

Arvostus maltillinen, mutta vahvat ajurit puuttuvat

Outokumpu julkaisi eilen Q2-tuloksensa, mikä ei sisältänyt yllätyksiä. Aiemmin annetun Q2-tulosta koskeneen tulosvaroituksen myötä operatiivinen kehitys oli pitkälti tiedossa. Näin ollen markkinoiden huomio keskittyikin pitkälti yhtiön ohjeistukseen Q3:lle ja kommentteihin markkinanäkymistä. Ohjeistuksen mukaan yhtiön oikaistu käyttökate jää Q3:lla merkittävästi Q2:n tasosta, mikä oli kuitenkin odotettua. Toistamme 7,5 euron tavoitehintamme ja lisää-suosituksemme arvostuksen ollessa maltillinen.

Q2-tulos oli pitkälti tiedossa

Outokumpu teki Q2:lla 1659 MEUR:n liikevaihdolla 199 MEUR:n oikaistun käyttökateen, mikä osui markkinaodotuksiin yhtiön kerrottua tulostason tulosvaroituksessa aiemmin. Operatiivinen tuloskunto parani selkeästi vertailukaudesta (Q2'16: oik. EBITDA 66 MEUR), kun myös Americas ja Long Products pysyivät alkuvuoden tapaan voitollisina. Europe toimi tuttuun tapaan konsernin suurimpana tulosmoottorina, minkä taustalla oli etenkin lähes 30 % nousseet myyntihinnat ja myös laskenut kustannustaso. Europella olisi ollut mahdollisuus vielä merkittävästi parempaan tulostulokseen, mutta rikkoutunut ferrokromiuuni ja sitä myöten selkeästi pienentyneet ferrokromitoimitukset laskivat Europan tulosta selkeästi sen potentiaalista vallinneissa markkinaolosuhteissa. Americasissa tulosta tukivat nousseiden perushintojen ja laskeneiden kustannusten lisäksi kasvaneet toimitusmäärät, sillä volyymit kasvoivat reilu 5 % vuodentakaisesta. Myös myyntimix parantui. Huolimatta vajaa 3 % laskeneista toimitusmäärästä myös Long Productsin voitollisen kvartaalin takan oli selkeästi nousseet perushinnat ja kustannuskilpailukyvyyn paraneminen. Kertaluontoisen 9 MEUR:n myyntivoiton lisäksi raportti ei sisältänyt alemmilla riveillä merkittäviä yllätyksiä ja siten Outokumpu teki Q2:lla 0,24 euron osakekohtaisen tuloksen.

Ohjeistus jäi avoimeksi, teimme pieniä ennustetarkistuksia raportin jälkeen

Outokummun ohjeistus Q3:lle jäi odotetusti melko avoimeksi ja yhtiö tyytyikin antamaan vaan sanallisen ohjeistuksen. Ohjeistuksen mukaan markkinoiden kausivaihtelun ja ferrokromin hinnan sekä toimitusmäärien laskun myötä yhtiö arvioi oikaistun käyttökateen jäävän merkittävästi alle Q2:n tason (199 MEUR). Q3:lle ferrokromin sopimushinta laski merkittävästi tasolle 1,10 \$/lb. Lisäksi ferrokromiuunin rikkoutumisen aiheuttamat toimitushaasteet olivat jo tiedossa, joten ohjeistuksella ei ollut merkittävää vaikutusta ennusteisiimme, jotka odottivat jo operatiivisen tuloksen laskevan selvästi Q3:lla suhteessa Q2:een. Kokonaisuutena kuluvan vuoden tulosennusteemme muuttuivat noin 1-4 % ja odotamme Outokummulta nyt 6513 MEUR:n liikevaihtoa 739 MEUR:n oikaistua käyttökateen tänä vuonna.

Arvostus on maltillinen, mutta riskiprofiili keskimääräistä korkeampi

Kuluvan vuoden ennusteillamme Outokummun P/E-luku on noin 9x ja vastaava EV/EBITDA-kerroin on 5x. Mielestämme arvostus on maltillinen ja myös osakkeen 1,0x P/B-kerroin rajaa selkeää laskuvaraa. Suhteellisesti tulospohjaisilla kertoimilla Outokumpu arvostetaan noin 20 %:n alennuksella suhteessa sen kansainväliseen verrokkiryhmään, joka on mielestämme turhan korkea arvostusero. Vahvoja positiivisia ajureita osakkeelle ei kuitenkaan ole näköpiirissä ilman, että markkinafundamenteissa tapahtuu muutoksia suotuisaan suuntaan.

Analyytikko

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



Suositus

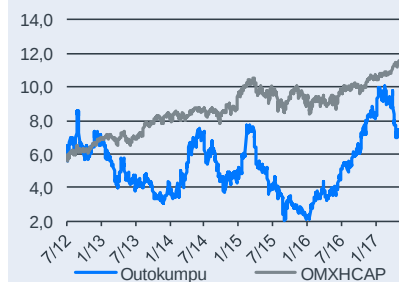
Lisää



Edellinen: Lisää

Tavoitehintaa 7,50 EUR

Edellinen: 7,50



Lähde: Bloomberg

Eiilisen päätös 6,81 EUR

12 kk vaihteluväli 4,50-10,45 EUR

Potentiaali 10,1 %

Ohjeistus

Kolmannen neljänneksen oikaistun käyttökateen arvioidaan jäävän merkittävästi alle toisen neljänneksen tason (Q2 oik. EBITDA 199 MEUR)

Ohjeistusmuutos: Uusi ohjeistus

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	EUR	EUR	(x)	(x)	(x)		%
2015	6 384	228	3,6 %	127	0,23	0,00	0,4	13,3	-26,4	-5,2	0,0 %
2016	5 693	103	1,8 %	-12	0,35	0,10	0,8	33,9	-55,3	-49,9	1,2 %
2017e	6 513	541	8,3 %	428	0,84	0,20	0,6	4,9	7,0	8,6	2,9 %
2018e	6 530	423	6,5 %	318	0,67	0,30	0,5	5,2	8,0	10,2	4,4 %
2019e	6 568	421	6,4 %	335	0,69	0,35	0,5	4,9	7,5	9,9	5,1 %
Markkina-arvo, MEUR			2812	OPO / osake 2017e, EUR			6,59	CAGR EPS, 2016-2019, %			26 %
Nettovelka 2017e, MEUR			825	P/B 2017e			1,0	CAGR kasvu, 2016-2019, %			5 %
Yritysarvo (EV), MEUR			3607	Nettovelkaisuusaste 2017e, %			30,3 %	ROE 2017e, %			13,5 %
Taseen koko 2017e, MEUR			6308	Omavaraisuusaste 2017e, %			43,2 %	ROCE 2017e, %			14,0 %

Q2-tulos oli pitkälti tiedossa

Operatiivinen tulos odotuksien mukainen

Outokummun Q2:n oikaistu käyttökate oli 199 MEUR, mikä oli hyvin linjassa sekä meidän 198 MEUR:n että markkinoiden 203 MEUR:n ennusteen kanssa. Konsernitasolla tulomoottorina toimi tuttuun tapaan Europe, joka ylsi 140 MEUR:n liikevoittoon (EBIT-% 12,2 %) ja paransi selkeästi vertailukauden 29 MEUR:sta. Segmentin tulokunnan kohentumisen taustalla oli pitkälti selkeästi nousseet markkinahinnat, jotka nousivat 28,9 % vertailukaudesta etenkin seosainelisan vahvan nousun (+ 53,5 %) ajamana. Vahva hintojen nousu hautasi alleen myös vajaan 4 % pudotuksen toimituksissa, jotka laskivat 398 000 tonniin vertailukauden 413 000 tonnista. Lisäksi Europan tulosta tuki myös parempi myyntimix, ferrokromin merkittävä hinnannousu ja laskeneet muuttuvat kustannukset tuotettua tonnia kohden.

Americas-segmentti ponnisti vertailukauden tappiolta 14 MEUR:n liikevoittoon (EBIT-% 3,4 %). Americasin kohentuneen tuloksen taustalla oli vastaava markkinahintojen kehitys kuin Euroopassa ja segmentin markkinahinnat nousivat 29,2 % vuodentakaisesta etenkin seosainelisan noustessa 64,2 %. Volyyymikehitys oli sekin myönteistä ja volyymit nousivatkin 186 000 tonniin vertailukauden 177 000 tonnista. Long Productsin tulostarannuksen ja 5 MEUR:n liikevoiton (Q2'16: -2 MEUR)

taustalla olivat niin ikään nousseet perushinnat, jotka kompensoivat volyymien vajaan 3 %:n laskun 68 000 tonniin.

Kokonaisuutena rahoituskulut ja verot olivat pitkälti odotuksiemme mukaisia, mutta kertaluonteinen 9 MEUR:n myyntivoitto Sheffieldin maa-alueen myynnistä nosti tuloksen hieman odotuksiemme yläpuolelle. Oikaistua osakekohtaista tulosta Outokumpu teki Q2:lla 0,24 euroa, mikä oli ennusteiden kanssa linjassa. Liiketoiminnan rahavirta nousi tuloksen myötä kohtuulliselle 150 MEUR:n tasolle ja 30 MEUR:n investointien jälkeen vapaa rahavirta oli 120 MEUR. Q2:lla yhtiöllä kuitenkin sitoutui jälleen käyttöpääomaa (29 MEUR), joten kuluvan vuoden osalta merkityksellinen käyttöpääoman vapautus jää pitkälti H2:n varaan. Yhtiön johto vakuutteli tuloksen yhteydessä, että H2:lla vaikutus tulee olemaan positiivinen, joten seuraamme sen kehitystä tarkasti vuoden jälkimmäisellä puoliskolla.

Taseen puolella yhtiön kehitys oli odotuksien mukaisesti oikean suuntaista ja yhtiön korollinen nettovelka laski 1239 MEUR:oon ja velkaantumistaso 48,4 %:iin. Yhtiö toisti tavoitteensa, jonka mukaan sen nettovelka laskee alle 1,1 miljardin vuoden 2017 loppuun mennessä.

Ennustetaulukko	Q2'16	Q2'17	Q2'17e	Q2'17e	Konsensus		Erotus (%)	2017e
MEUR / EUR	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Tot. vs. Inderes	Inderes
Liikevaihto	1379	1659	1708	1742	1596	1910	-3 %	6513
Oikaistu käyttökate	66	199	198	203	197	212	1 %	739
Oikaistu liikevoitto	-5,0	145	142	147	141	155	2 %	517
Tulos ennen veroja	-22,0	127	114	123	114	135	12 %	428
EPS (oikaistu)	-0,10	0,24	0,24	0,25	0,23	0,27	-1 %	0,79
Liikevaihdon kasvu-%	-18,6 %	20,3 %	23,9 %	26,3 %	16 %	38,5 %	-3,6 %-yks.	14,4 %
Liikevoitto-% (oikaistu)	-0,4 %	8,7 %	8,3 %	8,4 %	8,8 %	8,1 %	0,5 %-yks.	7,9 %

Lähde: Inderes & Vara research (konsensus)

Ohjeistus jäi avoimeksi

Loppuvuonna tulokunto heikkenee

Outokumpu ohjeisti sen Q3:n operatiivisen käyttökatteen jäävän merkittävästi Q2:n tasosta. Laskun taustalla on yhtiön mukaan markkinoiden kausivaihtelu, ferrokromin hinnan ja toimitusmäärien lasku sekä raaka-aineiden hintojen aiheuttamat varasto- ja metallijohdannais tappiot. Vaikka ohjeistus jäi abstraktiksi ja sen informaatioarvo siten melko heikoksi, ei heikkenevää tulosta indikoivat kommentit tulleet yllätyksenä. Olimme jo aiemmin arvioineet Q3:n jäävän selkeästi Q2:n tasosta. Näin ollen emme tehneet kuluvaan vuoden ennusteisiimme merkittäviä muutoksia. Käytännössä tuloksen osalta ennustemuutokset rajoittuivat maltillisiin tarkistuksiin loppuvuoden toimitusmäärissä, minkä lisäksi ennusteita laskivat kommentit ferrokromiuunin käyttöasteeseen ja siten laskeviin toimituksiin. Outokumpu kommentoi tuloksen yhteydessä, että rikkoutunut uuni on nyt korjattu, mutta sitä tullaan ajamaan maltillisella teholla, jotta voidaan varmistua onnistuneesta

ylösajosta. Tämä on myös Q3:n laskevien ferrokromitoimitusten taustalla.

Q3:lle ilmoitetun ferrokromin sopimushinnan laskulla (1,10 \$/lb) on selkeä vaikutus konsernitason tulokseen, minkä lisäksi heikentynyt dollari aiheuttaa paineita koko loppuvuotta ajatellen. Odotamme Q4:lla ferrokromin hinnan olevan noin pidemmän aikavälin keskiarvossaan (1,2 \$/lb) ja EUR/USD ennusteemme ovat noin tasolla 1,15. Odotamme loppuvuonna vain maltillista painetta perushintoihin, minkä lisäksi kysyntäkuvan pitäisi pysytellä hyvänä. Odotamme toimituksien Euroopassa laskevan maltillisesti Q3:lla Euroopassa, mutta pysyvän noin Q2:n tasolla Americasissa. Odotamme nyt Outokummulta vuodelta 2017 6513 MEUR:n liikevaihdolla 739 MEUR:n oikaistua käyttökatetta. Ensi vuoden ennusteemme pysyvät käytännössä ennallaan ja odotamme ensi vuodelta 6530 MEUR:n liikevaihdolla 649 MEUR:n käyttökatetta.

Ennustemuutokset	2017e	2017e	Muutos	2018e	2018e	Muutos	2019e	2019e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	6664	6513	-2 %	6501	6530	0 %	6535	6568	1 %
Käyttökate	749	763	2 %	649	650	0 %	622	644	3 %
Oikaistu liikevoitto	510	517	1 %	423	423	0 %	400	421	5 %
Liikevoitto	524	541	3 %	423	423	0 %	400	421	5 %
Tulos ennen veroja	410	428	4 %	318	318	0 %	315	335	7 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,79	0,79	0 %	0,67	0,67	0 %	0,64	0,69	7 %
Osakekohtainen osinko	0,20	0,20	0 %	0,30	0,30	0 %	0,35	0,35	0 %

Lähde: Inderes

Arvostus on maltillinen

Kertoimet alle verrokkiryhmän

Ennusteillamme Outokummun vuosien 2017 ja 2018 P/E-luvut ovat 9x ja 10x. Yritysarvopohjaiset EV/EBITDA-kertoimet vuosille 2017 ja 2018 ovat noin 5x. Mielestämme taso on absoluuttisesti alhainen, mutta erittäin sykliselle Outokummulle ei voida hyväksyä varsinkaan syklin suotuisassa vaiheessa korkeita kertoimia. Suhteellisesti tulospohjaisilla kertoimilla Outokumpu on arvostettu noin 20 %:n alennuksella suhteessa verrokkeihinsa, jota pidämme perusteltua tasoa suurempana alennuksena. Mielestämme hyväksyttävä taso Outokummulle on noin 6-7x EV/EBITDA, joten merkittävää nousuvaraa emme arvostuksessa myöskään näe. Lisäksi lyhyellä tähtäimellä osakkeen vahva positiivinen kehitys vaatisi markkinafundamenteissa selkeää muutosta positiiviseen suuntaan.

Riskiprofiili keskimääräistä korkeampi

Tasepohjainen P/B-kerroin 2017e on 1,0x, mikä mielestämme rajaa Outokummun laskuvaraa nykyiseltä tasolta. Myös suhteutettuna ennusteidemme mukaisiin pääoman tuottoihin lähivuosille on taso varovaisen houkutteleva ja tukee positiivista näkemystämme. Korostamme kuitenkin, että syklisellä ruostumattoman teräksen markkinalla näkyvyys on keskimääräistä heikompi, mikä myös nostaa riskitason markkinakeskiarvoa korkeammaksi.

Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
		MEUR	MEUR	2017e	2018e	2017e	2018e	2017e	2018e	2017e	2018e	2017e	2018e	2017e
Outokumpu	6,84	3037	4382	7,5	8,2	5,3	5,7	0,7	0,6	7,5	9,3	4,2	3,7	1,1
APERAM SA	41,52	3273	3466	9,2	8,6	6,7	6,2	0,8	0,8	12,6	12,0	4,3	4,9	1,5
ACERINOX SA	11,29	3131	3800	10,2	10,3	6,9	6,9	0,8	0,7	14,4	14,8	3,9	3,7	1,4
NIPPON STEEL & SUMITOMO I	2624,50	19291	37499		10,8	10,2	6,8	0,9	0,7	26,4	11,6	0,9	2,3	0,8
HYUNDAI STEEL CO	62400,00	6420	15508	11,6	11,0	6,1	5,8	1,0	0,9	8,0	8,2	1,3	1,3	0,5
AK STEEL HOLDING CORP	6,84	1631	3376	11,3	6,9	7,0	5,4	0,6	0,6	10,4	7,9			
ALLEGHENY TECHNOLOGIES II	18,37	1603	3219	16,0	10,8	9,2	7,0	1,1	1,0	28,0	14,8		0,4	1,3
POSCO	323000,00	21714	35329	8,9	8,3	5,2	4,9	0,7	0,6	9,9	9,7	2,6	2,7	1,0
Outokumpu (Inderes)	6,81	2812	3607	7,0	8,0	4,9	5,2	0,6	0,5	8,6	10,2	2,9	4,4	1,0
Keskiarvo				10,7	9,4	7,1	6,1	0,8	0,7	14,7	11,0	2,9	2,7	1,1
Mediaani				10,2	9,4	6,8	6,0	0,8	0,7	11,5	10,6	3,3	2,7	1,1
Erotus-% vrt. mediaani				-31 %	-15 %	-28 %	-14 %	-31 %	-30 %	-25 %	-4 %	-10 %	63 %	-4 %

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

Tuloslaskelma ja ennusteet vuosineljänneksittäin

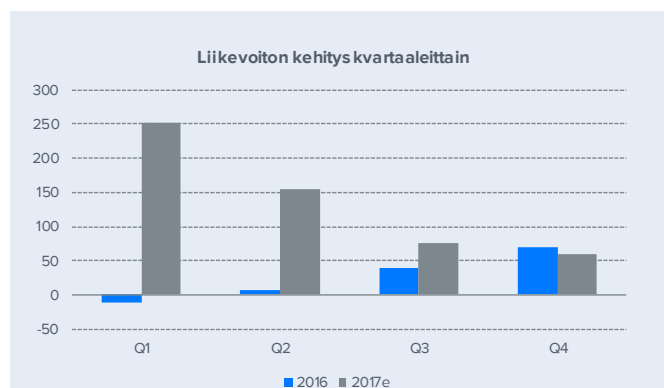
Tuloskehitys kvartaalitasolla	2015	Q1'16	Q2'16	Q3'16	Q4'16	2016	Q1'17	Q2'17	Q3'17e	Q4'17e	2017e	2018e	2019e
Liikevaihto	6384	1386	1379	1419	1509	5693	1757	1659	1607	1490	6513	6530	6568
Europe	4317	987	958	946	1033	3924	1225	1147	1091	1040	4503	4498	4515
Americas	1214	301	311	372	341	1325	416	409	389	387	1601	1625	1641
Long Products	549	100	133	119	135	487	173	160	130	92	555	522	528
Muut	979	135	132	159	145	571	141	121	162	131	555	560	560
Eliminoinnit	-675	-137	-155	-177	-145	-614	-198	-178	-165	-160	-701	-675	-675
Käyttökate	530	46	62	96	125	329	309	208	131	115	763	650	644
Poistot ja arvonalennukset	-302	-58	-56	-56	-56	-226	-57	-53	-56	-56	-222	-227	-223
Operatiivinen liikevoitto	-101	-20	-5	32	-93	-86	238	145	75	59	517	423	421
Liikevoitto	228	-12	6	40	69	103	252	155	75	59	541	423	421
Europe	86	42	29	45	75	191	218	140	71	60	489	358	350
Americas	-163	-43	-23	-7	-18	-91	15	14	7	8	44	65	75
Long Products	7	-4	-2	-1	0	-7	7	5	3	-2	13	15	12
Muut	-31	-15	-8	-6	-19	-48	-2	10	-6	-7	-5	-15	-15
Oikaisut	329	8	11	8	31	58	15	-15	0	0	0	0	0
Nettorahoituskulut	-150	-34	-29	-28	-29	-120	-32	-31	-28	-29	-120	-107	-88
Tulos ennen veroja	127	-47	-22	13	44	-12	223	128	47	30	428	318	335
Verot	-41	6	2	0	148	156	-41	-19	-11	-9	-80	-41	-50
Vähemmistöosuudet	9	0	0	0	0	0	-1	-1	-1	-1	-2	-2	-2
Nettotulos	95	-41	-20	13	192	144	182	108	36	20	346	275	283
EPS (oper.)	-0,53	-0,10	-0,10	0,01	0,01	-0,17	0,42	0,24	0,09	0,05	0,79	0,67	0,69
EPS (raportoitu)	0,05	-0,10	-0,05	0,03	0,46	0,35	0,44	0,26	0,09	0,05	0,83	0,67	0,69

Tunnusluvut	2015	Q1'16	Q2'16	Q3'16	Q4'16	2016	Q1'17	Q2'17	Q3'17e	Q4'17e	2017e	2018e	2019e
Liikevaihdon kasvu-%	-6,7 %	-21,6 %	-18,6 %	-4,6 %	5,2 %	-10,8 %	26,7 %	20,3 %	13,2 %	-1,3 %	14,4 %	0,3 %	0,6 %
Operatiivisen liikevoiton kasvu-%	10 %	-1100 %	-80 %	-148 %	745 %	-15 %	-1292 %	-2992 %	133 %	-163 %	-701 %	-18 %	-1 %
Käyttökate-%	8,3 %	3,3 %	4,5 %	6,8 %	8,3 %	5,8 %	17,6 %	12,5 %	8,1 %	7,7 %	11,7 %	9,9 %	9,8 %
Operatiivinen liikevoitto-%	-1,6 %	-1,4 %	-0,4 %	2,3 %	-6,2 %	-1,5 %	13,6 %	8,7 %	4,6 %	4,0 %	7,9 %	6,5 %	6,4 %
Nettotulos-%	1,5 %	-3,0 %	-1,5 %	0,9 %	12,7 %	2,5 %	10,4 %	6,5 %	2,2 %	1,4 %	5,3 %	4,2 %	4,3 %

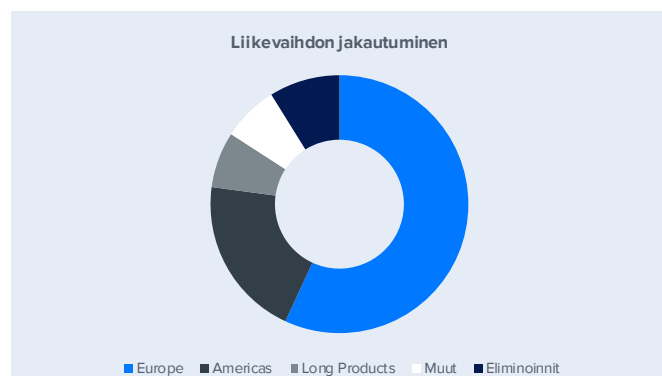
Lähde: Inderes



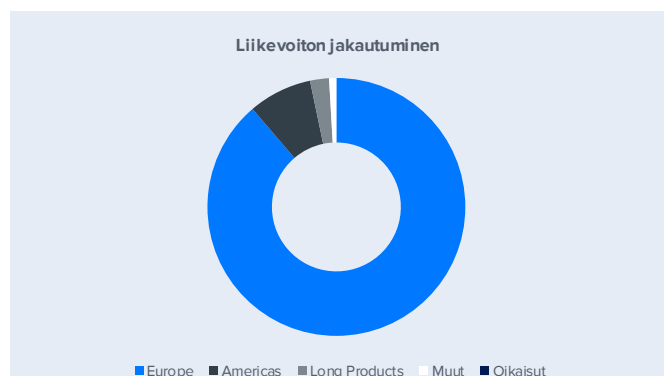
Lähde: Inderes



Lähde: Inderes



Lähde: Inderes

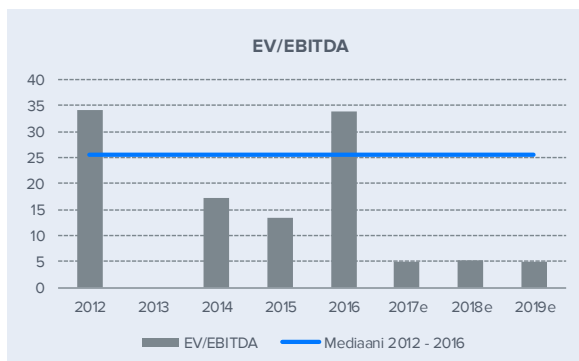
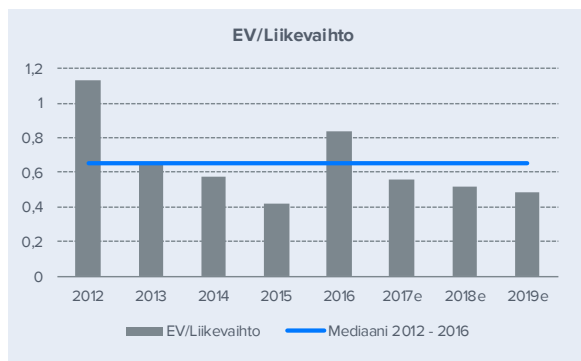
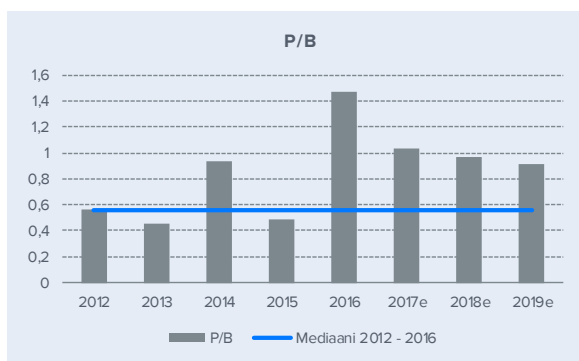
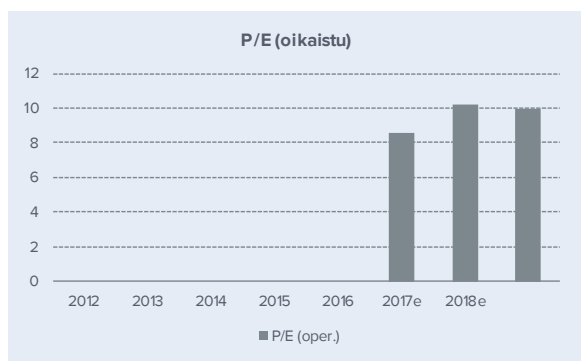


Lähde: Inderes

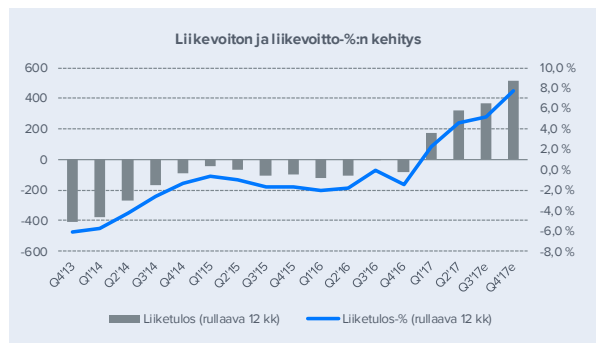
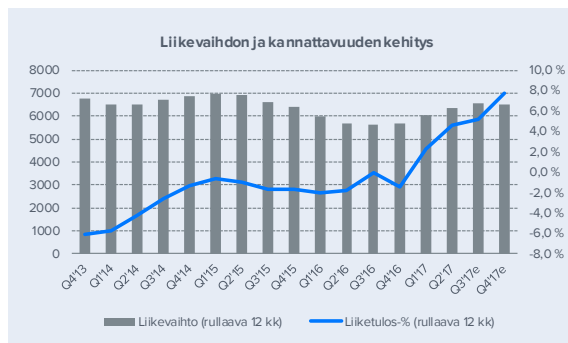
Arvostus

Arvostustaso	2012	2013	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e
Osakekurssi	0,79	0,41	4,77	2,73	8,51	6,81	6,81	6,81
Markkina-arvo	1641	852	1986	1137	3541	2812	2812	2812
Yritysarvo (EV)	5147	4388	3927	2670	4752	3607	3371	3155
P/E (oper.)	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	8,6	10,2	9,9
P/E	neg.	neg.	neg.	12,0	24,6	8,1	10,2	9,9
P/Kassavirta	-1,3	-1,3	9,5	4,8	6,6	6,1	6,8	6,8
P/B	0,6	0,5	0,9	0,5	1,5	1,0	1,0	0,9
P/S	0,4	0,1	0,3	0,2	0,6	0,4	0,4	0,4
EV/Liikevaihto	1,1	0,7	0,6	0,4	0,8	0,6	0,5	0,5
EV/EBITDA	34,1	neg.	17,2	13,3	33,9	4,9	5,2	4,9
EV/EBIT	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	7,0	8,0	7,5
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	28,9 %	23,9 %	45,0 %	51,0 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	1,2 %	2,9 %	4,4 %	5,1 %

Lähde: Inderes



Tulostrendi (rullaava 12 kk)

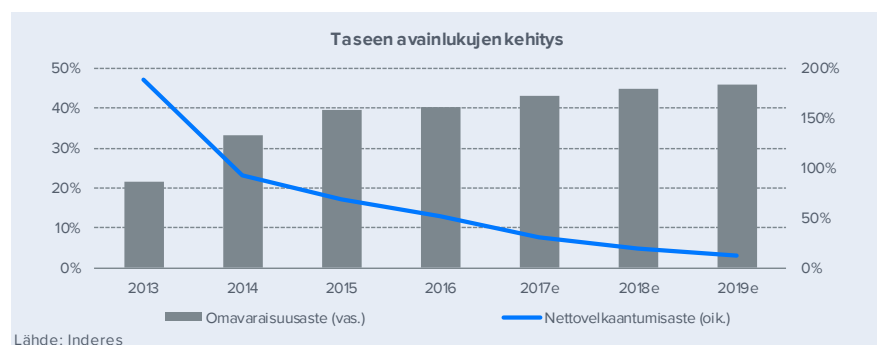


Tase ja kassavirtalaskelma

Tase

Vastaavaa (MEUR)	2014	2015	2016	2017e	2018e
Pysyvät vastaavat	3904	3698	3750	3642	3596
Liikearvo	130	130	130	130	130
Aineettomat oikeudet	437	368	374	375	376
Käyttöomaisuus	3138	3005	2874	2832	2785
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0	0	67	0	0
Muut sijoitukset	78	63	0	0	0
Muut pitkäaikaiset varat	77	116	101	101	101
Laskennalliset verosaamiset	44	16	204	204	204
Vaihtuvat vastaavat	2507	2176	2240	2666	2909
Varastot	1527	1251	1232	1407	1410
Muut lyhytaikaiset varat	40	53	117	53	53
Myyntisaamiset	749	686	687	782	784
Likvidit varat	191	186	204	425	662
Taseen loppusumma	6411	5874	5990	6308	6505

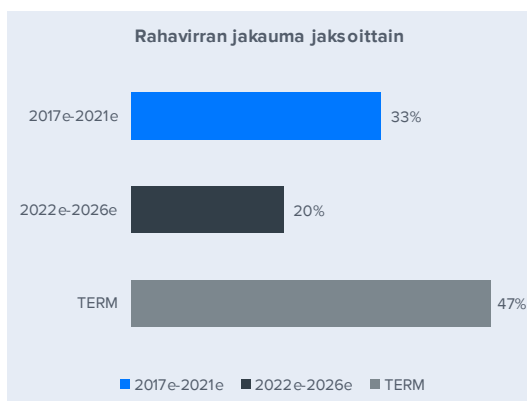
Vastattavaa (MEUR)	2014	2015	2016	2017e	2018e
Oma pääoma	2132	2329	2416	2720	2913
Osakepääoma	311	311	311	311	311
Kertyneet voittovarot	0	95	239	543	736
Omat osakkeet	0	0	0	0	0
Uudelleenarvostusrahasto	0	0	0	0	0
Muu oma pääoma	1821	1923	1866	1866	1866
Vähemmistöosuus	0	0	0	0	0
Pitkäaikaiset velat	2263	1804	1524	1722	1722
Laskennalliset verovelat	31	16	22	22	22
Varaukset	198	113	118	126	126
Lainat rahoituslaitoksilta	1597	999	987	900	900
Vaihtovelkakirjalainat	0	250	0	250	250
Muut pitkäaikaiset velat	437	426	397	424	424
Lyhytaikaiset velat	2016	1741	2050	1866	1871
Lainat rahoituslaitoksilta	569	547	458	100	100
Lyhytaikaiset korottomat velat	1335	1121	1471	1693	1698
Muut lyhytaikaiset velat	112	73	121	73	73
Taseen loppusumma	6411	5874	5990	6308	6505



DCF-laskelma

Kassavirtalaskelma (MEUR)	2016	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	TERM
Liikevoitto	103	541	423	421	467	418	426	435	444	375	379	
+ Kokonaispoistot	226	222	227	223	218	214	211	208	203	200	196	
- Maksetut verot	-26	-80	-41	-50	-68	-67	-70	-72	-74	-60	-61	
- verot rahoituskuluista	-24	-23	-14	-13	-16	-16	-15	-15	-15	-15	-15	
+ verot rahoitustuotoista	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
- Käytöpääoman muutos	352	-31	-1	-3	-15	-15	-11	-11	-11	-8	-6	
Operatiivinen kassavirta	581	604	593	578	586	533	541	545	547	492	494	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	-24	35	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
- Bruttoinvestoinnit	-23	-181	-181	-164	-166	-176	-172	-152	-166	-156	-164	
Vapaa operatiivinen kassavirta	534	458	412	414	420	356	369	393	381	336	330	
+/- Muut	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
Vapaa kassavirta	534	458	412	414	420	356	369	393	381	336	330	5019
Diskontattu vapaa kassavirta		444	371	346	326	257	247	245	220	180	165	2505
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		5306	4862	4492	4146	3819	3562	3315	3070	2850	2670	2505
Velaton arvo DCF		5306										
- Korolliset velat		-1445										
+ Rahavarat		204										
-Vähemmistöosuus		0										
-Osinko/pääomapalautus		-42										
Oman pääoman arvo DCF		4053										
Oman pääoman arvo DCF per osake		9,82										

Pääoman kustannus (WACC)	
Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoitettu velkaantumisaste D/(D+E)	35,0 %
Vieraan pääoman kustannus	6,0 %
Yrityksen Beta	1,30
Markkinoiden riski-premio	4,75 %
Likviditeettipremio	0,00 %
Riskitön korko	3,0 %
Oman pääoman kustannus	9,2 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	7,6 %



Tiivistelmä

Tuloslaskelma	2014	2015	2016	2017e	2018e
Liikevaihto	6844	6384	5693	6513	6530
EBITDA	72	530	329	763	650
EBITDA-marginaali (%)	1,1	8,3	5,8	11,7	9,9
EBIT	-248	228	103	541	423
Voitto ennen veroja	-464	127	-12	428	318
Nettovoitto	-439	95	144	346	275
Kertaluontoiset erät	-156	329	189	24	0

Tase	2014	2015	2016	2017e	2018e
Taseen loppusumma	6411	5874	5990	6308	6505
Oma pääoma	2132	2329	2416	2720	2913
Liikearvo	130	130	130	130	130
Korolliset velat	2166	1546	1445	1000	1000

Kassavirta	2014	2015	2016	2017e	2018e
EBITDA	72	530	329	763	650
Nettokäyttöpääoman muutos	1154	73	352	-31	-1
Operatiivinen kassavirta	315	455	581	604	593
Vapaa kassavirta	208	235	534	458	412

Yhtiökuvaus
Outokumpu on ruostumattoman teräksen markkinajohtaja maailmassa. Ruostumaton teräs sopii kestäviin ratkaisuihin vaativissa käyttökohteissa aina ruokailu- ja sairaalavälineistä siltoihin ja energialaitoksiin: se on 100-prosenttisen kierrätettävä, korroosionkestävä, hygieeninen ja vahva materiaali, jota ei tarvitse huoltaa. Outokummun palveluksessa on yli 12 000 ammattilaista yli 30 maassa. Konsernin pääkonttori sijaitsee Espoossa ja sen osake on listattu NASDAQ OMX Helsingissä.

Osakekohtaiset luvut	2014	2015	2016	2017e	2018e
EPS	-1,08	0,23	0,35	0,84	0,67
EPS (oper.)	-0,97	-0,53	-0,17	0,79	0,67
Operat. kassavirta per osak	0,76	1,09	1,40	1,46	1,44
Tasearvo per osake	5,12	5,59	5,80	6,59	7,05
Osinko per osake	0,00	0,00	0,10	0,20	0,30
Voitonjako, %	0	0	29	24	45
Osinkotuotto, %	0,0	0,0	1,2	2,9	4,4

Tunnusluvut	2014	2015	2016	2017e	2018e
P/E	neg.	12,0	24,6	8,1	10,2
P/B	0,9	0,5	1,5	1,0	1,0
P/Liikevaihto	0,3	0,2	0,6	0,4	0,4
P/CF	6,3	2,5	6,1	4,7	4,7
EV/Liikevaihto	0,6	0,4	0,8	0,6	0,5
EV/EBITDA	54,5	5,0	14,4	4,7	5,2
EV/EBIT	neg.	11,7	46,1	6,7	8,0

Suurimmat omistajat	%-osakkeista
Solidium Oy	25,0 %
Kansaneläkelaitos	2,2 %
Keskinäinen työeläkevakuutusyhtiö Varma	2,1 %
Ilmarinen Keskinäinen eläkevakuutusyhtiö	2,0 %
Valtion eläkerahasto	1,2 %

Suositteluhistoria, viimeiset 12 kk

Suositteluhistoria, viimeiset 12 kuukautta

Päivämäärä	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
28.4.2016	Vähennä	3,60 €	3,78 €
27.7.2016	Vähennä	4,50 €	4,76 €
29.9.2016	Myy	5,00 €	6,01 €
4.11.2016	Myy	5,50 €	6,22 €
5.1.2017	Myy	7,50 €	8,42 €
7.2.2017	Lisää	10,50 €	9,36 €
28.4.2017	Lisää	10,00 €	8,74 €
16.5.2017	Osta	9,50 €	7,27 €
14.7.2017	Lisää	7,50 €	7,08 €
26.7.2017	Lisää	7,50 €	6,81 €

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 sijoituspäätöstensä 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 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 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/>