

Fortum

Yhtiöraportti

18.8.2022 07:20



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

inde
res.

Uniperin suoritus ei herättänyt luottamusta

Laskemme Fortumin suosituksen vähennä-tasolle (aik. lisää) ja tavoitehinnan 11,0 euroon (aik. 13,0 €) Uniperin Q2-tuloksen jälkeen. Tiesimme Uniperin kaasuliiketoiminnan olevan sekasortoisessa tilassa Venäjän kaasutoimituksien tyrehtyttyä, mutta ongelmia tuntuu kasaantuvan koko ajan lisää. Heikon operatiivisen kehityksen lisäksi huolia aiheutti epäselvyys siitä, miten Uniperin vakauspaketti lopulta pysäyttää kaasutappiot 7 miljardin euron rajapyykkiin, jota kohti edetään nyt vauhdilla. Johdon puhe ”neuvotteluista” ei herätä tilanteesta luottamusta. Fortumin ytimessä on edelleen arvoa, mutta se hautautuu tällä hetkellä Uniperin sekasorron alle.

Tuloksessa ennakoitiin jo tulevaa, mutta huolia se silti herätti

Uniperin eilen julkistama H1-raportti oli valtaosin erittäin synkkää luettavaa, mikä oli odotettua Saksan vakauspaketin mukana saatujen tietojen pohjalta. Raportoitu nettotulos oli yli 9 miljardia euroa miinuksella, mutta mukana oli jo loppuvuonna oletettavasti realisoituvia tappioita 6,5 miljardia euroa ”varauksina” Venäjän kaasutoimituksien pysyessä pohjalukemissa. Tämä tappio kasvaa edelleen kaasuvirtojen ja kaasun hinnan pysyessä edes nykytasolla, mutta lähtökohtaisesti rajoittuu Uniperin osalta 7 miljardiin Saksan kantaessa loput tappiot vakauspaketin mukaisesti. Konferenssipuhelussa aiheena olikin tämä ”perälauta” ja se, miten tappiot voidaan kuitata rajapyykin jälkeen ilman diluutiota osakkeenomistajille (kuten kommunikoitu). Yhtiön kommunikaatiosta jäi käsitys, että menettelystä neuvotellaan osapuolien välillä, mikä ei herättänyt luottamusta nykytilanteesta. Vaikka oletettavasti asiasta on periaatesopimus ja kyse on yksityiskohtien viilaamisesta, Saksan neuvotteluasema vahvistuu tilanteen kärjistyessä ja Uniperin riskienhallinta on pettänyt aiemminkin.

Ongelmia muuallakin kuin kaasussa

Kaasuliiketoiminnan ongelmien lisäksi Uniperin European Generation -segmentti teki huippukorkeista sähkön hinnoista huolimatta Q2:lla operatiivisesti tappiota. Tähän oli muitakin syitä (CO2-päästöoikeuksien aiheuttama siirtymä), mutta Uniperin saavuttama sähkön hintataso oli alkuvuonna surkea 15 €/MWh Saksassa, jossa markkinahinnat olivat valtaosin yli 10 kertaa korkeampia. Lisäksi sähkön suojaushintatasot (Saksa H2'22: 13 €/MWh ja 85 % sekä 2023: 41 €/MWh ja 90 %) olivat heikentyneet samalla, kun sähköfutuuriinkin ovat olleet huippulukemissa. Syy tähän on käsityksemme mukaan historiassa tehty tuhoisa ja edelleen auki oleva ”suojaus” (”proxy hedge”), jossa yhtiö on käytännössä ottanut position Pohjoismaiden ja Saksan hintaeron pienentymisestä. Saksassa vuoden 2023 sähköfutuuri on jatkanut merkittävästi Pohjoismaita nopeampaa nousua, minkä takia position täytyy olla raskaasti tappiolla (kvartaalin aikana ero kasvoi -130 €/MWh:sta -250 €/MWh:iin). Hieman ironista on se, että hyvän Q2-tuloksen teki vain Venäjä-segmentti, jonka arvo on muuten erittäin kyseenalainen.

Arvo hautautuu toistaiseksi Uniperin sekasorron alle

Näkemyksemme mukaan Fortumin noin 10 miljardin euron markkina-arvo voidaan perustella pelkästään yhtiön pohjoismaisella ydinliiketoiminnalla, joka tekee yli miljardi euroa liikevoittoa. Nyt Uniperille annettu 8 miljardin euron rahoitus on kuitenkin todennäköisesti hautautumassa Saksan paremmassa asemassa olevan velkavuoren alle, ja lisäosumia jo heikentyneeseen taseeseen voi tulla vielä Venäjältä ja vakuusvaatimuksista. Kriisitilanteessa sijoittajien on myös pystyttävä luottamaan siihen, että johdolla on oikea tilannekuva ja kyky toimia. Uniperin kohdalla luottamusta tähän koetellaan, ja sotku on niin suuri ja monimutkainen, ettei siihen mielestämme kannata sekaantua ennen tilanteen selkeytymistä. Arvioimme näkemystämme uudelleen Fortumin Q2-tuloksen jälkeen.

Suositus

Vähennä

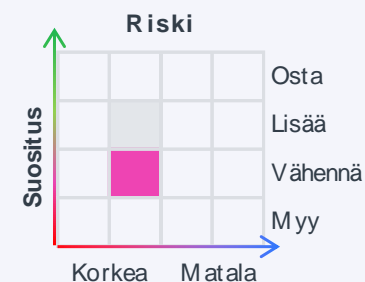
(aik. Lisää)

11,00 EUR

(aik. 13,00 EUR)

Osakekurssi:

11,41



Avainluvut

	2021	2022e	2023e	2024e
Liikevaihto	112400	176189	159859	144346
kasvu-%	129 %	57 %	-9 %	-10 %
EBIT oik.	2536	-6821	562	1749
EBIT-% oik.	2,3 %	-3,9 %	0,4 %	1,2 %
Nettotulos	739	-13170	214	965
EPS (oik.)	2,00	-0,97	0,24	1,09

P/E (oik.)	13,5	neg.	47,3	10,5
P/B	2,0	neg.	neg.	neg.
Osinkotuotto-%	4,2 %	0,0 %	0,0 %	4,4 %
EV/EBIT (oik.)	12,9	neg.	57,2	16,2
EV/EBITDA	47,2	neg.	16,8	9,3
EV/Liikevaihto	0,3	0,2	0,2	0,2

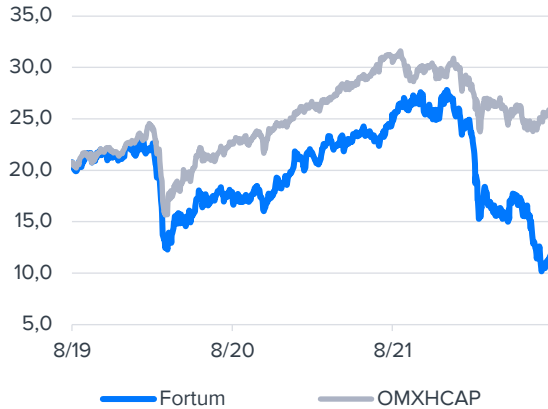
Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

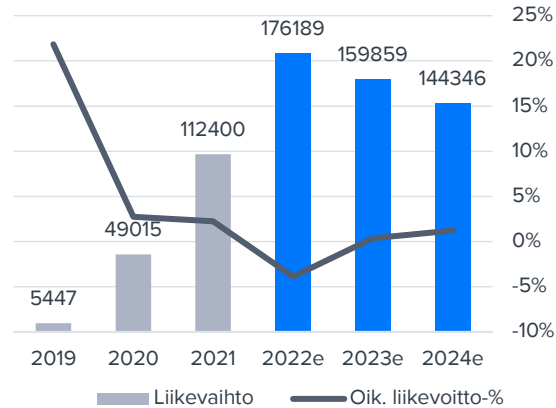
Generation-segmentin suojaukset pohjoismaiselle tuotannolle: vuodeksi 2022 noin 80 % hintaan 35 €/MWh ja vuodeksi 2023 noin 55 % hintaan 33 €/MWh.

Osakekurssi



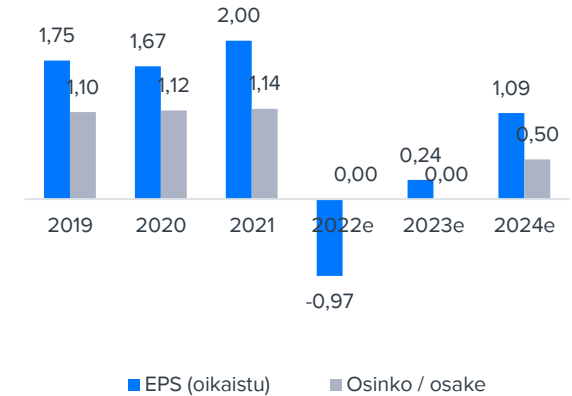
Lähde: Millistream Market Data AB

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

- Uniperin vakauspaketin epäselvyydet ja Fortumin 8 miljardin rahoituksen kohtalo
- 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

Arvostustaso	2022e	2023e	2024e
Osakekurssi	11,4	11,4	11,4
Osakemäärä, milj. kpl	888,3	888,3	888,3
Markkina-arvo	10131	10131	10131
Yritysarvo (EV)	34597	32099	28385
P/E (oik.)	neg.	47,3	10,5
P/E	neg.	47,3	10,5
P/Kassavirta	neg.	3,7	2,5
P/B	neg.	neg.	neg.
P/S	0,1	0,1	0,1
EV/Liikevaihto	0,2	0,2	0,2
EV/EBITDA (oik.)	neg.	16,8	9,3
EV/EBIT (oik.)	neg.	57,2	16,2
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0,0 %	46,0 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	4,4 %

Lähde: Inderes

Uniperin Q2-tulos oli surkea, mutta sisään otettiin jo tuleviakin tappioita

Uniperin eilen julkistama H1-raportti oli valtaosin erittäin synkkää luettavaa, mikä oli odotettua ohjeistuksen poiston ja Saksan tukipaketin mukana saatujen tietojen pohjalta. Operatiivinen nettotulos oli vastoin odotuksiamme Q2:lla positiivinen, mutta raportoitu nettotulos oli yli 9 miljardia euroa miinuksella. Luvussa on jo mukana loppuvuonna oletettavasti realisoituvia tappioita 6,5 miljardia euroa varauksina Venäjän kaasutoimituksien pysyessä alhaisella tasollaan. Tämä lukema kasvaa todennäköisesti edelleen kaasuvirtojen ja kaasun hinnan pohjalta, mutta rajoittuu lähtökohtaisesti Uniperin osalta 7 miljardiin euroon vakauspaketin mukaisesti. Massiivisen tappion takia Uniperin taseen oma pääoma oli Q2:n lopussa 5 miljardia euroa negatiivinen, mutta tasetta tullaan paikkaamaan Saksan valtion toimesta vakauspaketin edetessä. Tähän nojaa myös Uniperin luottoluokitus.

Operatiivinen tulos oli heikko, mutta periaatteessa odotuksia parempi

Uniperin operatiivista tulosta indikoiva oikaistu liikevoitto ("adjusted EBIT") oli Q2:lla noin 265 MEUR positiivinen. Tulos oli periaatteessa selvästi parempi kuin odotimme, mutta tuloksen monien ennakoimattomien oikaisujen takia sen vertailukelpoisuus ennusteeseemme on heikko. Oikaistuilla luvuilla liikevoitto kuitenkin parani merkittävästi alkuvuodesta (kuten yhtiö silloin indikoi) ja huomion keskipisteessä oleva Global Commodities -segmentti teki selvästi positiivisen ja varsin hyvän operatiivisen tuloksen. Venäjän kaasuvirta tyrehtyi kuitenkin Q2:n lopussa (merkittävä vähennys 16.6.2022), joten operatiivisessa tuloksessa vaikutukset olivat vielä rajallisia - ja raportoiduissa luvuissa vaikutukset näkyivät jo voimalla.

Global Commodities -segmentin kaasuliiketoiminnan ("gas midstream") ongelmat ovat olleet keskipisteessä jo pitkään, mutta Q2:lla uuden pohjanoteerauksen teki Uniperin European Generation -segmentti. Huippukorkeista sähkön hinnoista huolimatta segmentin oikaistu liiketulos jäi Q2:lla tappiolla. Taustalla vaikutti ilmeisesti viime vuonnakin tapahtunut CO₂-päästöoikeuksien aiheuttama tulossiirtymä, jonka pitäisi tukea tulosta Q4:llä. Lisäksi ongelmia aiheutti jälleen Ruotsin SE2-aluehinta, joka on merkittävästi muuta markkinaa alhaisempi.

Silti Uniperin saavuttama sähkön hintataso oli alkuvuonna surkea 15 €/MWh Saksassa, jossa markkinahinnat olivat valtaosan ajasta yli 10 kertaa korkeampia. Lisäksi sähkön suojaushintatasot (Saksa H2'22: 13 €/MWh ja 85 % sekä 2023: 41 €/MWh ja 90 %) olivat heikentyneet samalla, kun sähköfutuuriakin ovat olleet huippulukemissa. Syy tähän on käsityksemme mukaan historiassa tehty tuhoisa ja edelleen auki oleva "suojaus" ("proxy hedge"), jossa yhtiö on käytännössä ottanut position Pohjoismaiden ja Saksan hintaeron pienentymisestä (long Nordic / short German Power). Saksan vuoden 2023 sähköfutuuri on jatkanut merkittävästi Pohjoismaita nopeampaa nousua, minkä takia tämä positio on raskaasti tappiolla. Vielä Q1:llä ero oli noin -130 €/MWh, mutta nyt eroa oli jo hurjat -250 €/MWh. Positio voi aiheuttaa mielenkiintoisia muutoksia myös tulevaisuudessa, mutta onnistuneesta suojauksesta se on joka tapauksessa kaukana.

Parhaiten Uniperin segmenteistä kehittyikin Russian Power Generation, jonka arvo on silti nykytilanteessa erittäin kyseenalainen. Kaikesta tästä huolimatta Uniperin oikaistu nettotulos ("adjusted net income")

oli Q2:lla noin 256 MEUR positiivinen, mutta erilaisia oikaisuja nettotuloksen takana on paljon eikä kaikki niistä aukene helposti. Vertailukelpoisuuteen pyrkiminen on hyvä, mutta lukujen pitäisi silti kuvata järkevästi operatiivista kehitystä. Nyt operatiivinen kassavirta oli H1:llä 2,2 miljardia euroa negatiivinen (vs. H1'22:n 564 MEUR:n oikaistu liikevoitto), mikä antaa erilaisen kuvan liiketoiminnan kehityksestä. Uniper optimoi rahavirtaa viime vuoden lopulla, minkä vastareaktiota näemme nyt.

Raportoitu tulos oli karua katsottavaa, mutta se sisälsi myös tulevia tappioita

Uniperin raportoima nettotulos oli H1:llä peräti 12,4 miljardia euroa tappiolla, mikä tarkoittaa Q2:lta noin 9,3 miljardin euron tappiota. Ero ensimmäisen vuosipuoliskon oikaistun nettotuloksen (-0,4 mrd.) ja raportoidun nettotuloksen välillä oli valtava noin 12 miljardia euroa, mikä selittyy pääosin kolmella suurella tekijällä. Näistä ensimmäinen on 6,5 miljardin euron varaus Venäjän kaasuvirtojen tyrehtymisestä, mikä tulee todennäköisesti edelleen kasvamaan. Uniperin mukaan tappiotahti on nyt noin 100 MEUR/päivä, mikä tarkoittaisi yli 8 miljardin tappioita lokakuun alkuun mennessä. Mielestämme on perusteltua ajatella tämän erän menevän vähintään 7 miljardiin euron, minkä jälkeen Saksan valtion pitäisi rahoittaa ylimenevä osa. Erä liikkuu lopulta kaasuvirran ja kaasun hinnan mukana.

Toinen erä on myös suhteellisen suoraviivainen ja sisältää 2,7 miljardin euron alaskirjaukset, jotka liittyvät pääosin Venäjään (Nord Stream 2, Russian Power Generation / Global Commodities). Uniper oli nostanut riskipreemioita Venäjään liittyen, sekä laskenut liiketoimintojen kasvuennusteita.

Uniperin näkymät olivat ennakoituakin synkemmät

Kolmas oikaisuerä oli 4,9 miljardia euroa, joka liittyi johdannaisien käyvän arvon laskentaan. Raaka-aineiden hintojen nousu on johtanut yhtiön myyntihintojen suojauksien laskemiseen IFRS-kirjanpidon mukaisesti. Toisaalta yhtiön varastojen ja tuotantolaitoksien arvot eivät ole nousseet, koska näille ei anneta vastaavaa taloudellista arvoa kvartaaleittain. Erän arviointi on ulkopuolelta vaikeaa: periaatteessa erä on turha, jos Uniperilla on fyysiset resurssit tuottaa myytävä tuote (energia) aikaisempiin kustannuksiin, jolloin molemmat päät on suojattu. Uniperin suojauksien ja riskien hallinnan ongelmat huomioiden meidän on kuitenkin mahdotonta luottaa varmasti siihen, että vastapuoli on ”tasapainossa”.

Oma pääoma 5 miljardia pakkasella

Uniperin oma pääoma oli massiivisen raportoidun tappion jälkeen Q2:n lopussa noin 5 miljardia euroa miinuksella. Tämä yhdistettynä taseen valtavaan kokoon (loppusumma yli 200 miljardia euroa) ei tietenkään ole hyvä tilanne. Silti luottoluokittajat S&P ja Fitch vahvistivat Saksan vakauspaketin julkistamisen jälkeen Uniperin BBB- (S&P) / BBB (Fitch) investment grade -luottoluokitukset vedoten käytännössä siihen, että Uniper voidaan määrittellä yhteiskunnalle kriittisiä palveluja tuottavaksi yhtiöksi (ns. government-related entity), jota valtio hyvin suurella todennäköisyydellä tukisi. Käytännössä kyse on siis siitä, että Saksa tukee yhtiötä tarvittaessa, minkä takia konkurssiriski ei ole erityisen suuri.

Näkymät olivat ennakoituakin synkemmät

Uniper ei antanut vuodelle 2022 ohjeistusta, koska tuloskehitykseen liittyvät epävarmuus on tällä hetkellä liian suuri eikä järkevää tulosaarukkaa voitu antaa. Tämä on nykytilanteessa ymmärrettävää. Yhtiön

johto totesi kuitenkin konferenssipuhelussa, että nykyisien julkisten tietojen valossa Uniper tulee tekemään noin 5-9 miljardin euron (”mid- to high single-digit billion”) operatiivisen tappion vuonna 2022. Aiempi yli 6 miljardin euron tappio lienee nykytiedoilla optimistinen, ja olemme laskeneet oman ennustemme noin 8,3 miljardiin euroon Fortumin Uniper-segmentin osalta. Luku on enemmänkin arvaus tappion pallokentästä, ja se tulee elämään kaasuvirtojen ja -hintojen mukana.

Näkymiä synkensi myös Yhdysvalloissa Freeportin LNG-terminaalilla tapahtunut räjähdys, joka seurauksena laitos on toistaiseksi suljettu. Uniperilla on pitkäaikainen sopimus Freeportin kanssa, joten tällä on seurauksia Uniperin loppuvuoden tulokseen. Tappioiden määrä riippuu siitä, millä hinnalla korvaava kaasu joudutaan ostamaan markkinoilta. Vaikka summa olisi Uniperille normaalina vuonna erittäin merkityksellinen, miljardiluokan tappioiden rinnalla se menee jo aiempaan ennustevirheeseen. Sama pätee käytännössä myös alhaisiin suojaushintoihin European Generation -segmentissä.

Isoa kuvaa ajatellen Uniper indikoi, että yhtiön tulos on todennäköisesti selvästi tappiolla myös vuonna 2023, vaikka tappio pienentyy merkittävästi kuluva vuodesta. Voitolle yhtiö indikoi pääsevänsä vuonna 2024. Olimme ennustaneet Uniperin tappioiden jatkuvan myös ensi vuonna, mutta käsityksemme niiden kokoluokasta muuttui merkittävästi suuremmaksi. Näkyvyys lähivuosille on kuitenkin surkea, joten tarkkojen ennusteiden tekeminen on mahdotonta. Kokonaisuudessaan näkymä oli joka tapauksessa merkittävästi odotettua heikompi, minkä takia Fortum-ennustemme ovat laskeneet merkittävästi (katso seuraava sivu).

Tiivistetty kertaus Uniperin vakauspaketista

Fortum ja Uniper tiedottivat 22.07.2022 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. Lisäksi Saksan hallitus ottaa käyttöön mekanismin, jonka avulla Uniper voi siirtää asiakkailleen 90 % korkeammista kaasun hankintakustannuksista näillä näkymin 1. lokakuuta, ellei Saksan hallitus tee asiasta erillistä päätöstä tätä ennen.

Mikäli Uniperin kuluva vuoden tappiot ylittävät 7 mrd. euroa on Saksan hallitus valmiudessa antamaan Uniperille lisätukea niin, ettei tämä laimenna osakkeenomistajien omistusta. Minkälaisesta tukesta tämä tarkalleen tarkoittaa on vielä epäselvää. Hybridirahoitus sekä oman pääoman ehtoinen rahoitus ovat riippuvaisia Uniperin yhtiökokouksen hyväksynnälle ja vaativat muidenkin ehtojen täyttymistä. Lisäksi myös EU:n komission tulee vielä hyväksyä vakautuspaketti, minkä takia asian viimeistely vie aikaa. Käsitelimme pakettia laajemmin edellisessä [päivityksessämme](#).

Ennusteissa väliaikapiste, lisätarkistuksia tulossa

Ennusteissa väliaikapiste

Olemme laskeneet Uniperin lähivuosien ennusteita merkittävästi Q2-raportin jälkeen, mutta näkyvyys on tällä hetkellä surkea ja liikkuvia osia todella paljon. Tappioiden kokoluokka riippuu kaasuvolyymien ja -hintojen kehityksestä sekä siitä, miten energiapolitiikassa yleisesti onnistutaan. Kyseessä on liikkuva maali, minkä takia emme ole edes pyrkineet tekemään tarkkoja ennusteita Uniperin osalta.

Fortumin osalta tilannetta vaikeuttaa merkittävästi myös se, että oletettavasti yhtiön omistusosuus Uniperissa tulee laskemaan Saksan vakauspaketin tullessa voimaan (noin 80 %:sta 56 %:iin) ja samalla Uniperin tase tulee toisaalta vahvistumaan merkittävästi. Emme ole toistaiseksi tehneet tätä muutosta, koska sen kokonaisvaikutukset ovat vielä epäselvät. Lähtökohtaisesti Saksan tuelle Uniperin tase pitäisi kuitenkin saada kuntoon. Rakennemuutoksien lisäksi mallinnuksesta tekee äärimmäisen haastavaa Uniperin valtava tase, jonka muutoksia on hankala arvioida energiakriisin keskellä. Kokonaisuudessaan lähivuosien kassavirtojen ennustaminen on tällä hetkellä lähes mahdotonta

järkevällä tarkkuudella, minkä takia raportissa ei poikkeuksellisesti ole mukana DCF-laskelmaa.

Tulemme tarkastelemaan ennusteitamme uudelleen Fortumin tulosennakon yhteydessä, tai viimeistään Fortumin Q2-tulosjulkistuksen jälkeen. Fortum julkaisee Q2-tuloksensa 25.8.2022. "Vanhan Fortumin" tulosnäkökulma on operatiivisesti erittäin hyvä, mutta Uniperin mukana lukuihin tulee kokonaan erilainen sävy. Myös Venäjän liiketoimintoihin liittyy edelleen paljon epävarmuutta.

Vaikutukset Fortumiin eivät ole täysin suoraviivaisia

Fortum omistaa toistaiseksi Uniperista noin 80 % ja konsolidoi sen tytäryhtiönä konsernilukuihinsa. Tätä kautta Uniperin valtava tappio tulee heijastumaan myös Fortumin Q2-lukuihin ja konsernitaseeseen, ja olemme pyrkineet huomiomaan ne ennusteessamme. Pitkälti vastaavat oikaisut tehdään oletettavasti myös Fortumin vertailukelpoisessa tuloksessa, mutta raportoinnissa on aina ainakin pieniä poikkeavuuksia. Fortumin tuloksessa osa Uniperin tappiosta valuu vähemmistöosuuksina Uniperista 20 % omistavalle vähemmistölle.

Q2:lla Fortum tulee silti oletettavasti raportoimaan valtavan tappion, mikä vetää myös sen taseen oman pääoman tilanteen tukalaksi. On kuitenkin tärkeää huomioida, että Uniperin vakauspaketin mukaisesti Saksan valtio tulee lähtökohtaisesti rahoittamaan Uniperia ja paikkaamaan lopulta myös taseen pääomavajeen. Vaikka Uniperin surkeat luvut konsolidoidaan Fortum-konsernin tulokseen ja taseeseen, kyseessä on erilliset yhtiöt ja vakauspaketin toteutuessa Uniperin kaasutappioiden rahoituksesta vastaa oletettavasti Saksan valtio.

Tätä kautta Uniperin vakauspaketin toteutuessa Fortumin kannalta Uniperin tappiolla ei ole taseen kannalta niin suurta suoraa merkitystä. Silti Uniperin tappioiden kerryttäminen lisää jatkuvasti Saksan valtion rahoitusta, joka on oletettavasti asemaltaan ("supersenioreiksi") kokonaisuudessaan Fortumin aiemmin antamaa rahoitusta korkeammalla. Näin ollen tämän rahoituksen kasvu siirtää Fortumin aiemmin antaman 8 miljardin euron takaisinmaksua yhä kauemmas. Tätä kautta rahoituksen kuranttius voidaan kyseenalaistaa takaisinmaksuajan mahdollisesti siirtyessä yhä kauemmaksi.

Ennustemuutokset	2022e	2022e	Muutos	2023e	2023e	Muutos	2024e	2024e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	140684	176189	25 %	127905	159859	25 %	115440	144346	25 %
Käyttökate	-6206	-17821	187 %	2712	1912	-30 %	3059	3064	0 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	-6137	-6821	11 %	1362	562	-59 %	1702	1749	3 %
Liikevoitto	-7515	-19130	155 %	1362	562	-59 %	1702	1749	3 %
Tulos ennen veroja	-8760	-20375	133 %	1192	204	-83 %	1532	1375	-10 %
EPS (ilman kertaeriä)	-4,15	-0,97	-77 %	1,10	0,24	-78 %	1,22	1,09	-11 %
Osakekohtainen osinko	0,00	0,00	0 %	0,40	0,00	-100 %	0,50	0,50	0 %

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	10131	10131	10131	10131
Yritysarvo (EV)	13955	16805	18665	25567	32676	34597	32099	28385	26836
P/E (oik.)	22,2	24,1	12,6	11,8	13,5	neg.	47,3	10,5	10,3
P/E	16,9	20,1	13,2	9,6	32,5	neg.	47,3	10,5	10,3
P/Kassavirta	neg.	10,0	46,5	neg.	neg.	neg.	3,7	2,5	4,2
P/B	1,1	1,4	1,5	1,4	2,0	neg.	neg.	neg.	neg.
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.	16,8	9,3	8,5
EV/EBIT (oik.)	16,9	17,0	15,7	19,0	12,9	neg.	57,2	16,2	14,6
Osinko/tulos (%)	112,8 %	115,9 %	66,0 %	54,6 %	137,1 %	0,0 %	0,0 %	46,0 %	90,7 %
Osinkotuotto-%	6,7 %	5,8 %	5,0 %	5,7 %	4,2 %	0,0 %	0,0 %	4,4 %	8,8 %

Lähde: Inderes

Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
Yhtiö	MEUR	MEUR	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e
RWE	29328	37465	12,3	16,4	8,2	10,0	14,6	21,0	2,1	2,1	1,7
Engie	31600	23090	3,2	3,4	2,0	2,0	7,9	8,6	7,9	7,6	0,9
E.ON	24997	61748	13,4	13,7	8,1	8,3	10,6	10,8	5,3	5,5	2,0
Verbund	38250	42434	15,4	11,3	13,0	10,1	20,2	14,8	2,8	3,1	5,2
EDF	46289	42833	8,5	5,8	3,1	2,3		10,6	5,2	4,0	1,0
CEZ	23869						12,5	9,6	5,3	6,9	3,0
Enel	51870	89053	7,5	6,9	4,6	4,4	9,2	8,4	7,9	8,4	1,5
Uniper	2842	3132		6,3	1,8	1,9	3,5	4,1	5,6	9,9	0,4
Orsted	45332	47914	16,7	23,6	12,2	14,0	24,9	34,9	1,7	1,8	4,2
Fortum (Inderes)	10131	34597	neg.	57,2	neg.	16,8	neg.	47,3	0,0	0,0	-4,9
Keskiarvo			11,0	10,9	6,6	6,6	12,9	13,7	4,8	5,5	2,2
Mediaani			12,3	9,1	6,4	6,3	11,5	10,6	5,3	5,5	1,7
Erotus-% vrt. mediaani				526 %		165 %		347 %	-100 %	-100 %	-396 %

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
Liikevaihto	49015	21493	17128	23701	50078	112400	43623	36797	34943	60826	176189	159859	144346	130772
<i>Generation</i>	2006	675	576	684	964	2899	710	705	649	1055	3118	3501	3102	3108
<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	35307	33541	58354	168686	151817	136636	122972
<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
Käyttökate	2689	1653	-527	-2791	2358	693	-2082,0	-9492,7	-6490,7	244	-17821,3	1912	3064	3146
Poistot ja arvonalennukset	-1090	-308	-313	-314	-346	-1281	-334	-320	-325	-330	-1309	-1350	-1315	-1307
Liikevoitto ilman kertaeriä	1344	1171	35	260	1070	2536	-438	518	-6816	-86	-6821	562	1749	1839
Liikevoitto	1599	1345	-840	-3105	2012	-588	-2416	-9813	-6816	-86	-19130	562	1749	1839
<i>Generation</i>	722	269	195	245	401	1110	282	259	176	453	1171	1284	1086	1092
<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	246	-7000	-700	-8287	-1000	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	-10331	0	0	-12309	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	-388	-404	-475
Tulos ennen veroja	2199	1460	-743	-3134	2128	-289	-3561	-9838	-6866	-111	-20375	204	1375	1394
Verot	-344	-150	84	1366	-1125	176	729	1330	1613	32	3704	-40	-309	-314
Vähemmistöosuudet	-32	-218	185	1047	-162	852	610	1834	878	179	3501	50	-100	-101
Nettotulos	1823	1092	-474	-721	842	739	-2222	-6674	-4374	100	-13170	214	965	979
EPS (oikaistu)	1,67	0,94	0,09	0,19	0,78	2,00	-0,27	4,12	-4,92	0,11	-0,97	0,24	1,09	1,10
EPS (raportoitu)	2,05	1,23	-0,53	-0,81	0,95	0,83	-2,50	-7,51	-4,92	0,11	-14,83	0,24	1,09	1,10

Lähde: Inderes

Tase

Vastaavaa	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Pysyvät vastaavat	35604	49399	64090	43940	38825
Liikearvo	1069	1021	1021	1021	1021
Aineettomat hyödykkeet	1739	1146	1146	1146	1146
Käyttöomaisuus	19367	19049	18940	18790	18675
Sijoitukset osakkuusyhtiöihin	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
Vaihtuvat vastaavat	22206	100262	113375	80536	59723
Vaihto-omaisuus	1396	2275	3566	3236	2922
Muut lyhytaikaiset varat	8998	65500	65500	35500	20500
Myyntisaamiset	9504	24895	39023	35406	30527
Likvidit varat	2308	7592	5286	6394	5774
Taseen loppusumma	57810	149661	177465	124476	98547

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Oma pääoma	15577	13665	-551,5	-337,5	628
Osakepääoma	3046	3046	3046	3046	3046
Kertyneet voittovarot	10149	10062	-4120,5	-3906,5	-2941,2
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
Pitkäaikaiset velat	22356	38070	67076	48450	42160
Laskennalliset verovelat	952	827	827	827	827
Varaukset	8098	10298	10298	10298	10298
Lainat rahoituslaitoksilta	8785	8701	19707	21081	19791
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	4521	18244	36244	16244	11244
Lyhytaikaiset velat	19877	97926	110940	76364	55760
Lainat rahoituslaitoksilta	1877	8519	10805	8042	4998
Lyhytaikaiset korottomat velat	9525	17462	28190	26377	23817
Muut lyhytaikaiset velat	8475	71945	71945	41945	26945
Taseen loppusumma	57810	149661	177465	124476	98547

Yhteenveto

Tuloslaskelma	2019	2020	2021	2022e	2023e	Osakekohtaiset luvut	2019	2020	2021	2022e	2023e
Liikevaihto	5447	49015	112400	176189	159859	EPS (raportoitu)	1,67	2,05	0,83	-14,83	0,24
Käyttökate	1693	2689	693	-17821	1912	EPS (oikaistu)	1,75	1,67	2,00	-0,97	0,24
Liikevoitto	1118	1599	-588	-19130	562	Operat. kassavirta / osake	1,51	1,75	-2,90	-21,40	4,41
Voitto ennen veroja	1728	2199	-289	-20375	204	Vapaa kassavirta / osake	0,47	-8,69	-0,21	-19,37	3,06
Nettovoitto	1482	1823	739	-13170	214	Omapääoma / osake	14,62	14,58	13,66	-2,31	-2,07
Kertaluontoiset erät	-72	255	-3124	-12309	0	Osinko / osake	1,10	1,12	1,14	0,00	0,00
Tase	2019	2020	2021	2022e	2023e	Kasvu ja kannattavuus	2019	2020	2021	2022e	2023e
Taseen loppusumma	23364	57810	149661	177465	124476	Liikevaihdon kasvu-%	4 %	800 %	129 %	57 %	-9 %
Oma pääoma	13235	15577	13665	-551	-337	Käyttökateen kasvu-%	1 %	59 %	-74 %	-2672 %	-111 %
Liikearvo	612	1069	1021	1021	1021	Liikevoiton oik. kasvu-%	21 %	13 %	89 %	-369 %	-108 %
Nettovelat	5255	8354	9628	25227	22729	EPS oik. kasvu-%	120 %	-4 %	19 %	-148 %	-125 %
Kassavirta	2019	2020	2021	2022e	2023e	Käyttökate-%	31,1 %	5,5 %	0,6 %	-10,1 %	1,2 %
Käyttökate	1693	2689	693	-17821	1912	Oik. Liikevoitto-%	21,8 %	2,7 %	2,3 %	-3,9 %	0,4 %
Nettokäyttöpääoman muutos	-240	-785	-1365	-4691	2134	Liikevoitto-%	20,5 %	3,3 %	-0,5 %	-10,9 %	0,4 %
Operatiivinen kassavirta	1340	1556	-2575	-19009	3916	ROE-%	11,9 %	14,1 %	5,9 %	-261,3 %	-11,0 %
Investoinnit	-617	-20567	-13534	-16200	18800	ROI-%	9,9 %	10,3 %	-1,3 %	-63,4 %	2,0 %
Vapaa kassavirta	420	-7721	-186	-17209	2716	Omavaraisuusaste	56,6 %	26,9 %	9,1 %	-0,3 %	-0,3 %
						Nettovelkaantumisaste	39,7 %	53,6 %	70,5 %	-4574,4 %	-6734,5 %
Arvostuskertoimet	2019	2020	2021	2022e	2023e						
EV/Liikevaihto	3,4	0,5	0,3	0,2	0,2						
EV/EBITDA (oik.)	11,0	9,5	47,2	neg.	16,8						
EV/EBIT (oik.)	15,7	19,0	12,9	neg.	57,2						
P/E (oik.)	12,6	11,8	13,5	neg.	47,3						
P/B	1,5	1,4	2,0	neg.	neg.						
Osinkotuotto-%	5,0 %	5,7 %	4,2 %	0,0 %	0,0 %						

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 sijoittavassa 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 sijoittavassa 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 €
18.8.2022	Vähennä	11,00 €	11,41 €

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.**