

Markkina diskonttaa liian nopeaa tulosparannusta

Toistamme Outotecin osakkeen myy-suosituksemme sekä 4,80 euron tavoitehinnan. Vaikka globaalit kaivosinvestoinnit ovat neljän laskuvuoden jälkeen lähdössä tänä vuonna kasvuun ja Outotec tulee hyötymään tästä, ovat markkinoiden tulosparannus-odotukset mielestämme liian optimistiset. Lisäksi osakkeen arvostustaso olisi jopa konsensusennusteilla haastava (esim. 2019e P/E on noin 20x).

Outotecin liikevaihto seuraa kaivosinvestointeja

Maailman kaivosinvestoinnit ovat vuosien 2012-16 alamäen jälkeen lähdössä kohtuulliseen kasvuun, tukenaan metallien hintojen nousu, kaivosyhtiöiden parantuneet taseet sekä edelleen vahvana jatkuva rakentamisen suhdanne. Investoinnit ovat kuitenkin enemmän ylläpito- ja pienempiä laajennusinvestointeja kuin uusien kaivosten avaamista. Palveluliiketoiminnan osuuden kasvusta huolimatta on Outotecin liikevaihto myös viime vuosina seurannut hyvinkin tarkasti kaivosinvestointeja ja odotamme yhtiön liikevaihtoon keskimäärin 7 %:n kasvua vuosina 2017-19.

Isojen projektien katteista merkittävä osa menee alihankkijoille

Koska edessä olevassa maltillisessa noususuhdanteessa aiempaa suurempien projektien osuus kasvaa, tulee myös kolmansien osapuolten (materiaali- ja komponenttitoimittajat sekä ulkopuoliset palvelut) ja siten läpilaskutettavien erien osuus projektien arvosta kasvamaan. Tästä syystä Outotecin bruttomarginaali usein kaventuu liikevaihdon kasvaessa. Odotammekin bruttomarginaalin laskevan vuoden 2017 27,0 %:sta vuoden 2019 26,0 %:iin (vuoden 2016 oikaistu bruttomarginaali oli 25,8 %). Myös se, että Outotec on jo toteuttanut kiinteiden kulujen karsintaohjelmansa vuosina 2014-16 sekä se, että yhtiö aikoo säilyttää myynti- ja markkinointikulunsa suunnilleen nykytasolla (9-10 % liikevaihdosta kun osuus oli 5-6 % vuosina 2011-13) hidastaa liikevoittomarginaalin paranemista. Odotammekin kiinteiden kulujen osuuden liikevaihdosta säilyvän 20-23 %:ssa. Luku on korkea, kun huomioidaan edellä mainittu 26-27 %:n bruttomarginaalitaso.

Osake hinnoiteltu korkealle lähes kaikilla mittareilla; myy-suositus säilyy

Ennustemuutoksemme ovat absoluuttisesti pieniä vuotta 2017 lukuun ottamatta. Vuosien 2017-19 liikevoittoennustemme ovat 6-21 % alle konsensuksen. Ero johtuu lähes kokonaan konservatiivisemmista marginaaliodotuksista. Käännehtiöille tyypillisesti koko kaivoslaitetoimiala ja sen vertailuyhtiöt ovat melko korkealle arvostettuja. Erityisesti P/E:llä (28x-63x) mutta myös EV/EBIT:llä (14x-22x) mitattuna Outotecin osakkeen vuosien 2017-18 arvostuskertoimet ovat kuitenkin vielä selvästi vertailuyhtiöiden mediaaninkin yläpuolella. Säilyttämekin osakkeen myy-suosituksemme 4,80 euron tavoitehinnalla.

Analyytikko

Erkki Vesola
+358 50 549 5512
erkki.vesola@inderes.fi



Suositus

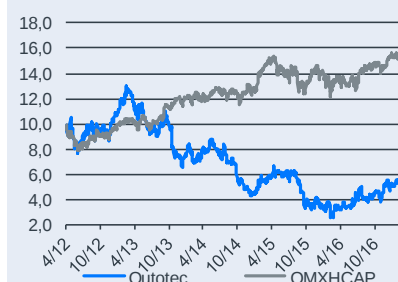
Myy



Edellinen: Myy

Tavoitehintaa 4,80 EUR

Edellinen: 4,80



Lähde: Bloomberg

Ei ilisen päätös 5,67 EUR

12 kk vaihteluväli 3,054-5,96 EUR

Potentiaali -15,3 %

Ohjeistus

Outotec arvioi vuoden 2017 liikevaihdon olevan noin 1,05-1,15 miljardia euroa ja oikaistun liikevoittomarginaalin (ilman kertaeriä ja PPA-poistoja) olevan 3-5%.

Ohjeistusmuutos: Ennallaan

Avainluvut

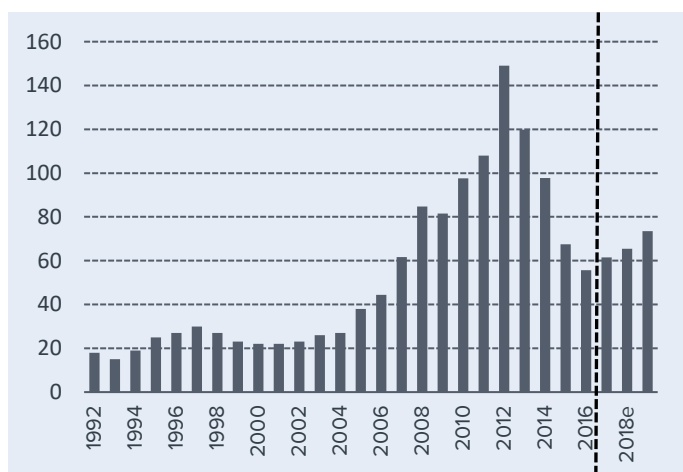
	Liikevaihto	Liikevoitto (EBIT)	Liikevoitto-marginaali	Tulos ennen veroja (PTP)	Tulos/osake	Osinko/osake	EV/Liikevaihto	EV/EBITDA	EV/EBIT	P/E	Osinko-tuotto
	MEUR	MEUR	%	MEUR	EUR	EUR	(x)	(x)	(x)	(x)	%
2015	1 201	-12	-1,0 %	-23	-0,10	0,00	0,5	7,7	14,1	14,8	0,0 %
2016	1 058	-68	-6,4 %	-78	-0,38	0,00	0,9	-231,6	-29,6	-27,9	0,0 %
2017e	1 073	43	4,0 %	34	0,09	0,03	0,9	10,9	22,4	63,1	0,5 %
2018e	1 202	67	5,6 %	63	0,20	0,07	0,8	8,4	13,8	27,7	1,3 %
2019e	1 284	81	6,3 %	77	0,26	0,10	0,7	7,5	11,0	21,6	1,9 %
Markkina-arvo, MEUR			1025	OPO / osake 2017e, EUR			2,82	CAGR EPS, 2016-2019, %			-188 %
Nettovelka 2017e, MEUR			-67	P/B 2017e			2,0	CAGR kasvu, 2016-2019, %			7 %
Yritysarvo (EV), MEUR			965	Nettovelkaisuusaste 2017e, %			-13,1 %	ROE 2017e, %			3,2 %
Taseen koko 2017e, MEUR			1345	Omavaraisuusaste 2017e, %			44,3 %	ROCE 2017e, %			6,5 %

Kaivosteollisuuden investoinneissa jälleen myötätuulta...

Painopiste ylläpidossa ja maltillisessa laajentamisessa

Kaivosinvestointien huippuvuosien 2008-2014 ja niitä seuranneen romahduksen jälkeen markkinatoimijat ja ennen kaikkea alan arvostetuin konsultti Wood Mackenzie odottaa 6-12 %:n vuosikasvua vuosille 2017-19 (ks. graafi). Taustalla on muun muassa metallien hintojen myötä parantunut kaivosyhtiöiden kannattavuus ja kohentunut taseasema sekä edelleen globaalisti vahvana jatkuva rakentamisen suhdanne. Poliittisten ja osin myös taloudellisten riskitekijöiden (Yhdysvallat, Kiina ja myös EU) metallien kysyntään ja hintaan tuoman epävarmuuden johdosta investointien painopisteen uskotaan kuitenkin olevan ylläpitoinvestoinneissa sekä maltillisissa laajennusinvestoinneissa (brownfield) eikä uusia kaivoksia olla juurikaan avaamassa.

Globaalit kaivosinvestoinnit, mrd. USD

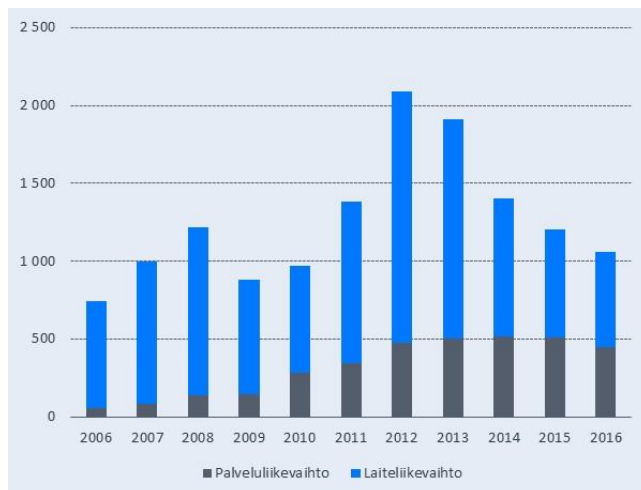


Lähde: Wood Mackenzie, tammikuu 2017

Outotecin näkökulmasta lupaavimmat investointinäköymät ovat tällä hetkellä kuparissa. Kuperiteknologia vastasi viime vuonna 28 %:sta Outotecin liikevaihtoa. Kiinan ja Yhdysvaltain vahvana jatkuva kulutus sekä Kiinan ja Chilen laskeva kuparintuotanto tulevat eräiden arvioiden mukaan johtamaan ylikysyntätilanteeseen vuonna 2019. Mielenkiintoisen lisänsä kuparin kysyntään tuo kasvava sähköautojen markkina. Yhdessä sähköautossa on keskimäärin 80 kg kuparia, kun tavallisessa polttomoottoriautossa määrä on 20 kg. Outotecin mukaan on selvää, että kuparista tulee pitkällä aikavälillä pula. Tämän tulisi tukea hintatasoa ja kapasiteetti-investointeja. Muita mineraaleja, joihin liittyviä projekteja on syytä odotella ovat sinkki ja kulta. Usein projekteissa on kyse myös pullonkaulojen poistosta rikastus-sulatus-liuotus-elektrolyysi -jatkumolla. Samaten projekteissa on paljon kytköksiä: esim. sulaton yhteyteen tarvitaan aina rikkihappotehdas kaasunpuhdistukseen.

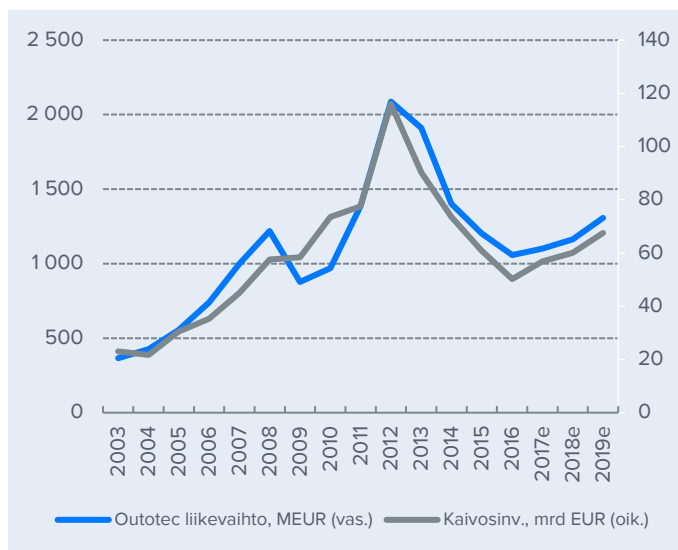
Vaikka palveluliiketoiminta ja sen osuus Outotecin liikevaihdosta on kasvanut kymmenessä vuodessa erittäin merkittävästi, on konsernin liikevaihdon korrelaatio globaalien kaivosinvestointien kanssa edelleen erittäin voimakas (tämä ilmenee seuraavista graafeista). Tämän vuoksi pidämme edelleen vuosien 2017-19 liikevaihtoennusteissamme globaaleja kaivosinvestointeja keskeisenä indikaattorina.

Outotecin liikevaihto 2006-2016, MEUR



Lähde: Outotec

Kaivosinvestoinnit ja Outotecin liikevaihto



Lähde: Wood Mackenzie, Outotec, Inderes

Kaikkiaan odotamme Outotecin liikevaihtoon keskimäärin 7 %:n vuosikasvua 2017-2019. Uskomme laiteliiketoiminnan kasvavan vain hieman nopeammin kuin palveluliiketoiminnan (7 % p.a. vs. 6 % p.a.), minkä vuoksi palvelujen osuus konsernin liikevaihdosta säilyy suunnilleen ennallaan 42 %:ssa.

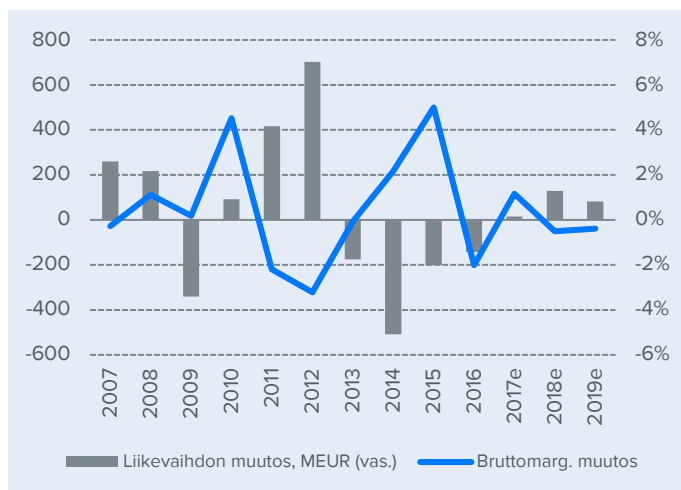
...mutta marginaaliparannus jää laimeaksi

Bruttomarginaali eri teillä liikevaihdon kasvun kanssa

Isommissa projekteissa Outotecin liiketoiminnalle on tyypillistä yhteistyökumppanien ja muiden kolmansien osapuolien suuri osuus projektin arvosta. Outotec vastaa, valvoo ja laskuttaa projektista mutta ulkoa hankittujen materiaalien, komponenttien ja palvelujen osuus on suuri. Tämä myös näkyy suurena läpilaskutettavien erien arvona, mikä määritelmällisesti tuo painetta Outotecin raportoimaan bruttomarginaaliin tilanteissa, joissa kasvu on nopeaa suurten projektien ansiosta. Emme myöskään odota projektivarausten purun (15-20 % projektin katteesta hyväksynnän saamisen jälkeen) saavan vielä ennustekaudellamme kovin näkyvää roolia.

Seuraava kuva kertoo Outotecin liikevaihdon kasvun ja bruttomarginaalin muutoksen historiallisesti negatiivisesta korrelaatiosta, erityisesti aikoina jolloin muutokset ovat olleet voimakkaita. Vaikka odottamamme liikevaihdon kasvu vuosina 2017-19 on melko maltillista, perustuu sekin suurelta osin kookkaisiin projekteihin, joissa Outotec on useiden osalta jo pitkällä keskusteluissa. Näin ollen ennustamme Outotecin bruttomarginaalin vuonna 2018 jonkin verran laskevan vuodesta 2017 ja edelleen hieman vuonna 2019, vaikka odotamme sen säilyvän tyydyttävällä tasolla.

Liikevaihdon ja bruttomarginaalin muutoksen negatiivinen korrelaatio



Lähde: Outotec, Inderes

Kiinteissä kuluissa ei enää juuri puristettavaa

Outotecin kiinteissä kuluissa huomiomme kiinnittyy myynti- ja markkinointikuluihin, jotka ovat vuodesta 2007 lähtien kasvaneet euroissa mitattuna joka vuosi (poikkeuksena vuosi 2013) liikevaihdon heilahteluista riippumatta. Outotecin liikevaihdon huippuvuonna 2012 myynti- ja markkinointikulut vastasivat 4,9 %:sta liikevaihtoa ja vuonna 2016 peräti 10,9 %:sta. Outotec on perustellut tätä sanomalla, että vaisummilla markkinoilla toimitussopimusten hankkiminen tulee huomattavasti kalliimmaksi edellyttäen paljon enemmän tarjousten ennakkovalmisteluja, tutkimusraporttien tilaamista ja matkustamista sekä ennen kaikkea vieden paljon enemmän

aikaa (ison projektin hankkiminen voi kestää jopa 2-3 vuotta). Outotecin suunnitelmissa ei olekaan myynti- ja markkinointikulujen karsimista.

Muiden kiinteiden kulujen osalta karsinta on ollut näkyvää. Vuoden 2014 45 MEUR:n kustannussäästöohjelman ja vuoden 2015 70 MEUR:n kiinteiden kustannusten säästöohjelman tavoitteet saavutettiin. Keskeistä on ollut hallintokulujen karsiminen viime vuonna melkein 30 MEUR:lla vuoden 2015 tasosta. Emme odota uusia merkittäviä säästöohjelmia eikä uusia säästökohteita varmasti ole kovin helppoa löytää. Em. ohjelmien jälkeenkin kiinteät kulut säilyvät 20-23 %:n liikevaihto-osuudellaan melkoisena rasitteena Outotecin marginaaleille, kun muistetaan konsernin 26-27 %:n bruttomarginaalitaso.

Oheisessa taulukossa ovat Outotecin keskeiset marginaali-komponentit:

Outotecin liikevoiton komponentit

MEUR	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e
Liikevaihto	1 403	1 201	1 058	1 073	1 202	1 284
- kasvu-%	-27 %	-14 %	-12 %	1 %	12 %	7 %
Bruttokate, oik.	321	335	273	290	319	335
- % liikevaihdosta	22,9 %	27,9 %	25,8 %	27,0 %	26,5 %	26,0 %
Myynti- ja markkinointikulut	-102	-108	-115	-109	-111	-112
- % liikevaihdosta	-7,3 %	-9,0 %	-10,9 %	-10,2 %	-9,2 %	-8,7 %
Muut kulut, oik.	-171	-190	-155	-138	-140	-142
- % liikevaihdosta	-12,2 %	-15,8 %	-14,7 %	-12,8 %	-11,7 %	-11,1 %
EBIT, oik.	48	37	4	43	67	81
- EBIT-%	3,4 %	3,1 %	0,3 %	4,0 %	5,6 %	6,3 %

Lähde: Inderes

Tekemämme oikaisut ovat seuraavat:

- 2014: 37 MEUR:n uudelleenjärjestelykulujen eliminointi muista kuluista
- 2015: 49 MEUR:n uudelleenjärjestelykulujen eliminointi muista kuluista
- 2016: 40 MEUR:n projektiriskivaruksen eliminointi bruttokatteesta sekä 31 MEUR:n uudelleenjärjestelykulujen eliminointi muista kuluista

Ennustemme ovat selvästi alle konsensuksen

Kaikkiaan tämänhetkinen liikevoittoennustemme on vuoden 2017 osalta 18 %, vuoden 2018 osalta 6 % ja vuoden 2019 osalta 21 % alle Vara Researchin konsensusennusteen. Pidämme eroa merkittävänä. Sitä vastoin Outotecin tälle vuodelle antama ohjeistus (liikevaihto 1050-1150 MEUR ja liikevoittomarginaali 3-5 % pl. kertaerät ja PPA-poistot) on mielestämme jopa konservatiivinen.

Muista eristä sijoittajan on vielä syytä muistaa 150 MEUR:n hybridilaina (takaisinlunastettavissa aikaisintaan maaliskuussa 2021), jonka korkokulut ovat 7,375 %:n kuponkikorolla 11,1 MEUR vuodessa. Laskennallisesti tämä on 18 % kuluvan vuoden tuloksesta ennen veroja.

Teimme tarkistuksia lähivuosien ennusteisiin

Ennustemuutoksemme ovat absoluuttisesti mitattuna melko pieniä ja perustuvat suurelta osin tarkistuksiin kertaluonteisissa erissä (2017), aineettomien hyödykkeiden poistoissa sekä hybridilainan korkojen verokohtelussa.

Ennustemuutokset	2017e	2017e	Muutos	2018e	2018e	Muutos	2019e	2019e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	1078	1073	0 %	1179	1202	2 %	1267	1284	1 %
Käyttökate	76,6	88,2	15 %	101,5	111,1	10 %	121,3	118,9	-2 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	41,0	43,2	5 %	70,4	67,3	-4 %	85,4	81,2	-5 %
Liikevoitto	36,0	43,2	20 %	70,4	67,3	-4 %	85,4	81,2	-5 %
Tulos ennen veroja	27,2	34,4	26 %	62,2	62,8	1 %	76,8	77,2	1 %
EPS (ilman kertaeriä, ml. hybridi)	0,08	0,09	18 %	0,19	0,20	10 %	0,24	0,26	7 %
Osakekohtainen osinko	0,02	0,03	0 %	0,07	0,07		0,10	0,10	

Lähde: Inderes

Osake kallis lähes kaikilla mittareilla, myy-suositus säilyy

Käänneyhtiöille tyypillisesti koko kaivoslaitetoimiala ja sen vertailuyhtiöt ovat melko korkealle arvostettuja. Erityisesti P/E:llä (28x-63x) ja myös EV/EBIT:llä (16x-26x) mitattuna Outotecin osakkeen kertoimet ovat kuitenkin vielä selvästi vertailuyhtiöiden mediaanin yläpuolella. Ainoastaan oikaistulla EV/EBITDA:lla (9,7x-12,6x; hybridilaina käsitelty velkana) mitattuna Outotecin osake on hinnoiteltu jonkin verran alle vertailuryhmän mediaanin. Osakkeen osinkotuotto on vaatimaton.

Koska sekä vertailuryhmä- että DCF-arvostus kertovat osakkeen olevan joko täyteen tai ylihinnoiteltu, säilytämme osakkeen myy-suosituksemme. Saavutettuaan 4,80 euron tavoitehintamme osake olisi paremmin linjassa vertailuryhmän mediaanin kanssa esimerkiksi 2018e EV/EBIT:llä (13,6x) ja saman vuoden P/E:llä (23,5x) mitattuna.

Johtopäätöksemme onkin, että osakemarkkina odottaa Outotecilta liian voimakasta tulostähtiä markkinatilanteen parantuessa, kun huomioidaan Outotecin tuloksenteon dynamiikka. Erityisesti mahdollisesti raportoitavista suurista tilauksista ei mielestämme pidä liikaa innostua, vaan muistaa niihin aina liittyvät huomattavat riskit sekä merkittävän osan katteesta jääminen alihankkijoille.

	Osakekurssi	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
Yhtiö	MEUR	MEUR	MEUR	2017e	2018e	2017e	2018e	2017e	2018e	2017e	2018e	2017e
Outotec	5,67	1043	1034	24,1	14,9	12,6	9,6	50,7	29,8	0,4	1,4	2,3
Metso	28,42	4277	4262	15,2	13,1	12,5	11,1	23,2	20,2	3,7	4,0	2,9
FLSmidth	373,30	2577	2919	15,9	12,2	10,8	8,8	21,1	17,0	1,8	2,2	2,1
Terex	30,76	3052	4164	21,4	13,9	14,3	10,7	38,1	20,2	1,0	1,0	2,2
Joy Global	28,24	2643	3276	33,0	25,4	16,2	14,4	75,6	47,0		0,1	2,0
Fenner	298,25	669	859	14,7	11,8	9,5	8,0	23,8	18,8	1,2	1,4	2,0
Wacker Neuson	20,80	1474	1686	14,4	12,4	8,9	8,0	16,2	16,8	2,5	2,8	1,3
Astec	60,05	1331	1264					23,0	18,4		0,7	
Sany Heavy Industry	7,21	7522	10562	25,3	16,6	13,5	10,0	30,1	18,4	1,0	1,5	2,2
Sandvik	131,90	17638	20015	14,4	12,9	10,6	9,7	20,4	18,6	2,3	2,5	3,8
Atlas Copco	314,90	39552	40691	15,9	14,7	13,3	12,3	23,2	21,7	2,2	2,4	6,2
Manitowoc	5,59	752	951		26,3	21,6	11,7			0,4		1,5
Caterpillar	91,29	51087	78969	26,3	19,1	14,0	11,3	29,0	20,3	3,3	3,5	3,7
Deere	108,12	32537	61378	22,7	20,9	14,9	15,7	22,6	19,3	2,2	2,3	4,6
Outotec (Inderes) *	5,67	1025	1115	25,8	16,0	12,6	9,7	63,1	27,7	0,5	1,3	2,8
Keskiarvo				20,3	16,5	13,3	10,9	30,5	22,0	1,8	2,0	2,8
Mediaani				18,7	14,7	13,3	10,7	23,2	19,3	2,0	2,2	2,2
Erotus-% vrt. mediaani				38 %	10 %	-5 %	-9 %	172 %	44 %	-76 %	-42 %	26 %

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

* Hybridilaina käsitelty korollisena velkana ja se on oikaistu P/B-luvussa omasta pääomasta.

Tuloslaskelma ja ennusteet vuosineljänneksittäin

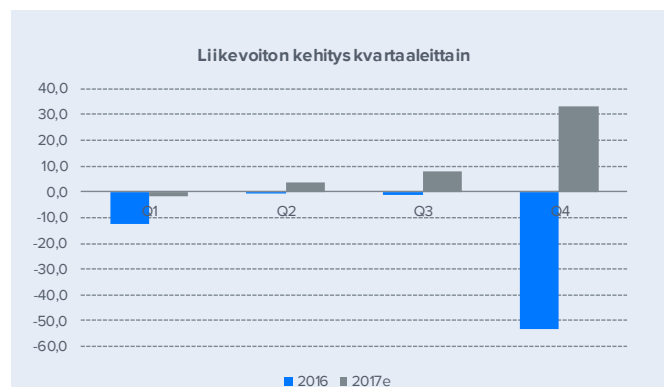
Tuloskehitys kvartaalitasolla	2015	Q1'16	Q2'16	Q3'16	Q4'16	2016	Q1'17e	Q2'17e	Q3'17e	Q4'17e	2017e	2018e	2019e
Liikevaihto	1201,2	239,8	267,6	245,2	305,4	1057,9	247,4	272,7	253,4	299,6	1073,1	1202,3	1283,7
<i>Metals, Energy & Water</i>	652,5	127,2	148,3	116,5	126,4	518,4	107,8	117,2	109,8	122,6	457,3	537,1	581,6
<i>Minerals Processing</i>	548,8	112,5	119,3	128,9	178,8	539,5	139,6	155,5	143,6	176,9	615,7	665,2	702,1
Käyttökate	26,6	-6,2	7,2	9,3	-51,3	-41,1	9,5	15,0	19,0	44,7	88,2	111,1	118,9
Poistot ja arvonalennukset	-38,9	-6,1	-7,9	-10,5	-2,1	-26,6	-11,3	-11,3	-11,3	-11,3	-45,0	-43,8	-37,7
Liikevoitto ilman kertaeriä	46,6	-6,2	2,5	-0,1	-26,7	-30,5	-1,8	3,8	7,8	33,4	43,2	67,3	81,2
Liikevoitto	-12,3	-12,3	-0,7	-1,3	-53,4	-67,7	-1,8	3,8	7,8	33,4	43,2	67,3	81,2
<i>Metals, Energy & Water</i>	16,2	-4,7	-4,6	-10,5	-39,5	-59,2	-3,0	1,0	4,0	8,7	10,7	24,7	31,9
<i>Minerals Processing</i>	36,5	0,3	8,0	11,3	14,3	33,8	2,5	4,0	5,0	25,9	37,4	48,1	55,3
<i>Internal</i>	-6,1	-1,8	-0,9	-0,9	-1,5	-5,1	-1,3	-1,3	-1,3	-1,3	-5,0	-5,5	-6,0
<i>Non-recurring items</i>	-58,9	-6,1	-3,3	-1,2	-26,7	-37,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettorahoituskulut	-10,6	-2,3	-2,3	-2,7	-3,2	-10,4	-2,2	-2,2	-2,2	-2,2	-8,8	-4,6	-4,0
Tulos ennen veroja	-22,9	-14,6	-3,0	-3,9	-56,6	-78,1	-4,0	1,6	5,6	31,2	34,4	62,8	77,2
Verot	5,7	3,1	0,5	1,0	4,2	8,8	0,8	-0,3	-1,1	-6,4	-7,1	-14,7	-18,6
Vähemmistöosuudet	0,0	0,0	0,0	-0,2	-0,1	-0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	-17,2	-11,5	-2,5	-3,1	-52,5	-69,6	-5,9	-1,5	1,6	22,0	16,2	37,0	47,5
EPS (oikaistu)	0,23	-0,03	0,00	-0,01	-0,14	-0,18	-0,03	-0,01	0,01	0,12	0,09	0,20	0,26
EPS (raportoitu)	-0,09	-0,06	-0,01	-0,02	-0,29	-0,38	-0,03	-0,01	0,01	0,12	0,09	0,20	0,26

Tunnusluvut	2015	Q1'16	Q2'16	Q3'16	Q4'16	2016	Q1'17e	Q2'17e	Q3'17e	Q4'17e	2017e	2018e	2019e
<i>Liikevaihdon kasvu-%</i>	-14,4 %	-13,6 %	-13,9 %	-20,2 %	-0,1 %	-11,9 %	3,2 %	1,9 %	3,4 %	-1,9 %	1,4 %	12,0 %	6,8 %
<i>Oikaistun liikevoiton kasvu-%</i>	-2,1 %	-214,8 %	-81,0 %	-100,8 %	-275,9 %	-165,5 %	-71,8 %	47,6 %	-785,0 %	-225,0 %	-241,6 %	55,9 %	20,6 %
<i>Käyttökate-%</i>	2,2 %	-2,6 %	2,7 %	3,8 %	-16,8 %	-3,9 %	3,8 %	5,5 %	7,5 %	14,9 %	8,2 %	9,2 %	9,3 %
<i>Oikaistu liikevoitto-%</i>	3,9 %	-2,6 %	0,9 %	0,0 %	-8,8 %	-2,9 %	-0,7 %	1,4 %	3,1 %	11,2 %	4,0 %	5,6 %	6,3 %
<i>Nettotulos-%</i>	-1,4 %	-4,8 %	-0,9 %	-1,3 %	-17,2 %	-6,6 %	-2,4 %	-0,6 %	0,6 %	7,4 %	1,5 %	3,1 %	3,7 %

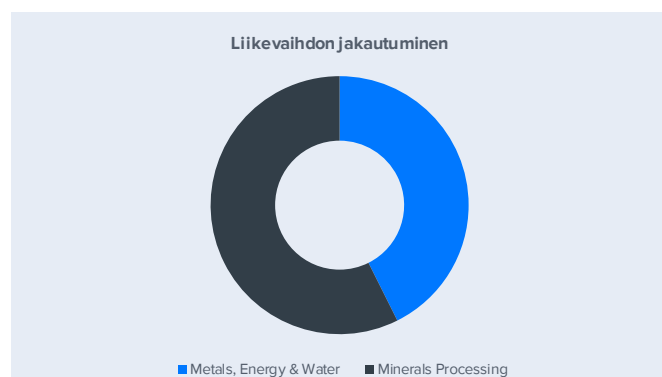
Lähde: Inderes



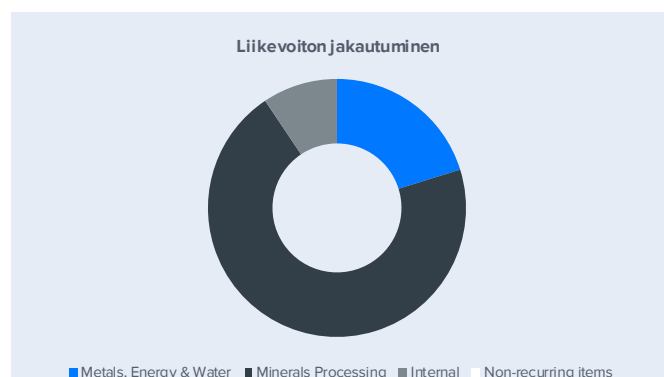
Lähde: Inderes



Lähde: Inderes



Lähde: Inderes



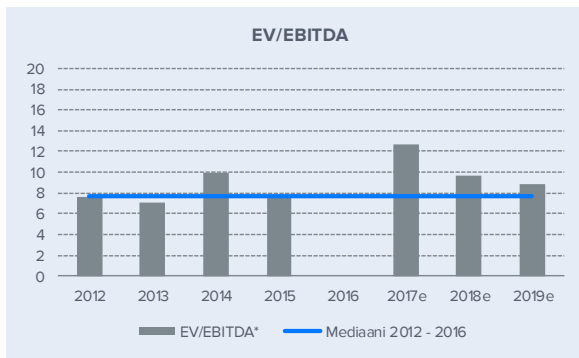
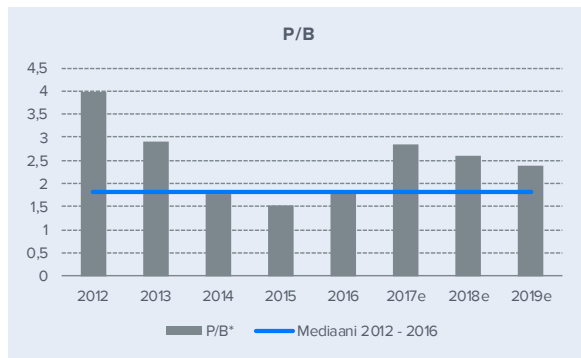
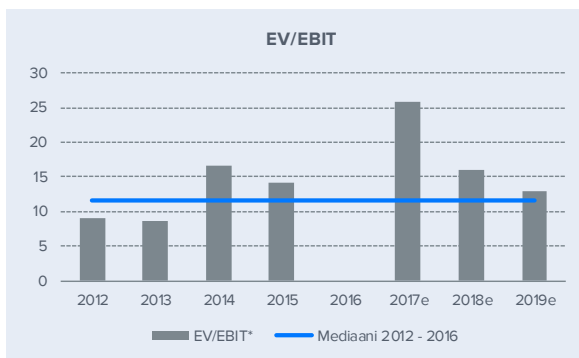
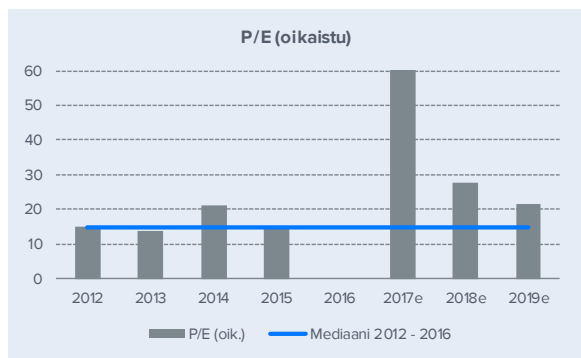
Lähde: Inderes

Arvostus

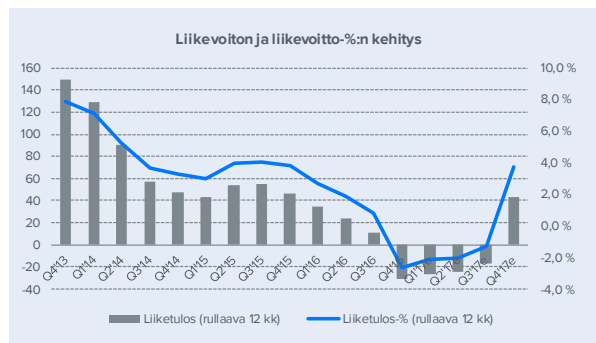
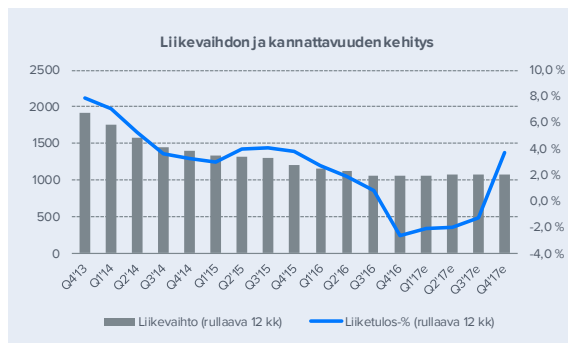
Arvostustaso	2012	2013	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e
Osakekurssi	10,59	7,61	4,39	3,40	4,99	5,67	5,67	5,67
Markkina-arvo	1916	1389	795	615	903	1025	1025	1025
Yritysarvo (EV)	1660	1303	786	658	903	965	930	897
P/E (oik.)	15,0	13,9	21,3	14,8	neg.	63,1	27,7	21,6
P/E	15,0	15,1	4966,7	neg.	neg.	63,1	27,7	21,6
P/Kassavirta	-63,8	-19,6	-22,9	-39,4	-8,3	15,1	24,1	21,0
P/B*	4,0	2,9	1,8	1,5	1,8	2,8	2,6	2,4
P/S	0,9	0,7	0,6	0,5	0,9	1,0	0,9	0,8
EV/Liikevaihto	0,8	0,7	0,6	0,5	0,9	0,9	0,8	0,7
EV/EBITDA*	7,7	7,1	10,0	7,7	neg.	12,6	9,7	8,8
EV/EBIT*	9,0	8,7	16,5	14,1	neg.	25,8	16,0	12,9
Osinko/tulos (%)	42,5 %	39,7 %	11313,6 %	0 %	0,0 %	30,0 %	35,0 %	40,0 %
Osinkotuotto-%	2,8 %	2,6 %	2,3 %	0,0 %	0,0 %	0,5 %	1,3 %	1,9 %

Lähde: Inderes

* Hybridilaina käsitelty korollisena velkana ja se on oikaistu P/B-luvussa omasta pääomasta.



Tulostrendi (rullaava 12 kk)

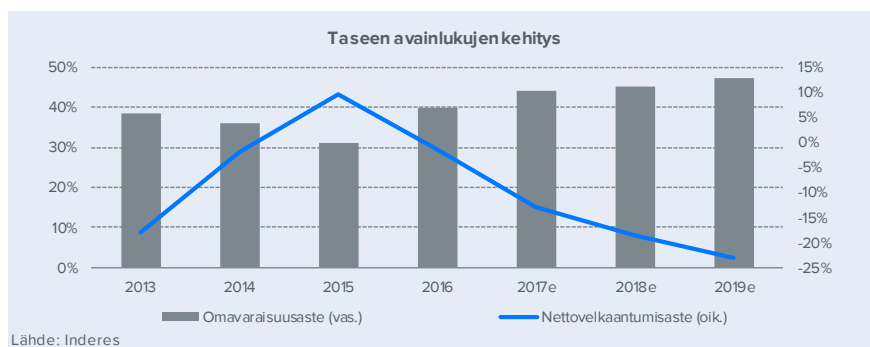


Tase ja kassavirtalaskelma

Tase

Vastaavaa (MEUR)	2014	2015	2016	2017e	2018e
Pysyvät vastaavat	385	428	404	424	422
Liikearvo	204	231	234	234	234
Aineettomat oikeudet	20	12	0	10	12
Käyttöomaisuus	78	83	66	75	72
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0	0	0	0	0
Muut sijoitukset	4	4	4	4	4
Muut pitkäaikaiset varat	9	8	8	8	8
Laskennalliset verosaamiset	71	89	93	93	93
Vaihtuvat vastaavat	930	943	871	783	866
Varastot	170	202	210	139	156
Muut lyhytaikaiset varat	0	0	0	0	0
Myyntisaamiset	478	440	428	408	445
Likvidit varat	282	301	233	236	265
Taseen loppusumma	1442	1532	1427	1345	1414

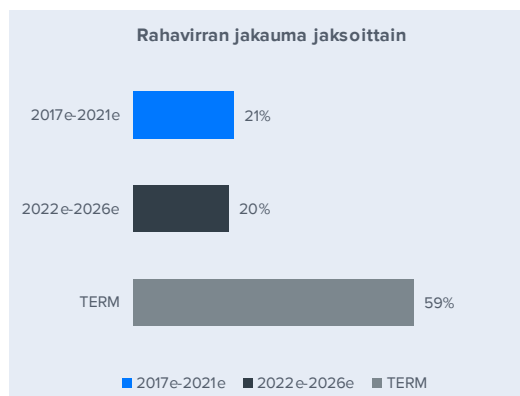
Vastattavaa (MEUR)	2014	2015	2016	2017e	2018e
Oma pääoma	445	402	495	511	543
Osakepääoma	17	17	17	17	17
Kertyneet voittovarot	428	385	237	253	285
Omat osakkeet	0	0	0	0	0
Uudelleenarvostusrahasto	0	0	91	91	91
Muu oma pääoma	0	0	150	150	150
Vähemmistöosuus	0	3	3	3	3
Pitkäaikaiset velat	358	415	287	233	229
Laskennalliset verovelat	0	0	0	0	0
Varaukset	0	0	0	0	0
Lainat rahoituslaitoksilta	243	291	184	130	125
Vaihtovelkakirjalainat	0	0	0	0	0
Muut pitkäaikaiset velat	116	124	104	104	104
Lyhytaikaiset velat	639	712	642	597	639
Lainat rahoituslaitoksilta	31	48	43	39	38
Lyhytaikaiset korottomat velat	608	664	599	558	601
Muut lyhytaikaiset velat	0	0	0	0	0
Taseen loppusumma	1442	1531	1427	1345	1414



DCF-laskelma

Kassavirtalaskelma (MEUR)	2016	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	TERM
Liikevoitto	-67,7	43,2	67,3	81,2	85,5	100,0	105,0	109,7	114,1	109,6	112,9	
+ Kokonaispoistot	26,6	45,0	43,8	37,7	38,5	39,1	39,2	39,5	39,8	40,1	40,4	
- Maksetut verot	4,7	-7,1	-14,7	-18,6	-19,9	-25,1	-26,5	-28,0	-29,6	-28,9	-30,2	
- verot rahoituskuluista	-1,4	-2,3	-2,0	-2,0	-1,9	-2,6	-3,1	-2,9	-2,5	-2,1	-1,7	
+ verot rahoitustuotoista	0,5	0,5	0,9	1,0	1,1	1,2	1,2	1,2	1,3	1,3	1,4	
- Käyttöpääoman muutos	-60,8	49,7	-10,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Operatiivinen kassavirta	-98,1	129,0	84,6	99,3	103,2	112,6	115,9	119,5	123,0	120,1	122,9	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	-20,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	9,8	-50,0	-31,1	-39,4	-39,5	-40,6	-41,3	-41,8	-42,3	-42,6	-42,8	
Vapaa operatiivinen kassavirta	-108,6	79,0	53,5	59,9	63,7	72,0	74,6	77,7	80,8	77,6	80,1	
+/- Muut	0,0	-11,1	-11,1	-11,1	-11,1	-2,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	-108,6	67,9	42,5	48,8	52,6	69,5	74,6	77,7	80,8	77,6	80,1	1375,2
Diskontattu vapaa kassavirta		52,7	36,5	38,6	38,1	46,2	45,5	43,5	41,4	36,5	34,6	593,8
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		1018,4	954,6	918,1	879,6	841,4	795,3	749,8	706,4	664,9	628,4	593,8
Velaton arvo DCF		1018,4										
- Korolliset velat		-226,8										
+ Rahavarat		233,0										
-Vähemmistöosuus		-6,6										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
Oman pääoman arvo DCF		1017,9										
Oman pääoman arvo DCF per osake		5,62										

Pääoman kustannus (WACC)	
Vero-% (WACC)	25,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	20,0 %
Vieraan pääoman kustannus	6,0 %
Yrityksen Beta	1,50
Markkinoiden riski-premio	4,75 %
Likviditeettipremio	0,00 %
Riskiton korko	3,0 %
Oman pääoman kustannus	10,1 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	9,0 %



Tiivistelmä

Tuloslaskelma	2014	2015	2016	2017e	2018e
Liikevaihto	1402,7	1201,2	1057,9	1073,1	1202,3
EBITDA	41,7	26,6	-41,1	88,2	111,1
EBITDA-marginaali (%)	3,0	2,2	-3,9	8,2	9,2
EBIT	10,4	-12,3	-67,7	43,2	67,3
Voitto ennen veroja	0,2	-22,9	-78,1	34,4	62,8
Nettovoitto	0,2	-17,2	-69,6	16,2	37,0
Kertaluontoiset erät	-37,2	-58,9	-37,2	0,0	0,0

Tase	2014	2015	2016	2017e	2018e
Taseen loppusumma	1442,1	1531,5	1427,0	1344,8	1414,4
Oma pääoma	445,3	404,7	498,1	514,4	546,5
Liikearvo	204,1	231,4	234,0	234,0	234,0
Korolliset velat	273,3	339,1	226,8	168,9	163,3

Kassavirta	2014	2015	2016	2017e	2018e
EBITDA	41,7	26,6	-41,1	88,2	111,1
Nettokäyttöpääoman muutos	6,4	62,0	-60,8	49,7	-10,7
Operatiivinen kassavirta	30,8	73,7	-98,1	129,0	84,6
Vapaa kassavirta	-34,8	-15,6	-108,6	67,9	42,5

Yhtiökuvaus
Maailman johtavana mineraalien- ja metallienjalostusteknologian toimittajana Outotec on kehittänyt vuosikymmenien aikana lukuisia teknologioita kaivos- ja metallurgiselle teollisuudelle. Outotec tarjoaa myös innovatiivisia ratkaisuja teollisuusvesien käsittelyyn, vaihtoehtoisten energialähteiden hyödyntämiseen ja kemianteollisuuteen. Yrityksellä on maailmanlaajuinen myynti- ja palveluverkosto sekä omat tutkimuskeskukset. (Lähde: Outotec)

Osakekohtaiset luvut	2014	2015	2016	2017e	2018e
EPS	0,00	-0,10	-0,38	0,09	0,20
EPS oikaistu	0,21	0,23	-0,18	0,09	0,20
Operat. kassavirta per osak	0,17	0,41	-0,54	0,71	0,47
Tasearvo per osake	2,46	2,22	2,73	2,82	3,00
Osinko per osake	0,10	0,00	0,00	0,03	0,07
Voitonjako, %	11314	0	0	30	35
Osinkotuotto, %	2,3	0,0	0,0	0,5	1,3

Tunnusluvut	2014	2015	2016	2017e	2018e
P/E	4966,7	neg.	neg.	63,1	27,7
P/B	1,8	1,5	1,8	2,0	1,9
P/Liikevaihto	0,6	0,5	0,9	1,0	0,9
P/CF	25,8	8,4	neg.	7,9	12,1
EV/Liikevaihto	0,6	0,5	0,9	0,9	0,8
EV/EBITDA	18,8	24,7	neg.	10,9	8,4
EV/EBIT	75,5	neg.	neg.	22,4	13,8

Suurimmat omistajat	%-osakkeista
Solidium Oy	14,9 %
Keskinäinen Työeläkevakuutusyhtiö Varma	7,0 %
Keskinäinen Eläkevakuutusyhtiö Ilmarinen	6,1 %
Tamames Nordic Investments Bv	5,6 %
Valtion Eläkerahasto	2,2 %
Keva	1,3 %

Suosittelushistoria

Päivämäärä	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
28.4.2015	Vähennä	6,00 €	6,15 €
31.7.2015	Vähennä	6,00 €	6,28 €
8.9.2015	Vähennä	4,70 €	4,58 €
2.10.2015	Lisää	3,70 €	3,40 €
30.10.2015	Lisää	3,40 €	3,21 €
23.11.2015	Lisää	4,40 €	3,92 €
14.1.2016	Osta	3,80 €	3,14 €
8.2.2016	Vähennä	3,80 €	3,78 €
10.2.2016	Vähennä	3,00 €	2,90 €
7.4.2016	Vähennä	3,00 €	3,13 €
28.4.2016	Vähennä	3,30 €	3,45 €
13.6.2016	Vähennä	3,70 €	3,82 €
28.7.2016	Myy	4,00 €	4,50 €
5.9.2016	Vähennä	4,00 €	4,05 €
31.10.2016	Myy	3,70 €	4,10 €
14.2.2017	Myy	4,80 €	5,70 €
3.4.2017	Myy	4,80 €	5,67 €

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 laatiineilla analyytikoilla tai Inderesin työntekijöillä ei voi olla 1) merkittävän taloudellisen edun ylittäviä omistuksia tai 2) yli 1 %:n omistuosuuksia 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 laatiineen 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/>