

Uniper-omistuksen seuraava siirto lähenee?

- Fortumin tulosenustettavuus vuodelle 2022 on korkea, suojausasteista (mukaan lukien Uniper) ja Venäjän kapasiteettimaksuista tiedetyn ja lämpö- ja kuluttajaliiketoiminnan vakauden ansiosta. Vuoden 2022 tulosenusteilla lasketut arvostuskertoimet (P/E ~14, EV/EBITDA ~ 8) jättävät näkemyksemme mukaan nousuvaraa osingon korkeus ja yritysjärjestelyihin liittyvän positiivisen tulosenusteivaikutuksen mahdollisuus huomioiden. Näkemyksemme mukaan edelleen todennäköisin vaihtoehto on se, että Fortum hankkii Uniperin kokonaisuudessaan omistukseensa. Tavoitehintamme on muuttumaton 29,00 euroa ja toistamme LISÄÄ-suosituksen.**
- Q3-tulos.** Fortumin vertailukelpoinen liikevoitto (260 milj. euroa) Q3:lla ylitti selvästi ennusteemme (233) ja konsensuksen (203). Generation-divisioonan volyyymi (10,5 TWh) vastasi ennustettamme, mutta oli hieman ennustamaamme enemmän ydinvoimaan painottunut. Generation-divisioonan tukkumyynnin keskihinta (43,7 €/MWh) ylitti ennusteemme lähes kahdella eurolla. Russia-divisioonassa markkinahinnan nousu ja ruplan vahvistuminen enemmän kuin kompensoivat kapasiteettimaksujen (CSA) muutoksen tulosta heikentävän vaikutuksen. Liiketoiminnan rahavirta oli Q3:lla peräti 2274 milj. euroa. Rahavirran, yritysmyyntien kassavaikutukseen ja Uniperin Q3:lla merkittävästi alentuneen nettovelan seurauksena Fortumin oikaistu korollinen nettovelka Q3:n lopussa oli 4419 milj. euroa (Q2: 10016). Tase-ennusteemme pohjautuvat oletukseen Q3:lla merkittävästi muuttuneiden Uniperin hyödykejohdannaisinstrumentteihin arvojen palautumisesta pääosin saman kokoluokkaan kuin H1/21:llä.
- Suojaukset.** Fortum oli Q3:n lopussa suojannut noin 65 prosenttia vuoden 2022 arvioidusta tukkumyynnistä hintaan 32€/MWh (Q2: 60/31) ja ensimmäisen kerran julkaistun vuoden 2023 myyntisuojausten luvut olivat vastaavasti 40 prosenttia ja 31€/MWh. Vuoden 2023 myyntisuojaus oli hinnan osalta hieman arvioimaamme heikompi ja pääosin tästä johtuneen keskihintaennustemuutoksen seurauksena Generation-divisioonan vuoden 2023 liikevoittoennusteemme laskee kahdella prosentilla.
- Lisää, tavoitehintaa 29,00 euroa.** Tavoitehintamme vastaa P/E-kerrointa 15 ja EV/EBITDA-kerrointa 10 vuosien 2022-2023 (aiemmin 2021 ja 2022) tulosenusteiden keskiarvolla laskettuna.

Suositus

LISÄÄ

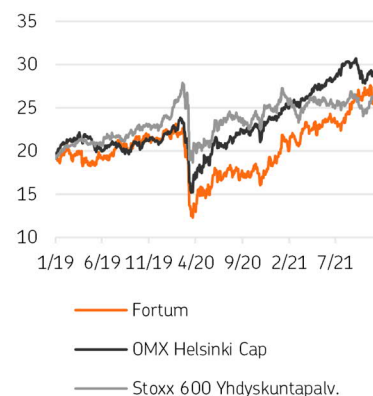
Tavoitehintaa (€)

Ennallaan
29,00
Ennallaan

Hinta (€)*	25,66
Ylin (12kk)	27,78
Alin (12kk)	17,06

Markkina-arvo (M€)	22 794
Indeksipaino	4,1 %
Beta	1,15
Kaupankäytintunnus	FORTUM

Kurssikehitys	1kk	3kk	12kk
Hinta (€)	26,80	24,23	17,24
Muutos	-4,3 %	5,9 %	48,8 %



Lähde: OP Markets, Bloomberg, *) 12.11. 15:15

Fortum	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
EURm						
Liikevaihto	5 241	5 447	49 015	88 675	78 215	77 032
Liikevaihdon kasvu (%)	15,9 %	3,9 %	799,9 %	80,9 %	-11,8 %	-1,5 %
Liikevoitto, ilman kertaeriä	986	1 191	1 344	2 418	2 138	1 957
Liikevoitto (%)	18,8 %	21,9 %	2,7 %	2,7 %	2,7 %	2,5 %
Tulos ennen veroja	887	1 808	1 841	2 219	1 945	1 726
Tulos/osake, ilman kertaeriä	0,78	1,75	1,72	1,97	1,79	1,59
Osinko/osake	1,10	1,10	1,12	1,12	1,12	1,15
Osinkotuotto (%)	5,8 %	5,0 %	5,7 %	4,4 %	4,4 %	4,5 %
Nettovelka	5250	4948	9556	4743	4148	3436
EV/Sales	4,2	4,5	0,6	0,3	0,4	0,4
EV/EBITDA	14,6	13,9	11,1	7,5	8,0	8,2
P/E	24,6	12,6	11,5	13,0	14,3	16,1
P/B	1,4	1,5	1,1	1,4	1,3	1,3
ROE	6 %	12 %	10 %	11 %	9 %	8 %
ROCE	4 %	9 %	2 %	5 %	5 %	4 %
Omavaraisuusaste	54 %	57 %	27 %	26 %	27 %	27 %
Gearing	40 %	35 %	65 %	39 %	35 %	32 %

Lähde: OP Markets, osakekurssi 25,66 euroa



Seniorianalyttikko

Henri Parkkinen

+358 10 252 4409

henri.parkkinen@op.fi

Investment case

- **Ympäristömyönteinen tuotantoportfolio** Fortumin sähkön tuotantokapasiteetti Pohjoismaissa on pääosin hiilidioksidipäästötöntä. Puhtaan tuotannon suhteellinen kilpailukyky kasvaa ympäristönormien tiukentuessa ja päästökaupan hintaohjaavuusvaikutuksen kasvaessa.
- **Uudelleenjärjestelymahdollisuudet** Pohjoiseurooppalaiset energiamarkkinat ovat hyvin hajautuneet. Investointikustannusten nousu ja eri tuotantomuotojen suhteellisen kilpailukykyyn eriytyminen kiihdyttävät yhdentymiskehitystä. Fortumin vahva taloudellinen asema luo mahdollisuuksia nykyisten ydinliiketoimintojen kehittämiseen ja laajentumisen uusiin, korkeita pääoman tuottoja tarjoaviin liiketoimintoihin.
- **Kassavirran mahdollisuudet** Fortumin pystyy vahvan kassavirrangenerointikykyänsä ansiosta investoimaan tuotantokapasiteetin uudistamiseen ja maksamaan osakkeenomistajille kilpailukykyisen osingon.

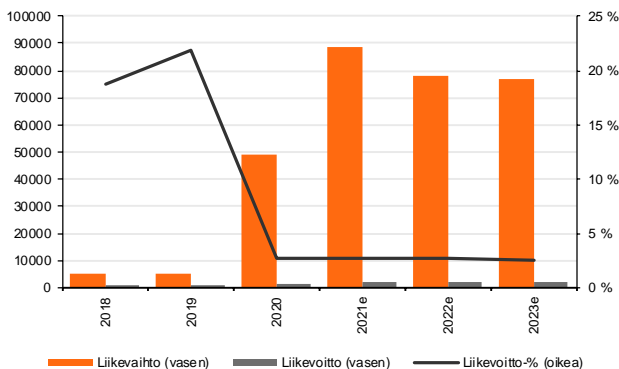
Ajurit

- **Sähkön hinnan nousu** Pyrkimykset alentaa energiatuotannon päästöjä ja fossiilisten polttoaineiden hintojen nousu nostavat sähkön hintaa.
- **Uniper-omistuksen mahdollisuudet** Fortum pyrkii edistämään yhteistyömahdollisuuksia tytäryhtiön Uniperin kanssa. Määrävä omistusosuus kasvattaa toimenpidevalikoimaa Uniper-investoinnin tuottopotentiaalin realisoimisessa.
- **Kasvava kapasiteetti** Investoinnit tuotantokapasiteetin kasvattamiseen vahvistavat kilpailukykyä ja luovat tuloskasvupotentiaalia.

Riskit

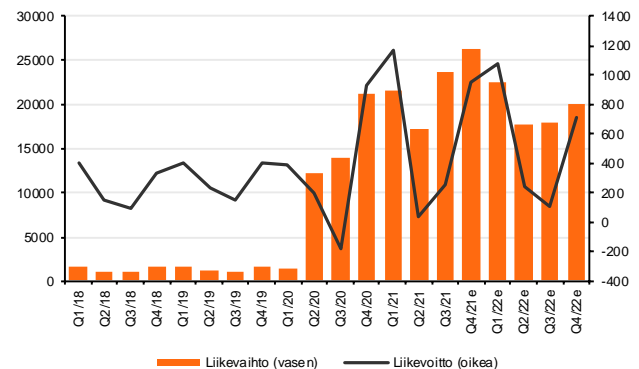
- **Sähkön hintavaihtelut** Sähkön hinta on merkittävin tuloskomponentti ja sen kehitykseen vaikuttavat tekijät (mm. sääolosuhteet, lainsäädäntö) ovat yhtiön vaikutuspiirin ulkopuolella.
- **Venäjän tulospäätökset** Osa Venäjän kapasiteetista putoaa lähivuosina nykyistä alhaisempien kapasiteettimaksujen piiriin. Ruplan eurokurssi vaihtelee Venäjän taluspäätösten mukaan.
- **Lainsäädännön ennustettavuus** Energiamarkkinoiden lainsäädäntöön liittyy usein poliittisia vaikutteita, ja energiapolitiikan painotukset voivat muuttua yli suhdanteiden ja poliittisten valta-asetemien vaihtelusta johtuen.

Vuosittainen liikevaihto ja -voitto



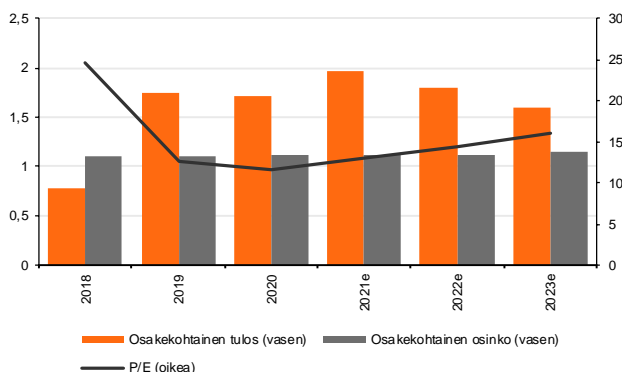
Lähde: OP Markets

Kvartaalittainen liikevaihto ja -voitto



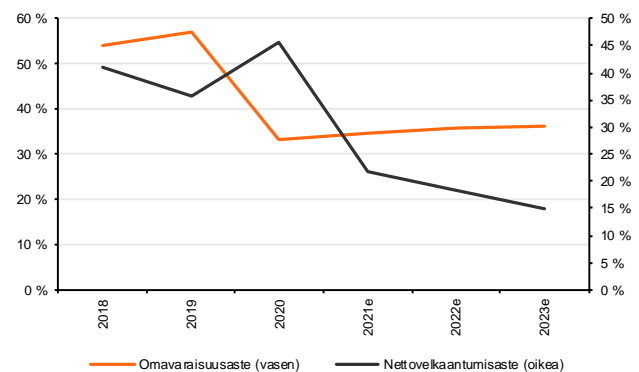
Lähde: OP Markets

Osakekohtainen tulos ja osinko sekä P/E



Lähde: OP Markets

Omavaraisuus- ja nettovelkaantumisaste



Lähde: OP Markets

Fortum

M€	Q3a	vs. Kons.	Q3/2021e			Q3/2020a	Kasvu
			OP	Kons.	Ero		
Liikevaihto							
Generation	684	27 %	561	538	4 %	441	27,1 %
City Solutions	201	22 %	166	165	0 %	184	-10,0 %
Consumer Solutions	485	46 %	270	332	-19 %	235	15,0 %
Russia	193	8 %	167	178	-6 %	172	-3,0 %
Uniper	22 411	34 %	35 000	16 778	109 %	13 159	166,0 %
Muut liiketoiminnat	33	-3 %	28	34	-18 %	34	-17,6 %
Eliminoinnit	-308	-73,0 %	-180	-178	-1,3 %	-176	2,5 %
Liikevaihto	23 700	33 %	36 011	17 882	101 %	14 049	156 %
Liikevoitto							
Generation	245	23 %	219	199	10 %	136	60 %
City Solutions	-21	28 %	-25	-29	14 %	-37	-32 %
Consumer Solutions	13	-28 %	21	18	17 %	18	17 %
Russia	45	22 %	40	37	8 %	40	0 %
Uniper	9	-10 %	10	10	0 %	-310	-103 %
Muut liiketoiminnat	-31	-3,3 %	-32	-30	-6,7 %	-27	19 %
Vertailukelpoisuuteen vaik. erät	-3 375		0			236	
Oikaistu liikevoitto	260	28 %	233	203	15 %	-180	-230 %
Tulos ennen veroja			218			-134	-263 %
EPS	0,19	19 %	0,21	0,16	29 %	-0,04	-602 %

Osinko/osake

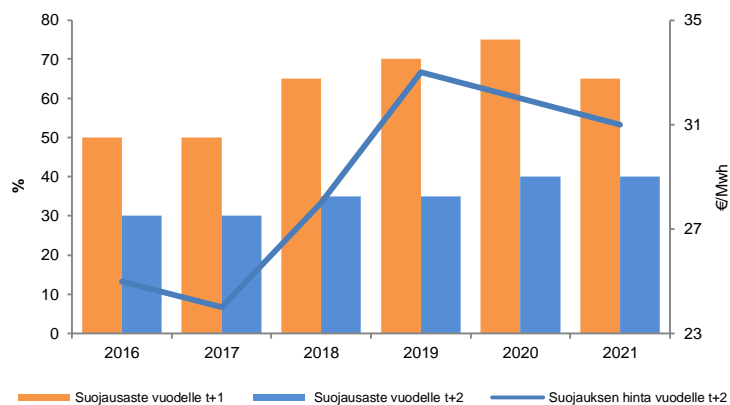
Lähde: OP Markets ja Vara Research, huom. konsensuksessa 5-9 havaintoa

Ennustemuutokset

M€	2021			2022			2023		
	Uusi	Vanha	Ero	Uusi	Vanha	Ero	Uusi	Vanha	Ero
Liikevaihto									
Generation	2 563	2 448	5 %	2 314	2 314	0 %	2 171	2 183	-1 %
City Solutions	1 178	1 143	3 %	1 127	1 100	2 %	1 151	1 137	1 %
Consumer Solutions	1 977	1 762	12 %	1 790	1 645	9 %	1 826	1 678	9 %
Russia	870	844	3 %	794	745	7 %	774	726	7 %
Uniper	83 074	95 663	-13 %	73 004	82 446	-11 %	71 909	81 209	-11 %
Muut liiketoiminnat	131	126	4 %	120	120	0 %	120	120	0 %
Liikevaihto	88 675	100 994	-12 %	78 215	87 470	-11 %	77 032	86 166	-11 %
Liikevoitto									
Generation	939	948	-1 %	925	942	-2 %	728	746	-2 %
City Solutions	107	101	6 %	74	74	0 %	75	75	0 %
Consumer Solutions	94	102	-8 %	104	104	0 %	109	109	0 %
Russia	264	259	2 %	245	252	-3 %	220	229	-4 %
Uniper	1 143	1 144	0 %	910	910	0 %	945	945	0 %
Muut liiketoiminnat	-130	-131	1 %	-120	-120	0 %	-120	-120	0 %
Liikevoitto	2 418	2 424	0 %	2 138	2 162	-1 %	1 957	1 984	-1 %
Marginaali	2,7 %	2,4 %		2,7 %	2,5 %		2,5 %	2,3 %	
Tulos ennen veroja	2535	2557	-1 %	2154	2174	-1 %	1947	1974	-1 %
Tulos/osake	1,97	2,02	-2,1 %	1,79	1,80	-0,3 %	1,59	1,61	-0,9 %

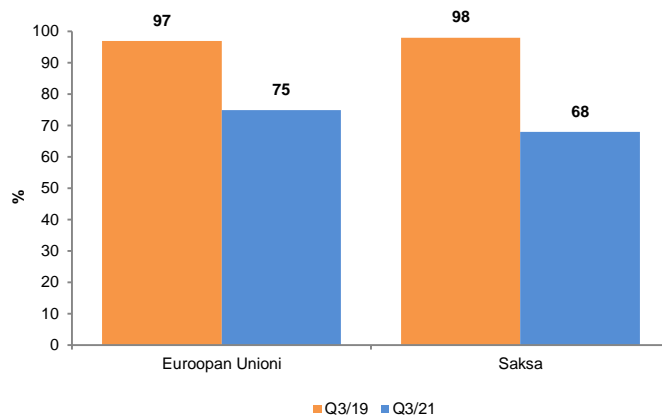
Lähde: OP Markets

Fortumin sähkömyyntisuojauskset Q3:n lopussa vuodelle t+1 ja t+2



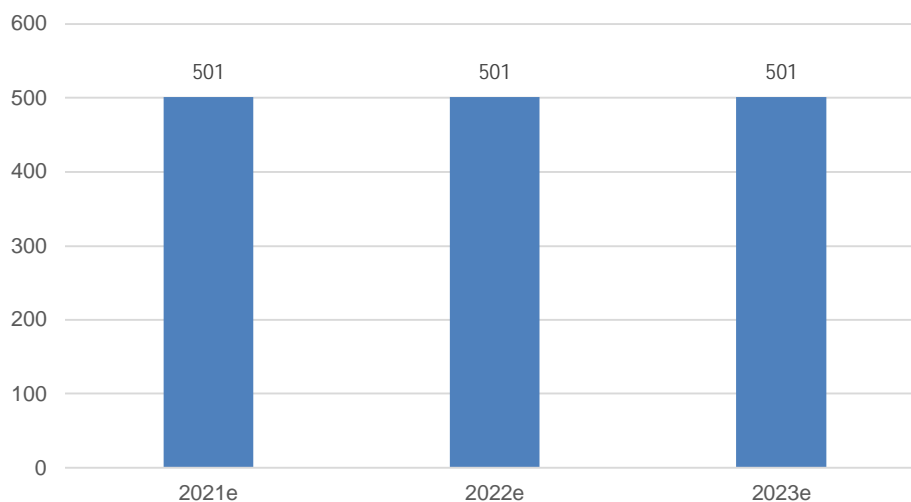
Lähde: OP Markets, t+1= seuraava vuosi ja t+2= toinen alkava kalenterivuosi

Kaasuvarojen täyttöaste Q3:n lopussa Euroopan Unionissa ja Saksassa, %



Lähde: Uniper

Uniperin ennustettu osinkosumma, milj. euroa (lähde: Uniper)



Tulosennusteet 2021-2023

Fortum - Segmentit (Kvartaali)																
M€	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21e	1Q22e	2Q22e	3Q22e	4Q22e	1Q23e	2Q23e	3Q23e	4Q23e
Liikevaihto																
Generation	574	450	441	541	675	575	684	629	702	530	457	625	577	527	490	577
City Solutions	342	212	184	337	418	256	201	303	397	218	204	308	405	222	208	316
Consumer Solutions	424	237	235	370	661	424	485	407	674	382	388	346	688	389	396	353
Russia	317	202	172	238	264	182	193	231	246	165	175	209	239	161	170	204
Uniper	0	11365	13159	19990	19770	15893	22411	25000	20759	16688	16808	18750	20447	16437	16556	18469
Muut liiketoiminnot	-34	34	34	38	34	36	33	28	30	30	30	30	30	30	30	30
Eliminoinnit	-333	-169	-176	-235	-330	-238	-307	-243	-313	-201	-190	-231	-296	-201	-196	-225
Liikevaihto (jatkuvat toiminnot)	1357	12330	14049	21279	21493	17128	23700	26355	22494	17811	17872	20037	22090	17565	17655	19723
Liikevoitto																
Generation	235	173	136	177	269	195	245	230	336	188	150	251	197	170	161	200
City Solutions	58	-15	-37	41	86	-4	-21	46	60	-15	-21	50	57	-15	-22	55
Consumer Solutions	32	19	18	21	36	19	13	26	28	23	24	29	28	25	25	31
Russia	99	36	40	76	100	37	45	82	70	50	45	80	60	50	50	60
Uniper	0	24	-310	649	711	-177	9	600	610	25	-60	335	575	60	-80	390
Muut liiketoiminnot	-31	-34	-27	-36	-31	-36	-31	-32	-30	-30	-30	-30	-30	-30	-30	-30
Vertailukelpoisuuteen vaik. erät	199	327	236	-470	174	-875	-3365	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Liikevoitto - raportoitu	592	530	56	458	1345	-840	-3105	952	1074	241	108	715	887	260	104	706
Liikevoitto - ilman kertaeriä	393	203	-180	928	1171	35	260	952	1074	241	108	715	887	260	104	706
Tulos ennen veroja	815	238	-134	1023	1257	97	229	952	1071	273	93	717	877	285	84	701
Nettotulos	739	131	-37	701	836	79	170	666	762	223	92	526	605	226	90	499
Tulos/osake - raportoitu	1,05	0,35	0,23	0,43	1,23	-0,53	-0,82	0,74	0,85	0,25	0,11	0,59	0,67	0,26	0,11	0,56
Tulos/osake - ilman kertaeriä	0,82	0,15	-0,04	0,79	0,94	0,09	0,19	0,74	0,85	0,25	0,11	0,59	0,67	0,26	0,11	0,56

Lähde: OP Markets

Fortum - Segmentit (Vuosi)

M€	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Liikevaihto						
Generation	1 842	2 142	2 006	2 563	2 314	2 171
City Solutions	1 110	1 199	1 075	1 178	1 127	1 151
Consumer Solutions	1 759	1 836	1 266	1 977	1 790	1 826
Russia	1 069	1 072	929	870	794	774
Uniper	0	0	44 514	83 074	73 004	71 909
Muut liiketoiminnot	103	115	140	131	120	120
Eliminoinnit	-641	-917	-913	-1 118	-934	-918
Liikevaihto (jatkuvat toiminnot)	5 242	5 447	49 015	88 675	78 215	77 032
Liikevoitto						
Generation	628	793	721	939	925	728
City Solutions	135	121	47	107	74	75
Consumer Solutions	53	80	90	94	104	109
Russia	271	315	251	264	245	220
Uniper	0	0	363	1 143	910	945
Muut liiketoiminnot	-99	-119	-128	-130	-120	-120
Vertailukelpoisuuteen vaik. erät	151	-81	292	-4 066	0	0
Liikevoitto - raportoitu	1 138	1 110	1 636	-1 648	2 138	1 957
Liikevoitto - ilman kertaeriä	986	1 191	1 344	2 418	2 138	1 957
Tulos ennen veroja	888	1 808	1 942	2 535	2 154	1 947
Nettotulos	705	1 579	1 534	1 752	1 603	1 420
Tulos/osake - raportoitu	0,95	1,67	2,06	0,62	1,79	1,59
Tulos/osake - ilman kertaeriä	0,78	1,75	1,72	1,97	1,79	1,59

Lähde: OP Markets

PEER GROUP	MARKET	P/E		EV/EBITDA		P/B		Dividend yield	
		2021	2022	2021	2022	2021	2022	2021	2022
RWE AG	22 085	17,5	17,5	6,9	7,0	1,1	1,1	2,8%	2,9%
E.ON SE	29 187	12,3	12,1	8,0	7,9	4,3	3,7	4,4%	4,7%
Iberdrola SA	64 457	17,7	15,9	9,8	9,3	1,6	1,6	4,4%	4,6%
Endesa S.A.	20 497	12,7	12,4	7,7	7,7	2,9	2,8	6,4%	5,6%
Electricite de France SA	39 047	9,1	7,9	5,1	4,6	0,8	0,8	4,6%	6,0%
Enel SpA	72 173	13,2	12,8	6,7	6,8	2,2	2,1	5,4%	5,7%
VERBUND AG Class A	30 590	39,7	27,8	21,4	16,1	4,5	4,1	1,2%	1,8%
Uniper SE	14 225	17,0	20,6	9,1	10,2	1,2	1,2	3,6%	3,6%
ENGIE SA.	32 034	11,8	11,3	5,3	5,1	1,0	1,0	5,7%	6,1%
Orsted	50 172	40,9	36,8	17,8	16,8	4,1	3,8	1,4%	1,5%
Fortum	22 795	14,2	15,8	9,2	9,0	1,5	1,4	4,4%	4,5%
Fortum (OP)	22 795	13,0	14,3	7,5	8,0	1,4	1,3	4,4%	4,4%
Median (excl. Fortum)		15,1	14,3	7,8	7,8	1,9	1,9	4,4%	4,6%

Source: OP Markets, FactSet

Tuloslaskelma

M€	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Liikevaihto	5 241	5 447	49 015	88 675	78 215	77 032
Käyttökate - raportoitu	1674	1685	2726	-408	3358	3197
Käyttökate - ilman kertaeriä	1522	1766	2434	3658	3358	3197
Poistot	536	575	1090	1240	1220	1240
Liikevoitto - raportoitu	1138	1110	1636	-1648	2138	1957
Liikevoitto - ilman kertaeriä	986	1191	1344	2418	2138	1957
Osuus osakkuusyhtiöiden tuloksesta	38,0	743	652	158	136	130
Rahoituserät	137	126	54	41	120	140
Tulos ennen veroja	887	1808	1841	2219	1945	1726
Verot	182	229	313	466	352	312
Vähemmistöosuus	15	22	102	316	209	221
Nettotulos	704	1579	1527	1752	1593	1414
Tulos/osake - raportoitu	0,95	1,67	2,06	0,62	1,79	1,59
Tulos/osake - ilman kertaeriä	0,78	1,75	1,72	1,97	1,79	1,59
Osinko/osake	1,10	1,10	1,12	1,12	1,12	1,15

Lähde: OP Markets

Tase

M€	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Vastaavaa:						
Liikearvo	1 087	1 143	515	0	0	0
Muut aineettomat	0	0	1 297	2 400	2 400	2 400
Aineelliset hyödykkeet	11 875	11 900	19 367	19 215	19 109	19 015
Sijoitukset	6 103	6 528	14 269	14 000	13 965	14 128
Vaihto-omaisuus	233	230	1 396	2 500	2 550	2 601
Saamiset	1 620	1 307	17 569	19 618	19 624	19 632
Lyhytaikaiset sijoitukset	0	0	0	0	0	0
Raha- ja pankkisaamiset	1 491	2 256	3 397	6 188	6 673	7 138
Yhteensä	22 409	23 364	57 810	63 921	64 321	64 914
Vastattavaa:						
Osakepääoma	3 046	3 046	3 046	3 046	3 046	3 046
Muu sidottu	211	211	73	73	73	73
Vapaa pääoma	8 820	9 978	9 834	10 831	11 429	11 848
Vähemmistöosuus	0	0	2 624	2 600	2 639	2 679
Oma pääoma yhteensä	12 077	13 235	15 577	16 550	17 187	17 646
Varaukset	990	900	3 866	3 800	3 800	3 800
Pitk. korollinen vpo	5 655	6 634	14 101	6 500	6 500	6 500
Pitk. koroton vpo	720	865	3 609	9 450	9 639	9 832
Muu pitkäaikainen vpo	0	0	0	0	0	0
Lyh. korollinen vpo	1 086	570	1 877	2 180	2 076	1 850
Lyh. koroton vpo	1 881	1 160	18 780	20 011	19 613	19 716
Yhteensä	22 409	23 364	57 810	63 921	64 321	64 914

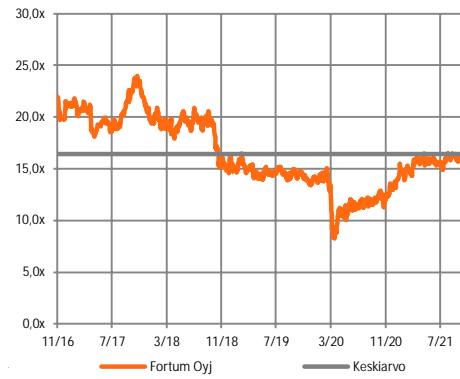
Lähde: OP Markets

Kassavirta

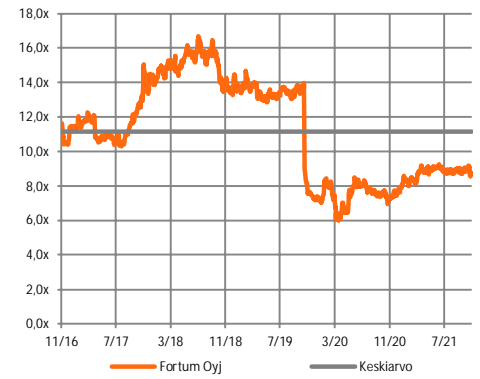
M€	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Liikevoitto	986	1 191	1 344	2 418	2 138	1 957
-Verot	-182	-229	-313	-466	-352	-312
-Korkojen verosuoja	-28	-16	-9	-8	-20	-22
+/- Muut oikaisut	0	860	-420	3 748	0	0
NOPLAT*	775	1 806	602	5 692	1 766	1 623
+Poistot	536	575	1 090	1 240	1 220	1 240
Operatiivinen kassavirta	1 311	2 381	1 692	6 932	2 986	2 863
+Saamiset	1 620	1 307	17 569	19 618	19 624	19 632
+Vaihto-omaisuus	233	230	1 396	2 500	2 550	2 601
-Lyh. koroton vpo	-1 881	-1 160	-18 780	-20 011	-19 613	-19 716
Nettokäyttöpääoma	-28	377	185	2 107	2 561	2 517
NKP muutos ed.v.	-15	405	-193	1 923	454	-44
-Bruttoinvestoinnit	579	695	1 101	1 400	1 300	1 300
Vapaa kassavirta	1 376	1 281	784	3 609	1 233	1 607

Lähde: OP Markets

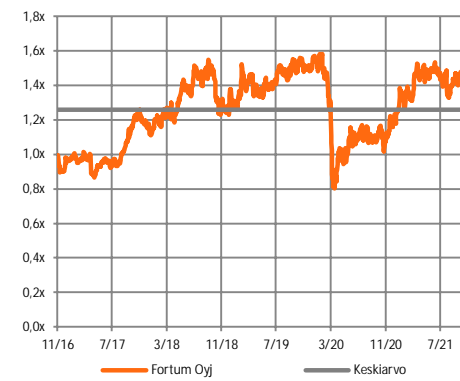
Fortum Oyj - P/E (12kk forward)



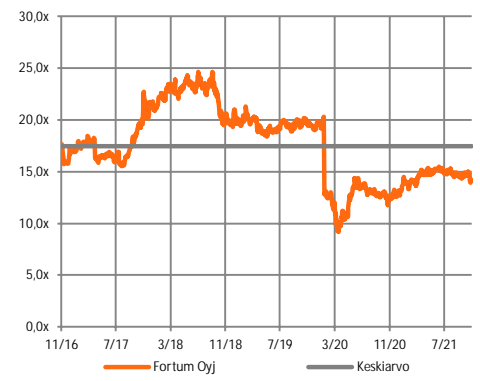
Fortum Oyj - EV/EBITDA (12kk forward)



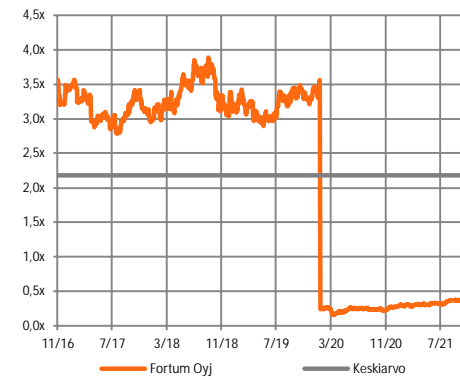
Fortum Oyj - P/B (12kk forward)



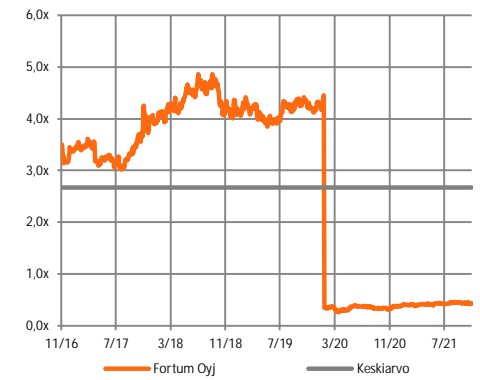
Fortum Oyj - EV/EBIT (12kk forward)



Fortum Oyj - P/S (12kk forward)









Fortum Oyj - EV/SALES (12kk forward)

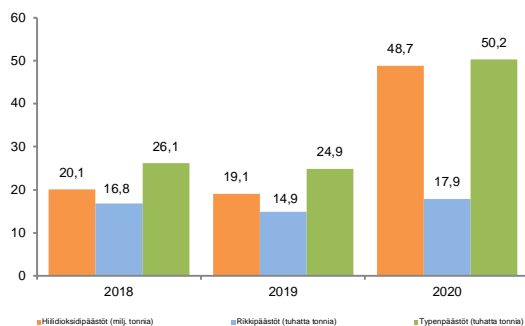


Lähde: Factset, OP Markets

ESG

- CO2/Päästöt:** Fortumin Pohjoismaissa sijaitsevan tuotantokapasiteetin päästöt ilmaan ja veteen ovat hyvin alhaiset, vesi- ja ydinvoiman korkean yhteenlasketun tuotanto-osuuden ansiosta. Tytäryhtiö Uniperin energiantuotannon perustan muodostavat hiileen ja kaasun perustuva tuotanto ja tämä luudentaa merkittävästi Fortumin profiilia puhtaan energian yhtiönä. Yhtiön Venäjän liiketoiminnan perusta on sidoksissa Venäjän valtion pyrkimykseen vahvistaa maan energiahuoltoa ja parantaa energiatehokkuutta ja näkemyksemme mukaan on realistista olettaa Venäjän energiasektorin perustuvan vielä pitkään fossiilisiin polttoaineisiin.
 
- Keskeisten tase-erien tarkastelu:** Fortumin käyttöomaisuuden merkittävin erä on energian tuotantokapasiteetti. Yhtiön vesivoimakapasiteetti Suomessa ja Ruotsissa on erittäin kilpailukykyistä ja sama pätee Suomen ydinvoimakapasiteettiin, pois lukien rakenteilla oleva ja arviomme mukaan sähkön markkinahintaan suhteutettuna erittäin korkean tuotannon omakustannehinnan omaava Olkiluodon ydinvoimalan kolmosyksikkö. Venäjällä sijaitsevan tuotantokapasiteetin tulos- ja kassavirtakehitys kääntyy arviomme mukaan loivan laskevalle uralle vuodesta 2021 alkaen, Venäjän sähkömarkkinareformin pitkän aikavälin maksuperustejaksoitusten muuttumisesta johtuen. Osaomisteisten Ruotsin ydinvoimaloiden pidemmän aikavälin kilpailukykyyn liittyy näkemyksemme mukaan keskivahvaa epävarmuutta. Tytäryhtiö Uniperin tase on arviomme mukaan lähivuosien aikana altistumisherkkä Saksan energiapolitiittisten päätösten toimeenpanolle.
 
- Proaktiivisuus vastuullistoimenpiteissä:** Fortum on profiloitunut puhtaan energian yhtiöksi, joka on hyvissä asemissa hyödyntämään energiasektorin merkittävän muutoskehityksen luomia mahdollisuuksia. Yhtiö ottaa säännöllisesti kantaa puhtaan energian teemoihin ja tavoiteasetantaan liittyvään keskusteluun. Yhtiön strategian toteuttamisessa pyrkimys kestäväen kehityksen vahvistamiseksi tarkoittaa mm. oman tuotantokapasiteetin ympäristökuormittavuuden minimoimista ja kuluttajien kiertotalous tukevia ja edistävien palveluiden kaupallistamista. Uniper-omistukseen liittyvä vastuullisuusnäkökulma ja sen kytkeytyminen Fortumin omiin vastuullisuustavoitteisiin vaatii näkemyksemme mukaan vielä merkittävää lisäselvennystä.
 
- Riskien tunnistaminen, mittaaminen ja hallinta:** Fortum raportoi kattavasti niistä liiketoiminnan riskeistä, joihin se voi omilla toimillaan varautua. Energian hintakehitykseen ja kassavirran voimakkaaseen vaihteluun liittyvää riskiä pienennetään avoimesti kommunikoidulla myyntisuojausstrategialla. Osa yhtiön liiketoiminnan riskeistä ovat tulkintamme mukaan poliittisia ja näin ollen yhtiön vaikuttamismahdollisuuksien ulkopuolella.
 
- Kyky uudistua ja luoda uutta liiketoimintaa osana vastuullisuuden huomioimista:** Energiamarkkinat ovat murroksessa, joka kyseenalaistaa perinteisiä toimintatapoja ja jonka seurauksena kuluttajien tietoisuus kiertotalouden ja digitaalisuuden ratkaisuista kasvaa. Fortum on viime vuosina luonut uutta kuluttajasegmentin liiketoimintaa esimerkiksi uusiutuvaan energiaan, kierrätykseen ja digitaalisiin palveluihin liittyen.
 
- Viestinnän informaatioarvo ja avoimuus:** Fortumin sijoittajaviestintä on kattavaa, eurooppalaisessa toimialavertailussa edukseen erottuvaa ja tulkintamme mukaan toiminnan tärkeimpiin menestystekijöihin painottuvaa. Yksi osa pidemmän aikavälin tavoitteita Uniper-omistuksen arvon maksimoimiseksi on näkemyksemme mukaan nykyistä konkreettisempien, aikaan sidottujen tavoitteiden viestiminen.
 

Fortumin päästölukuja vuosilta 2018-2020



Lähde: Fortum ja OP Markets, Uniper konsolidoitu Q2/20:ta alkaen

Uniperin Euroopassa sijaitseva tuotantokapasiteetti

Maa	Tuotantomuoto	Kapasiteetti (MW)
Ruotsi	Vesivoima	1 579
	Ydinvoima	1 400
	Kaasu	449
	Muut	1 162
Saksa	Vesivoima	1 991
	Kaasu	3 333
	Hiili	4 854
	Muut	1 418
Hollanti	Hiili	1 070
	Kaasu	525
Iso Britannia	Kaasu	4 180
	Hiili	2 000
	Muut	221
Unkari	Kaasu	428

Lähde: Uniper, Uniperin omistussuuden mukainen teho-osuus



Vahvuus



Huomioitava tekijä



Riskitekijä

Lisätietoja OP Yrityspankki Oyj:stä ja sen tuottamista sijoitusanalyyseista:

Tämän tutkimusraportin on laatinut OP Yrityspankki Oyj. OP Yrityspankki Oyj on luottolaitostoiminnasta annetun lain mukainen toimiluvan omaava luottolaitos, jonka toimintaa valvoo Euroopan Keskuspankki ja Finanssivalvonta.

Tutkimusraportin ensimmäisellä sivulla näytetään tutkimuksen ensimmäinen julkaisuajankohta ja tutkimusraportin kirjoittaneen analytiikon nimi. Ensimmäinen julkaisuajankohta tarkoittaa tutkimusraportin arvioitua ensimmäistä julkaisuajankohtaa. Valmistumisajankohta on sama kuin tutkimusraportin ensimmäinen julkaisuajankohta. Tutkimusraportti julkaistaan viipymättä sen jälkeen, kun tutkimus on valmistunut.

Analyysia koskevia tietoja ei ole lähetetty analyysin kohteena olevan arvopaperin liikkeeseenlaskijalle tarkistusta varten ennen analyysin julkistamista.

Tämä OP Yrityspankki Oyj:n tuottama materiaali on puolueetonta ja riippumatonta sijoitustutkimusta. Materiaali on tarkoitettu vain yksityiseen käyttöön eikä sen levittäminen ilman OP Yrityspankki Oyj:n kirjallista lupaa ole sallittua. Tämän tutkimusraportin sisältämää tietoa ei tule pitää sijoitusneuvona, tarjouksena eikä kehoituksena ostaa arvopapereita, optioita, futuureja tai muita tällaisiin arvopapereihin liittyviä johdannaisia. OP Yrityspankki Oyj on laatinut tämän julkaisun tai raportin tarkoituksenaan tarjota tietoa yksityisille sijoittajille, joille julkaisu tai raportti on jaeltu, mutta sitä ei tule pitää henkilökohtaisena suosituksena hankkia tiettyjä rahoitusvälineitä tai soveltaa tiettyjä strategioita eikä sitä tule siksi pitää henkilökohtaisesti räätälöitynä sijoitusneuvontana eikä siinä oteta huomioon kunkin sijoittajan taloudellista tilannetta, nykyisiä omistuksia tai vastuita, sijoitustietämystä ja -kokemusta, sijoitustavoitetta ja -aikaa tai riskiprofilia ja mieltymyksiä.

Tämä raportti voi perustua informaatioon tai sisältää informaatiota, kuten mielipiteitä, suosituksia, arvioita, tavoitehintoja ja arvostuksia, joka perustuu julkisesti saatavilla olevaan informaatioon tai muihin nimettyihin lähteisiin, joita OP Yrityspankki Oyj pitää luotettavina. Tämä ei kuitenkaan takaa, että esitetyt tiedot olisivat kaikilta osin täydellisiä ja virheettömiä. OP Yrityspankki Oyj tai sen palveluksessa oleva henkilökunta ei vastaa raporteista ja näiltä sivuilta saatavan muun informaation perusteella tehtyjen sijoituspäätösten taloudellisesta tuloksesta tai muista vahingoista, joita OP Yrityspankki Oyj:stä saadun informaation käytöstä mahdollisesti aiheutuu. OP Yrityspankki Oyj ei ole missään tapauksessa vastuussa suorista, epäsuorista, satunnaisista, erityisistä tai välillisistä vahingoista, joita tämän julkaisun tai raportin sisältämän informaation käytöstä mahdollisesti aiheutuu. Asiakas vastaa aina itse omien sijoituspäätöksensä taloudellisesta tuloksesta.

OP Yrityspankki Oyj antaa analyysin kohteena kulloinkin oleville osakkeille tavoitehinnan. OP Yrityspankki Oyj ei anna suosituksia tai tavoitehintoja joukkovelkakirjalainoille. Osakkeen tavoitehinta kuvaa analytiikon näkemystä siitä, paljonko analytiikko odottaa osakkeen kurssin olevan 12 kuukauden kuluttua tavoitehinnan asettamisesta. Tavoitehinnan perusteet ovat yhtiökohtaisia, ja eri arvonmääritysmenetelmien käyttökelpoisuudessa voi esiintyä merkittäviä yhtiökohtaisia eroja.

OP Yrityspankki Oyj voi määrittää analyysin kohteena kulloinkin olevien omaisuusluokkien (osakeindeksit, korot, valuutta ja raaka-aineet) kohde-etuuksina oleville sijoituskohteille tavoitetason. Tavoitetaso kuvaa analytiikon näkemystä siitä, miten analytiikko odottaa sijoituskohteen arvon muuttuvan annetulla aikahorisontilla tavoitetason asettamisesta. Tavoitetason perusteet ovat sijoituskohdeperusteisia, ja peruseräatteen perustuvat kansantaloustieteen ja rahoituksen teorioihin. Laskelmat ja menetelmät perustuvat vakioituihin ekonometrisiin työkaluihin ja menetelmiin sekä julkisesti eri sijoituskohteista saatavilla olevaan informaatioon ja tilastoihin.

OP Yrityspankki Oyj käyttää tavoitehinnan arvioinnissa pääasiassa seuraavia menetelmiä: kassavirta-analyysi (DCF = Discounted Cash Flow), vertailuryhmään perustuva analyysi, absoluuttiseen arvostukseen perustuva analyysi, historiallisiin arvostuskertoimiin perustuva analyysi, osien arvon summa, liiketoiminnan ja markkinoiden näkymiin perustuva analyysi, uutisvirtaan perustuva analyysi.

OP:n Analyysi-tiimi on 1.10.2020 lähtien luopunut PIDÄ-suosituksesta ja siirtynyt käyttämään uutta neliportaista suositusjärjestelmää: OSTA, LISÄÄ, VÄHENNÄ ja MYY. Suosituksessa arvioidaan osakkeen tuottoa seuraavan 12 kuukauden aikana. Jos osakkeen odotetaan tuottavan yli 15% seuraavan 12 kuukauden aikana, osakkeen suositus on OSTA. Jos osakkeen odotetaan tuottavan 5–15% seuraavan 12 kuukauden aikana, suositus on LISÄÄ. Jos osakkeen odotetaan tuottavan (-5)–5% seuraavan 12 kuukauden aikana, suositus on VÄHENNÄ. Jos osakkeen odotetaan tuottavan alle (-5%), suositus on MYY. Osakkeen odotettu tuotto on tavoitehinnan ja nykyisen osakekurssin välinen ero (%), sisältäen osingot. Kaikki 1.10.2020 jälkeen julkaistavat raportit noudattavat uutta suositusjärjestelmää.

OP Yrityspankki Oyj:n tuottamia sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja osakkeille tarkastellaan pääsääntöisesti neljä kertaa vuodessa yhtiöiden neljännesvuositulosten yhteydessä. Suosituksia ja tavoitehintoja on aina mahdollista muuttaa myös muina aikoina, jos siihen ilmenee aiheutta. Suositusten ja tavoitehintojen päivittämistiheyttä ei ole rajoitettu.

Annetut suositukset tai tavoitehinnat perustuvat oletuksiin, jotka eivät välttämättä toteudu eivätkä ne takaa, että arvopaperin kurssi kehittyisi tehdyn arvion mukaisesti. Arvopaperimarkkinoiden luonteen mukaisesti maltillisetkin yhtiön toiminnan tai toimintaympäristön muutokset tai arvopaperimarkkinoiden yleiset vaihtelut voivat aiheuttaa tuntevia arvonmuutoksia. Arvopaperin aiempi arvonkehitys ei myöskään takaa sen tulevaa arvonkehitystä. Kassavirtamallien yhteydessä esitetään numeerisesti tulosten herkkyyden keskeisten oletusten muutoksille (herkkyyshanalyysi). Sijoittaessaan yksittäisiin osakkeisiin sijoittaja voi menettää sijoituksensa osittain tai kokonaan.

OP Yrityspankki Oyj:n Pankki- ja Sijoitustoimintaan kuuluvilla liiketoiminta-alueilla voidaan käydä omaan lukuun arvopaperikauppaa ja laskea liikkeeseen rahoitusvälineitä. Lisäksi liiketoiminta-alueilla voidaan tarjota liikkeeseenlaskuun ja emission takaamiseen liittyviä palveluja ja rahoitusvälineitä koskevaa sijoitusneuvontaa sekä harjoittaa toisen lukuun arvopaperien myyntiä, ostoa ja välitystä. Asiakastoimeksiantoihin perustuvat rahoitusvälineiden liikkeeseenlaskuun liittyvät Corporate Finance -toiminnot on eriytetty sijoitustutkimukseen ja välitystoimintaan liittyvistä toiminnoista OP Ryhmän eturistiriitojen hallintaa koskevan ohjeen mukaisesti sekä fyysisesti että operatiivisessa toiminnassa. Lisäksi

eturistiriitatilanteena on tunnistettu, että OP Yrityspankki Oyj:n hallituksen puheenjohtaja on Kesko Oyj:n hallituksen jäsen. Tämän eturistiriitatilanteen ei arvioida vaarantavan OP Yrityspankki Oyj:n Analyysi-tiimin tuottaman Kesko Oyj:tä koskevan sijoitustutkimuksen puolueettomuutta ja riippumattomuutta.

Analyysi-tiimin analyytikot ja heidän lähipiirinsä voivat omistaa Analyysi-tiimin analysoimien yhtiöiden liikkeeseen laskemia arvopapereita. OP Yrityspankki Oyj:n analyytikot voivat saada tulospalkkioita, jotka perustuvat OP Yrityspankki Oyj:n tai jonkin sen yksikön tai liiketoiminta-alueen yhteenlaskettuun tulokseen. Analytikoiden palkka ei ole suoraan riippuvainen yksittäisistä OP Yrityspankki Oyj:n tai sen kanssa samaan konserniin kuuluvien yritysten hoitamista investointipankkitoimintaan liittyvistä toimeksiannoista.

OP Yrityspankki Oyj:n ja sen kanssa samaan konserniin kuuluvien yritysten omistusosuus ylittää 5 %:n rajan Terveystalo Oyj:ssä ja SRV Yhtiöt Oyj:ssä Pohjola Vakuutus Oy:n osakeomistusten kautta. Muissa analyysin kohteena olevissa yhtiöissä OP Yrityspankki Oyj:llä tai sen kanssa samaan konserniin kuuluvalla yrityksellä ei ole yli 5 %:n omistusosuutta. OP Ryhmän liputussääntelyä koskevan poikkeuksen soveltamisen perusteella OP-Rahastoyhtiö Oy:n hallinnoimien sijoitusrahastojen omistamia suomalaisten yhtiöiden arvopapereita ja niiden tuottamia ääniä ei lueta mukaan laskettaessa OP Yrityspankki Oyj:n kanssa samaan konserniin kuuluvien yritysten omistusosuutta analyysin kohteena olevissa yhtiöissä. Lisäksi omistus- ja ääniosuuteen ei lueta OP-Eläkekassan omistuksia ja niiden tuottamia ääniä.

OP Yrityspankki Oyj tai sen kanssa samaan konserniin kuuluva yritys ei toimi markkinatakaajana tai muuna likviditeetin tarjoajana analyysin kohteena olevien liikkeeseenlaskijoiden osakkeissa. OP Yrityspankki Oyj tai sen kanssa samaan konserniin kuuluva yritys voi kuitenkin toimia markkinatakaajana tai muuna likviditeetin tarjoajana analyysin kohteena olevien liikkeeseenlaskijoiden velkainstrumenteille. OP Yrityspankki Oyj voi omistaa position tässä tutkimusraportissa mainitussa rahoitusvälineessä.

OP Yrityspankki Oyj:n eri liiketoiminnot pyrkivät aktiivisesti luomaan erilaisia toimeksiantosuhteita eri liikkeeseenlaskijoiden kanssa tarjotakseen OP Yrityspankki Oyj:n palveluja. OP Yrityspankki Oyj tai sen kanssa samaan konserniin kuuluva yritys on toiminut pääjärjestäjänä tai järjestäjänä seuraavissa analyysin kohteena olevan liikkeeseenlaskijan arvopapereita koskeneissa julkistetuissa liikkeeseenlaskuissa tai tarjouksissa tai osapuolena muussa liikkeeseenlaskijan kanssa tehdyssä investointipankkipalvelujen tarjoamiseen liittyvässä sopimuksessa analyysin julkaisuhetkellä tai viimeisen 12 kuukauden aikana*: Ahlstrom-Munksjö, CapMan, Citycon, Finnair, HKScan, Kreate, Lehto Group, Metso Outotec, Puuilo, Rettig, Sanoma, Stora Enso, TVO ja YIT.

Tiettyjen seurannassa olevien yhtiöiden osalta OP Yrityspankki Oyj harjoittaa ns. komissiopohjaista osaketutkimusta, jossa tutkimus on tuotettu maksua vastaan seurantakohteen kanssa solmitun sopimuksen nojalla. Tutkimuksesta perittävä maksu ei ole OP Yrityspankki Oyj:n kannalta merkittävä, eikä se OP Yrityspankki Oyj:n arvion mukaan vaaranna OP Analyysin riippumattomuutta. Tämän raportin julkaisuhetkellä OP Yrityspankki Oyj:llä oli komissiopohjaista tutkimusta koskeva sopimus seuraavien yhtiöiden kanssa: Exel Composites, Rapala, Scanfil ja Talenom.

Suositukset ja tavoitehinnat		Fortum		
Suositus	Tavoitehintana (€)	Kurssi (€)	Päivämäärä	
LISÄÄ	29,0	25,7	9.11.2021	Tavoitehinnan muutos
LISÄÄ	27,0	24,3	18.8.2021	Tavoitehinnan muutos
LISÄÄ	24,5	22,7	10.5.2021	Tavoitehinnan muutos
LISÄÄ	23,5	21,8	15.3.2021	Suositus- ja tavoitehinnan muutos
OSTA	24,0	21,1	18.5.2020	Tavoitehinnan muutos
OSTA	23,0	15,0	6.5.2020	Tavoitehinnan muutos
OSTA	24,0	14,8	2.3.2020	Suositus- ja tavoitehinnan muutos
LISÄÄ	25,0	19,3	7.2.2020	Suositusjakauman muutos
LISÄÄ	25,0	22,3	20.1.2020	

OP Yrityspankki Oyj:n suositusten jakauma kaikissa analysoiduissa osakkeissa ja niissä osakkeissa, joita koskevissa yllä mainituissa* investointipankkitoimintaan liittyvissä sopimuksissa OP Yrityspankki Oyj tai sen kanssa samaan konserniin kuuluva yritys on ollut osapuolena:

Osakesuosituksen jakauma (5.11.2021)				
Suositus	Kaikki yhtiöt		Investointipankkisuhteissa*	
	Kpl	%	Kpl	%
OSTA	19	26	3	27
LISÄÄ	39	53	6	55
VÄHENNÄ	12	16	1	9
MYY	3	4	1	9
	73	100	11	100

Lisätietoja OP Yrityspankki Oyj:n analyyseistä ja raporteista löytyy OP-verkkopalvelusta osaketutkimuksen sivuilta (Henkilöasiakkaat -> Säästöt ja sijoitukset -> Kurssit ja markkinat -> Tutkimus)

Yhteystiedot**Analyyssi**

Antti Saari	Pääanalyytikko, strategia, finanssi	010 252 4359
Kim Gorschnik	Senioristrategi, small cap	010 252 4351
Ilkka Saksa	Senioristrategi, korko, valuutta	010 252 4457
Jari Hännikäinen	Seniorimarkkinaekonomisti	010 252 2792
Henri Parkkinen	Seniorianalyytikko, konepajat, metsä, energia, kemia	010 252 4409
Kimmo Stenvall	Seniorianalyytikko, operaattorit, teknologia, media	010 252 4561
Joonas Häyhä	Kauppa, kulutustavarat, liikenne	010 252 4504
Markku Moilanen	Metalli, rakentaminen, kiinteistöt	010 252 4408
Jussi Mikkonen	Elintarvikkeet, yrityslainat	010 252 8780
Hawa Grundman	Assistentti	010 252 4311

OP Yrityspankki Oyj

Gebhardinaukio 1
00013 OP
010 252 011
etunimi.sukunimi@op.fi

Instituutiomyynti

Tero Rautasuo Johtaja 010 252 2552

Institutional Investment and Hedging Solutions

Tomi Kallio 010 252 2993
Tuomas Antila 010 252 4479
Henrik Helppi 010 252 3252
Patrik Jernmark 010 252 4289
Ari Triumf 010 252 4349

Cross Asset Investor Solutions

Tuomas Kaasalainen 010 252 2534
Ahti Mikkonen 010 252 4677
Lauri Mäkelä 010 252 8072
Terhi Ollikainen 010 252 3148
Joakim Paul 010 252 8336