

## Tuotto-odotus on osingon varassa

Fortumin Q4-raportti ylitti markkinoiden odotukset, mutta ei muuttanut yhtiön sijoitustarinan isoa kuvaa. Katset ovat yhä Uniper-järjestelyn jälkeisessä tulospotentiaalissa ja osinkotasossa. Arviomme mukaan yhtiö pystyy ylläpitämään nykyisen osinkotason siirtymäjaksen yli, mutta lyhyellä tähtämellä osingon varassa oleva tuotto-odotus ei mielestämme riitä perusteiksi ostoille. Siten toistamme Fortumin 17,50 euron tavoitehintamme ja vähennä-suosituksemme.

### Generation ja Russia siivittivät Q4-tuloksen yli odotuksien

Fortum teki Q4:llä 1432 MEUR:n liikevaihdolla 295 MEUR:n oikaistun liikevoiton ja ylitti näin sekä meidän että konsensuksen ennusteet, jotka olivat 277 ja 286 MEUR:ssa. Tulositytyksen taustalla oli divisioonatasolla Generationin ja Russian vahvat suoritukset. Generation sai tukea etenkin selvästi vertailukaudesta nousseista myyntimääristä ja kasvaneista vesivoiman tuotantomääristä. Vastaavasti Russian parannuksen taustalla oli korkeammat kapasiteettimaksut ja onnistuminen luottotappioiden perinnässä. City Solutionsin ja Consumer Solutionsin tulokset olivat isossa kuvassa linjassa odotuksien kanssa ja suhteessa vertailukauteen ne saivat selvästi tukea Hafslund-järjestelystä, mikä oli odotuksien mukaisesta. Alemmilla riveillä nettoraahoituskulut ylittivät odotukset, sillä Uniper-järjestelyn rahoituskustannuksia kirjattiin merkittävässä määrin Q4:lle. Osakekohtainen tulos 0,28 euroa ylitti kuitenkin markkinoiden odotukset odotettua vahvemman operatiivisen tuloksen takia. Osinkoa Fortum maksaa vuodelta 2017 1,10 euroa, mikä oli odotuksien mukaista.

### Generationin suojattu hinta on yhä matala

Fortum ei tuttuun tapaan antanut numeerista ohjeistusta, mutta kommentoi Generationin arvioidun Pohjoismaisen tukkumyynnin suojausasteen nousseen 70 % hintatason ollessa 28 €/MWh. Näin ollen Generationin tuloskunto ei tule saamaan oleellista tukea sähkön myyntihinnasta vuonna 2018. Tarkistimme raportin jälkeen lähivuosien operatiivisia ennusteita ylöspäin ja lisäksi huomioimme nyt Uniper-järjestelyn konsensuksen ennusteilla. Arviomme Uniper-omistusosuuden jäävän noin 47 %:iin ja siten sen tulos tullaan kirjaamaan osakkuusyhtiöirville Fortumin tuloslaskelmassa. Yhtiön mukaan se pyrkii säilyttämään osinkonsa lähivuosina nykytasolla, vaikka se ei asetukkaan osinkopolitiikan mukaiseen jakosuhteeseen (50-80 %). Tämä perustuu olettamalle, että sähkön markkinahinnan pohjat ovat takana, ja pitkällä aikavälillä nykyinen osinko asettuu jakosuhteen mukaiseen haarukkaan. Pidimme lähivuosien osinkoennusteet ennallaan ja odotamme Fortumin maksavan myös vuosilta 2018 ja 2019 1,10 euron osakekohtaisen osingon.

### Arvostus ei houkuttele ostoille

Päivitytyillä ennusteillamme Fortumin vuosien 2018 ja 2019 P/E-kertoimet ovat 18x ja 16x ja tasepohjainen P/B-kerroin on 1,2x. Tulos pohjaisesti arvostus on mielestämme neutraali. Emme myöskään näe oleellista nousuvaraa tasepohjaisessa arvostuksessa, sillä nykyisillä sähkön markkinahinnoilla yhtiön pääoman tuottotaso ei ennusteillamme tule yltämään yhtiön sijoitetun pääoman tuottotavoitteen alarajalle (ROCE-% vähintään 10 %). Oleellista laskuvaraa emme kuitenkaan näe osakkeessa, sillä hyvällä tasolla oleva osinkotuotto antaa tukea osakkeelle (2018-2019e osinkotuotto-% 6,2 %). Defensiivisen liiketoiminnan tuottovaatimus on perustellusti keskimääräistä alhaisempi, mutta pitkälti osingon varassa oleva tuotto-odotus ei vielä ole mielestämme riittävän korkea ostojen perusteeksi.

#### Avainluvut

	Liikevaihto	Liikevoitto (EBIT)	Liikevoitto-marginaali	Tulos ennen veroja (PTP)	Tulos/osake	Osinko/osake	EV/Liikevaihto	EV/EBITDA	EV/EBIT	P/E	Osinkotuotto
	MEUR	MEUR	%	MEUR	EUR	EUR	(x)	(x)	(x)	(x)	%
2016	3 632	633	17,4 %	595	0,56	1,10	3,0	5,6	-7,4	24,7	7,5 %
2017	4 520	1 158	25,6 %	1 111	0,97	1,10	3,1	8,5	6,5	22,7	6,7 %
2018e	5 128	841	16,4 %	1 032	1,00	1,10	3,7	14,4	38,6	17,6	6,2 %
2019e	5 133	891	17,4 %	1 147	1,12	1,10	3,7	14,0	21,5	15,8	6,2 %
2020e	5 223	955	18,3 %	1 289	1,27	1,10	3,7	13,3	20,0	13,9	6,2 %
Markkina-arvo, MEUR		15724		OPO / osake 2018e, EUR			14,59	CAGR EPS, 2017-2020, %			9 %
Nettovelka 2018e, MEUR		5016		P/B 2018e			1,2	CAGR kasvu, 2017-2020, %			5 %
Yritysarvo (EV), MEUR		19070		Nettovelkaisuusaste 2018e, %			38,0 %	ROE 2018e, %			6,9 %
Taseen koko 2018e, MEUR		22673		Omavaraisuusaste 2018e, %			58,2 %	ROCE 2018e, %			6,5 %

## Analytikko

Petri Gostowski  
+358 40 821 5982  
petri.gostowski@inderes.fi



## Suositus

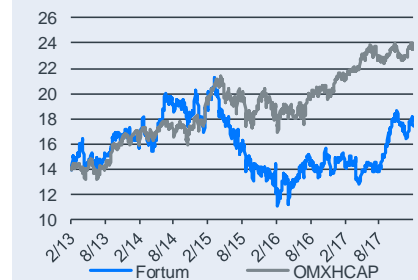
Vähennä



Edellinen: Vähennä

Tavoitehintana **17,50 EUR**

Edellinen: 17,50



Lähde: Bloomberg

Eiilisen päätös **17,70 EUR**

12 kk vaihteluväli **12,69-18,94 EUR**

Potentiaali **-1,1 %**

## Ohjeistus

Fortum arvioi Pohjoismaisen sähkön kysynnän kasvavan keskimäärin 0,5 % vuodessa. Generation -segmentin suojaukset pohjoismaiselle tuotannolle: vuoden 2018 arvioidusta tukkumyynnistä on suojattu noin 70 % hintaan 28 €/MWh ja vuodeksi 2018 on suojattu noin 40 % hintaan 25 €/MWh.

Ohjeistusmuutos: **Uusi ohjeistus**

## Generationin ja Russia siivittivät Q4-tuloksen yli odotuksien

### Generation sai tukea vesivoimasta

Fortum teki Q4:llä 1432 MEUR:n liikevaihdolla 295 MEUR:n oikaistun liikevoiton. Kokonaisuutena oikaistu liikevoitto ylitti ennusteemme ja divisioonatasolla ylityksen taustalla olivat pääasiassa Generation ja Russian.

Generation sai Q4'17:llä tukea vahvasta sähkön myynnin kasvusta, vesivoiman suhteellisen osuuden kasvusta ja myös ydinvoiman verotuksen keventymisestä Ruotsissa. Näiden tekijöiden ansiosta segmentin oikaistu liikevoitto nousi vertailukauden 87 MEUR:sta 160 MEUR:oon huolimatta siitä, että saavutettu sähkön myyntihinta kipusi vain maltillisesti ylöspäin odotuksien mukaisesti (Q4'17 32€/MWh vs. Q4'16 31,5€/MWh). City Solutionsin ja Consumer Solutionsin kehitys oli pitkälti odotuksiemme mukaista. Molempien segmenttien tulos kasvoi vertailukaudesta, mutta vertailukelpoisuutta heikentää Hafslund-järjestely, joka heijastui positiivisesti segmenttien liikevoittoon. Consumer Solutionsissa kilpailutilanne on Fortumin mukaan jatkunut ankarana ja tämä pitää marginaalit myös jatkossa paineessa. Fortum kertoi jatkavansa panostuksia palveluihin segmentissä strategiansa mukaisesti. Yhtiö kuitenkin huomautti, että kilpailutilanteen vuoksi segmentin marginaalipaine ei hellitä lyhyellä tähtäimellä.

### Russian tuloskehitys on jatkunut hyvänä

Raportissa positiivista oli myös Russian hyvä kehitys. Segmentin liikevoitto nousi vertailukauden 66 MEUR:sta Q4'17:n 84 MEUR:oon. Segmentti ylitti odotuksemme, minkä taustalla olivat etenkin odottamaamme korkeammat sähkön myyntimäärät. Suhteessa vertailukauteen Russian sai tukea odotetusti korkeammista kapasiteettimaksuista, minkä lisäksi yhtiö kommentoi onnistuneensa luottotappioiden perinnässä vertailukautta paremmin. Koko vuoden osalta segmentti teki 296 MEUR:n oikaistun liikevoiton ja näin ollen vuonna 2017 se ylitti konsernitason 10 %:n ROCE-% tavoitteen. Tämä on positiivista konsernitason tavoitteen kannalta, mutta se ei yksinomaan riitä, sillä muut divisioonat ovat vielä kaukana tavoitetasosta. 2017

lopussa edellisten 12 kuukauden sijoitetun pääoman tuotto oli konsernitason vaatimattomat 7,1 %.

### Osinko pysyi odotetusti ennallaan 1,10 eurossa

Fortum teki kvartaalilla 0,28 euron osakekohtaisen tuloksen, mikä ylitti odotukset. Ylityksen taustalla oli pitkälti operatiivisen tuloksen ennusteiden ylitys, mutta sitä pehmensi hieman ennusteita korkeammat nettorahoituskulut. Rahoituskuluja kohotti Uniper-järjestelyn synnyttämät ylimääräiset rahoituskulut, joten pysyvästi emme odota rahoituskulujen nousevan Q4:sta vastaavalle tasolle. On kuitenkin huomioitava, että järjestelyä varten otettu velka nostaa korkokuluja jatkossa.

Fortum maksaa vuodelta 2017 odotetusti 1,10 euron osingon. Taso ylittää yhtiön osinkopolitiikan indikoiman 50-80 %:n jakosuhteen. Yhtiö kertoi tuloksen yhteydessä, että se pyrkii välttämään väliaikaista osingon leikkausta edellyttäen, että markkinoiden näkymät pysyvät ennallaan. Käytännössä tämä tarkoittaa sitä, että yhtiö odottaa keskipitkällä ja pitkällä aikavälillä sähkön hinnan nousun ja nyt tehtyjen investointien tukevan tulokuntoa niin, että 1,10 euron osinko mahtuu yhtiön tavoitehaarukkaan.

Taseensa puolesta yhtiöllä ei ole ongelmaa maksaa 1,10 euron osinkoa nyt, kun sen omistusosuus Uniperista on jäämässä noin 47 %:iin ja vaikka osinkotaso ylittää vapaan rahavirran. Ennusteissamme yhtiön nettovelkaantumisaste nousee 38 %:iin (2018e) ja omavaraisuusaste pysyy hyvällä tasolla noin 58 %:ssa (2018e). Mikäli näkymät markkinoilla oleellisesti heikkenisivät, voisi osinkotaso olla vaarassa, sillä Uniper-järjestelyn myötä yhtiö joutuu allokoimaan aikaisempaa enemmän pääomaa velanmaksuun ja lyhyellä tähtäimellä yhtiön vapaa rahavirta ei ennusteidemme valossa riitä rahoittamaan nykytason osinkoa. Odotamme kuitenkin sähkömarkkinoiden näkymien olevan keskipitkällä ja pitkällä tähtäimellä varovaisen positiiviset ja markkinahintojen pohjakosketuksen osuneen vuoteen 2016. Siten odotamme osingon säilyvän nykytasolla lähivuosina.

Ennustetaulukko	Q4'16	Q4'17	Q4'17e	Q4'17e	Konsensus		Erotus (%)	2017
	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Tot. vs. Inderes	Inderes
Liikevaihto	1143	1432	1379	1359	705	1619	4 %	4520
Liikevoitto (oikaistu)	189	295	277	286	251	325	6 %	811
Tulos ennen veroja	184	300	266	280	231	341	13 %	1111
EPS	0,16	0,28	0,25	0,26	0,02	0,32	12 %	0,73
Osinko/osake	1,10	1,10	1,10	1,10	0,45	1,10	0 %	1,10
Liikevaihdon kasvu-%	10,7 %	25,3 %	20,6 %	18,9 %	-38,3 %	41,6 %	4,6 %-yks.	24,4 %
Liikevoitto-% (oikaistu)	16,5 %	20,6 %	20,1 %	21,0 %	35,6 %	27,0 %	0,5 %-yks.	17,9 %

Lähde: Inderes & Vara Research (konsensus)

## Generationin suojattu hinta on yhä matala

### Sähkön hinta ei anna tukea Generationin tulokunnolle

Nostimme raportin jälkeen kuluvan vuoden liikevoiton ennusteitamme 5 %:lla. Alemmilla riveillä ennusteemme nousivat kuitenkin merkittävästi, sillä huomioimme nyt Uniper-järjestelyn myös ennusteissamme. Odotamme yhtiön omistusosuuden Uniperista asettuvan noin 47 %:iin ja siten osakkuusyhtiönä kirjattava tulosvaikutus heijastui siten tuloslaskelman alariveille.

Vuodelle 2018 Generationin suojaustaso nousi vuoden 2017 lopussa 70 %:iin ja suojattu hinta oli 28 €/MWh. Näin ollen koko vuoden osalta saavutettava keskimääräinen myyntihinta säilyi absoluuttisesti alhaisella tasolla ja siten Generationin tulosparannusedellytykset ovat vaatimattomat. Segmentin tulos saa kuitenkin tukea Ruotsissa ydinvoiman kapasiteettiveron poistumisesta ja vesivoiman kiinteistöveron asteittaisesta laskusta. Näin ollen kokonaisuutena odotamme segmentin tuloksen pysyvän noin edellisvuoden tasolla.

Kuluvana vuonna Consumer Solutionsin ja City Solutionsin lukuihin heijastuu täysimääräisesti Hafslund-järjestely, joka nostaa segmenttien liikevoittoa. Näiden vaikutus on konsernitason tulojen osalta kuitenkin rajallinen ja odotamme Consumer Solutionsissa kilpailun pitävän marginaalin alhaisena.

Russian odotamme olevan hyvässä tulokunnossa myös vuonna 2018, sillä parantuneen talousympäristön myötä arvioimme kysynnän olevan kohtuullisella tasolla ja lisäksi kapasiteettimaksut säilyvät hyvällä tasolla. Tulosparannuspotentiaalia Russian kohdalla kuitenkin painaa jälleen hieman heikentynyt rupla, mikä heijastuu euroiksi konvertoitaviin lukuihin.

Odotamme Fortumilta vuodelta 2018 5128 MEUR:n liikevaihdolla 841 MEUR:n liikevoittoa. Liikevoiton alle kirjattavan Uniperin-tulosvaikutuksen myötä tulos ennen veroja on liikevoittoa suurempi. Uniper-järjestely on määrä saada päätökseen kuluvan vuoden puolivälissä. Näin ollen se heijastui H2'18:n ennusteisiin ja nosti kuluvan vuoden osakekohtaisen tuloksen ennusteemme 1,0 euroon.

### Uniper-järjestelystä ei annettu oleellista lisätietoa

Fortumin johto kommentoi tuloksen julkistamisen yhteydessä, että he ovat aloittaneet keskustelut Uniperin johdon kanssa. Keskustelut tulevat kuitenkin olemaan pitkät ja niiden etenemisestä ei kerrota julkisuuteen ennen kuin ne on saatu päätökseen. Johto myös toisti odotetusti näkemyksensä, jonka mukaan se ei tule tekemään toista tarjousta Uniperin osakkeista ja tyytyy nykyiseen omistusosuuteen. Fortum näkee kuitenkin, että yhtiöiden yhteistyön kautta olisi saavutettavissa merkittävää parannuspotentiaalia, mutta tätä ei avattu tarkemmin tässä vaiheessa.

Emme odota Fortumin tekemän toista korotettua tarjousta, vaan uskomme yhtiön pyrkivän vaikuttamaan tarpeen tullen Uniperin kehittämiseen ja siten korkeamman tulospotentiaalin saavuttamiseen. Nykyisellä omistusosuudella Fortum on yhtiön selvästi suurin omistaja, joten sillä tukee olemaan merkittävää päätäntävaltaa yhtiön tulevaisuuden suhteen ja käytännössä sillä on edellytykset saada tahtonsa läpi yhtiössä.

Ennustemuutokset MEUR / EUR	2017			2018e			2019e		
	Vanha	Uusi	Muutos %	Vanha	Uusi	Muutos %	Vanha	Uusi	Muutos %
Liikevaihto	4467	4520	1 %	4943	5128	4 %	4999	5133	3 %
Käyttökate	1558	1622	4 %	1246	1317	6 %	1251	1370	10 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	792	811	2 %	798	841	5 %	797	891	12 %
Liikevoitto	1119	1158	3 %	798	841	5 %	797	891	12 %
Tulos ennen veroja	1076	1111	3 %	730	1032	41 %	736	1147	56 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,73	0,73	0 %	0,67	1,00	50 %	0,67	1,12	68 %
Osakekohtainen osinko	1,10	1,10	0 %	1,10	1,10	0 %	1,10	1,10	0 %

Lähde: Inderes

## Arvostus ei vielä houkuttele ostoille

### Absoluuttinen arvostus kokonaisuutena neutraali

Fortumin arvostusta on olennaista katsoa tulos pohjaisesti P/E-kertoimen kautta, sillä Uniper-järjestelyn takia EV-pohjaiset kertoimet eivät anna täysin oikeaa kuvaa yhtiön arvostuksesta, koska käyttökate ja liikevoitto eivät huomioi Uniperin tulososuutta, mutta EV huomioi järjestelystä aiheutuneen nettovelkojen kasvun. Fortumin lähivuosien P/E-kertoimet (2018e 18x ja 2019e 16x) ovat mielestämme hyväksyttävien kertoimien ylärajalla ja tukevat näkemystämme osakkeen oikein hinnoittelusta. Myös yhtiön tase pohjaisessa arvostuksessa (P/B-kerronin 1,2x) on vaikea nähdä nousuvaraa, sillä ennusteillamme Fortumin lähivuosien oman pääoman tuotto jää noin 7-8 %:iin.

### Suhteellinen arvostus on sekini neutraali

Tulos pohjaista suhteellisesti arvostusta tulee myös katsoa P/E-kertoimen kautta, joka indikoi, että Fortum arvostetaan neutraalisti suhteessa verrokkiryhmään. Tätä tukee myös tase pohjainen arvostus, joka on täysin linjassa verrokkiryhmän

kanssa. Näin ollen suhteellinen arvostus tukee näkemystämme osakkeen neutraalista arvostuksesta.

Osakkeen laskuvaraa rajaa kuitenkin erinomaisella tasolla oleva lähivuosien osinkotuotto. Odotamme Fortumin pystyvän ylläpitämään 1,10 euron osingon lähivuosina ja osingonjakosuhte tulee ylittämään osinkopolitiikan mukaisen 50-80 %:n haarukan. Näin ollen lähivuosien osinkotuotto on ennusteillamme noin 6 %.

Pitkällä aikavälillä sähkön markkinahinnan nousun ja yhtiön merkittävien investointien tulos potentiaalin myötä näemme yhtiöllä olevan potentiaalia kasvattaa osinkoa. Tätä potentiaalia joudutaan arviomme mukaan kuitenkin odottamaan ensi vuosikymmenelle ja sähkömarkkinan murroksen myötä sen hintakehitykseen liittyy merkittävää epävarmuutta. Siten emme ole valmiita venyttämään hyväksyttäviä arvostuskertoimia tässä vaiheessa kauas nojaavan potentiaalin vuoksi.

Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo	Yritys-arvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
		MEUR	MEUR	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e
Fortum	17,70	15314	16627	16,7	16,6	11,4	11,3	3,3	3,3	19,5	16,0	6,0	6,1	1,2
RWE	15,59	9631	22849	11,2	10,7	6,5	6,3	0,8	0,8	11,2	10,1	3,6	4,5	1,6
E.ON	13,58	33467	62807	13,9	12,8	8,0	7,7	1,2	1,2	13,8	12,7	5,1	5,5	0,8
Verbund	8,24	18298	30470	12,7	12,5	7,4	7,3	1,0	1,0	13,3	12,1	5,2	5,6	4,1
Alpiq	21,64	3753	6775	24,0	17,9	13,3	11,1	3,7	3,4	28,0	21,2	1,8	2,0	1,4
CEZ	10,85	32223	69654	16,7	14,8	6,8	6,4	1,5	1,5	18,1	14,6	2,7	3,4	0,9
EDF	528,00	11204	15561	19,9	18,0	8,3	8,0	2,2	2,1	20,9	20,2	4,8	4,4	1,1
Centrica	12,15	7573	16431	14,0	14,2	6,6	6,9	1,1	1,1	19,0	16,5	5,3	5,5	1,1
Enel	73,20	1756	2443											
Drax Group	4,97	51142	111247	11,0	10,2	6,9	6,5	1,5	1,4	12,5	11,1	5,6	6,2	1,3
<b>Fortum (Inderes)</b>	<b>17,70</b>	<b>15724</b>	<b>19070</b>	<b>38,6</b>	<b>21,5</b>	<b>14,4</b>	<b>14,0</b>	<b>3,7</b>	<b>3,7</b>	<b>17,6</b>	<b>15,8</b>	<b>6,2</b>	<b>6,2</b>	<b>1,2</b>
<b>Keskiarvo</b>				<b>15,6</b>	<b>14,2</b>	<b>8,4</b>	<b>7,9</b>	<b>1,8</b>	<b>1,8</b>	<b>17,4</b>	<b>14,9</b>	<b>4,5</b>	<b>4,8</b>	<b>1,5</b>
<b>Mediaani</b>				<b>14,0</b>	<b>14,2</b>	<b>7,4</b>	<b>7,3</b>	<b>1,5</b>	<b>1,4</b>	<b>18,1</b>	<b>14,6</b>	<b>5,1</b>	<b>5,5</b>	<b>1,2</b>
<b>Erotus-% vrt. mediaani</b>				<b>176 %</b>	<b>51 %</b>	<b>94 %</b>	<b>91 %</b>	<b>150 %</b>	<b>164 %</b>	<b>-3 %</b>	<b>8 %</b>	<b>22 %</b>	<b>14 %</b>	<b>4 %</b>

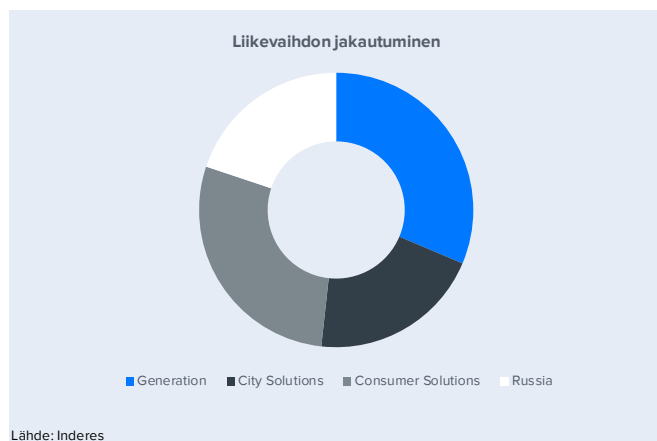
Lähde: Bloomberg / Inderes. Huomautus: Inderesin käyttämä markkina-arvo ei ota huomioon yhtiön hallussa olevia omia osakkeita.

## Tuloslaskelma ja ennusteet vuosineljänneksittäin

Tuloskehitys kvartaalitasolla	2016	Q1'17	Q2'17	Q3'17	Q4'17	2017	Q1'18e	Q2'18e	Q3'18e	Q4'18e	2018e	2019e	2020e
<b>Liikevaihto</b>	<b>3632</b>	<b>1232</b>	<b>936</b>	<b>920</b>	<b>1432</b>	<b>4520</b>	<b>1553</b>	<b>1075</b>	<b>1036</b>	<b>1464</b>	<b>5128</b>	<b>5133</b>	<b>5223</b>
Generation	1657	474	402	367	433	1677	479	387	397	434	1696	1668	1732
City Solutions	782	290	205	179	340	1015	347	230	177	347	1102	1103	1113
Consumer Solutions	668	242	164	238	452	1097	450	300	330	455	1535	1550	1570
Russia	896	349	237	200	315	1101	347	228	203	298	1075	1092	1087
<b>Käyttökate</b>	<b>1006</b>	<b>499</b>	<b>176</b>	<b>503</b>	<b>444</b>	<b>1622</b>	<b>461</b>	<b>236</b>	<b>223</b>	<b>396</b>	<b>1317</b>	<b>1370</b>	<b>1437</b>
Poistot ja arvonalennukset	-373	-110	-110	-116	-128	-464	-119	-118	-119	-120	-476	-479	-482
<b>Liikevoitto ilman kertaeriä</b>	<b>644</b>	<b>313</b>	<b>109</b>	<b>93</b>	<b>296</b>	<b>811</b>	<b>342</b>	<b>118</b>	<b>104</b>	<b>276</b>	<b>841</b>	<b>891</b>	<b>955</b>
<b>Liikevoitto</b>	<b>633</b>	<b>389</b>	<b>66</b>	<b>387</b>	<b>316</b>	<b>1158</b>	<b>342</b>	<b>118</b>	<b>104</b>	<b>276</b>	<b>841</b>	<b>891</b>	<b>955</b>
Generation	417	136	78	103	161	478	143	76	101	143	462	478	527
City Solutions	64	56	1	-20	61	98	74	5	-13	60	124	138	141
Consumer Solutions	48	12	6	6	18	41	19	11	14	19	63	75	79
Russia	191	132	53	26	85	296	131	53	27	81	291	298	304
Muut ja eliminoinnit	-77	-24	-29	-21	-29	-102	-24	-26	-24	-26	-100	-98	-97
Non-recurring items	-11	3	-1	296	20	318	0	0	0	0	0	0	0
Arvonmuutokset	0	74	-42	-3	0	29	0	0	0	0	0	0	0
Osakkuusyhtiöt	131	59	35	20	34	148	50	30	96	189	365	434	514
Nettorahoituskulut	-169	-36	-52	-58	-49	-195	-44	-44	-43	-43	-174	-179	-180
<b>Tulos ennen veroja</b>	<b>595</b>	<b>412</b>	<b>49</b>	<b>349</b>	<b>301</b>	<b>1111</b>	<b>348</b>	<b>104</b>	<b>157</b>	<b>423</b>	<b>1032</b>	<b>1147</b>	<b>1289</b>
Verot	-90	-72	-118	4	-43	-229	-60	-15	-12	-47	-133	-142	-155
Vähemmistöosuudet	-8	-5	0	2	-13	-16	-2	-2	-2	-2	-6	-6	-6
<b>Nettotulos</b>	<b>496</b>	<b>335</b>	<b>-69</b>	<b>355</b>	<b>245</b>	<b>866</b>	<b>287</b>	<b>88</b>	<b>143</b>	<b>374</b>	<b>893</b>	<b>998</b>	<b>1128</b>
<b>EPS (oikaistu)</b>	<b>0,59</b>	<b>0,31</b>	<b>0,10</b>	<b>0,07</b>	<b>0,25</b>	<b>0,73</b>	<b>0,32</b>	<b>0,10</b>	<b>0,16</b>	<b>0,42</b>	<b>1,00</b>	<b>1,12</b>	<b>1,27</b>
<b>EPS (raportoitu)</b>	<b>0,56</b>	<b>0,38</b>	<b>-0,08</b>	<b>0,40</b>	<b>0,28</b>	<b>0,97</b>	<b>0,32</b>	<b>0,10</b>	<b>0,16</b>	<b>0,42</b>	<b>1,00</b>	<b>1,12</b>	<b>1,27</b>

Tunnusluvut	2016	Q1'17	Q2'17	Q3'17	Q4'17	2017	Q1'18e	Q2'18e	Q3'18e	Q4'18e	2018e	2019e	2020e
Liikevaihdon kasvu-%	5,0 %	24,5 %	21,9 %	25,7 %	25,3 %	24,4 %	26,0 %	14,8 %	12,7 %	2,2 %	13,5 %	0,1 %	1,7 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	-21,8 %	14,0 %	-11,3 %	61,9 %	56,6 %	26,0 %	9,2 %	9,0 %	11,2 %	-6,5 %	3,7 %	6,0 %	7,1 %
Käyttökate-%	27,7 %	40,5 %	18,8 %	54,7 %	31,0 %	35,9 %	29,7 %	22,0 %	21,5 %	27,1 %	25,7 %	26,7 %	27,5 %
Oikaistu liikevoitto-%	17,7 %	25,4 %	11,6 %	10,2 %	20,6 %	17,9 %	22,0 %	11,0 %	10,0 %	18,9 %	16,4 %	17,4 %	18,3 %
Nettotulos-%	13,7 %	27,2 %	-7,4 %	38,6 %	17,1 %	19,2 %	18,5 %	8,2 %	13,8 %	25,6 %	17,4 %	19,4 %	21,6 %

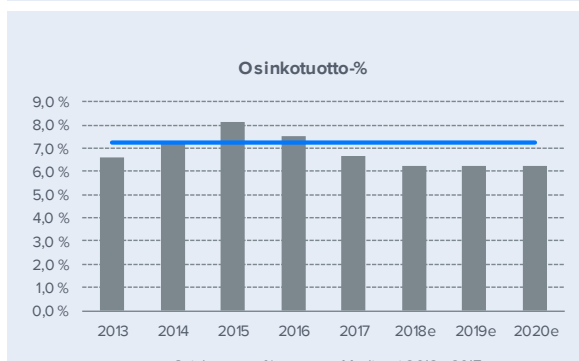
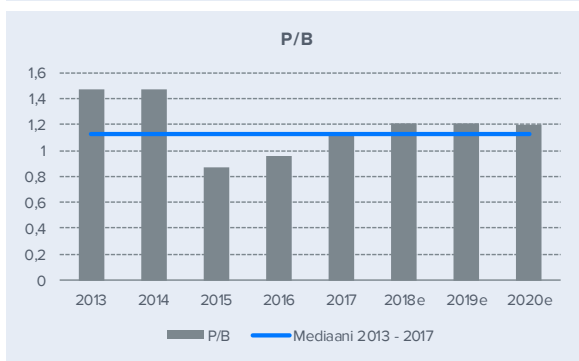
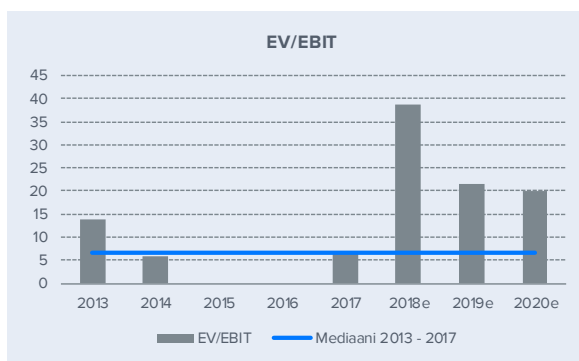
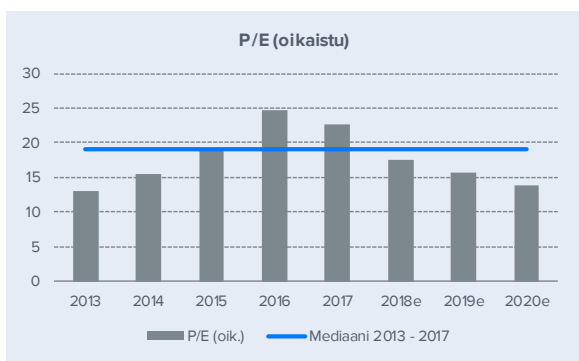
Lähde: Inderes



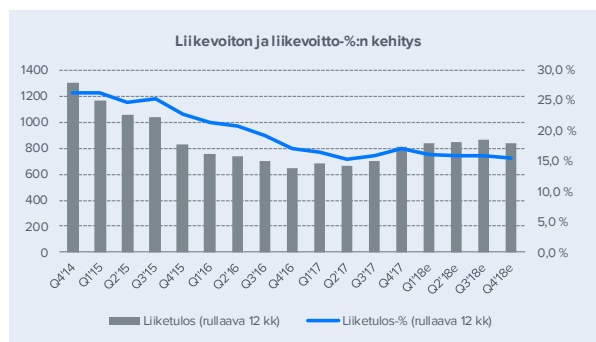
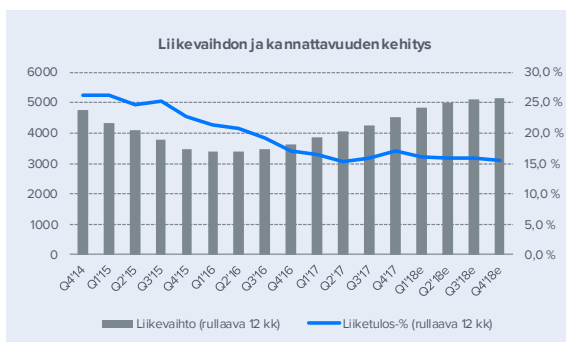
## Arvostus

Arvostustaso	2013	2014	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Osakekurssi	16,62	17,97	13,54	14,57	16,50	17,70	17,70	17,70
Markkina-arvo	14765	15964	12028	12944	14658	15724	15724	15724
Yritysarvo (EV)	22067	19651	7934	11017	13955	19070	19172	19097
P/E (oik.)	13,1	15,5	19,0	24,7	22,7	17,6	15,8	13,9
P/E	12,3	5,1	neg.	26,1	16,9	17,6	15,8	13,9
P/Kassavirta	5,9	2,8	1,6	-11,1	1179,3	41,4	26,6	23,0
P/B	1,5	1,5	0,9	1,0	1,1	1,2	1,2	1,2
P/S	2,4	3,4	3,5	3,6	3,2	3,1	3,1	3,0
EV/Liikevaihto	3,6	4,1	2,3	3,0	3,1	3,7	3,7	3,7
EV/EBITDA	9,4	5,1	87,4	5,6	8,5	14,4	14,0	13,3
EV/EBIT	13,7	6,0	neg.	neg.	6,5	38,6	21,5	20,0
Osinko/tulos (%)	81,2 %	36,6 %	-422,7 %	196,9 %	112,8 %	109,5 %	97,9 %	86,7 %
Osinkotuotto-%	6,6 %	7,2 %	8,1 %	7,5 %	6,7 %	6,2 %	6,2 %	6,2 %

Lähde: Inderes



## Tulostrendi (rullaava 12 kk)

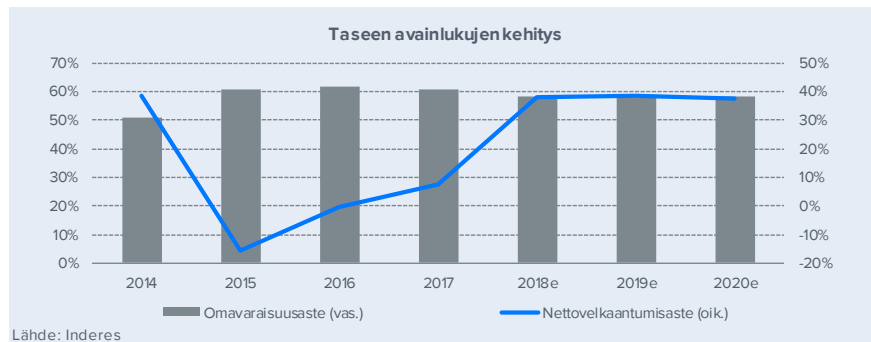


## Tase ja kassavirtalaskelma

### Tase

Vastaavaa (MEUR)	2015	2016	2017	2018e	2019e
<b>Pysyvät vastaavat</b>	<b>13156</b>	<b>14918</b>	<b>15836</b>	<b>19723</b>	<b>19794</b>
Liikearvo	152	353	613	613	613
Aineettomat oikeudet	70	114	451	513	513
Käyttöomaisuus	8710	9930	10510	10694	10765
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	1959	2112	1900	5550	5550
Muut sijoitukset	1412	1358	1279	1280	1280
Muut pitkäaikaiset varat	773	985	1010	1000	1000
Laskennalliset verosaamiset	80	66	73	73	73
<b>Vaihtuvat vastaavat</b>	<b>9610</b>	<b>7046</b>	<b>5917</b>	<b>2951</b>	<b>3004</b>
Varastot	231	233	216	246	246
Muut lyhytaikaiset varat	355	525	807	807	807
Myyntisaamiset	822	1134	997	974	1027
Likvidit varat	8202	5154	3897	923	924
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>22766</b>	<b>21964</b>	<b>21753</b>	<b>22673</b>	<b>22798</b>

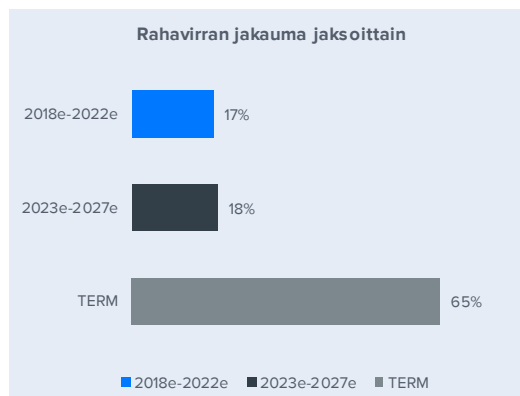
Vastattavaa (MEUR)	2015	2016	2017	2018e	2019e
<b>Oma pääoma</b>	<b>13863</b>	<b>13541</b>	<b>13287</b>	<b>13202</b>	<b>13223</b>
Osakepääoma	3046	3046	3046	3046	3046
Kertyneet voittovarot	10507	10369	9875	9790	9811
Omat osakkeet	0	0	0	0	0
Uudelleenarvostusrahasto	0	0	0	0	0
Muu oma pääoma	241	44	127	127	127
Vähemmistöosuus	69	84	239	239	239
<b>Pitkäaikaiset velat</b>	<b>6862</b>	<b>6547</b>	<b>6387</b>	<b>7148</b>	<b>7227</b>
Laskennalliset verovelat	483	616	819	819	819
Varaukset	891	946	958	960	960
Lainat rahoituslaitoksilta	4965	4468	4119	4878	4957
Vaihtovelkakirjalainat	0	0	0	0	0
Muut pitkäaikaiset velat	523	517	491	491	491
<b>Lyhytaikaiset velat</b>	<b>2042</b>	<b>1876</b>	<b>2078</b>	<b>2323</b>	<b>2347</b>
Lainat rahoituslaitoksilta	1042	639	766	1061	1085
Lyhytaikaiset korottomat velat	1000	1237	1112	1262	1263
Muut lyhytaikaiset velat	0	0	200	0	0
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>22767</b>	<b>21964</b>	<b>21753</b>	<b>22673</b>	<b>22798</b>



### DCF-laskelma

Kassavirtalaskelma (MEUR)	2017	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	TERM
<b>Liikevoitto</b>	<b>1158</b>	<b>841</b>	<b>891</b>	<b>955</b>	<b>1050</b>	<b>1141</b>	<b>1175</b>	<b>1198</b>	<b>1222</b>	<b>1216</b>	<b>1240</b>	
+ Kokonaispoistot	464	476	479	482	483	484	483	482	478	476	475	
- Maksutut verot	-33	-134	-142	-155	-173	-190	-195	-199	-203	-201	-205	
- verot rahoituskuluista	-47	-35	-36	-36	-37	-39	-40	-41	-41	-42	-43	
+ verot rahoitustuotoista	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
- Käyttöpääoman muutos	-52	-58	-51	-52	-58	-62	-64	-65	-67	-70	-9	
<b>Operatiivinen kassavirta</b>	<b>1490</b>	<b>1090</b>	<b>1141</b>	<b>1194</b>	<b>1265</b>	<b>1335</b>	<b>1359</b>	<b>1375</b>	<b>1388</b>	<b>1379</b>	<b>1458</b>	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	-14	2	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
- Bruttoinvestoinnit	-1587	-713	-551	-509	-530	-482	-471	-409	-459	-452	-508	
<b>Vapaa operatiivinen kassavirta</b>	<b>-111</b>	<b>379</b>	<b>590</b>	<b>685</b>	<b>735</b>	<b>853</b>	<b>888</b>	<b>967</b>	<b>930</b>	<b>927</b>	<b>949</b>	
+/- Muut	123	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
Vapaa kassavirta	12	379	590	685	735	853	888	967	930	927	949	19155
Diskontattu vapaa kassavirta		357	518	561	563	610	593	604	542	505	483	9748
<b>Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta</b>		<b>15085</b>	<b>14728</b>	<b>14210</b>	<b>13649</b>	<b>13085</b>	<b>12475</b>	<b>11882</b>	<b>11278</b>	<b>10736</b>	<b>10231</b>	<b>9748</b>
<b>Velaton arvo DCF</b>		<b>15085</b>										
- Korolliset velat		-4885										
+ Rahavarat		3897										
-Vähemmistöosuus		-290										
-Osinko/pääomapalautus		0										
<b>Oman pääoman arvo DCF</b>		<b>15767</b>										
<b>Oman pääoman arvo DCF per osake</b>		<b>17,75</b>										

Pääoman kustannus (WACC)	
Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoitettu velkaantumisaste D/(D+E)	35,0 %
Vieraan pääoman kustannus	5,0 %
Yrityksen Beta	1,20
Markkinoiden riski-premio	4,75 %
Likviditeettipremio	0,00 %
Riskitön korko	3,0 %
Oman pääoman kustannus	8,7 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	7,1 %



## Tiivistelmä

Tuloslaskelma	2015	2016	2017	2018e	2019e
Liikevaihto	3459	3632	4520	5128	5133
EBITDA	196	1006	1622	1317	1370
EBITDA-marginaali (%)	6	28	36	26	27
EBIT	-150	633	1158	841	891
Voitto ennen veroja	-305	595	1111	1032	1147
Nettovoitto	4133	496	866	893	998
Kertaluontoiset erät	-974	-11	347	0	0

Tase	2015	2016	2017	2018e	2019e
Taseen loppusumma	22766	21964	21753	22673	22798
Oma pääoma	13863	13541	13287	13202	13223
Liikearvo	152	353	613	613	613
Korolliset velat	6007	5107	4885	5939	6042

Kassavirta	2015	2016	2017	2018e	2019e
EBITDA	196	1006	1622	1317	1370
Nettokäyttöpääoman muutos	162	-247	-52	-58	-51
Operatiivinen kassavirta	-264	782	1490	1090	1141
Vapaa kassavirta	7668	-1165	12	379	590

Yhtiökuvaus
Fortumin toiminnan tarkoitus on tuottaa energiaa, joka edesauttaa nykyisten ja tulevien sukupolvien elämää. Fortum vastaa asiakkaiden tarpeisiin tuottamalla, myymällä ja jakelemalla sähköä ja lämpöä sekä tarjoamalla energia-alan asiantuntijapalveluita. Yhtiön toiminta on keskittynyt Pohjoismaihin, Venäjälle, Puolaan ja Baltiaan. Vuonna 2016 Fortumin liikevaihto oli 3,6 miljardia euroa ja vertailukelpoinen liikevoitto 644 miljoonaa euroa. Konsernissa työskentelee noin 8000 henkilöä.

Osakekohtaiset luvut	2015	2016	2017	2018e	2019e
EPS	-0,26	0,56	0,97	1,00	1,12
EPS oikaistu	0,71	0,59	0,73	1,00	1,12
Operat. kassavirta per osak	-0,30	0,88	1,68	1,23	1,28
Tasearvo per osake	15,53	15,15	14,69	14,59	14,62
Osinko per osake	1,10	1,10	1,10	1,10	1,10
Voitonjako, %	-423	197	113	109	98
Osinkotuotto, %	8,1	7,5	6,7	6,2	6,2

Tunnusluvut	2015	2016	2017	2018e	2019e
P/E	neg.	26,1	16,9	17,6	15,8
P/B	0,9	1,0	1,1	1,2	1,2
P/Liikevaihto	3,5	3,6	3,2	3,1	3,1
P/CF	neg.	16,6	9,8	14,4	13,8
EV/Liikevaihto	2,3	3,0	3,1	3,7	3,7
EV/EBITDA	40,5	11,0	8,6	14,5	14,0
EV/EBIT	neg.	17,4	12,1	22,7	21,5

Suurimmat omistajat	%-osakkeista
Valtioneuvoston kanslia	50,8 %
Valtion eläkerahasto	0,9 %
Keskinäinen Eläkevakuutusyhtiö Ilmarinen	0,9 %
Kansaneläkelaitos	0,8 %
Kurikan kaupunki	0,7 %
Keskinäinen Eläkevakuutusyhtiö Elo	0,5 %

## Suositus historia, viimeiset 12 kk

6.2.2017	Vähennä	14,00 €	14,05 €
28.4.2017	Lisää	14,00 €	13,31 €
4.7.2017	Vähennä	14,00 €	13,97 €
21.7.2017	Vähennä	14,00 €	14,15 €
28.9.2017	Vähennä	17,00 €	16,66 €
27.10.2017	Vähennä	17,50 €	18,22 €
5.2.2018	Vähennä	17,50 €	17,70 €



## Vastuuvapauslauseke

Raporteilla esitettävä informaatio on hankittu useista eri julkisista lähteistä, joita Inderes pitää luotettavana. 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 (välittömät 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.

Mahdolliset kannanotot, arviot ja ennusteet ovat esittäjiensä näkemyksiä. Inderes ei vastaa esitettyjen tietojen sisällöstä tai paikkansapitävyydestä. Inderes tai sen työntekijät eivät myöskään vastaa tämän raportin perusteella tehtyjen päätösten taloudellisesta tuloksesta tai muista vahingoista (välittömät 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 tämänhetkisen hinnan ja 12 kuukauden tavoitehintamme väliseen prosenttiero. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituksin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään neljä 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 arvonmäärittämenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF) ja lisäarvomalli (EVA), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi.

Käytettävät arvonmäärittämenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

Inderesin suosituspolitiikka perustuu seuraavaan jakaumaan suhteessa osakkeen nousuvara 12-kk tavoitehintaan:

Suositus	Nousuvara 12-kk tavoitehintaan
Osta	>15 %
Lisää	5-15 %
Vähennä -	5-5 %
Myy	< -5 %

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 yhtiössä. Inderes Oy voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoittavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oy:n omistukset esitetään yksilöitynä mallisalkussa. Inderes Oy:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin laatineen analyytikon palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oy:llä ei ole investointipankkiliiketoimintaa.

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 Corporate Broking -palveluita, joiden tavoitteena on parantaa yhtiön ja pääomamarkkinoiden välistä kommunikaatiota. Näitä palveluita ovat sijoittajatilaisuuksien ja -tapahtumien järjestäminen, sijoittajaviestinnän liittyvä neuvonanto, sijoitustutkimusraporttien laatiminen. Lisätietoa Inderesin tutkimuksesta: <http://www.inderes.fi/research-disclaimer/>