

Fortum

Yhtiöraportti

3.3.2023 07:30



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

inde
res.

Strategiassa palataan kotiin

Toistamme Fortumille lisää-suosituksemme ja tarkistamme tavoitehintamme 16,5 euroon (aik. 16,0 €). Yhtiön operatiivinen tulos ylitti Q4:llä selvästi odotuksemme Generation-segmentin ansiosta. Myös segmentin näkymät (suojaushinnat) olivat aavistuksen ennakoimaamme korkeampia ja tukivat lieviä positiivisia muutoksia lähivuosien ennusteisimme. Uusi strategia vie Fortumin odotetusti takaisin kotiin pohjoismaiseksi sähköyhtiöksi ja tase on jo pääosin hyvässä kunnossa, joten yhtiön riskiprofiili on laskenut pykälällä. Arvostustaso on mielestämme houkutteleva (2023 oik. P/E 12 ja EV/EBIT 7x), mutta Venäjällä jumissa oleminen heikentää yhtiön sijoitusprofiilia.

Vahva suoritus Generation-segmentiltä

Fortumin vertailukelpoinen liikevoitto oli Q4:llä 744 MEUR, mikä ylitti selvästi ennusteemme (553 MEUR) sekä konsensuksen (612 MEUR). Syy löytyy Generation-segmentistä, joka teki Q4:llä olosuhteisiin nähden erinomaisen tuloksen. Generation-segmentin vertailukelpoinen liikevoitto oli 650 MEUR, kun oma ennusteemme oli vain 447 MEUR. Suurin syy tähän oli Generation-segmentin saavuttama 80,5 €/MWh sähkönhinta, mitä voidaan pitää erinomaisena huomioden, että Q3:n lopussa 80 % loppuvuoden myynnistä oli suojattu tasolle 49 €/MWh. Yhtiö onnistui fyysisessä optimoinnissa erinomaisesti ja sai tukea SE2-alueen nousseesta hinnasta (täällä suojauksia on vähemmän). Päivitettyyn osinkopolitiikkaan pohjautuva 0,91 €/osake osinkoehdotus ylitti merkittävästi maltillisen ennusteemme (0,38 €), mikä oli jossain määrin rohkaisevaa. Likviditeetti on hyvä Uniper-rahojen kotiutumisen jälkeen ja tase on kunnossa yhtiön oletettavasti päästessä velkamarkkinoille lähiaikoina, mutta tehtävää on vielä.

Pieniä positiivisia ennustemuutoksia vahvan tuloksen jälkeen

Fortumin näkymät keskittyvät Generation-segmenttiin, joka vastaa käytännössä konsernin tuloksesta. Segmentin suojaushinnat olivat nousseet hieman ennakoimaamme nopeammin ja nostimme hieman (0-7 %) lähivuosien tulosenusteita. Positiivista oli myös, että windfall-veron vaikutus on lopulta jäämässä pieneksi. Merkittäviä muutoksia teimme vain osinkoennusteissa, ja osingosta tuli jälleen merkittävä tuottoajuri. Poistimme oikaistuista tulosenusteista Venäjän kontribuution, minkä takia nämä laskivat muuten positiivisista muutoksista huolimatta. Näin luvut vastaavat paremmin tulevaa Fortumia, vaikka raportoiduissa luvuissa Venäjä pyörii vielä pitkään. Uuden strategian fokus on odotetusti pohjoismaissa ja erityisesti vesi- ja ydinvoimassa, luonnollisesti vihreällä kulmalla (teollisuuden päästöjen vähentäminen ja tiukemmat tavoitteet). Taloudellisten tavoitteiden (tuottovaatimuksien nousu) ja johdon kommenttien pohjalta arviomme yhtiön etenevän investoinneissa hyvin valikoiden. Vahvaan ytimeen paluu on meille hyvin tervetullut uutinen ja laskee mielestämme yhtiön riskiprofiilia.

Arvostus on maltillinen Venäjän painovoiman alla

Poikkeuksellisten vaiheiden jälkeen Fortum teki 1,21 euron oikaistun osakekohtaisen tuloksen ilman Venäjää vuonna 2022. Pienien ennustetarkistuksen jälkeen odotamme nyt vuodelta 2023 käytännössä vastaavaa tulosta (ennuste 1,19 €), ja arviomme mukaan tämä on myös suhteellisen kestävä taso myös tulevaisuudessa. 2023e oik. P/E on siis noin 12x ja maltillisen rahoitusnettovelan takia esimerkiksi EV/EBITDA on vain reilut 5x. Sektoria hinnoitellaan kuitenkin maltillisesti, mikä on toki ymmärrettävää mm. regulaatiopilvien lymytessä yläpuolella. Kun Fortum palaa jälleen luottokelpoiseksi, pohjoismaiseksi energiayhtiöksi, näemme arvostuskertoimissa selvää nousupotentiaalia. Venäjältä pitäisi kuitenkin päästä irti, sillä Fortumin ESG-profiili olisi aivan erilainen ilman sitä.

Suositus

Lisää

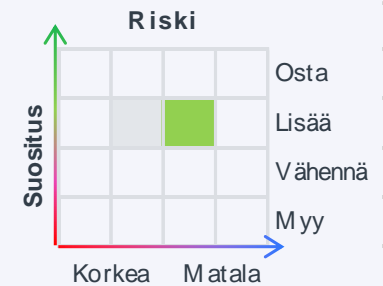
(aik. Lisää)

16,50 EUR

(aik. 16,00 EUR)

Osakekurssi:

14,63



Avainluvut

	2022	2023e	2024e	2025e
Liikevaihto	8804	8679	8700	8641
kasvu-%	37 %	-1 %	0 %	-1 %
EBIT oik.	1871	1970	1759	1594
EBIT-% oik.	21,3 %	22,7 %	20,2 %	18,4 %
Nettotulos	1012	1263	1393	1303
EPS (oik.)	-2,03	1,19	1,34	1,24

P/E (oik.)	neg.	12,3	10,9	11,8
P/B	1,8	1,6	1,5	1,4
Osinkotuotto-%	5,9 %	6,5 %	6,9 %	6,9 %
EV/EBIT (oik.)	8,9	7,3	7,7	8,1
EV/EBITDA	9,0	5,3	5,4	5,4
EV/Liikevaihto	1,9	1,7	1,6	1,5

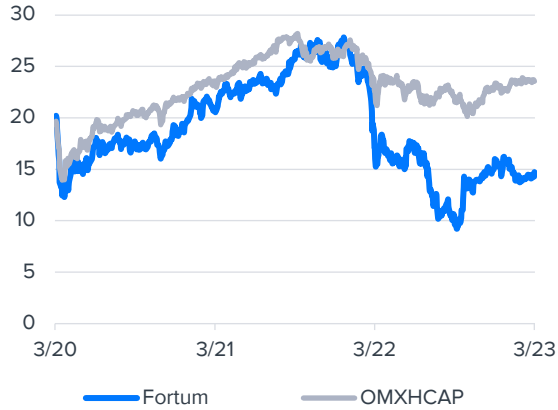
Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Uusi ohjeistus)

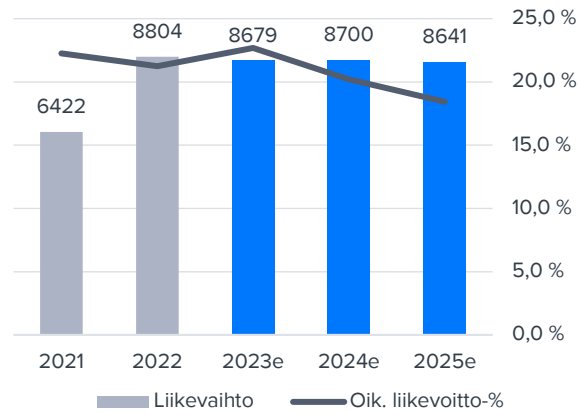
Generation-segmentin suojaukset pohjoismaiselle tuotannolle: vuodeksi 2023 noin 75 % hintaan 58 €/MWh ja vuodeksi 2024 noin 45 % hintaan 42 €/MWh.

Osakekurssi



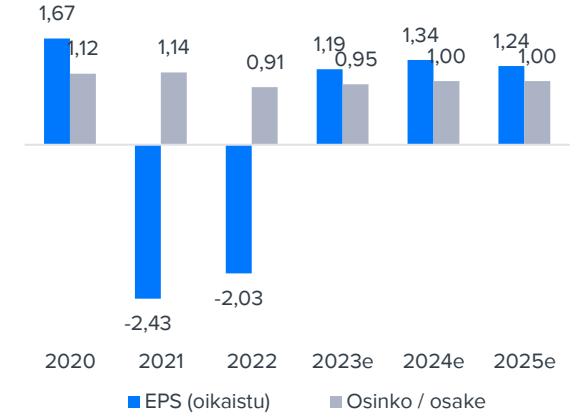
Lähde: Millistream Market Data AB

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



Arvoajurit

- Onnistunut irtautuminen Venäjältä
- Sijoitusprofiilin parantuminen ja riskiprofiilin laskeminen rahoitustilanteen selkeytyessä
- Korkea sähkön hinta mahdollistaa kestäessään erinomaiset tulostasot
- Operatiivisen tehokkuuden parantaminen
- Strategian mukaisissa investoinneissa ja divestoinneissa onnistuminen



Riskitekijät

- Venäjän liiketoimintaa liittyvät alaskirjausriskit, jotka voivat johtaa myös taseongelmiin
- Energiapolitiikan, toimialan sääntelyn ja verotuksen kehitys
- Sähkön hinnan lasku heijastuisi tulokseen suojauksista huolimatta
- Valtio-omistajaan liittyvät riskit
- Velkojen uudelleenjärjestelyssä onnistuminen

Arvostustaso	2023e	2024e	2025e
Osakekurssi	14,6	14,6	14,6
Osakemäärä, milj. kpl	897,3	897,3	897,3
Markkina-arvo	13127	13127	13127
Yritysarvo (EV)	14451	13602	12872
P/E (oik.)	12,3	10,9	11,8
P/E	10,4	9,4	10,1
P/Kassavirta	6,1	8,2	8,9
P/B	1,6	1,5	1,4
P/S	1,5	1,5	1,5
EV/Liikevaihto	1,7	1,6	1,5
EV/EBITDA (oik.)	5,3	5,4	5,4
EV/EBIT (oik.)	7,3	7,7	8,1
Osinko/tulos (%)	67,8 %	64,7 %	69,1 %
Osinkotuotto-%	6,5 %	6,9 %	6,9 %

Lähde: Inderes

Vahva suoritus Generation-segmentiltä

Operatiivinen tulos ylitti selvästi odotukset

Fortumin vertailukelpoinen käyttökate ja liikevoitto olivat Q4:llä 895 MEUR ja 744 MEUR. Luvut ylittivät selvästi omat ennusteemme (697 MEUR ja 553 MEUR) sekä konsensuksen. Syy reippaaseen tulosylitykseen löytyy Generation-segmentistä, joka teki Q4:llä olosuhteisiin nähden erinomaisen tuloksen. Generation-segmentin vertailukelpoinen liikevoitto oli Q4:llä 650 MEUR, kun oma ennusteemme oli vain 447 MEUR. Suurin syy tähän oli Generation-segmentin saavuttama 80,5 €/MWh sähkönhinta, mikä oli merkittävästi korkeampi kuin oma ennusteemme (72 €/MWh, konsensus 73,2 €/MWh). Saavutettua tasoa voidaan pitää erinomaisena huomioiden, että Q3:n lopussa 80 % loppuvuoden arvioidusta sähkömyynnistä oli suojattu tasolle 49 €/MWh.

Fortum kertoikin onnistuneensa fyysisessä optimoinnissa ”erittäin hyvin”, mikä selittää asiasta osan. Toinen selitys lienee se, että hintaero Ruotsissa systeemihinnan ja SE2-alueen spot-hinnan (Sundsvall) välillä kapeni merkittävästi raportointijaksolla edellisiin neljänneksiin verrattuna. Kun lisäksi SE2-aluehinnan tuotteiden likviditeetti oli

edelleen vähäinen, jäi SE2-alueen suojausaste alemmaksi kuin systeemihinnan suojausaste, ja tällä oli positiivinen vaikutus saavutettuun sähkönhintaan. Myös volyymit olivat hieman ennakoimaamme suurempia, mikä vahvisti edelleen poikkeamaa.

Muiden segmenttien osalta kvartaali sujui suunnilleen odotuksiemme mukaisesti. Kokonaisuudessaan Fortumin Q4-tulos olikin operatiivisesti erittäin vahva, mutta raportoitu tulos oli jälleen sekasotku.

Raportoidussa tuloksessa oli paljon liikkuvia osia

Fortumin raportoitu tulos oli odotetusti heikko, ja osakekohtainen tulos -0,68 € osui kohtuullisesti ennusteeseemme (-0,63 €). Tuloksen sisällä poikkeamia oli kuitenkin paljon, ja vertailukelpoisuuteen liittyvät erät olivat lopulta yhteensä -1397 MEUR liikevoittotasolla. Venäjän alaskirjaukset osuivat odotetuille riveille, mutta lisäksi tulos sisälsi -808 MEUR:n suojauslaskennan ulkopuolisten johdannaisten käyvän arvon muutosten seurauksena. Näillä ei käytännössä ole väliä operatiivisen kehityksen osalta. Toisaalta Fortumin verot olivat Q4:llä 948 MEUR positiiviset tulovero-oikaisun takia, missä taustalla on Irlannissa kirjatun

746 MEUR:n kertaluontoinen verovaikutus johtuen pääosin seurausta Uniperin myynnistä syntyneistä valtavasta tappiosta.

Venäjää eriytetään myös tunnusluvuissa

Fortum alkoi raportoidaan uutta tunnuslukua, joka on vertailukelpoinen osakekohtainen tulos ilman Venäjää. Tämä oli Q4:llä 0,42 euroa (Q4'21: 0,34 €) ja 1,21 euroa koko viime vuonna (2021: 0,96 €). Tämä kuvaa Fortumin ydinliiketoiminnan tulokuntoa ja on raportoitua lukua relevantimpi myös siinä mielessä, että Venäjältä rahavirtoja ei tällä hetkellä saada pois. Tämän takia pyrimme tekemään vastaavia oikaisuja myös Fortumin ennusteissamme.

Fortum perusti tähän tunnuslukuun myös osinkoehdotuksensa, joka oli 0,91 €/osake ylittäen voimakkaasti ennusteemme 0,38 €/osake. Päivitetyt osinkopolitiikan mukaan osingonjakosuhte on 60-90 % vertailukelpoisesta osakekohtaisesta tuloksesta. Nyt ehdotettu osinko vastaa 75 % jatkuvien toimintojen vertailukelpoisesta osakekohtaisesta tuloksesta 1,21 euroa (ilman Venäjän liiketoimintoja). Osinko maksetaan kahdessa erässä Q2:lla ja Q4:lla.

Ennustetualukko	Q4'21	Q4'22	Q4'22e	Q4'22e	Konsensus		Erotus (%)		2022
MEUR / EUR	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Tot. vs. inderes	Toteutunut	
Liikevaihto	2171	2736	2591	2752	2449	- 4113	6 %	8659	
Vertailukelp. käyttökate	673	895	697	775	317	- 949	28 %	2238	
Vertailukelp. liikevoitto	520	744	553	612	107	- 782	35 %	1679	
Liikevoitto (raportoitu)	548	-653	3	-	-	-	-	1933	
EPS (raportoitu)	0,95	-0,68	-0,63	-	-	-	8 %	-2,65	
Liikevaihdon kasvu-%	-	26 %	19,3 %	27 %	13 %	- 89 %	6,7 %-yks.	37,1 %	
Vert. liikevoitto-%	24,0 %	27,2 %	21,3 %	22,2 %	4,4 %	- 19,0 %	5,9 %-yks.	19,4 %	

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

Toimitusjohtajan haastattelu



Tase on sinänsä kunnossa, mutta tekemistä on edelleen

Nettovelka on jo maltillinen ja likvideetti kunnossa

Fortumin rahoitusnettovelka oli vuoden lopussa vain 1,1 miljardia euroa, mikä on sinänsä erittäin maltillinen määrä liiketoiminnalle, joka teki 2,4 miljardin euron vertailukelpoisen käyttökatteen vuonna 2022.

Tässäkin on todennäköisesti kuitenkin järkevämpää seurata tunnuslukuja ilman Venäjää (josta raha ei liiku), mutta ilman Venäjääkin rahoitusnettovelka / vertailukelpoinen käyttökatte oli vain 0,6x. Tässä mielessä nettovelkaantuminen on erittäin pientä ja tase on hyvässä kunnossa. Tilannetta tietysti paransi voimakkaasti se, että joulukuun lopussa yhtiö sai kotiutettua Uniperista noin 4,5 miljardia euroa.

Samalla kun nämä rahat tulivat, Fortumin likvideettihuolet loppuivat. Kassassa oli vuoden lopussa 3,9 miljardia euroa, kun yhtiö oli jo vähentänyt limiittejä. Yhtiö on maksamassa takaisin Solidiumilta syyskuussa nostetun 350 MEUR:n korkeakorkoisen lainan takaisin heti maaliskuussa, ja samalla 2350 MEUR:n siltarahoitusjärjestelmä puretaan. Jäljelle jää kuitenkin 1%:n diluutio

osakekannassa, joka oli järjestelyn ehtona.

Velkamarkkinoille pääsy on silti tärkeää

Korollista velkaa Fortumilla on silti edelleen reilusti, yhteensä 7,8 miljardia euroa. Silmiinpistävää on, että velasta vuonna 2023 erääntyvää on yli 4 miljardia euroa, minkä takia velkojen uudelleenrahoittaminen on edessä pian. Osassa lainaa on optio siirtää maksua ja käyttämätöntä luottolimiittiä Fortumilla on runsaasti (7,2 mrd. euroa tai 5,2 mrd. ilman Solidiumia), joten tilanne ei ole hälyttävä, mutta velkamarkkinoille takaisinpääsy on silti tärkeää. Liiketoimintaa ei voi kehittää ilman pääsyä kohtuuhintaiseen ja kestäväan rahoitukseen.

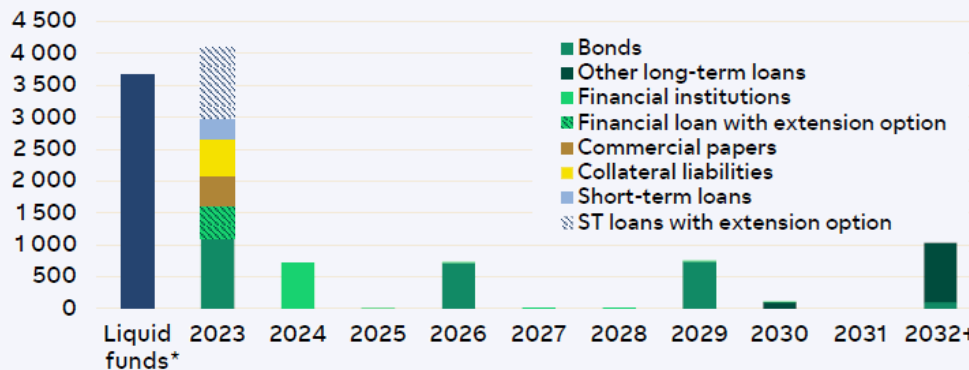
Osittain tähän liittyy myös paine strategiauudistukseen ja Venäjän eriyttämiseen, koska luottoluokittajat haluavat tietää yhtiön uuden suunnan ennen arvioitaan. Tämän jälkeen tien velkamarkkinoille pitäisi helpottua, ja yhtiön koholla olleen rahoitusriskin pitäisi normalisoitua. Nettovakuussaaminen oli vuoden lopussa 2255 MEUR eli vakuuksista on jo kotiutunut paljon rahaa.

Tase olisi voinut olla paremmassakin kunnossa, mutta liiketoiminnan rahavirta jäi Q4:llä ennusteitamme vaisummaksi (607 MEUR). Silti tase on jälleen järkevässä kokoluokassa ja suurimmat huolet ovat poissa Uniper-rahojen saavuttua.

Taloudellisia tavoitteita päivitettiin

Fortum päivitti strategian yhteydessä myös taloudelliset tavoitteensa varmistaakseen vähintään BBB-luottoluokituksen ja tulevaisuuden kasvuun vaadittavan taloudellisen joustavuuden. Uusi pitkän aikavälin vertailukelpoinen rahoitusnettovelan ja käyttökatteen suhde on 2,0-2,5x. Tällä hetkellä taso on siis noin 0,6x ilman Venäjää, joten nettovelan määrä on kaukana tavoitteesta. Silti virallisesti Fortumin rahoitusasema on kuitenkin kunnossa silloin, kun luottoluokitukset on varmistettu, yhtiöllä on pääsy suhteellisen matalakorkoiseen velkaraan markkinoilla ja vuoden 2023 maturiteetti on purettu. Silti yhtiön riskiprofiili on mielestämme laskenut merkittävästi, emmekä odota edellä mainittujen asioiden kanssa oleellisia ongelmia.

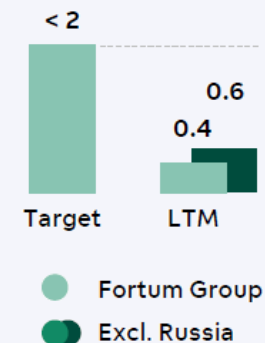
Fortumin velkojen maturiteetti (MEUR, 2022 lopussa)



Lähde: Fortum tilinpäätösesitys

*Likvidit varat ilman Venäjää

Velkavipu tavoite ja nykytaso



● Fortum Group
● Excl. Russia

Pieniä positiivisia ennustemuutoksia vahvan tuloksen jälkeen

Positiivista kehitystä suojaushinnoissa

Fortumin näkymät keskittyvät Generation-segmenttiin, joka vastaa käytännössä koko konsernin tuloksesta. Generation-segmentin suojaukset pohjoismaiselle tuotannolle olivat vuoden vaihteessa seuraavat: vuodeksi 2023 noin 75 % hintaan 58 €/MWh (Q3'22: 65 % hintaan 49 €) ja vuodeksi 2024 noin 45 % hintaan 42 €/MWh (Q3'22: 40 % hintaan 38 €). Suojaustasot olivat suunnilleen odotuksiemme mukaisia, mutta hinnat olivat nousseet hieman ennakoimaamme nopeammin. Tämä nosti hieman ennusteitamme, vaikka muissa segmenteissä muutokset olivat marginaalisia. Raportoidut suojausasteet perustuvat segmentin suojauksiin ja sähköntuotannon ennusteisiin, eikä niiden pohjalta tiedetä kvartaaleittain osuvia suojauksia.

Investointien ilman yritysostoja Fortum arvioi olevan noin 700 MEUR vuonna 2023 ilman Russia-segmenttiä. Arvio sisältää vuosittaiset kunnossapitoinvestoinnit, joiden arvioidaan olevan noin 300 MEUR eli selkeästi alle poistojen tason (Inderes 2023e: 576 MEUR). Tämä tarkoittaa, että rahavirtaprofiilin pitäisi olla hyvä. Lisäksi odotamme

edelleen käyttöpääoman vapautumista suojauksista, mitä laskeneen sähkön hinnan pitäisi tukea. Lisäksi epäilemme Fortumin etenevän investoinneissaan lähiaikoina varovaisesti, joten ennustamme lähivuosien vapaiden rahavirtojen olevan runsaita.

Fortum päivitti myös verotusta koskevan ohjeistuksensa ottamalla huomioon Suomen energia-alaa koskevan väliaikaisen windfall-verolain, jonka eduskunta hyväksyi 27.2.2023. Vaikutus jää yhtiön arvion mukaan pieneksi: vuonna 2023 vertailukelpoisen efektiivisen tuloverokannan odotetaan olevan tasolla 21-24 %, mikä on vain hieman ”normaalia” tasoa korkeampi. Käytännössä vero jää siis erittäin pieneksi kokonaisuuden kannalta, jos se oikeasti jää väliaikaiseksi.

Suurimmat muutokset osinkoennusteissa

Suurimmat ennustemuutokset kohdistuivat osinkoennusteisiimme, kun Fortumin osinkoehdotus yllätti positiivisesti ja kommentit rahoitustilanteen vakautumisesta indikoivat myös tulevaisuuden olevan turvattu. Päivitetyt osinkopolitiikan mukaan osingonjakosuhte on 60-90 % vertailukelpoisesta

osakekohtaisesta tuloksesta (nykyisessä tilanteessa ilman Venäjää). Mielestämme huomionarvoista on, ettei yhtiön johto lupailut enää kasvavaa tai edes vakaata osinkoa, vaan jatkossa osinkoa maksetaan operatiivisen tuloksen pohjalta yhtiön taloudellinen tilanne huomioiden. Fortumin tulos on jatkossa yhä riippuvaisempi sähkön hintatasosta Pohjoismaissa, jolloin tulokset elävät sähkömarkkinan mukana. Näin ollen on loogista, ettei varsinkaan nykytilanteessa (ei oleellista puskuria) sitouduta kiinteisiin osinkotasoihin.

Ennustamme jatkossa osakekohtaista tulosta ilman Venäjää

Olemme tehneet ennusteisiimme myös yhden rakenteellisen muutoksen, joka näkyy oikaistussa liikevoitossa ja osakekohtaisessa tuloksessa (EPS ilman kertaeriä). Venäjä on edelleen mukana raportoiduissa luvuissa, koska se on osa Fortum-konsernia toistaiseksi, mutta olemme oikaisseet Venäjän liikevoiton. Näin oikaistut luvut kuvastavat kohtuullisesti Fortumin operatiivista tulosta ilman Venäjää. Pääosin tämän Venäjän kontribuution poistumisen takia oikaistut luvut laskivat ennusteissa, vaikka muuten muutokset olivat lievästi positiivisia.

Ennustemuutokset	2022e	2022	Muutos	2023e	2023e	Muutos	2024e	2024e	Muutos
MEUR / EUR	Inderes	Toteutunut	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	8659	8804	2 %	8559	8679	1 %	8659	8700	0 %
Käyttökate	2492	1843	-26 %	2653	2739	3 %	2545	2534	0 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	1679	1871	11 %	2077	1970	-5 %	1956	1759	-10 %
Liikevoitto	1933	1277	-34 %	2077	2163	4 %	1956	1950	0 %
Tulos ennen veroja	1537	455	-70 %	1792	1908	6 %	1670	1783	7 %
EPS (ilman kertaeriä)	-2,93	-2,03	31 %	1,32	1,19	-10 %	1,44	1,34	-7 %
Osakekohtainen osinko	0,38	0,91	139 %	0,57	0,95	67 %	1,10	1,00	-9 %

Strategiassa palataan kotiin

Uusi strategia ei sisältänyt suuria yllätyksiä

Fortumin uuden strategian painopisteitä ovat luotettavan puhtaan energian toimittaminen ja teollisuuden hiilidioksidipäästöjen vähentäminen Pohjoismaissa. Fokus on siis vahvasti pohjoismaissa ja erityisesti vesi- ja ydinvoimassa. Tästä saamme vahvistusta uusista liiketoimintarakenteesta, jossa on erikseen Hydro- ja Nuclear Generation -alueet. Tukena on odotetusti uusiutuvia (tuuli- ja aurinkoenergia) omassa liiketoiminnassaan.

Teollisuuden hiilidioksidipäästöjen vähentäminen ei ollut varsinaisesti odotuksissamme, mutta ennakoimme strategian sisältävän ”vihreän kulman”. Lisäksi yksinkertaisimmillaan tämäkin tarkoittaa vain, että teollisuusasiakas ostaa Fortumilta päästötöntä energiaa laskien samalla omaa hiilijalanjälkeään ilmastotavoitteisiinsa pääsemiseksi. Fortum ja asiakas voisivat lukita hinnan pitkälle tulevaisuuteen, jolloin molempien liiketoiminta olisi ennakoitavampaa. Toki yhteistyö voi tarkoittaa monimutkaisempia

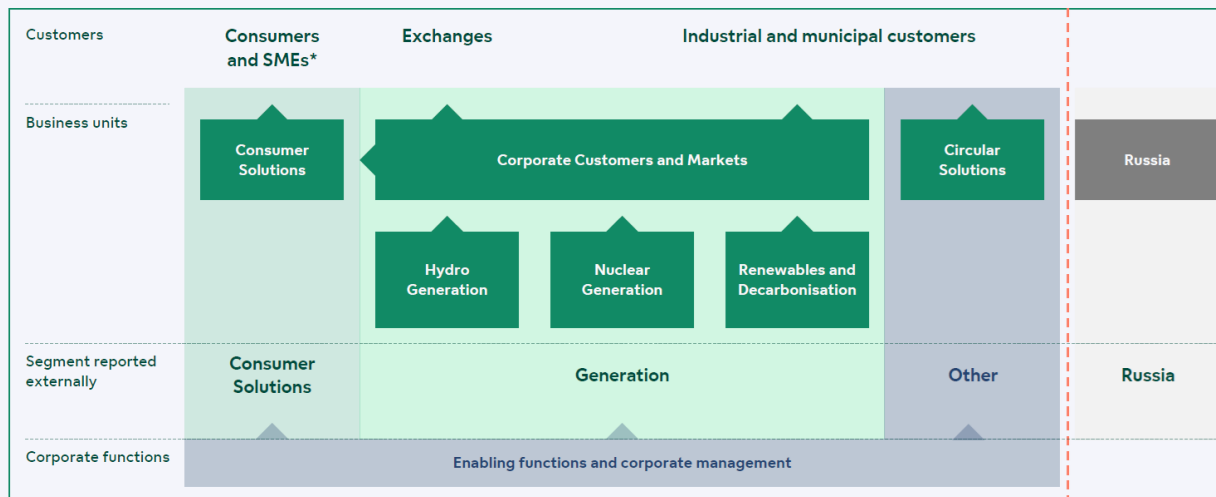
yhteistyöhankkeita tai investointeja, mutta Fortum ei kuitenkaan lähde kauas omasta ytimestään. Vihreää kulmaa täydentää aiempaa tiukemmat vastuullisuus- ja ilmastotavoitteet. Isossa kuvassa strategia oli siis odotettu ”paluu kotiin” ja aiempaan ydinliiketoimintaan Uniperin ja Venäjän aiheuttamien massiivisten pettymyksen jälkeen. Tämä laskee merkittävästi Fortumin riskiprofilia silmissämme.

Fokus on nyt selkeä

Vuonna 2022 Fortumin pohjoismainen vesi- ja ydinvoimat tuotanto oli 45 terawattituntia, mikä vastasi lähes 90 % konsernin käyttökatteesta (ilman Venäjää). Lisäksi Fortumin liiketoimintoja ovat tuuli- ja aurinkoenergia, kaukolämpö ja - kylmä, sähkön vähittäismyynti, sekä kiertotalouteen liittyvät toiminnot. Venäjältä pyritään irtautumaan heti kun se on mahdollista, mutta tämä vaatinee edelleen aikaa. Yhtiö on kuitenkin selvästi leikannut Venäjän pois strategiasta, mikä on hyvin ymmärrettävää.

Fortum on päivittänyt taloudelliset tavoitteensa, joista käsitelimme jo velkaantuneisuuden ja osinkopolitiikan. Lisäksi Fortum tavoittelee vuosina 2023-2025 hallittua kasvua puhtaassa energiassa. Investoinnit tällä ajanjaksolla ovat yhtiön mukaan enintään noin 1,5 miljardia euroa. Uusien investointien vähimmäistuottovaatimus on pääomakustannusten projektikohtainen painotettu keskiarvo (WACC) + 150-400 korkopistettä.

Tuottovaatimukset ovat nousseet hieman aiemmasta (aik. 100-200 korkopistettä), ja yhtiö korosti muutenkin tarkkuutta, kärsivällisyyttä ja riskienhallintaa investoinneissa. Pääomakustannukset ovat nousussa joka tapauksessa, joten meille vaatimukset ja kommentit tarkoittavat tiukkaa seula tulevaisuuden investoinneissa. Mahdollisuuksia on varmasti lähivuosina tulossa, mutta lyhyellä aikavälillä odotamme Fortumin investointien olevan maltillisia ja yhtiön keskittyvän erityisesti rahoitusaseman vahvistamiseen (ml. velkamarkkinoille pääsy).



* SMEs=small- and medium-size enterprises

Raportointi on muuttumassa

Lisäksi Fortum sitoutuu aiempaa tiukempiin vastuullisuus- ja ilmastotavoitteisiin: toiminnasta hiilineutraalia vuoteen 2030 mennessä, hiilestä luovutaan vuoden 2027 loppuun mennessä ja hiilidioksidin ominaispäästöille asetetaan tavoite. Lisäksi Fortum sitoutuu SBTi-tavoitteeseen (1,5 °C) ja asettaa biodiversiteettitavoitteet.

Lisätietoa Fortumin strategiasta löytyy yhtiön [tiedotteesta](#) ja [toimitusjohtajan haastattelusta](#).

Fortumin raportointirakenne on muuttumassa

Fortum uudistaa samalla taloudellista segmenttiraportointiaan vastaamaan uutta liiketoimintarakennetta ja yhtiön strategiaa. Vuoden 2023 alusta alkaen Fortum raportoi taloudellisesta tuloksestaan seuraavilla segmenteillä:

- Generation-segmentissä ovat Hydro Generation-, Nuclear Generation-, Corporate Customers and Markets- sekä Renewables and Decarbonisation -liiketoimintayksiköt. Segmentin vertailukelpoinen liikevoitto oli vuonna 2022 noin 1,6 miljardia euroa.
- Consumer Solutions -segmentti sisältää Consumer Solutions -liiketoiminnot. Segmentin vertailukelpoinen liikevoitto oli vuonna 2022 noin 100 MEUR.
- Muut toiminnot -segmentissä ovat Circular Solutions -liiketoimintayksikkö, Innovation and Venturing -toiminnot, liiketoimintoja palvelevat konsernitoiminnot ja konsernijohto. Segmentin vertailukelpoinen liikevoitto oli vuonna 2022 noin -130 MEUR.

- Fortum raportoi Venäjän liiketoimintansa toistaiseksi erillisenä segmenttinä, kuten aiemminkin. Fortum korosti kuitenkin, että yhtiö on sitoutunut poistumaan Venäjän markkinoilta, ja liiketoimintojen myyntiprosessi on käynnissä. Venäjän toiminnot toimivat itsenäisesti ja niillä on yhtiön mukaan esimerkiksi erilliset IT-järjestelmät. Hallinnointi on eriytetty tukemaan käynnissä olevaa poistumisvaihetta ja varmistamaan samalla sovellettavien lakien ja määräysten, myös pakotteiden, noudattamisen.

Fortum kertoi julkaisevansa segmenttien oikaistut taloudelliset tiedot vuodelta 2022 neljännesvuosittain ennen Q1'23-tulosten julkaisemista 11.5.2023. Tulemme huomioimaan uuden raportointirakenteen sen jälkeen, kun saamme vertailukelpoiset luvut. Toistaiseksi analyysi noudattaa siis vanhaa raportointirakennetta.

Arvostus on maltillinen Venäjän painovoiman alla

Pohjimmiltaan pohjoismainen

Fortumin pohjoismaisen vesi- ja ydinvoiman omaisuuseriin nähden tämän hetken reilun 13 miljardin euron markkina-arvoa on edelleen erittäin alhainen. Koko sektoria hinnoitellaan maltillisesti, mikä on ymmärrettävää Euroopan painuttua juuri energiakriisin keskiössä ja poliitikkojen suunnitellessa sektorille lisäveroja ja hintakattoja. Lisäksi Fortumin rasitteena on edelleen Russia-segmentti, jonka tulokontribuutio on nyt kuitenkin pyritty eliminoimaan oikaistuissa luvuissa (ja sitä kautta oikaistuissa kertoimissa). Venäjältä poistuminen on arviomme mukaan äärimmäisen hankalaa, kun kauppa vaatii käytännössä paikallisen presidentin leiman.

Fortumin riskiprofiili on mielestämme laskenut merkittävästi uuden strategian keskittyessä odotuksiemme mukaisesti Pohjoismaihin. Pian myös velkamarkkinoiden pitäisi aueta Fortumille, minkä jälkeen velat voidaan uudelleen järjestellä ja rahoitustilanteeseen liittyvät epävarmuudet poistuvat. Likviditeettitilanne on jo kunnossa ja yhtiön korkea osinkoehdotus indikoi, että yhtiö pitää taloudellista tilannetta jo turvattuna (tosin yhtiö maksoi suuren osingon myös ennen viime vuoden kriisiä). Osinko on nyt myös merkittävä tekijä osa tuotto-odotuksessa.

Kokonaisuudessaan Q4-raportti ja uusi strategia kasvattivat kuitenkin merkittävästi luottamustamme Fortumin suunnasta, ja sitä kautta riskiprofiili on mielestämme laskenut merkittävästi. Yhtiö siirtyikin riskiluokituksessamme yhden pykälän alemmalle tasolle, mikä heijastuu myös tuottovaatimukseemme. Yksi riski on kuitenkin kasvanut strategian mukana, ja tämä on riippuvuus sähkön hintakehityksestä.

Arvostuskuva on varsin houkutteleva

Poikkeuksellisten vaiheiden jälkeen Fortum teki 1,21 euron oikaistun osakekohtaisen tuloksen ilman

Venäjää vuonna 2022. Pienien ennustetarkistuksen jälkeen odotamme nyt vuodelta 2023 käytännössä vastaavaa osakekohtaista tulosta (ennuste 1,19 €) ilman Venäjää, ja arviomme mukaan tämä on myös suhteellisen kestävä taso myös tulevaisuudessa. Tämä riippuu sähkömarkkinan kehityksestä, mutta hintojen laskettua voimakkaasti aiemmin yksipuolinen negatiivinen riski on muuttunut neutraalimmaksi.

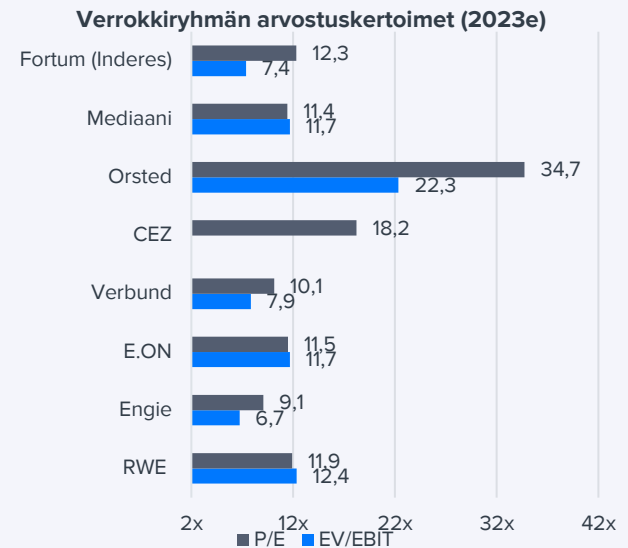
Vaikka Fortumilla on korollista velkaa reippaasti olosuhteisiin nähden (ei pääsyä velkamarkkinoille), nettovelkaa on vähän ja sitä kautta EV-kertoimilla Fortum on mielestämme erittäin houkuttelevasti hinnoiteltu. Lähivuosien EV/EBITDA-kertoimet ovat 5-6x ja EV/EBIT-kertoimet 7-8x. Kun Fortum palaa jälleen luottokelpoiseksi, pohjoismaiseksi energiayhtiöksi, näemme arvostuskertoimissa selvää nousupotentiaalia. Fortumin ESG-profiili olisi aivan erilainen ilman Venäjää.

Kassavirtoja on edelleen haastava ennustaa

Fortumin rahavirrat voivat edelleen heilua merkittävästi sähkön hinnan ja suojauskien vakuusvaatimusten mukana, mutta lähivuosina odotamme taseen purkautuvan positiivisella tavalla. Konsernitaseen normalisoitumisen jälkeen kassavirtalaskelman antaa jälleen järkevän tuloksen, ja DCF-laskelmamme antaa osakkeen arvoksi noin 17-18 euroa. Olemme laskeneet Fortumin oman pääoman tuottovaatimuksen 8,2 %:in (aik. 9,6 %) riskiprofiilin normalisoituessa. Samalla olemme kuitenkin pyrkineet eliminoimaan DCF-laskelmastamme Venäjän liiketoiminnan rahavirran, joka ei tällä hetkellä liiku Fortumin kassaan kuitenkaan. Tämä tarkoittaa lähivuosille reilun 250 MEUR:n negatiivista oikaisua rahavirtoihin, mikä on karu arvio Venäjän liiketoiminnan tuottamasta rahavirrasta. Lisäksi olemme pienentäneet oletettu velkavipua.

Arvostustaso	2023e	2024e	2025e
Osakekurssi	14,6	14,6	14,6
Osakemäärä, milj. kpl	897,3	897,3	897,3
Markkina-arvo	13127	13127	13127
Yritysarvo (EV)	14451	13602	12872
P/E (oik.)	12,3	10,9	11,8
P/E	10,4	9,4	10,1
P/Kassavirta	6,1	8,2	8,9
P/B	1,6	1,5	1,4
P/S	1,5	1,5	1,5
EV/Liikevaihto	1,7	1,6	1,5
EV/EBITDA (oik.)	5,3	5,4	5,4
EV/EBIT (oik.)	7,3	7,7	8,1
Osinko/tulos (%)	67,8 %	64,7 %	69,1 %
Osinkotuotto-%	6,5 %	6,9 %	6,9 %

Lähde: Inderes

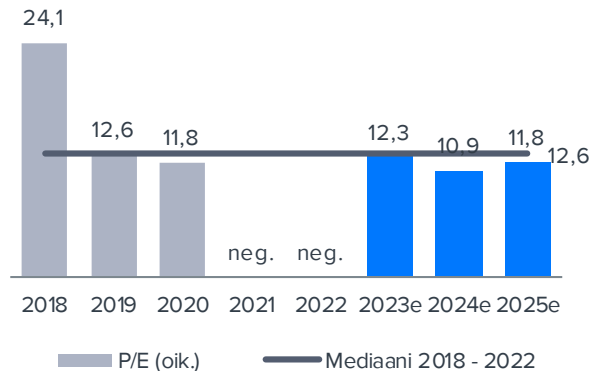


Arvostustaulukko

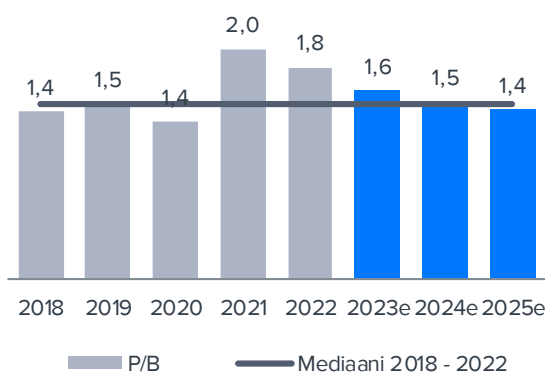
Arvostustaso	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
Osakekurssi	19,1	22,0	19,7	27,0	15,5	14,6	14,6	14,6	14,6
Osakemäärä, milj. kpl	888,4	888,3	888,4	888,3	897,3	897,3	897,3	897,3	897,3
Markkina-arvo	16968	19542	17501	23975	13943	13127	13127	13127	13127
Yritysarvo (EV)	16805	18665	25567	32676	16661	14451	13602	12872	12245
P/E (oik.)	24,1	12,6	11,8	neg.	neg.	12,3	10,9	11,8	11,6
P/E	20,1	13,2	9,6	32,4	neg.	10,4	9,4	10,1	9,9
P/Kassavirta	10,0	46,5	neg.	25,8	1,6	6,1	8,2	8,9	9,6
P/B	1,4	1,5	1,4	2,0	1,8	1,6	1,5	1,4	1,4
P/S	3,2	3,6	0,4	3,7	1,6	1,5	1,5	1,5	1,5
EV/Liikevaihto	3,2	3,4	0,5	5,1	1,9	1,7	1,6	1,5	1,4
EV/EBITDA (oik.)	10,0	11,0	9,5	6,7	9,0	5,3	5,4	5,4	5,2
EV/EBIT (oik.)	17,0	15,7	19,0	22,9	8,9	7,3	7,7	8,1	7,7
Osinko/tulos (%)	115,9 %	66,0 %	54,6 %	137,0 %	neg.	67,8 %	64,7 %	69,1 %	85,0 %
Osinkotuotto-%	5,8 %	5,0 %	5,7 %	4,2 %	5,9 %	6,5 %	6,9 %	6,9 %	8,5 %

Lähde: Inderes

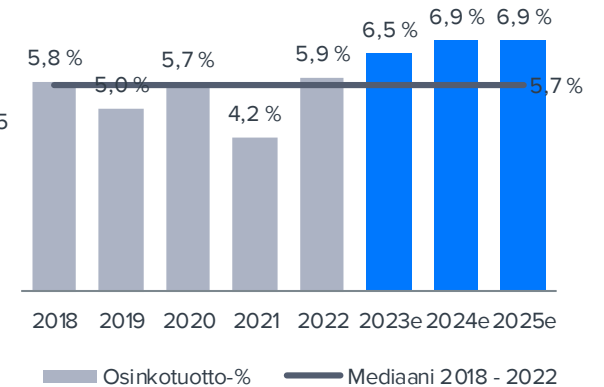
P/E (oik.)



P/B



Osinkotuotto-%



Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
Yhtiö	MEUR	MEUR	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e
RWE	26460	45608	12,4	13,2	7,7	8,1	11,9	13,8	2,4	2,4	1,4
Engie	33125	48925	6,7	6,3	4,0	3,8	9,1	8,3	7,8	8,3	0,9
E.ON	26558	53665	11,7	11,9	7,2	7,1	11,5	11,6	5,3	5,5	1,8
Verbund	26994	31257	7,9	8,4	7,0	7,6	10,1	11,2	5,1	4,6	3,2
EDF	45953	87402	12,7	10,3	4,8	4,2	11,4	8,3	4,0	4,1	1,0
CEZ	24183						18,2	13,7	7,0	5,2	3,2
Enel	52867	85442	6,8	6,5	4,2	4,1	8,9	8,4	8,1	8,2	1,4
Uniper	22756	23469		46,2	25,7	13,9		21,3		0,3	1,8
Orsted	34251	38353	22,3	17,9	12,2	10,5	34,7	26,4	2,4	2,5	2,8
Fortum (Inderes)	13127	14451	7,3	7,7	5,3	5,4	12,3	10,9	6,5	6,9	1,6
Keskiarvo			11,5	15,1	9,1	7,4	14,5	13,7	5,2	4,6	1,9
Mediaani			11,7	11,1	7,1	7,3	11,4	11,6	5,2	4,6	1,8
Erotus-% vrt. mediaani			-37 %	-30 %	-26 %	-27 %	7 %	-6 %	26 %	51 %	-8 %

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

Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2021	Q1'22	Q2'22	Q3'22	Q4'22	2022	Q1'23e	Q2'23e	Q3'23e	Q4'23e	2023e	2024e	2025e	2026e
Liikevaihto	6422	2162	1754	2152	2736	8804	2435	1893	1946	2405	8679	8700	8641	8733
<i>Generation</i>	2869	701	715	894	1345	3655	1103	1023	916	1303	4345	4220	3929	3920
<i>City Solutions</i>	1302	390	229	254	409	1282	386	244	282	456	1368	1369	1386	1416
<i>Consumer Solutions</i>	2622	1168	856	1094	1460	4578	1072	708	899	1197	3876	3959	4044	4131
<i>Russia</i>	906	223	218	261	328	1030	230	212	220	264	926	926	926	926
<i>Uniper</i>	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<i>Other</i>	138	35	34	34	33	136	35	34	34	33	135	139	137	139
<i>Eliminations</i>	-1415	-355	-298	-385	-839	-1877	-391	-328	-404	-847	-1970	-1913	-1781	-1799
Käyttökate	4913	386	901	1058	-502,0	1843	766	619	496	859	2739	2534	2364	2356
<i>Poistot ja arvonalennukset</i>	-587	-140	-134	-141	-151	-566	-145	-142	-142	-147	-576	-584	-581	-579
Liikevoitto ilman kertaeriä	1429	388	318	420	745	1871	572	439	312	647	1970	1759	1594	1590
Liikevoitto	4326	246	767	917	-653	1277	621	477	354	712	2163	1950	1783	1777
<i>Generation</i>	1123	275	300	375	650	1600	550	488	323	595	1955	1764	1586	1577
<i>City Solutions</i>	135	48	-36	-16	32	28	34	-32	-7	56	51	35	26	29
<i>Consumer Solutions</i>	52	35	21	17	24	97	19	13	26	26	84	80	102	104
<i>Russia</i>	261	61	57	67	75	260	49	38	41	65	193	191	189	187
<i>Uniper</i>	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<i>Other</i>	-142	-31	-24	-23	-36	-114	-30	-30	-30	-30	-120	-120	-120	-120
<i>Items affecting comparability</i>	2897	-142	449	497	-1398	-594	0	0	0	0	0	0	0	0
<i>Osuus osakkuusyhtiöiden tuloksesta</i>	168	-215	-79	-39	-296	-629	8	3	0	9	20	20	20	20
<i>Nettorahoituskulut</i>	-161	59	499	-141	-610	-193	-75	-60	-70	-70	-275	-187	-133	-106
Tulos ennen veroja	4333	90	1187	737	-1559	455	554	420	284	651	1908	1783	1671	1692
<i>Verot</i>	-325	-104	-150	-137	948	557	-181	-138	-94	-213	-625	-370	-347	-351
<i>Vähemmistöosuudet</i>	-23	-7	2	1	4	0	-7	2	0	-15	-20	-20	-21	-21
Nettotulos	739	-2222	-5686	6099	-607	-2416	366	284	190	423	1263	1393	1303	1319
EPS (oikaistu)	-2,43	-2,32	-6,84	6,24	0,88	-2,03	0,35	0,27	0,17	0,40	1,19	1,34	1,24	1,26
EPS (raportoitu)	0,83	-2,48	-6,34	6,80	-0,68	-2,69	0,41	0,32	0,21	0,47	1,41	1,55	1,45	1,47

Lähde: Inderes

Tase

Vastaavaa	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Pysyvät vastaavat	49399	12668	12829	12697	12812
Liikearvo	1021	0,0	0,0	0,0	0,0
Aineettomat hyödykkeet	1146	657	694	696	691
Käyttöomaisuus	19049	7266	7390	7506	7625
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	2461	1249	1249	1249	1249
Muut sijoitukset	6477	628	628	628	628
Muut pitkäaikaiset varat	17096	1935	1935	1685	1685
Laskennalliset verosaamiset	2149	933	933	933	933
Vaihtuvat vastaavat	100262	10974	8473	7136	7410
Vaihto-omaisuus	2275	465	477	478	475
Muut lyhytaikaiset varat	65500	1486	1486	1236	1236
Myyntisaamiset	24895	5104	3472	3045	2592
Likvidit varat	7592	3919	3038	2376	3106
Taseen loppusumma	149661	23642	21302	19833	20221

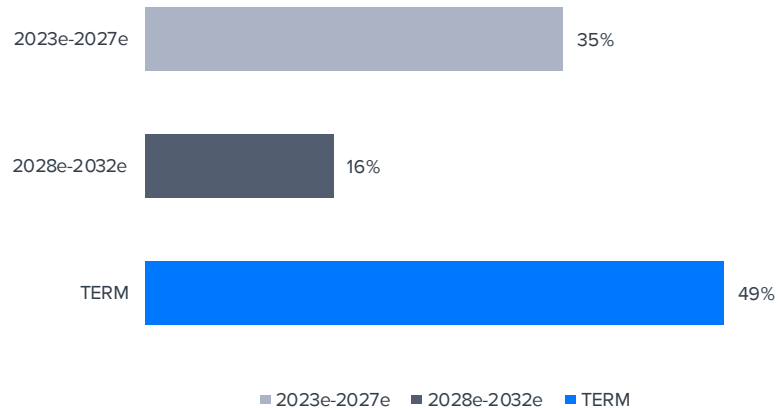
Lähde: Inderes

Vastattavaa	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Oma pääoma	13665	7737	8184	8720	9122
Osakepääoma	3046	3046	3046	3046	3046
Kertyneet voittovarot	10062	6467	6914	7450	7852
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	-977,0	-1843,0	-1843,0	-1843,0	-1843,0
Vähemmistöosuus	1534	67,0	67,0	67,0	67,0
Pitkäaikaiset velat	38070	5797	6196	5139	5139
Laskennalliset verovelat	827	152	152	152	152
Varaukset	10298	1097	1097	1097	1097
Lainat rahoituslaitoksilta	8701	3658	4057	3000	3000
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	18244	890	890	890	890
Lyhytaikaiset velat	97926	10108	6922	5974	5961
Lainat rahoituslaitoksilta	8519	4127	1453	1000	1000
Lyhytaikaiset korottomat velat	17462	2008	1996	2001	1988
Muut lyhytaikaiset velat	71945	3973	3473	2973	2973
Taseen loppusumma	149661	23642	21302	19833	20221

DCF-laskelma

DCF-laskelma	2022	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	37,1 %	-1,4 %	0,2 %	-0,7 %	1,1 %	1,0 %	1,0 %	1,0 %	1,0 %	1,0 %	1,0 %	1,0 %
Liikevoitto-%	14,5 %	24,9 %	22,4 %	20,6 %	20,3 %	20,0 %	19,5 %	19,0 %	18,5 %	18,0 %	18,0 %	18,0 %
Liikevoitto	1277	2163	1950	1783	1777	1764	1737	1710	1681	1652	1669	
+ Kokonaispoistot	566	576	584	581	579	581	590	598	606	613	619	
- Maksetut verot	1098	-625	-370	-347	-351	-349	-343	-338	-332	-326	-329	
- verot rahoituskuluista	-41	-65	-45	-34	-29	-29	-29	-29	-29	-29	-29	
+ verot rahoitustuotoista	0	7	6	6	7	8	8	8	8	8	8	
- Käyttöpääoman muutos	2189	1108	180	442	338	-7	-7	-8	-8	-8	-8	
Operatiivinen kassavirta	5089	3164	2305	2432	2321	1967	1955	1941	1926	1910	1930	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	-26555	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
- Bruttoninvestoinnit	33737	-737	-452	-695	-707	-707	-707	-707	-707	-707	-663	
Vapaa operatiivinen kassavirta	12271	2427	1853	1736	1613	1260	1248	1234	1219	1203	1267	
+/- Muut	-3428	-263	-258	-254	-249	-249	-249	-249	-249	-249	-249	
Vapaa kassavirta	8843	2164	1595	1483	1364	1011	999	985	970	954	1018	17306
Diskontattu vapaa kassavirta		2046	1410	1226	1055	731	675	623	573	527	526	8946
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta	18338	16292	14882	13656	12601	11870	11195	10572	9999	9472	8946	
Velaton arvo DCF		18338										
- Korolliset velat		-7785										
+ Rahavarat		3919										
+ Sijoitukset osakkuusyhtiöihin		1249										
- Vähemmistöosuus		-101										
- Osinko/pääomapalautus		0										
Oman pääoman arvo DCF		15621										
Oman pääoman arvo DCF per osake		17,4										
Pääoman kustannus (wacc)												
Vero-% (WACC)		21,0 %										
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)		25,0 %										
Vieraan pääoman kustannus		4,0 %										
Yrityksen Beta		1,20										
Markkinoiden riski-premio		4,75 %										
Likviditeetti-premio		0,00 %										
Riskitön korko		2,5 %										
Oman pääoman kustannus		8,2 %										
Pääoman keskim. kustannus (WACC)		6,9 %										

Rahavirranjakauma jaksottain



Yhteenveto

Tuloslaskelma	2020	2021	2022	2023e	2024e	Osakekohtaiset luvut	2020	2021	2022	2023e	2024e
Liikevaihto	49015	6422	8804	8679	8700	EPS (raportoitu)	2,05	0,83	-2,69	1,41	1,55
Käyttökate	2689	4913	1843	2739	2534	EPS (oikaistu)	1,67	-2,43	-2,03	1,19	1,34
Liikevoitto	1599	4326	1277	2163	1950	Operat. kassavirta / osake	1,75	1,23	5,67	3,53	2,57
Voitto ennen veroja	2199	4333	455	1908	1783	Vapaa kassavirta / osake	-8,69	1,05	9,86	2,41	1,78
Nettovoitto	1823	739	-2416	1263	1393	Omapääoma / osake	14,58	13,66	8,55	9,05	9,64
Kertaluontoiset erät	255	2897	-594	193	191	Osinko / osake	1,12	1,14	0,91	0,95	1,00
Tase	2020	2021	2022	2023e	2024e	Kasvu ja kannattavuus	2020	2021	2022	2023e	2024e
Taseen loppusumma	57810	149661	23642	21302	19833	Liikevaihdon kasvu-%	800 %	-87 %	37 %	-1 %	0 %
Oma pääoma	15577	13665	7737	8184	8720	Käyttökateen kasvu-%	59 %	83 %	-62 %	49 %	-7 %
Liikearvo	1069	1021	0	0	0	Liikevoiton oik. kasvu-%	13 %	6 %	31 %	5 %	-11 %
Nettovelat	8354	9628	3866	2473	1624	EPS oik. kasvu-%	-4 %	-245 %	-16 %	-159 %	12 %
Kassavirta	2020	2021	2022	2023e	2024e	Käyttökate-%	5,5 %	76,5 %	20,9 %	31,6 %	29,1 %
Käyttökate	2689	4913	1843	2739	2534	Oik. Liikevoitto-%	2,7 %	22,3 %	21,3 %	22,7 %	20,2 %
Nettokäyttöpääoman muutos	-785	-1365	2189	1108	180	Liikevoitto-%	3,3 %	67,4 %	14,5 %	24,9 %	22,4 %
Operatiivinen kassavirta	1556	1092	5089	3164	2305	ROE-%	14,1 %	5,9 %	-24,4 %	16,0 %	16,6 %
Investoinnit	-20567	-12840	33737	-737	-452	ROI-%	10,3 %	15,8 %	2,8 %	15,2 %	15,1 %
Vapaa kassavirta	-7721	929	8843	2164	1595	Omavaraisuusaste	26,9 %	9,1 %	32,7 %	38,4 %	44,0 %
						Nettovelkaantumisaste	53,6 %	70,5 %	50,0 %	30,2 %	18,6 %
Arvostuskertoimet	2020	2021	2022	2023e	2024e						
EV/Liikevaihto	0,5	5,1	1,9	1,7	1,6						
EV/EBITDA (oik.)	9,5	6,7	9,0	5,3	5,4						
EV/EBIT (oik.)	19,0	22,9	8,9	7,3	7,7						
P/E (oik.)	11,8	neg.	neg.	12,3	10,9						
P/B	1,4	2,0	1,8	1,6	1,5						
Osinkotuotto-%	5,7 %	4,2 %	5,9 %	6,5 %	6,9 %						

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

Inderes tai sen yhteistyökumppanit, joiden asiakkuuksilla voi olla taloudellinen vaikutus Inderesiin, voivat liikeytoiminnassaan pyrkiä toimeksiantosuhteisiin eri liikeyeenlaskijoiden kanssa Inderesin tai sen yhteistyökumppanien tarjoamien palveluiden osalta. Inderes voi siten olla suorassa tai epäsuorassa sopimussuhteessa tutkimuksen kohteena olevaan liikeyeenlaskijaan. Inderes voi yhdessä yhteistyökumppaneineen tarjota liikeyeenlaskijoille 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 €
3.3.2023	Lisää	16,50 €	14,63 €

Inderes yhdistää pörssiyritykset ja sijoittajat. Asiakkainamme on yli 400 pohjoismaista pörssiyritystä, jotka haluavat palvella sijoittajia tarjoamalla parempaa sijoittajaviestintää. Yhteisöömme kuuluu yli 70 000 aktiivista sijoittajaa.

Yhteiskunnallisena tavoitteenamme on demokratisoida tieto finanssimarkkinoilla.

Rakennamme pörssiyritysten tarpeisiin ratkaisuja, joiden avulla voidaan tehdä tehokasta ja oikeat kohderyhmät tavoitettavaa sijoittajaviestintää. Liikevaihdostamme suurin osa muodostuu pörssiyrityksiä asiakailta, joille tarjottavia päätuotteitamme ovat Tilausanalyysi, Virtuaalitapahtumaratkaisut (Flik), Yhtiökokousratkaisut sekä Teknologia- ja IR-ratkaisut.

Sijoittajayhteisölle tarjoamme palveluita, joiden avulla jäsenet voivat oppia ja kehittyä, tutustua muihin sijoittajiin sekä saada ajantasaista tietoa sijoituspäätösten tueksi.

Inderes on listattu Nasdaq First North markkinapaikalla ja toimii Suomessa, Ruotsissa, Norjassa ja Tanskassa.

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.**