,43	-2,93	1,32	1,44

P/E (oik.)	neg.	neg.	11,0	10,1
P/B	2,0	2,3	2,0	1,8
Osinkotuotto-%	4,2 %	2,6 %	3,9 %	7,6 %
EV/EBIT (oik.)	22,9	10,2	7,4	7,2
EV/EBITDA	6,7	6,9	5,8	5,6
EV/Liikevaihto	5,1	2,0	1,8	1,6

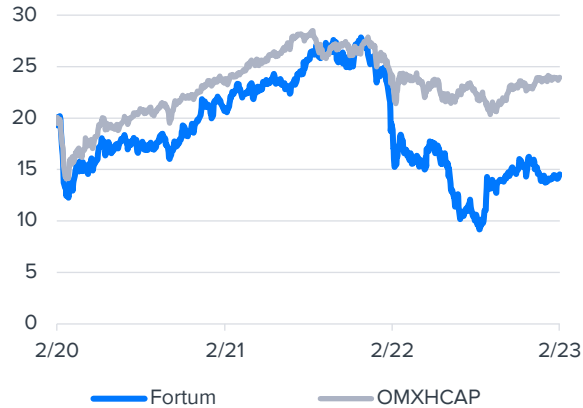
Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

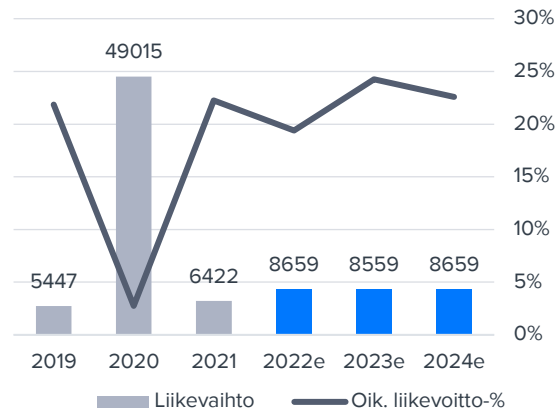
Generation-segmentin suojaukset pohjoismaiselle tuotannolle: loppuvuodelle 2022 noin 80 % hintaan 49 €/MWh, vuodelle 2023 noin 65 % hintaan 49 €/MWh ja vuodelle 2024 noin 40 % hintaan 38 €/MWh.

Osakekurssi



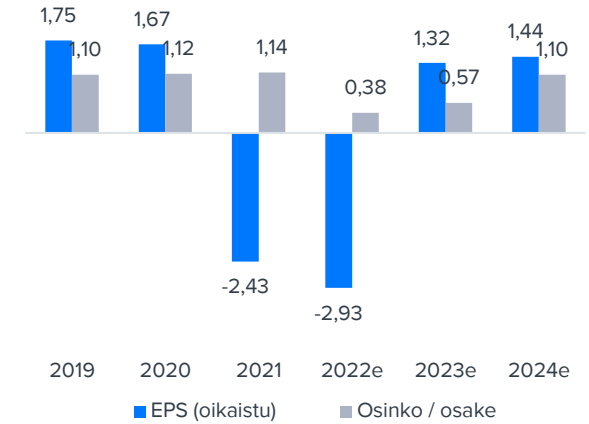
Lähde: Millstream Market Data AB

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

- 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	14,5	14,5	14,5
Osakemäärä, milj. kpl	897,3	897,3	897,3
Markkina-arvo	13019	13019	13019
Yritysarvo (EV)	17071	15324	14144
P/E (oik.)	neg.	11,0	10,1
P/E	neg.	11,0	10,1
P/Kassavirta	2,5	5,7	6,8
P/B	2,3	2,0	1,8
P/S	1,5	1,5	1,5
EV/Liikevaihto	2,0	1,8	1,6
EV/EBITDA (oik.)	6,9	5,8	5,6
EV/EBIT (oik.)	10,2	7,4	7,2
Osinko/tulos (%)	neg.	43,1%	76,5%
Osinkotuotto-%	2,6%	3,9%	7,6%

Lähde: Inderes

Odotettavissa operatiivisesti vahva tulos Q4:llä

Fortum julkaisee tilinpäätöstiedotteensa torstaina noin kello 9.00. Takana on jälleen tapahtumarikas neljännes, mutta tärkein yksittäinen tekijä oli Uniperista saatavien varojen kotiutuminen joulukuussa. Operatiivisesti Fortumin Generation-segmentti on tehnyt Q4:lla vahvan tuloksen korkean sähkön hinnan tukemana ja oletettavasti myös suojaushinnat ovat nousussa. Yhtiö julkaisee samalla myös päivitetyn strategiansa ja mahdollisesti saamme lisäksi kommentteja odotetusta windfall-verosta.

Operatiivinen tulos tulee olemaan vahva

Sähkön hinta oli Pohjoismaissa Q4:lla korkea, mikä tukee Fortumin Generation -segmenttiä. Suomen keskimääräinen aluehinta oli Nordpoolissa Q4:lla noin 185 EUR/MWh, mikä on erittäin korkea taso jaksolle (Q4'21: 115 €/MWh). Suomen hintataso olivat kuitenkin selvästi korkeampi kuin Ruotsin relevantit alueet (SE2 ja SE3), minkä takia arvioimme Fortumin markkinoiden hinnan olleen noin 154 €/MWh. Kun huomioimme Fortumin korkeat suojaustasot (Q3:lla 80 % loppuvuodelle) ja alhaiset suojaushinnat (Q3:lla 49 €/MWh loppuvuodelle), arvioimme Generationin

saavuttaman keskimääräisen myyntihinnan olleen Q4:lla noin 72 €/MWh. Vesivarannot olivat selvästi normaalia alempana, minkä takia arvioimme vesivoimatuotannon jääneen merkittävästi vertailutasoa alhaisemmiksi. Hintojen voimakas vaihtelu toisaalta mahdollistaa korkeiden hintojen saavuttamisen vesivoimalla, jos tilanne on ollut edes kohtuullinen. Odotamme Generation-segmentin tehneen noin 447 MEUR:n vertailukelpoisen liikevoiton (Q4'21: 401 MEUR).

Muiden segmenttien tuloskontribuutio jäänee isossa kuvassa pieneksi. City Solutions -segmentti on pienentynyt viime vuosina divestointien mukana ja kärsinee merkittävästä kustannusinflaatiosta. Russia -segmentin tulos lienee pienessä paineessa CSA-maksujen laskiessa, mutta tulos on joka tapauksessa kyseenalainen rahavirran ollessa jumissa. Consumer Solution -segmentin odotamme tehneen kohtuullisen hyvän tuloksen, mutta se on silti pieni kokonaisuutta ajatellen. Odotamme Fortumin vertailukelpoisen liikevoiton olevan noin 553 MEUR. Operatiivisiin ennusteisiin teimme vain minimaalisia muutoksia.

Venäjän alaskirjaus painaa raportoituja lukuja

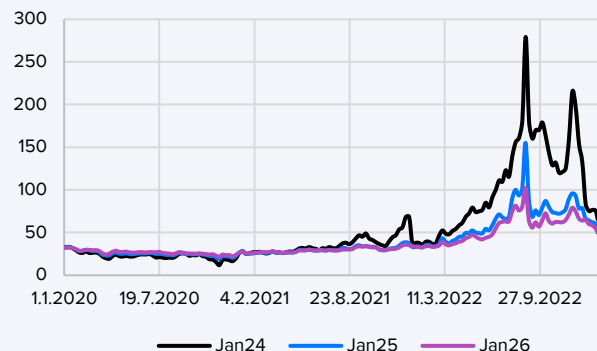
Venäjän liiketoimintoja kirjattiin alas yhteensä 990 MEUR:lla, mikä aiheuttaa vastaavan lommon Fortumin raportoituun tulokseen. Alaskirjaukset sisältävät noin 550 MEUR:n arvonlennukset Fortumin Russia-segmentin käyttömaisuudesta, jotka kirjataan yhtiön mukaan "vertailukelpoisuuteen vaikuttavina erinä". Tämä osuus näkyy siis käsityksemme mukaan jo raportoidussa liikevoitossa, joka painuu ennusteissamme lähes nollassa.

Tämän lisäksi Fortum alaskirjaa osaomistuksiaan TGC-1:ssä ja yhteisyrityksissä. Nämä noin 250 MEUR:n arvonlennukset kirjataan osuuteen osakkuus- ja yhteisyritysten tuloksesta. Loput alaskirjauksista (noin 190 MEUR) liittyvät tuulivoimaan ja kirjataan muihin rahoituseriin. Olemme pyrkineet huomioimaan nämä ennusteissamme relevanteilla riveillä. Huomautamme, että alemmilla riveillä oikaisujen on vaikea tehdä, minkä takia kaikista eristä oikaistua osakekohtaista tulosta on hankala laskea.

Ennustetaulukko	Q4'21	Q4'22	Q4'22e	Q4'22e	Konsensus	2022e	
MEUR / EUR	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Inderes
Liikevaihto	2171		2591	2752	2449	4113	8659
Vertailukelp. käyttökate	673		697	775	317	949	2238
Vertailukelp. liikevoitto	520		553	612	107	782	1679
Liikevoitto (raportoitu)	548		3	-	-	-	1933
EPS (raportoitu)	0,95		-0,63	-	-	-	-2,65
Liikevaihdon kasvu-%	-		19,3 %	27 %	13 %	89 %	34,8 %
Vert. liikevoitto-%	24,0 %		21,3 %		-		19,4 %

Lähde: Inderes & Vara Research (27.2.2023) (mediaanilukuja)

Sähköfutuurihintakehitys (€/MWh)



Suojaukset kiinnostavat, ennusteita laskimme sähkön mukana

Näkymissä tarkkaillaan suojaushintojen kehitystä

Fortumin näkymät keskittyvät Generationin suojaustasojen ja -hintojen kehitykseen segmentin tehdessä valtaosa konsernin tuloksesta. Q3:n lopussa Generation -segmentin suojaukset pohjoismaiselle tuotannolle olivat loppuvuodelle 2022 noin 80 % hintaan 49 €/MWh, vuodelle 2023 noin 65 % hintaan 49 €/MWh ja vuodelle 2024 noin 40 % hintaan 38 €/MWh. Sähköfutuuriin hinnat heiluilivat loppuvuonna voimakkaasti näitä tasoja korkeammalla, vaikka ne kääntyivät voimakkaaseen laskuun joulukuussa. Näin ollen suojaushinnoissa pitäisi näkyä nousua, jos suojauksia on pystytty tekemään normaalisti. Fortum on todennäköisesti jatkanut suojausten tekemistä ”mekaanisesti”, mitä kautta muutokset ovat todennäköisesti maltillisia.

Yleisesti Fortumin näkymät ovat mielestämme erittäin hyvät Pohjoismaissa, jos sähkön hinta pysyy edes näillä tasoilla. Näkymin vaikuttaa myös Fortumin mahdolliset kommentit Suomen hallituksen ”windfall”-verosta, joka rasittaa vuoden 2023 tulosta. Tulosenusteiden voimakkaan laskun jälkeen vaikutus on pienentymässä, ja viimeisimmän arviomme mukaan vaikutus olisi vain noin 200

MEUR. Tämä elää kuitenkin ennusteiden mukana, ja lopullista versiota laista odotetaan edelleen. Ruotsissa ollaan ilmeisesti päätyvässä sähkön hintakattoon, jolla ei pitäisi olla käytännössä merkittävää vaikutusta Fortumiin. Tähänkin haemme kuitenkin tarkennuksia tilinpäätöksen yhteydessä.

Rahavirran pitäisi olla vuolas

Energiakriisin keskellä Fortumin likviditeetti ehti jo käydä kriittisillä tasoilla viime kesänä, mutta vuoden vaihteessa likviditeetin pitäisi olla kunnossa. Tässä suurin tekijä on Fortumin Uniperin myynnistä joulukuussa saama 4,5 miljardia euroa osakkeista ja osakaslainasta. Lisäksi operatiivisen rahavirran pitäisi olla hyvällä tasolla ja hiljalleen myös suojauksista pitäisi vapautua pääomia erityisesti sähkön hinnan laskiessa. Tämä tukee vuoden 2023 rahavirtoja, mutta kvartaalitasolla rahavirrat voivat heilua paljon. Rahavirta on kuitenkin tällä hetkellä erittäin tärkeää, koska Fortumin tase heikentyy jälleen Venäjän alaskirjauksien takia.

Osinkoa odotetaan, mutta epävarma se on

Tilinpäätöksen yhteydessä seurataan aina osinkoa, ja poikkeustilanteessa tähän kohdistuu vielä enemmän

huomiota. Ennustamme Fortumin ehdottavan pientä osinkoa (0,38 €/osake), mihin emoyhtiöllä on käsityksemme mukaan riittävät pääomat. Venäjä-alaskirjaus tosin heikentää tasetta edelleen. Konsensusennuste Fortumin osinkoehdotukselle oli 0,90 €/osake (mediaani), mutta hajonta odotuksissa on erittäin suurta (0,00-1,14 €).

Ennusteissa suuria muutoksia sähkön hinnan ja Venäjän takia

Lähi vuosien ennusteemme laskivat merkittävästi, missä taustalla on 1) sähkön hinnan voimakas lasku ja 2) Fortumin Venäjällä tekemä lähes miljardin alaskirjaus, joka painaa Q4'22 raportoituja lukuja. Nämä tekijät selittävät suuret muutokset, mutta pienempää värinää aiheuttaa mm. Olkiluoto 3:n jatkuva siirtyminen. Sähkömarkkinoiden poikkeuksellisen korkean volatiliiteetin jatkuessa suuret muutokset voivat mahdollisia myös jatkossa, ja tilinpäätöksen yhteydessä saamme myös uuden strategian. Nykyiset ennusteemme päivittyvätkin jälleen pian tilinpäätöksen jälkeen.

Ennustemuutokset	2022e	2022e	Muutos	2023e	2023e	Muutos	2024e	2024e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	8725	8659	-1 %	9785	8559	-13 %	9551	8659	-9 %
Käyttökate	3081	2492	-19 %	3512	2653	-24 %	2855	2545	-11 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	1718	1679	-2 %	2936	2077	-29 %	2300	1956	-15 %
Liikevoitto	2522	1933	-23 %	2936	2077	-29 %	2300	1956	-15 %
Tulos ennen veroja	2581	1537	-40 %	2651	1792	-32 %	2035	1670	-18 %
EPS (ilman kertaeriä)	-2,44	-2,93	-20 %	1,85	1,32	-29 %	1,76	1,44	-18 %
Osakekohtainen osinko	0,38	0,38	0 %	1,14	0,57	-50 %	1,14	1,10	-4 %

Arvostus elää sähkömarkkinan mukana

Arvokas ydin Pohjoismaissa

Fortumin ydinliiketoiminnan arvo on ollut selkeä koko kriisin ajan. Yhtiön pohjoismaisen vesi- ja ydinvoiman omaisuuseriin nähden tämän hetken noin 13 miljardin euron markkina-arvoa on edelleen erittäin alhainen. Fortumin tase otti jälleen osua Venäjän alakirjauksista, mutta likviditeettiongelmiin pitäisi olla historiaa Uniper-rahojen kotiutuessa. Aiemmin sähkön hinta tuki erinomaista tulosta lähivuosille, mutta nopeasti laskeneet hinnat heikentävät Generation-segmentin näkymää ja taseen paikkaamiseen vaadittavia rahavirtoja.

Koko sektoria hinnoitellaan maltillisesti, mikä on ymmärrettävää Euroopan painittua juuri energiakriisin keskiössä ja poliitikkojen suunnitellessa sektorille lisäveroja ja hintakattoja. Lisäksi Fortumin rasitteena on edelleen Russia-segmentti, joka on mukana ennusteissamme. Segmentin tuloksen odotamme olevan laskevalla käyrällä, ja vuonna 2023 sen osuus liikevoitosta on noin 9 %. Merkittävää arvoa liiketoiminnalle tuskin antaa kukaan, ja tuloksen voi eliminoida halutessaan arvostuskertoimista.

Fortumin riskiprofiili on yleisesti koholla niin kauan, kunnes sillä on normaali pääsy velkamarkkinoille. Tämä on arviomme mukaan mahdollista vuonna 2023, kun taloudellinen tilanne on jälleen vakaa. Venäjän liiketoiminnoista irtautumisen jälkeen tie on varmasti auki, mutta tähän voi kestää vielä pitkään. Uusin alakirjaus ei tukenut näkemystä, jonka mukaan Venäjältä oltaisiin pian poistumassa.

Nykyisillä ennusteilla osake on kohtuullisesti hinnoiteltu

Poikkeuksellisten vaiheiden jälkeen Fortumin vuoden 2023 ennusteemme odottavat nyt reilun 1,3 euron

osakekohtaista tulosta, mitä voidaan mielestämme pitää suhteellisen ”normaalina tasona” myös tulevaisuudessa. Tämä riippuu sähkömarkkinan kehityksestä, mutta nyt riskejä on myös ylöspäin hintojen laskettua voimakkaasti. Sähkömarkkinan kupla on poksahnut, ja sitä kautta emme enää käytä arviota ”normalisoidusta” tuloksesta arvonmäärityksen pohjana. 2023e P/E olisi noin 11x, mikä on mielestämme kohtuullinen.

Velkaa on nykytilanteessa epämukavan paljon, mutta EV-kertoimilla Fortum on silti hyvinkin houkuttelevasti hinnoiteltu. Vuoden 2023 EV/EBITDA on vain noin 6x ja EV/EBIT 7x, joskin myös yritysarvon laskentaan liittyy tällä hetkellä epävarmuutta. Tase elpyy kuitenkin lähivuosina vahvojen kassavirtojen ansiosta hiljalleen ja yhtiön pitäisi palata jälleen luottokelpoiseksi energiayhtiöksi, vaikka Venäjä painanee Fortumia vielä pitkään.

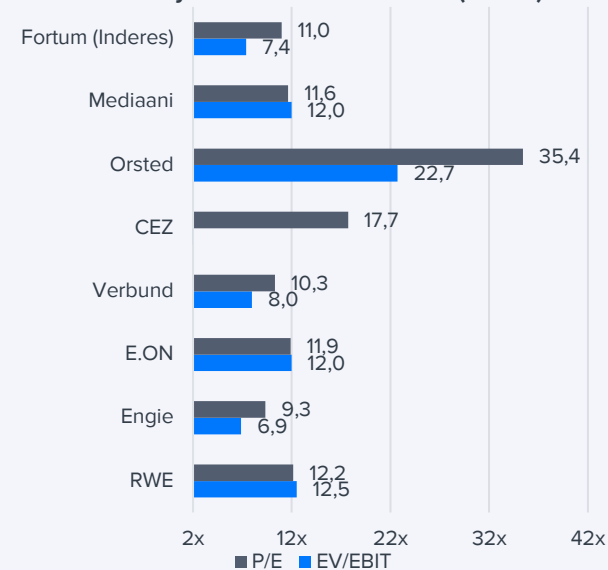
Epävarmuus pysyy korkealla

Vaikka Uniperin sotku on nyt käytännössä ratkaistu, epävarmuus Fortumin ympärillä pysyy korkealla. Venäjältä irtautuminen tuntuu vallitsevassa markkinaympäristössä erittäin vaikealta edes kohtuulliseen hintaan. Lisäksi merkittäviä riskejä liittyy koko sektorin sääntelyyn ja energiapolitiikkaan koko Euroopassa. Suomessa sähköyhtiöiden ”ylisuurien voittojen” verottaminen on houkuttelevaa ja verorasitus on kasvamassa, vaikka ylisuuria voittoja ei välttämättä olekaan tulossa. Huolena on tietysti, että väliaikainen vero muuttuukin pysyväksi rasittaan jatkossakin sektoria, tai että yllättäen Ruotsissa tehtäisiinkin myös merkittävästi Fortumin verorasitusta kasvattava ratkaisu. Lisäksi Fortumin tuloskehityksen kannalta ilmeinen riski on edelleen korkean sähkön hinnan kestävyys pidemmällä aikavälillä.

Arvostustaso	2022e	2023e	2024e
Osakekurssi	14,5	14,5	14,5
Osakemäärä, milj. kpl	897,3	897,3	897,3
Markkina-arvo	13019	13019	13019
Yritysarvo (EV)	17071	15324	14144
P/E (oik.)	neg.	11,0	10,1
P/E	neg.	11,0	10,1
P/Kassavirta	2,5	5,7	6,8
P/B	2,3	2,0	1,8
P/S	1,5	1,5	1,5
EV/Liikevaihto	2,0	1,8	1,6
EV/EBITDA (oik.)	6,9	5,8	5,6
EV/EBIT (oik.)	10,2	7,4	7,2
Osinko/tulos (%)	neg.	43,1 %	76,5 %
Osinkotuotto-%	2,6 %	3,9 %	7,6 %

Lähde: Inderes

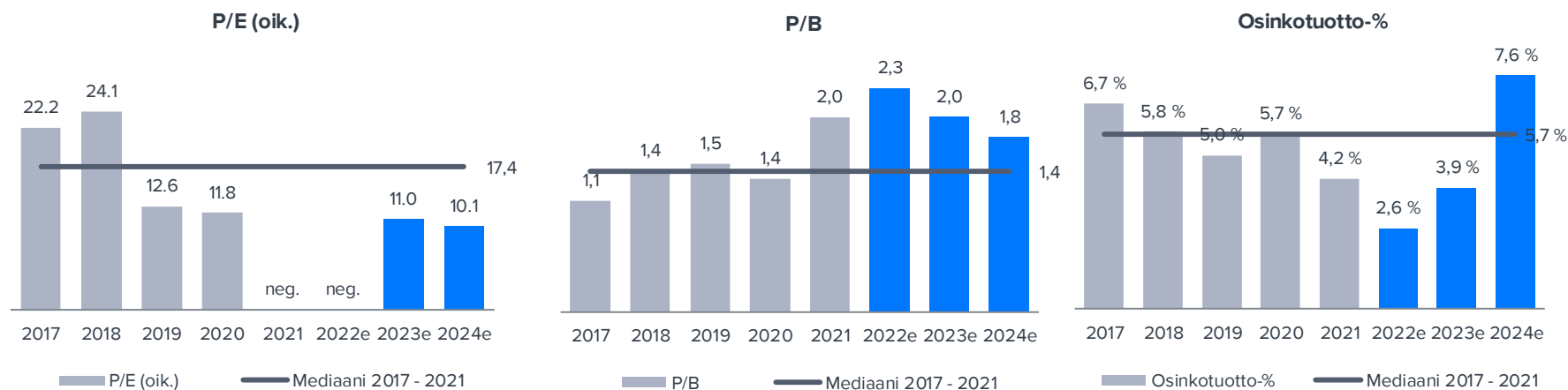
Verrokkiryhmän arvostuskertoimet (2023e)



Arvostustaulukko

Arvostustaso	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
Osakekurssi	16,5	19,1	22,0	19,7	27,0	14,5	14,5	14,5	14,5
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	13019	13019	13019	13019
Yritysarvo (EV)	13955	16805	18665	25567	32676	17071	15324	14144	13528
P/E (oik.)	22,2	24,1	12,6	11,8	neg.	neg.	11,0	10,1	10,9
P/E	16,9	20,1	13,2	9,6	32,4	neg.	11,0	10,1	10,9
P/Kassavirta	neg.	10,0	46,5	neg.	25,8	2,5	5,7	6,8	7,2
P/B	1,1	1,4	1,5	1,4	2,0	2,3	2,0	1,8	1,7
P/S	3,2	3,2	3,6	0,4	3,7	1,5	1,5	1,5	1,5
EV/Liikevaihto	3,1	3,2	3,4	0,5	5,1	2,0	1,8	1,6	1,6
EV/EBITDA (oik.)	8,6	10,0	11,0	9,5	6,7	6,9	5,8	5,6	5,7
EV/EBIT (oik.)	16,9	17,0	15,7	19,0	22,9	10,2	7,4	7,2	7,6
Osinko/tulos (%)	112,8 %	115,9 %	66,0 %	54,6 %	137,0 %	neg.	43,1 %	76,5 %	82,3 %
Osinkotuotto-%	6,7 %	5,8 %	5,0 %	5,7 %	4,2 %	2,6 %	3,9 %	7,6 %	7,6 %

Lähde: Inderes



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	27042	46189	10,8	12,5	7,7	7,8	9,1	12,2	2,3	2,3	1,4
Engie	34143	49943	5,9	6,9	3,8	4,1	7,1	9,3	9,3	7,5	0,9
E.ON	27390	54497	11,5	12,0	7,1	7,3	11,0	11,9	4,9	5,1	1,9
Verbund	27481	31744	12,1	8,0	10,3	7,1	16,2	10,3	4,7	5,0	4,0
EDF	46108	87557	11,2	12,8	9,3	4,8		11,4	2,5	3,9	0,9
CEZ	23252						8,3	17,7	7,6	7,2	2,7
Enel	53212	85787	7,4	6,8	4,4	4,2	10,1	9,0	7,5	8,1	1,4
Uniper	23889	24602									0,5
Orsted	35094	39196	13,1	22,7	9,2	12,5	15,6	35,4	2,2	2,3	3,4
Fortum (Inderes)	13019	17071	10,2	7,4	6,9	5,8	neg.	11,0	2,6	3,9	2,3
Keskiarvo			10,3	11,7	7,4	9,3	11,0	14,6	5,1	5,2	1,9
Mediaani			11,2	12,0	7,7	7,2	10,1	11,6	4,8	5,1	1,4
Erotus-% vrt. mediaani			-9 %	-38 %	-11 %	-20 %		-6 %	-45 %	-23 %	59 %

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	2591	8659	8559	8659	8598
<i>Generation</i>	2006	669	570	677	953	2869	701	715	894	1013	3323	3979	3959	3681
<i>City Solutions</i>	1075	418	256	202	426	1302	390	229	254	379	1252	1323	1351	1380
<i>Consumer Solutions</i>	1267	661	424	485	1052	2622	1168	856	1094	1256	4374	3725	3806	3888
<i>Russia</i>	929	264	182	193	267	906	223	218	261	307	1009	921	921	921
<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	140
<i>Eliminations</i>	-916	-325	-234	-294	-562	-1415	-355	-298	-385	-400	-1438	-1527	-1519	-1412
Käyttökate	2689	675	394	3142	702	4913	386	901	1058	147	2492	2653	2545	2386
<i>Poistot ja arvonalennukset</i>	-1090	-145	-146	-142	-154	-587	-140	-134	-141	-144	-559	-576	-589	-597
Liikevoitto ilman kertaerää	1344	459	207	243	520	1429	388	318	420	553	1679	2077	1956	1789
Liikevoitto	1599	530	248	3000	548	4326	246	767	917	3	1933	2077	1956	1789
<i>Generation</i>	722	268	190	237	428	1123	275	300	375	447	1397	1885	1770	1591
<i>City Solutions</i>	47	86	-4	-20	73	135	48	-36	-16	42	38	46	57	61
<i>Consumer Solutions</i>	90	36	19	13	-16	52	35	21	17	19	92	78	74	95
<i>Russia</i>	251	100	37	45	79	261	61	57	67	75	260	188	175	162
<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	-550	254	0	0	0
<i>Osuus osakkuusyhtiöiden tuloksesta</i>	656	80	60	7	21	168	-215	-79	-39	-240	-573	20	20	20
<i>Nettorahoituskulut</i>	-56	-42	-47	-46	-26	-161	59	499	-141	-240	177	-305	-306	-253
Tulos ennen veroja	2199	568	261	2961	543	4333	90	1187	737	-477	1537	1792	1670	1556
<i>Verot</i>	-344	-91	-46	-73	-115	-325	-104	-150	-137	-74	-465	-581	-355	-330
<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	-566	-2375	1186	1290	1200
EPS (oikaistu)	1,67	1,15	-0,58	-3,92	0,92	-2,43	-2,32	-6,84	6,24	-0,02	-2,93	1,32	1,44	1,34
EPS (raportoitu)	2,05	1,23	-0,53	-0,81	0,95	0,83	-2,48	-6,34	6,80	-0,63	-2,65	1,32	1,44	1,34

Lähde: Inderes

Tase

Vastaavaa	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Pysyvät vastaavat	35604	49399	14672	14796	14907
Liikearvo	1069	1021	248	248	248
Aineettomat hyödykkeet	1739	1146	646	646	646
Käyttöomaisuus	19367	19049	8290	8414	8525
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	2912	2461	1336	1336	1336
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	14456	12507	11225
Vaihto-omaisuus	1396	2275	303	300	303
Muut lyhytaikaiset varat	8998	65500	6360	5360	4860
Myyntisaamiset	9504	24895	1732	1712	1732
Likvidit varat	2308	7592	6061	5135	4330
Taseen loppusumma	57810	149661	29128	27303	26132

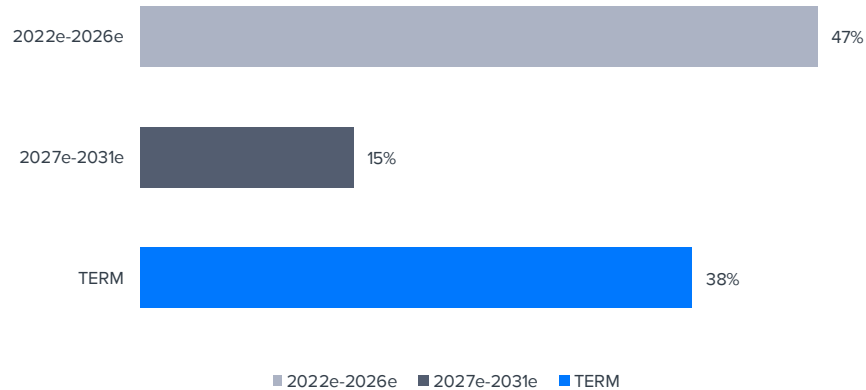
Lähde: Inderes

Vastattavaa	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Oma pääoma	15577	13665	5798	6643	7421
Osakepääoma	3046	3046	3046	3046	3046
Kertyneet voittovarot	10149	10062	6675	7520	8298
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	10471	9670	8357
Laskennalliset verovelat	952	827	514	514	514
Varaukset	8098	10298	1070	1070	1070
Lainat rahoituslaitoksilta	8785	8701	7637	6836	5523
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	4521	18244	1250	1250	1250
Lyhytaikaiset velat	19877	97926	12860	10990	10354
Lainat rahoituslaitoksilta	1877	8519	3637	1787	1131
Lyhytaikaiset korottomat velat	9525	17462	1732	1712	1732
Muut lyhytaikaiset velat	8475	71945	7491	7491	7491
Taseen loppusumma	57810	149661	29128	27303	26132

DCF-laskelma

DCF-laskelma	2021	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	-86,9 %	34,8 %	-1,2 %	1,2 %	-0,7 %	1,0 %	1,0 %	1,0 %	1,0 %	1,0 %	1,0 %	1,0 %
Liikevoitto-%	67,4 %	22,3 %	24,3 %	22,6 %	20,8 %	19,5 %	19,5 %	19,0 %	19,0 %	18,0 %	18,0 %	18,0 %
Liikevoitto	4326	1933	2077	1956	1789	1693	1710	1683	1700	1627	1643	
+ Kokonaispoistot	587	559	576	589	597	561	570	578	586	594	601	
- Maksetut verot	-2443	527	-581	-355	-330	-319	-323	-317	-320	-305	-315	
- verot rahoituskuluista	-14	39	-100	-66	-54	-45	-45	-45	-45	-45	-45	
+ verot rahoitustuotoista	2	0	0	0	0	0	0	0	0	0	7	
- Käyttöpääoman muutos	-1365	4091	1004	496	502	-3	-3	-3	-3	-3	-3	
Operatiivinen kassavirta	1092	3149	2975	2621	2503	1887	1909	1897	1918	1867	1887	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	15923	-26222	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
- Bruttoninvestoinnit	-12840	31738	-700	-700	-700	-662	-706	-706	-706	-706	-701	
Vapaa operatiivinen kassavirta	4175	8665	2275	1921	1803	1225	1203	1190	1211	1161	1186	
+/- Muut	-3246	-3428	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
Vapaa kassavirta	929	5237	2275	1921	1803	1225	1203	1190	1211	1161	1186	18007
Diskontattu vapaa kassavirta		5299	2138	1676	1462	922	841	773	731	650	617	9367
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		24477	19178	17039	15363	13901	12979	12137	11365	10634	9984	9367
Velaton arvo DCF		24477										
- Korolliset velat		-17220										
+ Rahavarat		7592										
+ Sijoitukset osakkuusyhtiöihin		1336										
- Vähemmistöosuus		-175										
- Osinko/pääomapalautus		-1013										
Oman pääoman arvo DCF		14997										
Oman pääoman arvo DCF per osake		16,7										
Pääoman kustannus (wacc)												
Vero-% (WACC)		22,0 %										
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)		30,0 %										
Vieraan pääoman kustannus		4,0 %										
Yrityksen Beta		1,50										
Markkinoiden riski-premio		4,75 %										
Likviditeettipremio		0,00 %										
Riskitön korko		2,5 %										
Oman pääoman kustannus		9,6 %										
Pääoman keskim. kustannus (WACC)		7,7 %										

Rahavirran jakauma jaksoittain



Yhteenveto

Tuloslaskelma	2019	2020	2021	2022e	2023e	Osakekohtaiset luvut	2019	2020	2021	2022e	2023e
Liikevaihto	5447	49015	6422	8659	8559	EPS (raportoitu)	1,67	2,05	0,83	-2,65	1,32
Käyttökate	1693	2689	4913	2492	2653	EPS (oikaistu)	1,75	1,67	-2,43	-2,93	1,32
Liikevoitto	1118	1599	4326	1933	2077	Operat. kassavirta / osake	1,51	1,75	1,23	3,51	3,32
Voitto ennen veroja	1728	2199	4333	1537	1792	Vapaa kassavirta / osake	0,47	-8,69	1,05	5,84	2,54
Nettovoitto	1482	1823	739	-2375	1186	Omapääoma / osake	14,62	14,58	13,66	6,38	7,32
Kertaluontoiset erät	-72	255	2897	254	0	Osinko / osake	1,10	1,12	1,14	0,38	0,57
Tase	2019	2020	2021	2022e	2023e	Kasvu ja kannattavuus	2019	2020	2021	2022e	2023e
Taseen loppusumma	23364	57810	149661	29128	27303	Liikevaihdon kasvu-%	4 %	800 %	-87 %	35 %	-1 %
Oma pääoma	13235	15577	13665	5798	6643	Käyttökateen kasvu-%	1 %	59 %	83 %	-49 %	6 %
Liikearvo	612	1069	1021	248	248	Liikevoiton oik. kasvu-%	21 %	13 %	6 %	17 %	24 %
Nettovelat	5255	8354	9628	5212	3488	EPS oik. kasvu-%	120 %	-4 %	-245 %	21 %	-145 %
Kassavirta	2019	2020	2021	2022e	2023e	Käyttökate-%	31,1 %	5,5 %	76,5 %	28,8 %	31,0 %
Käyttökate	1693	2689	4913	2492	2653	Oik. Liikevoitto-%	21,8 %	2,7 %	22,3 %	19,4 %	24,3 %
Nettokäyttöpääoman muutos	-240	-785	-1365	4091	1004	Liikevoitto-%	20,5 %	3,3 %	67,4 %	22,3 %	24,3 %
Operatiivinen kassavirta	1340	1556	1092	3149	2975	ROE-%	11,9 %	14,1 %	5,9 %	-26,6 %	19,3 %
Investoinnit	-617	-20567	-12840	31738	-700	ROI-%	9,9 %	10,3 %	15,8 %	5,7 %	13,0 %
Vapaa kassavirta	420	-7721	929	5237	2275	Omavaraisuusaste	56,6 %	26,9 %	9,1 %	19,9 %	24,3 %
						Nettovelkaantumisaste	39,7 %	53,6 %	70,5 %	89,9 %	52,5 %
Arvostuskertoimet	2019	2020	2021	2022e	2023e						
EV/Liikevaihto	3,4	0,5	5,1	2,0	1,8						
EV/EBITDA (oik.)	11,0	9,5	6,7	6,9	5,8						
EV/EBIT (oik.)	15,7	19,0	22,9	10,2	7,4						
P/E (oik.)	12,6	11,8	neg.	neg.	11,0						
P/B	1,5	1,4	2,0	2,3	2,0						
Osinkotuotto-%	5,0 %	5,7 %	4,2 %	2,6 %	3,9 %						

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 investointipankkiliikeytoimintaa.

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/>

Suosituksihistoria (>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 €
28.2.2023	Lisää	16,00 €	14,51 €

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.**