

Russian lunastaa vihdoin odotuksia

Fortum julkaisi eilen Q1-tuloksensa, joka oli operatiivisesti selkeästi odotuksia parempi ja ylitti keskeiset markkinaodotukset. Kannattavuusennusteiden ylityksen taustalla oli etenkin Generationin ja Russian odotettua parempi tuloskehitys. Tarkistimme ennusteitamme hieman ylöspäin ja säilytämme tavoitehintamme 14,00 euroa, mutta nostamme suosituksemme lisää-tasolle (aik. vähennä).

Q1-tulos oli vahva, etenkin Russianin osalta

Fortum teki Q1'17:llä 1232 MEUR:n liikevaihdolla 313 MEUR:n oikaistun liikevoiton, mikä ylitti sekä meidän 278 MEUR:n ennusteen ja konsensuksen 271 MEUR:n ennusteen. Odotuksien ylityksen taustalla oli pääasiassa Generation ja Russian -divisioonat, kun taas City Solutions ja uusi Consumer Solutions kehittyivät operatiivisesti pitkälti odotuksiemme mukaisesti. Generationin ylitys oli pitkälti hieman odotettua suurempien myyntimäärien ja korkeamman saavutetun myyntihinnan yhteisvaikutus, jotka nostivat yksikön vertailukelpoisen liikevoiton kohtuulliselle tasolla haastavassa markkina-ympäristössä. City Solutionsin lukuihin heijastui positiivisesti Ekokemin konsolidointi osaksi Fortumia, sillä sen osuus on divisioonalle suhteellisesti merkittävä. Raportin suurimman positiivisen yllätyksen tarjosi kuitenkin Russian, kun sen liikevaihto nousi selkeästi uudelle tasolle yhdessä kannattavuuden kanssa. Odotettua paremman kehityksen taustalla oli etenkin ruplan selkeä vahvistuminen, mikä nosti sekä liikevaihtoa että tulosta jopa odotettua enemmän. Russian-divisioona saavutti Fortumin asettaman 18,2 miljardin ruplan EBIT-tavoitteen Q1:llä edeltävältä 12 kuukaudelta. Oikaistua osakekohtaista tulosta Fortum teki 0,31 euroa ylittäen vertailukauden ja markkinoiden odotukset ennusteita paremman operatiivisen tuloksen ansiosta.

Nostimme ennusteita Generationissa ja Russianissa

Fortum kertoi tuloksen yhteydessä suojanneensa loppuvuodeksi 2017 noin 55 % hintaan 29 €/MWh ja vuodelle 2018 noin 45 % hintaan 27€/MWh, mikä tarkoittaa, että kuluvan vuoden hinta on pysynyt odotetun mukaisesti paineessa ja ensi vuodelle suojaustaso on rullautunut maltillisesti ylöspäin. Tarkistimme ennusteitamme Generationin osalta vastaamaan suojaustasoa, mutta suurimmat ennustemuutokset tulivat kuitenkin Russiaan, sillä odotamme Q1-raportin perusteella segmentin tulospotentiaalin realisoituvan hieman aiempia odotuksiamme nopeammin. Kokonaisuutena teimme noin 8-9 %:n ennustemuutoksia vertailukelpoiseen liikevoittoon ja osakekohtaisen tuloksen ennusteisiimme kuluvalla vuodelle ja odotamme Fortumilta nyt 4199 MEUR:n liikevaihdolla 767 MEUR:n oikaistua liikevoittoa.

Arvostus on kohtuullinen ja näkymät parantuneet

Päivitettyillä ennusteillamme Fortumin tulos pohjainen arvostus on kohtuullinen. Vuoden 2017 P/E-luku on korkeahko noin 19x, kun taas vahvan taseen huomioiva EV/EBITDA-kerroin on matalampi 8x. Pidämme Fortumin laskuvaraa rajallisenä, sillä tase pohjainen arvostus on matala P/B-luvun ollessa vain 0,9x. Suhteellisesti Fortum on tulos pohjaisilla kertoimilla arvostettu vain noin 15 %:n preemiolla verrokkeihin nähden, mikä on myös perusteltua suuresta kassasta ja kohenevasta tuloskunnosta johtuen. Näemmekin paranevan tuloskunnan ja kohtuullisen arvostuksen myötä paikan varovaisille ostoille.

Analyytikko

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



Suositus

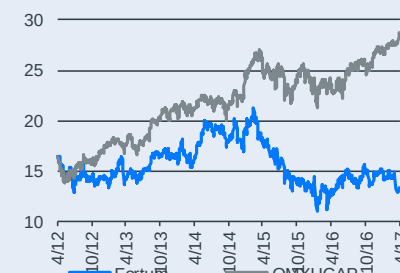
Lisää



Edellinen: Vähennä

Tavoitehintaa 14,00 EUR

Edellinen: 14,00



Lähde: Bloomberg

Eiilisen päätös 13,31 EUR

12 kk vaihteluväli 12,5-15,74 EUR

Potentiaali 5,2 %

Ohjeistus

Fortum arvioi Pohjoismaisen sähkön kysynnän kasvavan keskimäärin 0,5 % vuodessa. Generation -segmentin suojaukset pohjoismaiselle tuotannolle: maaliskuun lopussa vuoden 2017 arvioidusta tukkumyynnistä on suojattu noin 55 % hintaan 29 €/ MWh ja vuodeksi 2018 on suojattu noin 45 % hintaan 27 €/MWh.

Ohjeistusmuutos: Tarkennus

Avainluvut

	Liikevaihto	Liikevoitto	Liikevoitto-	Tulos ennen	Tulos/	Osinko/	EV/	EV/	EV/	P/E	Osinko-
	MEUR	(EBIT)	marginaali	veroja (PTP)	osake	osake	Liikevaihto	EBITDA	EBIT	(x)	tuotto
	MEUR	MEUR	%	MEUR	EUR	EUR	(x)	(x)	(x)	(x)	%
2015	3 459	-150	-4,3 %	-305	-0,26	1,10	2,3	-4,1	-3,5	19,0	8,1 %
2016	3 632	633	17,4 %	595	0,56	1,10	3,0	5,6	6,9	24,7	7,5 %
2017e	4 199	843	20,1 %	841	0,76	1,10	2,5	8,1	12,1	19,2	8,3 %
2018e	4 224	823	19,5 %	811	0,75	0,60	2,5	9,2	14,4	17,7	4,5 %
2019e	4 287	841	19,6 %	831	0,77	0,60	2,5	8,6	12,8	17,3	4,5 %
Markkina-arvo, MEUR			11824	OPO / osake 2017e, EUR			14,81	CAGR EPS, 2016-2019, %			11 %
Nettovelka 2017e, MEUR			356	P/B 2017e			0,9	CAGR kasvu, 2016-2019, %			6 %
Yritysarvo (EV), MEUR			10296	Nettovelkaisuusaste 2017e, %			2,7 %	ROE 2017e, %			5,1 %
Taseen koko 2017e, MEUR			21303	Omavaraisuusaste 2017e, %			62,2 %	ROCE 2017e, %			5,4 %

Q1-tulos oli vahva, etenkin Russianin osalta

Generation oli odotettua vahvempi

Fortum teki ensimmäisellä kvartaalilla 1232 MEUR:n liikevaihdolla 313 MEUR:n oikaistun liikevoiton, joka oli selkeästi yli 275 MEUR:n vertailukauden tason ja keskeisten markkinaodotusten. Ylityksen taustalla oli muun muassa odotettua parempi Generationin tulokunto, sillä divisioonan tulos ei alhaisesta vesivoiman määrästä huolimatta jäänyt odotetun heikoksi. Vesivoiman määrästä aiheutunutta tuloskuoppaa paikkasi Generationissa korkeampi saavutettu myyntihinta ja laskeneet kiinteät kustannukset. Vaikkakin Generationin suoritus oli odotettua parempi, jäi se alhaisempien myyntimäärien vuoksi selkeästi vertailukaudesta ja näin ollen konsernitasolla parannus tulikin suurimmalta osin Russia-divisioonasta.

Etenkin vahvemman ruplan mutta myös nousseiden tuotantomäärien johdosta Russian liikevoitto nousi lähes 70 % 79 MEUR:sta 132 MEUR:oon. Vahvistuneen valuutan vaikutus segmentin tulokseen oli noin 30 MEUR ja loput tulosparannuksesta muodostuivat uusien yksiköiden

käyttöönosta ja korkeammista takuuhinnoista. Uudelle kapasiteetille maksettu takuuhinta nousi noin 12 % ruplamääräisenä suhteessa vertailukauteen. City Solutionsin ja Consumer Solutionsin kehitys oli huomattavasti vakaampaa eikä sisältänyt yllätyksiä, kun huomioidaan Ekokemin tuoma lisäys City Solutionsin tulokseen.

Ennustetaulukko	Q1'16	Q1'17	Q1'17e	Q1'17e	Konsensus	Erotus (%)	2017e
MEUR / EUR	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Inderes
Liikevaihto	989	1232	1131	1195	1080	1284	4199
Käyttökate	453	495	382	381	334	459	1262
Liikevoitto (oikaistu)	275	313	278	271	243	353	767
Tulos ennen veroja	390	409	298	298	255	382	838
EPS (oikaistu)	0,29	0,31	0,27	0,28	0,23	0,34	0,69
Liikevaihdon kasvu-%	-10,4 %	24,5 %	14,3 %	20,8 %	9,2 %	29,8 %	15,6 %
Liikevoitto-% (oikaistu)	27,8 %	25,4 %	24,6 %	22,7 %	22,5 %	27,0 %	18,3 %

Lähde: Inderes & Vara Research (konsensus)

Vapaata rahavirtaa painaa kuluvana vuonna investoinnit

Rahavirta oli Q1:llä selkeästi heikompi kuin vertailukaudella, minkä lisäksi vapaata rahavirtaa heikensi entisestään investoinnit käyttöomaisuuteen. Tämä oli kuitenkin odotettua, sillä Fortum on kommunikoinut investoivansa tänä vuonna merkittävästi kasvattaakseen olemassa olevia liiketoimintojaan. Suhtaudumme investointeihin kuitenkin positiivisesti, sillä ne ovat edellytys liiketoiminnan kasvattamiselle ja tuloksen parantamiselle. Vahvan taloudellisen asemansa myötä Fortumilla on myös varaa investoida voimakkaasti ilman, että se vaarantaa osingonmaksukykyään.

Nostimme lähiajan ennusteita Generationissa ja Russianissa

Russianin ennusteiden nousu heijastui etenkin kuluvaan vuoteen

Kuluvan vuoden oikaistun liikevoiton ennusteemme nousi 9 %, minkä taustalla oli pitkälti Russianin parantuneet tulospäätökset. Olimme odottaneet Russianin yltävän asetettuun 18,2 miljardin ruслан EBIT-tavoitteen vastaksi ensi vuoden puolella. Odotettua nopeammin parantunut tulospäätös heijastuu siis etenkin kuluvan vuoden ennusteisiin, mutta muutos ensi vuoden ennusteisiin on hieman pienempi. Odotamme Fortumin yltävän nyt kuluvana vuonna 4199 MEUR:n liikevaihdolla 767 MEUR:n oikaistuun liikevoittoon.

Ensi vuoden ennusteemme nousivat noin 6-9 %, mikä sekin on suurimmaksi osaksi Russian ennustemuutoksien ajamaa. Teimme kuitenkin myös pienempiä tarkistuksia Generation-divisioonan ennusteisiin. Generationin ennusteisiin heijastui hieman ylöspäin rullautunut suojausaste ja -hinta, kun Fortum kertoi suojanneensa ensi vuoden arvioidusta myyntimäärästä 45 % hintaan 27€/MWh aiemman 35 %:n ja 26€/MWh:n hintaan. Odotamme yhtiön yltävän ensi vuonna 2018 liikevaihtoon ja 823 MEUR:n käyttökatteeseen ennen todennäköisen Hafslund-järjestelyn vaikutuksia.

Hafslund-järjestely nostaa käyttökatetta selkeästi tulosta enemmän

Fortum kertoi keskiviikkona järjestelystä, jossa se luopuu 34,1 %:n omistuksesta Hafslundissa, kun yhtiö ostetaan pois pörssistä ja pilkotaan. Yhtiön mukaan toteutettavan kaupan vaikutus sen käyttökatteeseen on noin 130 MEUR vuositasolla, kun potentiaalisia synergioita ei huomioida. Tuloslaskituksen yhteydessä yhtiö sanoi, ettei se kommentoi mahdollisia synergioita vielä tässä vaiheessa, mutta näkee selkeästi mahdollisuuksia uusien ja nykyisten liiketoimintojen välillä. Kaupan se odottaa toteutuvan viranomaishyväksyntöjen jälkeen Q3:n aikana.

Huomautamme sijoittajia kuitenkin, että Fortumin kannalta vaikutus nettotulokseen ja siten myös EPS:ään tulee olemaan merkittävästi 130 MEUR:n käyttökatevaikutusta alhaisempi, sillä transaktiossa Fortum menettää aiemmin Hafslundista saamansa osingot, minkä lisäksi 130 MEUR:n EBITDA on koko liiketoimintakokonaisuuden vuositason käyttökate, josta Fortum tulee jakamaan osuistuksien mukaisia vähemmistöosuuksia kaupan toiselle osapuolelle eli Oslon kaupungille. Tulemme arvioimaan transaktiota lähemmin, kun Fortum julkistaa lopulliset kaupan luvut ja arvioidut synergiat Q3:n aikana. Tässä vaiheessa on kuitenkin jo selvää, että nettovaikutukseltaan transaktio tuo Fortumille vain muutamien kymmenien miljoonien nettotulosvaikutuksen vuositasolla, kun mahdollisia synergioita ei huomioida.

Ennustemuutokset	2017	2017e	Muutos	2018e	2018e	Muutos	2019e	2019e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	4062	4199	3 %	4235	4224	0 %	4337	4287	-1 %
Käyttökate	1121	1262	12 %	1175	1241	6 %	1239	1257	1 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	703	767	9 %	754	823	9 %	822	841	2 %
Liikevoitto	703	843	20 %	754	823	9 %	822	841	2 %
Tulos ennen veroja	698	838	20 %	742	811	9 %	850	831	-2 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,64	0,69	8 %	0,70	0,75	8 %	0,76	0,77	0 %
Osakekohtainen osinko	1,10	1,10	0 %	0,60	0,60	0 %	0,60	0,60	0 %

Lähde: Inderes

Arvostus on kohtuullinen ja näkymät parantuneet

Tulospohjaiset kertoimet ovat korkeat, mutta perustellut

Fortumin kuluvan vuoden P/E-kerroin on 19x, kun taas vastaava vahvan taseen huomioiva EV/EBITDA-kerroin on tasolla 7x. Mielestämme kertoimet ovat perusteltavissa nyt, kun tulospohjaisilla kertoimilla Fortumin preemiohinnoittelu on enää vain noin 15 %:lla, mikä ei ole korkea taso, kun huomioidaan yhtiön kohenevat näkymät ja suuret investointeihin käytettävissä olevat varat.

Tasepohjainen arvostus on lisäksi selkeästi houkuttelevampi, sillä tämänhetkinen arvostus on vain 0,9x yhtiön kirja-arvosta (P/B). Mielestämme P/B-luku tarjoaa selkeää tukea osakkeelle, minkä lisäksi odotamme yhtiön asteittain purkavan kassavarojaan tulosta kasvattavina investointeina.

Riski-/tuottosuhte jo varovaisen houkutteleva

Näemme Fortumin sijoittajatarinan varovaisen houkuttelevana, sillä odotamme yhtiön tuloksen nousevan asteittain seuraavalle tasolle, nyt kun Russian näyttää pääsevän uudelle ja odotetulle tuloksenteko tasolle. Näin ollen näemme tilaisuuden varovaisille ostoille, vaikkakaan osake ei ole erityisen halpa.

Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
	MEUR	MEUR	MEUR	2017e	2018e	2017e	2018e	2017e	2018e	2017e	2018e	2017e	2018e	2017e
Fortum	13,31	11824	11859	14,5	14,6	9,5	9,6	2,8	2,8	19,2	19,0	6,3	5,1	0,9
RWE	15,41	9317	16306	10,4	10,9	6,3	6,4	0,8	0,7	8,4	9,5	3,2	3,4	2,2
E.ON	13,00	31659	62948	12,1	12,4	6,9	7,1	1,1	1,1	13,1	12,3	5,4	5,4	0,8
Verbund	7,12	15778	24595	12,0	12,1	7,2	7,2	0,9	0,9	11,1	11,1	4,0	4,5	9,3
Alpiq	15,46	2631	5888	17,3	19,8	10,0	10,9	2,9	2,9	18,5	20,9	1,7	1,9	1,0
CEZ	7,74	21230	64241	15,0	13,6	6,3	5,8	1,3	1,3	11,2	10,9	4,5	4,3	0,6
EDF	431,60	8636	13929	16,8	17,7	6,9	7,0	1,8	1,8	16,9	18,6	5,6	4,4	0,9
Centrica	15,27	8639	18597	13,3	12,5	6,7	6,5	1,1	1,1	19,8	16,5	4,3	4,4	1,5
Enel	74,95	1921	2735	15,9	17,4	7,7	7,9	0,5	0,5	29,6	35,5			0,7
Drax Group	4,40	44905	102886	10,2	10,0	6,3	6,2	1,3	1,3	12,8	11,5	5,1	5,9	1,2
Fortum (Inderes)	13,31	11824	10296	12,1	14,4	8,1	9,2	2,5	2,5	19,2	17,7	8,3	4,5	0,9
Keskiarvo				13,7	14,1	7,4	7,5	1,5	1,4	16,1	16,6	4,5	4,4	1,9
Mediaani				13,9	13,0	6,9	7,1	1,2	1,2	15,0	14,4	4,5	4,4	1,0
Erotus-% vrt. mediaani				-13 %	11 %	17 %	31 %	103 %	111 %	28 %	23 %	83 %	1 %	-7 %

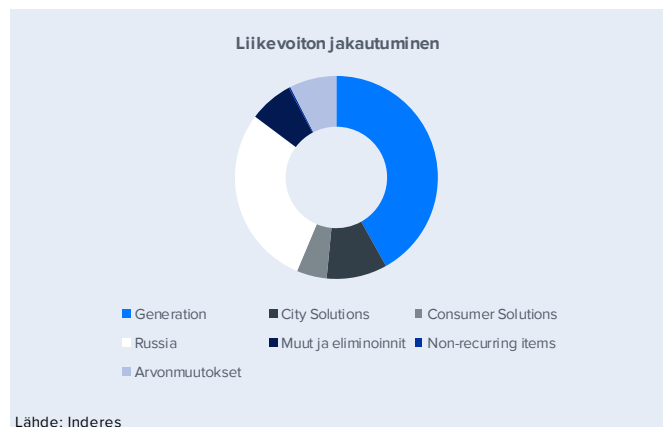
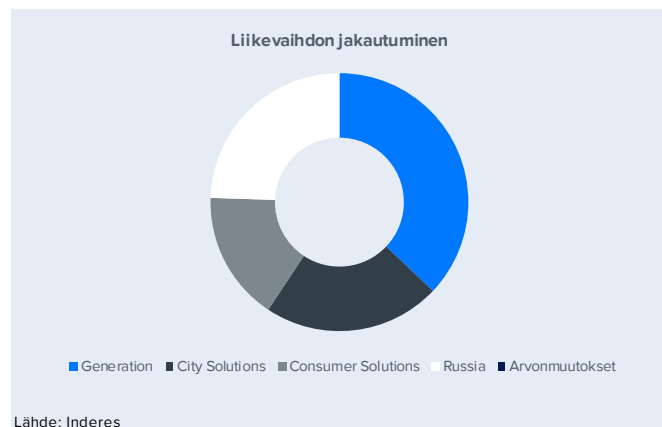
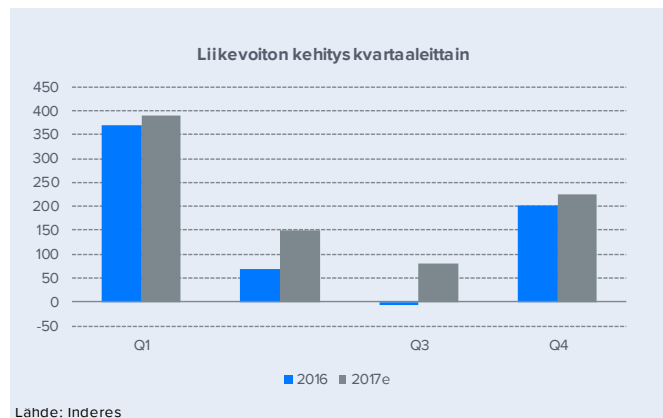
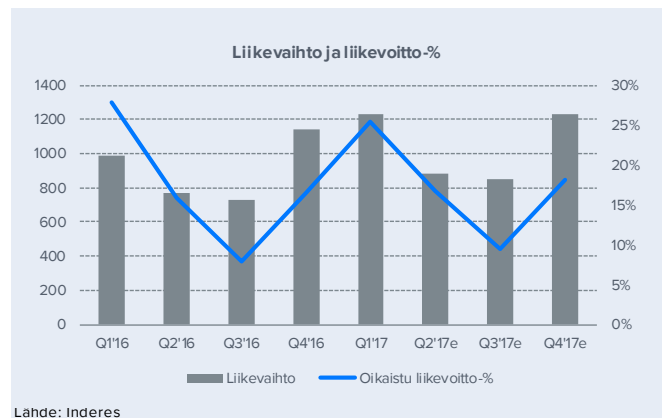
Lähde: Bloomberg / Inderes. Huomautus: Inderesin käyttämä markkina-arvo ei ota huomioon yhtiön hallussa olevia omia osakkeita.

Tuloslaskelma ja ennusteet vuosineljänneksittäin

Tuloskehitys kvartaalitasolla	2015	Q1'16	Q2'16	Q3'16	Q4'16	2016	Q1'17	Q2'17e	Q3'17e	Q4'17e	2017e	2018e	2019e
Liikevaihto	3459	989	768	732	1143	3632	1232	887	850	1230	4199	4224	4287
Generation	1722	467	384	371	435	1657	474	375	382	443	1673	1679	1686
City Solutions	1187	228	121	117	316	782	290	200	180	332	1003	1018	1048
Consumer Solutions	0	175	146	126	221	668	242	145	125	220	732	745	755
Russia	893	249	182	175	290	896	349	227	224	305	1104	1132	1159
Arvonmuutokset	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Käyttökate	196	453	155	86	312	1006	495	253	186	328	1262	1241	1257
Poistot ja arvonalennukset	-346	-84	-87	-93	-109	-373	-106	-104	-105	-104	-419	-418	-416
Liikevoitto ilman kertaeriä	824	275	122	58	189	644	313	149	81	224	767	823	841
Liikevoitto	-150	369	68	-7	203	633	389	149	81	224	843	823	841
Generation	561	155	98	77	87	417	136	97	83	95	410	443	450
City Solutions	108	44	-5	-25	50	64	56	5	-17	51	95	97	103
Consumer Solutions	0	14	12	9	13	48	12	12	9	14	47	48	47
Russia	201	79	34	12	66	191	132	51	21	79	283	299	307
Muut ja eliminoinnit	-63	-16	-18	-15	-28	-77	-24	-15	-15	-15	-69	-65	-65
Non-recurring items	-896	44	2	-71	14	-11	3	0	0	0	3	0	0
Arvonmuutokset	-62	50	-56	7	0	0	74	0	0	0	74	0	0
Nettorahoituskulut	-175	-47	-44	-44	-34	-169	-35	-36	-38	-36	-145	-142	-141
Tulos ennen veroja	-305	390	61	-40	184	595	409	143	58	228	838	811	831
Verot	78	-59	-3	8	-36	-90	-70	-27	-11	-43	-151	-136	-140
Vähemmistöosuudet	-4	-5	-1	0	-2	-8	-5	-2	-2	-2	-9	-6	-6
Nettotulos	-231	326	57	-32	145	496	336	114	45	183	678	669	684
EPS (oikaistu)	0,71	0,29	0,11	0,03	0,15	0,59	0,31	0,13	0,05	0,21	0,69	0,75	0,77
EPS (raportoitu)	-0,26	0,37	0,06	-0,04	0,16	0,56	0,38	0,13	0,05	0,21	0,76	0,75	0,77

Tunnusluvut	2015	Q1'16	Q2'16	Q3'16	Q4'16	2016	Q1'17	Q2'17e	Q3'17e	Q4'17e	2017e	2018e	2019e
Liikevaihdon kasvu-%	-27,2 %	-4,9 %	-3,3 %	10,7 %	18,6 %	5,0 %	24,5 %	15,5 %	16,2 %	7,6 %	15,6 %	0,6 %	1,5 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	-36,9 %	-19,9 %	-14,4 %	-39,2 %	-22,2 %	-21,8 %	13,9 %	21,9 %	39,5 %	18,5 %	19,1 %	7,3 %	2,2 %
Käyttökate-%	5,7 %	45,8 %	20,1 %	11,8 %	27,3 %	27,7 %	40,2 %	28,6 %	21,8 %	26,7 %	30,0 %	29,4 %	29,3 %
Oikaistu liikevoitto-%	23,8 %	27,8 %	15,9 %	7,9 %	16,5 %	17,7 %	25,4 %	16,8 %	9,5 %	18,2 %	18,3 %	19,5 %	19,6 %
Nettotulos-%	-6,7 %	33,0 %	7,4 %	-4,3 %	12,7 %	13,7 %	27,3 %	12,9 %	5,3 %	14,8 %	16,1 %	15,8 %	16,0 %

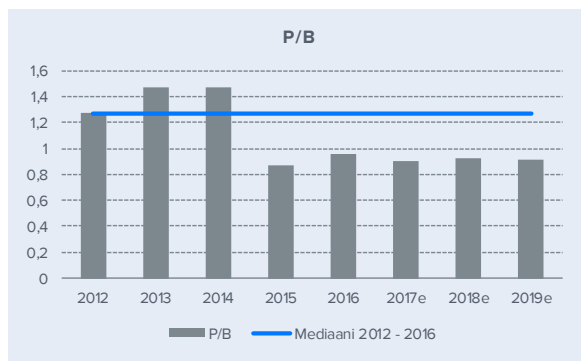
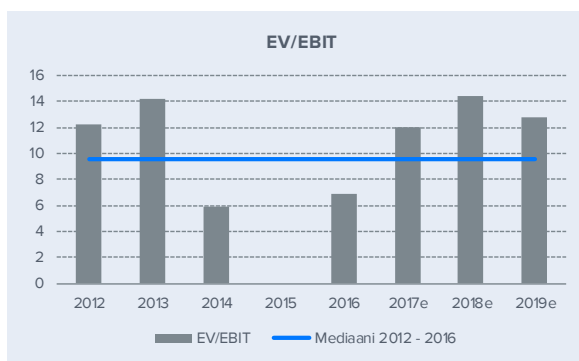
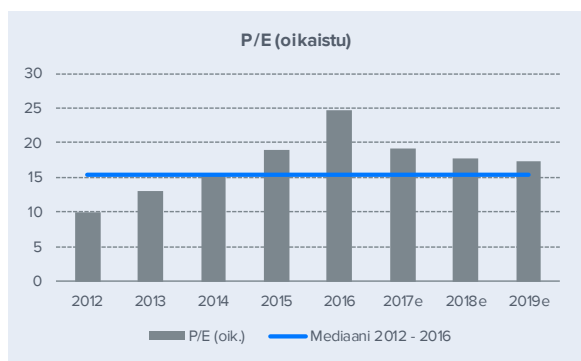
Lähde: Inderes



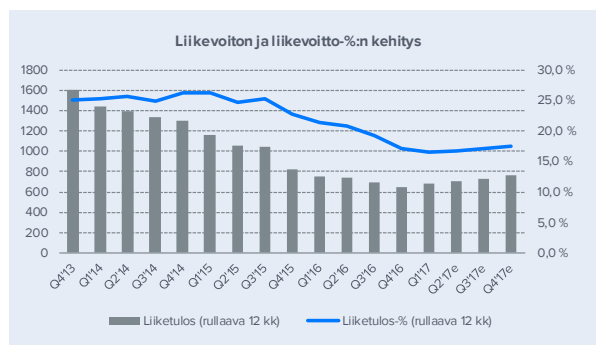
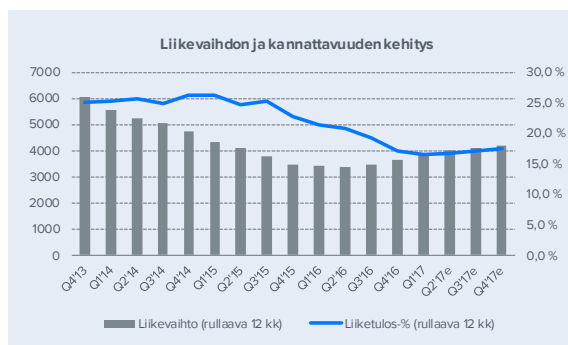
Arvostus

Arvostustaso	2012	2013	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e
Osakekurssi	14,58	16,62	17,97	13,54	14,57	13,31	13,31	13,31
Markkina-arvo	12952	14765	15964	12028	12944	11824	11824	11824
Yritysarvo (EV)	20921	22067	19651	7934	11017	10296	10760	10748
P/E (oik.)	10,0	13,1	15,5	19,0	24,7	19,2	17,7	17,3
P/E	9,2	12,3	5,1	neg.	26,1	17,5	17,7	17,3
P/Kassavirta	38,1	5,9	2,8	1,6	-11,1	21,4	23,5	22,2
P/B	1,3	1,5	1,5	0,9	1,0	0,9	0,9	0,9
P/S	2,1	2,4	3,4	3,5	3,6	2,8	2,8	2,8
EV/Liikevaihto	3,4	3,6	4,1	2,3	3,0	2,5	2,5	2,5
EV/EBITDA	8,8	9,6	5,0	neg.	5,6	8,1	9,2	8,6
EV/EBIT	12,3	14,2	5,9	neg.	6,9	12,1	14,4	12,8
Osinko/tulos (%)	63,0 %	81,2 %	36,6 %	-422,7 %	196,9 %	144,5 %	79,7 %	77,9 %
Osinkotuotto-%	6,9 %	6,6 %	7,2 %	8,1 %	7,5 %	8,3 %	4,5 %	4,5 %

Lähde: Inderes



Tulostrendi (rullaava 12 kk)

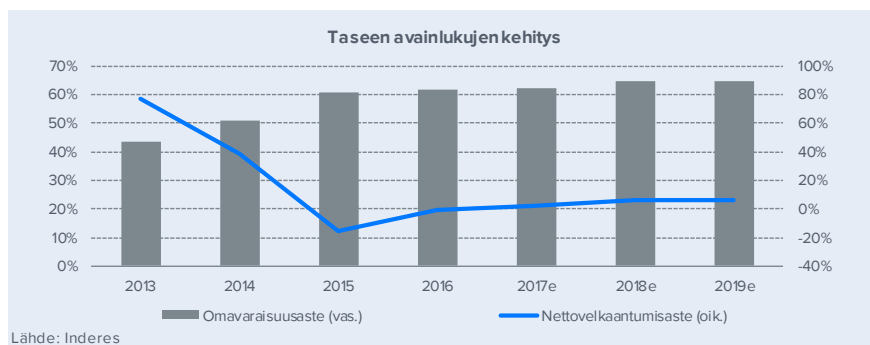


Tase ja kassavirtalaskelma

Tase

Vastaavaa (MEUR)	2014	2015	2016	2017e	2018e
Pysyvät vastaavat	17074	13156	14918	15330	15462
Liikearvo	170	152	353	353	353
Aineettomat oikeudet	106	70	114	168	169
Käyttöomaisuus	11195	8710	9930	10257	10389
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	2027	1959	2112	2112	2112
Muut sijoitukset	1437	1412	1358	1360	1360
Muut pitkäaikaiset varat	2041	773	985	1000	1000
Laskennalliset verosaamiset	98	80	66	80	80
Vaihtuvat vastaavat	4300	9610	7046	5973	4486
Varastot	256	231	233	273	296
Muut lyhytaikaiset varat	448	355	525	200	200
Myyntisaamiset	830	822	1134	1302	1310
Likvidit varat	2766	8202	5154	4199	2681
Taseen loppusumma	21374	22766	21964	21303	19949

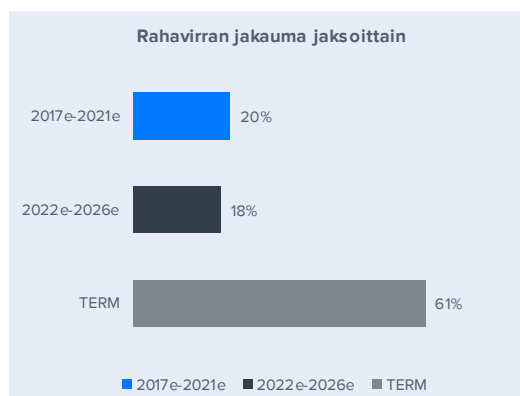
Vastattavaa (MEUR)	2014	2015	2016	2017e	2018e
Oma pääoma	10863	13794	13458	13158	12849
Osakepääoma	3046	3046	3046	3046	3046
Kertyneet voittovarot	7708	10507	10369	10068	9759
Omat osakkeet	0	0	0	0	0
Uudelleenarvostusrahasto	0	0	0	0	0
Muu oma pääoma	109	241	44	44	44
Vähemmistöosuus	71	69	84	84	84
Pitkäaikaiset velat	8372	6862	6547	5891	5079
Laskennalliset verovelat	1159	483	616	616	616
Varaukset	791	891	946	946	946
Lainat rahoituslaitoksilta	5881	4965	4468	3812	3000
Vaihtovelkakirjalainat	0	0	0	0	0
Muut pitkäaikaiset velat	541	523	517	517	517
Lyhytaikaiset velat	2067	2042	1876	2170	1936
Lainat rahoituslaitoksilta	1103	1042	639	743	500
Lyhytaikaiset korottomat velat	964	1000	1237	1428	1436
Muut lyhytaikaiset velat	0	0	0	0	0
Taseen loppusumma	21373	22767	21964	21303	19949



DCF-laskelma

Kassavirtalaskelma (MEUR)	2016	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	TERM
Liikevoitto	633	843	823	841	875	892	910	928	947	1038	1059	
+ Kokonaispoistot	373	423	418	416	421	424	428	431	434	435	435	
- Maksetut verot	57	-167	-136	-140	-154	-158	-162	-165	-169	-187	-192	
- verot rahoituskuluista	-34	-33	-29	-29	-21	-21	-21	-21	-21	-21	-21	
+ verot rahoitustuotoista	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	
- Käyttöomaisuuden muutos	-247	308	-22	-3	-3	-3	-4	-4	-4	-4	-4	
Operatiivinen kassavirta	782	1374	1055	1086	1117	1134	1153	1170	1188	1262	1278	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	49	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
- Bruttoinvestoinnit	-1996	-821	-551	-553	-503	-531	-509	-511	-466	-416	-656	
Vapaa operatiivinen kassavirta	-1165	554	504	534	614	604	643	659	722	847	622	
+/- Muut	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
Vapaa kassavirta	-1165	554	504	534	614	604	643	659	722	847	622	13369
Diskontattu vapaa kassavirta		530	452	448	483	445	444	426	437	480	331	7108
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta	11584	11054	10602	10154	9671	9227	8783	8357	7919	7439	7108	
Velaton arvo DCF	11584											
- Korolliset velat												-5107
+ Rahavarat												5154
- Vähemmistöosuus												-75
- Osinko/pääomapalautus												-977
Oman pääoman arvo DCF												12538
Oman pääoman arvo DCF per osake												14,11

Pääoman kustannus (WACC)	
Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoitettu velkaantumisaste D/(D+E)	35,0 %
Vieraan pääoman kustannus	5,0 %
Yrityksen Beta	1,10
Markkinoiden riski-premio	4,75 %
Likviditeettipremio	0,00 %
Riskitön korko	3,0 %
Oman pääoman kustannus	8,2 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	6,7 %



Tiivistelmä

Tuloslaskelma	2014	2015	2016	2017e	2018e
Liikevaihto	4751	3459	3632	4199	4224
EBITDA	4024	196	1006	1266	1241
EBITDA-marginaali (%)	85	6	28	30	29
EBIT	3428	-150	633	843	823
Voitto ennen veroja	3360	-305	595	841	811
Nettovoitto	3154	4133	496	676	669
Kertaluontoiset erät	2123	-974	-11	76	0

Tase	2014	2015	2016	2017e	2018e
Taseen loppusumma	21374	22766	21964	21303	19949
Oma pääoma	10934	13863	13541	13242	12933
Liikearvo	170	152	353	353	353
Korolliset velat	6984	6007	5107	4555	3500

Kassavirta	2014	2015	2016	2017e	2018e
EBITDA	4024	196	1006	1266	1241
Nettokäyttöpääoman muutos	413	162	-247	308	-22
Operatiivinen kassavirta	4074	-264	782	1374	1055
Vapaa kassavirta	5664	7668	-1165	554	504

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	2014	2015	2016	2017e	2018e
EPS	3,55	-0,26	0,56	0,76	0,75
EPS oikaistu	1,16	0,71	0,59	0,69	0,75
Operat. kassavirta per osak	4,59	-0,30	0,88	1,55	1,19
Tasearvo per osake	12,23	15,53	15,15	14,81	14,46
Osinko per osake	1,30	1,10	1,10	1,10	0,60
Voitonjako, %	37	-423	197	145	80
Osinkotuotto, %	7,2	8,1	7,5	8,3	4,5

Tunnusluvut	2014	2015	2016	2017e	2018e
P/E	5,1	neg.	26,1	17,5	17,7
P/B	1,5	0,9	1,0	0,9	0,9
P/Liikevaihto	3,4	3,5	3,6	2,8	2,8
P/CF	3,9	neg.	16,6	8,6	11,2
EV/Liikevaihto	4,1	2,3	3,0	2,5	2,5
EV/EBITDA	4,9	40,5	11,0	8,1	8,7
EV/EBIT	5,7	neg.	17,4	12,2	13,1

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

Päivämäärä	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
4.2.2016	Lisää	13,50 €	12,01 €
29.4.2016	Lisää	14,00 €	13,12 €
17.6.2016	Vähennä	14,00 €	13,71 €
21.7.2016	Vähennä	14,00 €	14,78 €
23.9.2016	Vähennä	14,00 €	13,73 €
26.10.2016	Vähennä	14,75 €	15,36 €
17.11.2016	Vähennä	14,50 €	13,94 €
28.12.2016	Vähennä	14,50 €	14,70 €
6.2.2017	Vähennä	14,00 €	14,05 €
28.4.2017	Lisää	14,00 €	13,31 €

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 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 tämänhetkisen hinnan ja 12 kuukauden tavoitehintamme väliseen prosenttiero. Suosituspolitiikka on neliportainen suositukseen myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitusuusituksia 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 nousuvaraan 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/>