

Kustannusten nousu painaa tulosodotuksia

Outokumpu julkaisi eilen Q4-raporttinsa, mikä oli markkinaodotuksiin nähden reipas pettymys. Osingon yhtiö nosti 0,25 euroon, mutta se ei yksinomaan riittänyt kääntämään kokonaisuutta positiiviseksi raportin muuten pettäessä odotukset. Negatiivisia ennustemuutoksia heijastellen tarkistamme tavoitehintamme 7,0 euroon (aik. 8,5 euroa) ja laskemme suosituksemme vähennä-tasolle (aik. lisää).

Q4'17 tulos jäi selvästi odotuksista

Outokumpu teki viimeisellä Q4'17:llä 1465 MEUR:n liikevaihdolla 82 MEUR:n oikaistun käyttökatteen. Näin ollen yhtiö alitti sekä meidän että konsensukset odotukset suurella erolla. Ennusteamme Q4'17:lle oli 152 MEUR:n oikaistu käyttökatte ja vastaavasti konsensuksen ennuste Q4'17:n oli 135 MEUR. Divisioonatasolla pettymyksen aiheuttivat sekä Europe että Americas, kun taas Long Products oli pitkälti linjassa odotuksien kanssa. Europan pettymyksen taustalla oli etenkin volyymien lasku, sillä divisioonan ruostumattoman teräksen toimitukset laskivat 6 % vertailukaudesta. Tämä yhdessä kasvaneiden kustannusten kanssa heikensi divisioonan tulostulosta selvästi vertailukaudesta (oik. EBIT Q4'16 68 MEUR vs. Q4'17 53 MEUR). Americas sen sijaan onnistui kasvattamaan volyymejaan maltillisesti reilulla 2 %-lla, mutta tämän positiivisen vaikutuksen hautasi alleen heikompi myyntimix ja nousseet kustannukset. Alemmilla riveillä rahoituskulut olivat pitkälti odotuksiemme mukaiset, mutta yhtiö kirjasi Q4:lle 125 MEUR:n laskennallisen verotuoton, joka nosti osakekohtaisen tuloksen 0,31 euroon. Osingon yhtiö nosti 0,25 euroon (2016:0,10 euroa), mikä ylitti markkinoiden odotukset, mutta tämä oli laiha lohtu tulospettymyksen voima huomioiden.

Noussut kustannustaso heijastui etenkin Americasin ennusteisiin

Outokumpu ohjeisti tuttuun tapaan vain seuraavaa kvartaalia ja yhtiö odottaa Q1'18:n oikaistun käyttökatteen ylittävän Q4'17:n tason. Tämä oli täysin odotettua, sillä kausiluonteisesti Q1 on tyypillisesti Q4:sta parempi. Laskimme raportin jälkeen vuoden 2018 ennusteita selvästi ja käyttökatetasolla ennusteamme laski 8 %. Liikevaihto-ennusteamme pysyi pitkälti ennallaan, sillä vahvan globaalin talouden kehityksen pitäisi heijastua arviomme mukaan ruostumattoman teräksen kysyntään. Kysynnän osalta markkinat ovat nyt vahvat, mutta tulostulosta painaa liian korkea kustannustaso. Odotamme nyt vuodelta 2018 583 MEUR:n käyttökatetta (aik. 635 MEUR). Merkittävän osan laskusta selittää Americasin laskeneet ennusteet. Divisioonan ennustelaskun taustalla on etenkin tarkistukset kustannustasoon ja EUR/USD-valuuttapariin.

Arvostus ei ole riittävän houkutteleva ostojen perusteeksi

Ei-lisen rajun 15 %:n kurssilaskun jälkeen Outokummun arvostus ei mielestämme ole riittävän houkutteleva tulostulokymät huomioiden, kun sen vuoden 2018 ja 2019 P/E kertoimet ovat noin 13x ja 11x ja vastaavat EV/EBITDA-kertoimet ovat 6x ja 5x. Suhteellisesti Outokumpu arvostetaan keskeisillä tulospohjaisilla kertoimilla noin 5 %:n alennuksella suhteessa verrokkiryhmään. Vastaavasti tasepohjaisesti yhtiö arvostetaan 1,0x P/B-kertoimella, mikä on kohtuullinen taso ja rajaa mielestämme osakkeen suurinta laskuvaraa. Kokonaisuus ei mielestämme kuitenkaan houkuttele ostoihin, kun huomioidaan tuloksen heilunnan myötä keskimääräistä korkeampi riskitaso.

Analyytikko

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



Suositus

Vähennä



Edellinen: Lisää

Tavoitehintaa 7,00 EUR

Edellinen: 8,5



Lähde: Bloomberg

Ei-lisen päätös 6,90 EUR

12 kk vaihteluväli 6,46-10,45 EUR

Potentiaali 1,4 %

Ohjeistus

Outokumpu odottaa Q1'18:n oikaistun käyttökatteen nousevan edellisestä neljänneksestä (Q4'17: 82 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	%	MEUR	EUR	EUR	(x)	(x)	(x)	(x)	%
2016	5 690	103	1,8 %	-12	0,35	0,10	0,8	17,5	105,6	59,0	1,2 %
2017	6 363	445	7,0 %	328	0,94	0,25	0,7	6,8	10,3	8,7	3,2 %
2018e	6 522	365	5,6 %	261	0,55	0,30	0,5	5,8	9,3	12,5	4,3 %
2019e	6 519	405	6,2 %	313	0,65	0,35	0,5	5,2	8,0	10,7	5,1 %
2020e	6 482	452	7,0 %	360	0,72	0,37	0,5	4,7	6,9	9,6	5,4 %
Markkina-arvo, MEUR			2845	OPO / osake 2018e, EUR			7,00	CAGR EPS, 2017-2020, %			-9 %
Nettovelka 2018e, MEUR			562	P/B 2018e			1,0	CAGR kasvu, 2017-2020, %			1 %
Yritysarvo (EV), MEUR			3388	Nettovelkaisuusaste 2018e, %			19,5 %	ROE 2018e, %			8,1 %
Taseen koko 2018e, MEUR			6283	Omavaraisuusaste 2018e, %			46,0 %	ROCE 2018e, %			9,1 %

Q4-luvut olivat selkeä pettymys

Sekä Europe että Americas pettivät odotukset

Raportin suurimman pettymyksen aiheutti Europe-segmentti, joka jäi meidän ja markkinoiden odotuksista selkeästi. Segmentin toimitukset laskivat noin 6 % vertailukaudesta, mikä ei ollut odotuksissa hyvän markkinakysynnän vuoksi. SMR:n mukaan EMEA alueen ruostumattomien terästuotteiden kysyntä kasvoi vertailukaudesta 1 %:n verran, johon suhteutettuna segmentin toimituksien lasku on myös merkittävä. Yhtiön mukaan laskun taustalla oli yritykset siirtää nousseet kustannukset myyntihintoihin. Johdon mukaan kilpailijat eivät siirtäneet kustannuksia hintoihin vastaavissa määrin, minkä seurauksena yhtiö menetti hetkellisesti markkinaosuutta.

Odotettua heikomman volyyymikehityksen lisäksi segmentin kustannustaso nousi raaka-aineiden hintojen nousun myötä ja segmentin tulosta painoivat suunnitellut kunnossapitotyöt sekä Tornion että Krefeldin tehtailla. Menetetyn volyymin ja huoltotöiden tulosvaikutus oli kokonaisuutena noin 60 MEUR, mitä ilman segmentin tulos olisi ollut hyvällä tasolla. Näiden tekijöiden seurauksena segmentin liikevoitto jäi kuitenkin 52 MEUR:oon, mikä oli suhteessa vertailukauden 75 MEUR:oon selkeä pettymys.

Americas painui Q4'17:llä selkeästi tappiolle liikevoittotasolla (Q4'17 EBIT -12 MEUR), kun sekä meidän että konsensuksen ennuste odotti segmentin kääntyvän jo positiiviselle puolelle. Americasin volyymit kasvoivat vertailukaudesta reilu 2 %, ja näin ollen heikomman tuloskehityksen taustalla oli vertailukautta huonompi myyntimix yhdessä kustannusinflaation kanssa. Näin ollen koko vuoden osalta divisioona jäi liikevoittotasolla

edelleen tappiolliseksi (2017 EBIT -31 MEUR). Kehitys on kuitenkin edellisvuoteen nähden oikean suuntaista (2016 Americas EBIT -91 MEUR), mutta segmentti on vielä kaukana edes välttävstä tulostasosta.

Operatiivisen tuloksen heikkous painoi alemmilla riveillä koko kvartaalin tuloksen lähelle nollaa, mutta 125 MEUR:n laskennallisen verotuoton kirjaus aikaisempien vuosien tappioista nosti osakekohtaisen tuloksen 0,31 euroon. Yhtiöllä on edelleen pääasiassa Yhdysvalloissa lähes 2 miljardin euron verran verotappioita, joten Americasin kääntyessä voitolliseksi ei sen tarvitse useaan vuoteen maksaa normaalin yhteisöveron mukaisia veroja.

Tase on nyt selkeästi vahvemmallalla pohjalla

Outokummun nettovelka oli vuoden 2017 lopussa laskenut 1091 MEUR:oon ja yhtiön nettovelkaantumisaste on siten 40,1 %:ssa. Vastaavasti yhtiön omavaraisuusaste nousi 46,3 %:iin ja kokonaisuutena yhtiön tase on nyt melko hyvässä kunnossa. Odotamme yhtiön saavuttavan nettovelkaantuneisuuden tavoitetason (alle 35 %) jo kuluvan vuoden aikana.

Selkeästi viime vuotta paremmasta tulostasosta huolimatta Outokummun vapaa rahavirta jäi vain 265 MEUR:oon (2016: 308 MEUR), mikä oli pettymys. Heikon rahavirran taustalla oli 180 MEUR:n käyttöpääoman sitoutuminen. Yhtiön mukaan käyttöpääoman sitoutumisen taustalla on hintojen nousu ja varautuminen ensimmäisen kvartaalin korkeampiin toimituksiin varastoja kasvattamalla.

Ennustetaulukko	Q4'16	Q4'17	Q4'17e	Q4'17e	Konsensus	Erotus (%)	2017e
MEUR / EUR	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Tot. vs. Inderes
Liikevaihto	1506	1465	1597	1620	1433	1823	-8 %
Oikaistu käyttökate	98	82	152	135	92	174	-46 %
Oikaistu liikevoitto	38	30	96	77	24	121	-69 %
Tulos ennen veroja	44	1	67	53	1	102	-99 %
EPS	0,46	0,31	0,14	0,13	0,00	0,65	122 %
Osinko/osake	0,10	0,25	0,20	0,23	0,10	0,30	25 %
Liikevaihdon kasvu-%	4,9 %	-2,7 %	6,0 %	7,6 %	-5 %	21,0 %	-8,8 %-yks.
Liikevoitto-% (oikaistu)	2,5 %	2,0 %	6,0 %	4,8 %	1,7 %	6,6 %	-4 %-yks.
Lähde: Inderes & Vara research (konsensus)							

Ennusteissa painetta alaspäin

Laskimme etenkin Americasin vuoden 2018 ennusteita

Teimme Q4-raportin jälkeen ennustemuutoksia, joiden myötä vuoden 2018 käyttökate-ennustemme laski 8 % 583 MEUR:oon. Teimme myös poistotasoihin pieniä tarkistuksia ja näin ollen liikevoittoennustemme laski 365 MEUR:oon.

Ennustelaskun taustalla on suurelta osin Americasin laskeneet ennusteet. Odotamme divisioonan volyymikehityksen olevan edelleen suotuisaa vuonna 2018, mikä yhdessä hyvän kysynnän tukemien markkinahintojen kanssa nostaa tulostulosta. Kokonaisuutena tulosta kuitenkin painavat vastaavasti noussut kustannustaso ja heikentynyt dollari. Yhtiön mukaan alkuvuonna 2018 sen tulos tulee olemaan paineessa, sillä elektrografiittien, ferrosilikonin ja öljyn hinnannousu aiheuttavat kustannustason nousua. Odotamme Americasin liikevoiton vuonna 2018 nousevan 31 MEUR:oon vuoden 2017 -31 MEUR:sta.

Europeen osalta muutokset jäivät pieniksi

Europeen ennusteet pysyivät koko vuoden osalta pitkälti ennallaan. Outokummun mukaan sen volyymien pitäisi palautua

hyvälle tasolle kuluvana vuonna, sillä se on reagoinut Q4:llä nähtyyn markkinaosuuden menetykseen ja se on palautumassa normaalille tasolle. Odotamme nyt divisioonalta vuodelta 2018 354 MEUR:n liikevoittoa, missä on selvää laskua vuoden 2017 463 MEUR:oon. Laskua selittää isolta osin H1'17:lla erittäin korkealle noussut ferrokromin hinta, mikä oli seurausta tuotantohäiriöstä Etelä-Afrikassa. Q1'17:lla ferrokromin hinta nousi 1,65 \$/lb tasoon, kun taas Q1'18:lla hintataso asettui 1,19 \$/lb tasoon. Outokummun mukaan sen herkkyys 0,10 \$/lb hinnanmuutokselle on noin 15-20 MEUR kvartaalitasolla. Odotamme ferrokromin hinnan maltillisesti nousevan Q2'18:lle, mutta osa tästä positiivisesta vaikutuksesta hautautuu heikentyvän dollarin alle. Outokummun ulkoinen ferrokromiliikevaihdon kertyy dollareissa ja se kärsii vahvistuvasta eurosta. Emme myöskään odota ferrokromin hinnan nousevan lyhyellä tähtäimellä viime vuoden H1:llä nähdylle tasolle (Q1'17 1,65 \$/lb ja Q2'17 1,54 \$/lb) sillä ne olivat seurausta hetkellisestä markkinahäiriöstä. Näin ollen ferrokromiliiketoiminnan tulokontribuutio jää kuluvana vuonna selkeästi alle vuoden 2017 tason.

Ennustemuutokset	2017e	2017e	Muutos	2018e	2018e	Muutos	2019e	2019e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	6495	6363	-2 %	6510	6522	0 %	6548	6519	0 %
Käyttökate	731	661	-10 %	635	583	-8 %	638	622	-3 %
Oikaistu liikevoitto	481	414	-14 %	408	365	-11 %	411	405	-1 %
Liikevoitto	512	445	-13 %	408	365	-11 %	411	405	-1 %
Tulos ennen veroja	394	328	-17 %	303	261	-14 %	325	313	-4 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,71	0,89	25 %	0,63	0,55	-13 %	0,67	0,65	-4 %
Osakekohtainen osinko	0,20	0,25	25 %	0,30	0,30	0 %	0,35	0,35	0 %

Lähde: Inderes

Arvostus ei ole riittävän houkutteleva ostojen perusteeksi

Absoluuttiset kertoimet kokonaisuutena linjassa

Outokummun tulospohjaiset kertoimet vuosille 2018 ja 2019 ovat kokonaisuutena neutraalit, kun sen P/E-kertoimet ovat 13x ja 11x ja vastaavat EV/EBITDA-kertoimet ovat 6x ja 5x. Vaikka absoluuttisesti kertoimet eivät ole korkeat suhteessa Helsingin pörssin keskiarvoon, ovat ne mielestämme perustellut, kun huomioidaan yhtiön keskimääräistä korkeampi riskitaso ja suhdanneherkkyys.

Suhteellisesti Outokumpu arvostetaan noin 5 %:n tulospohjaisella alennuksella suhteessa verrokkiryhmään nähden. Mielestämme tämä ei ole kuitenkaan riittävän suuri ero

ollakseen houkutteleva eikä verrokkiryhmän absoluuttisissa kertoimissa myöskään ole mielestämme perusteltavissa olevaa nousuvaraa.

Kokonaisuutena pidämme Outokummun arvostusta tulostähtämyksiin suhteutettuna neutraalina ja jäämme odottamaan parempia ostopaikkoja. Outokummun heikon ennustettavuuden ja tuloksen suuren heilunnan vuoksi tulee tuotto-odotuksessa vaatia mielestämme keskimääräistä korkeampaa turvamarginaalia.

Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
		MEUR	MEUR	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e
Outokumpu	6,90	2873	3943	9,3	7,8	6,2	5,5	0,6	0,6	9,3	8,0	3,4	3,8	1,0
APERAM SA	47,90	3958	4054	10,0	8,9	7,2	6,6	0,9	0,8	14,0	12,6	4,1	5,4	1,6
ACERINOX SA	11,85	3355	4123	11,0	10,2	7,3	6,8	0,8	0,8	15,7	14,0	3,8	3,9	1,5
NIPPON STEEL & SUMITOMO I	2778,50	19579	37423			7,8	7,0	0,8	0,8	11,9	10,6	2,3	2,5	0,8
HYUNDAI STEEL CO	57000,00	5721	14584	12,1	11,0	6,0	5,6	0,9	0,8	8,7	8,0	1,4	1,5	0,4
AK STEEL HOLDING CORP	5,07	1394	3315	9,5	8,1	6,8	5,5	0,6	0,5	9,7	7,0			5,1
ALLEGHENY TECHNOLOGIES II	27,15	2421	3634	15,9	12,1	10,4	8,5	1,3	1,2	20,9	13,8	0,1	0,6	2,0
POSCO	380500,00	24951	38331	8,5	7,6	5,3	4,8	0,7	0,6	10,3	9,4	2,2	2,4	1,0
Outokumpu (Inderes)	6,90	2845	3388	9,3	8,0	5,8	5,2	0,5	0,5	12,5	10,7	4,3	5,1	1,0
Keskiarvo				10,9	9,4	7,1	6,3	0,8	0,8	12,6	10,4	2,5	2,9	1,7
Mediaani				10,0	8,9	7,0	6,1	0,8	0,8	11,1	10,0	2,3	2,5	1,2
Erotus-% vrt. mediaani				-7 %	-10 %	-17 %	-14 %	-37 %	-36 %	13 %	7 %	90 %	99 %	-21 %

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
Liikevaihto	5690	1757	1659	1482	1465	6363	1798	1626	1552	1546	6522	6519	6482
Europe	3924	1225	1147	1026	1057	4455	1238	1122	1090	1093	4543	4533	4521
Americas	1325	416	409	376	345	1546	420	394	364	370	1548	1583	1560
Long Products	487	173	160	109	149	591	154	146	118	108	526	515	521
Muut	571	141	121	125	120	507	140	125	160	130	555	560	560
Eliminoinnit	-617	-198	-178	-155	-206	-736	-155	-160	-180	-155	-650	-672	-680
Käyttökate	329	307	209	63	82	661	177	151	103	152	583	622	661
Poistot ja arvonalennukset	-226	-55	-54	-54	-53	-216	-55	-54	-54	-55	-218	-217	-210
Operatiivinen liikevoitto	45	238	145	2	30	414	122	97	49	97	365	405	452
Liikevoitto	103	252	155	9	30	445	122	97	49	97	365	405	452
Europe	191	218	140	52	52	463	104	94	67	89	354	364	387
Americas	-91	15	14	-47	-13	-31	19	11	-10	11	31	58	80
Long Products	-7	7	5	-4	2	10	6	3	-2	2	9	9	12
Muut	-48	-2	10	-24	-12	-28	-8	-10	-6	-5	-29	-26	-27
Oikaisut	58	15	-15	31	0	31	0	0	0	0	0	0	0
Nettorahoituskulut	-120	-32	-31	-32	-32	-126	-29	-26	-27	-24	-106	-94	-94
Tulos ennen veroja	-12	224	128	-24	1	328	93	72	23	73	261	313	360
Verot	156	-41	-19	-3	127	64	-12	-9	-3	-9	-34	-47	-64
Vähemmistöosuudet	0	-1	-1	-1	-1	-2	0	0	0	0	0	0	0
Nettotulos	144	182	108	-28	128	390	81	63	20	64	227	266	296
EPS (oper.)	0,14	0,42	0,24	-0,08	0,31	0,89	0,20	0,15	0,05	0,15	0,55	0,65	0,72
EPS (raportoitu)	0,07	0,44	0,26	-0,07	0,31	0,94	0,19	0,15	0,05	0,15	0,55	0,65	0,72

Tunnusluvut	2016	Q1'17	Q2'17	Q3'17	Q4'17	2017	Q1'18e	Q2'18e	Q3'18e	Q4'18e	2018e	2019e	2020e
Liikevaihdon kasvu-%	-10,9 %	26,7 %	20,3 %	4,4 %	-2,7 %	11,8 %	2,3 %	-2,0 %	4,7 %	5,5 %	2,5 %	0,0 %	-0,6 %
Operatiivisen liikevoiton kasvu-%	-145 %	-1292 %	-2992 %	-95 %	-22 %	821 %	-49 %	-33 %	2965 %	226 %	-12 %	11 %	12 %
Käyttökate-%	5,8 %	17,5 %	12,6 %	4,2 %	5,6 %	10,4 %	9,8 %	9,3 %	6,6 %	9,8 %	8,9 %	9,5 %	10,2 %
Operatiivinen liikevoitto-%	0,8 %	13,6 %	8,7 %	0,1 %	2,0 %	6,5 %	6,8 %	6,0 %	3,2 %	6,3 %	5,6 %	6,2 %	7,0 %
Nettotulos-%	2,5 %	10,4 %	6,5 %	-1,9 %	8,7 %	6,1 %	4,5 %	3,8 %	1,3 %	4,1 %	3,5 %	4,1 %	4,6 %

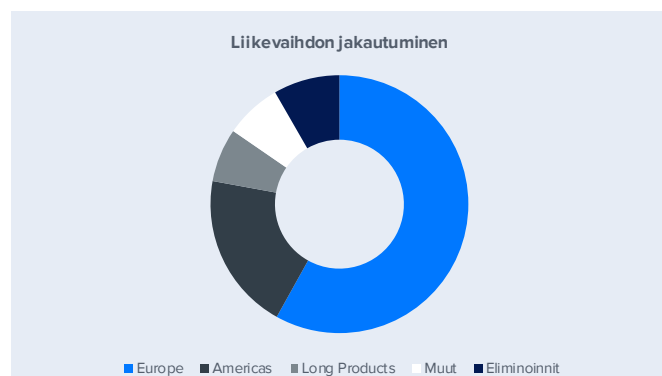
Lähde: Inderes



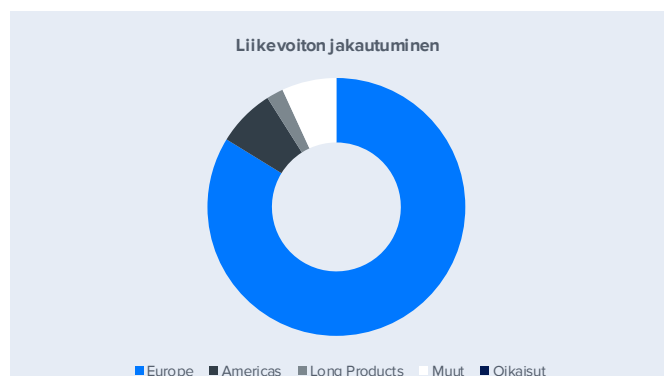
Lähde: Inderes



Lähde: Inderes



Lähde: Inderes

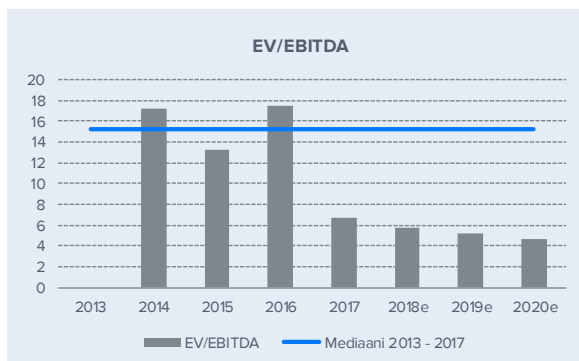
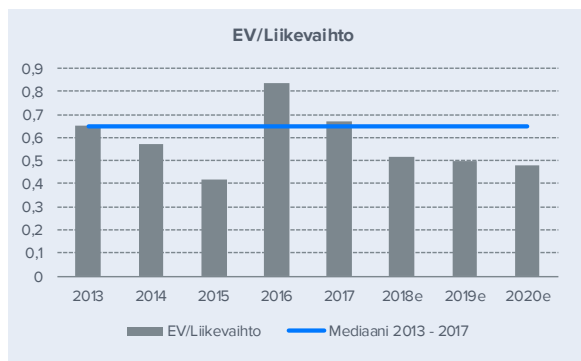
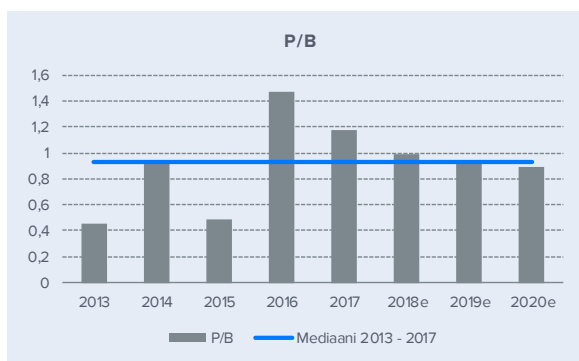
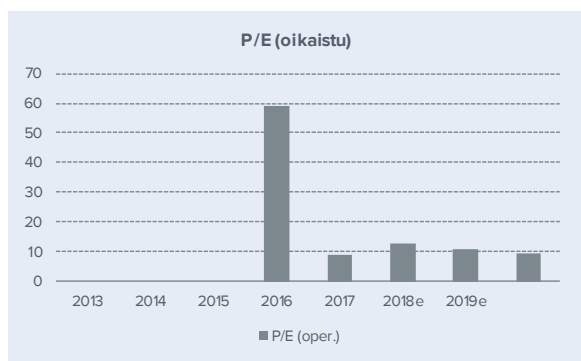


Lähde: Inderes

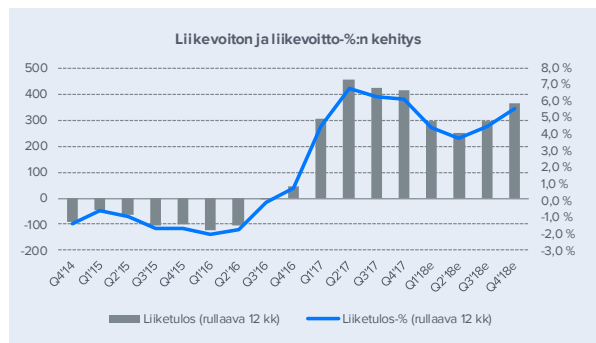
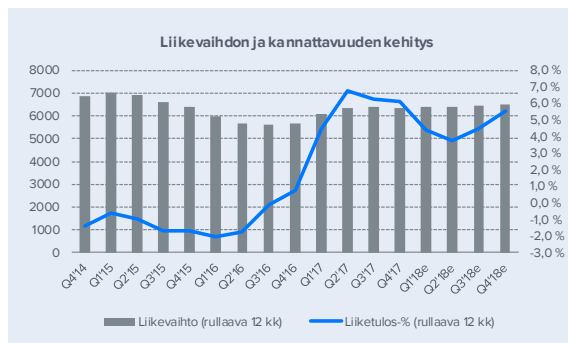
Arvostus

Arvostustaso	2013	2014	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Osakekurssi	0,41	4,77	2,73	8,51	7,74	6,90	6,90	6,90
Markkina-arvo	852	1986	1137	3541	3196	2845	2845	2845
Yritysarvo (EV)	4388	3927	2670	4752	4257	3388	3254	3105
P/E (oper.)	neg.	neg.	neg.	59,0	8,7	12,5	10,7	9,6
P/E	neg.	neg.	12,0	24,6	8,2	12,5	10,7	9,6
P/Kassavirta	-1,3	9,5	4,8	6,6	8,9	4,7	8,5	7,7
P/B	0,5	0,9	0,5	1,5	1,2	1,0	0,9	0,9
P/S	0,1	0,3	0,2	0,6	0,5	0,4	0,4	0,4
EV/Liikevaihto	0,7	0,6	0,4	0,8	0,7	0,5	0,5	0,5
EV/EBITDA	neg.	17,2	13,3	17,5	6,8	5,8	5,2	4,7
EV/EBIT	neg.	neg.	neg.	105,6	10,3	9,3	8,0	6,9
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0,0 %	0,0 %	28,9 %	26,5 %	54,5 %	54,2 %	51,6 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %	1,2 %	3,2 %	4,3 %	5,1 %	5,4 %

Lähde: Inderes



Tulostrendi (rullaava 12 kk)

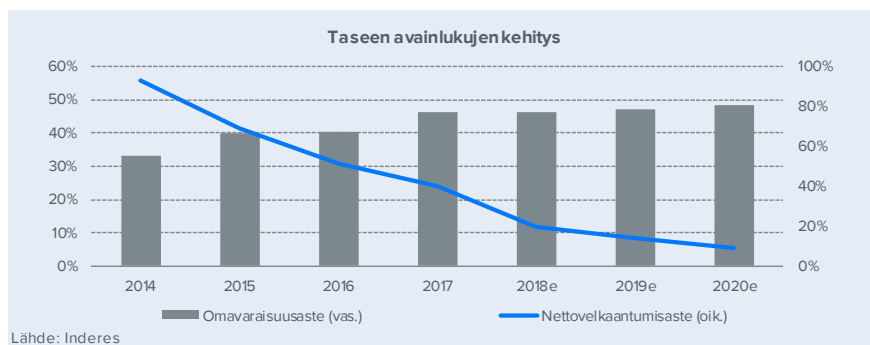


Tase ja kassavirtalaskelma

Tase

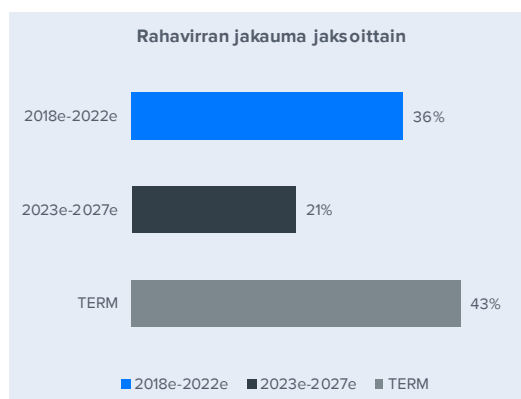
Vastaavaa (MEUR)	2015	2016	2017	2018e	2019e
Pysyvät vastaavat	3698	3750	3676	3577	3586
Liikearvo	130	130	130	130	130
Aineettomat oikeudet	368	374	405	406	407
Käyttöomaisuus	3005	2874	2633	2645	2653
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0	67	73	0	0
Muut sijoitukset	63	0	0	0	0
Muut pitkäaikaiset varat	116	101	140	101	101
Laskennalliset verosaamiset	16	204	295	295	295
Vaihtuvat vastaavat	2176	2240	2211	2585	2718
Varastot	1251	1232	1380	1415	1415
Muut lyhytaikaiset varat	53	117	60	60	60
Myyntisaamiset	686	687	659	678	678
Likvidit varat	186	204	112	432	566
Taseen loppusumma	5874	5990	5886	6162	6304

Vastattavaa (MEUR)	2015	2016	2017	2018e	2019e
Oma pääoma	2329	2416	2721	2888	3031
Osakepääoma	311	311	311	311	311
Kertyneet voittovarot	95	239	587	711	854
Omat osakkeet	0	0	0	0	0
Uudelleenarvostusrahasto	0	0	0	0	0
Muu oma pääoma	1923	1866	1823	1866	1866
Vähemmistöosuus	0	0	0	0	0
Pitkäaikaiset velat	1804	1524	1161	1636	1636
Laskennalliset verovelat	16	22	10	10	10
Varaukset	113	118	79	79	79
Lainat rahoituslaitoksilta	999	987	698	900	900
Vaihtovelkakirjalainat	250	0	0	250	250
Muut pitkäaikaiset velat	426	397	374	397	397
Lyhytaikaiset velat	1741	2050	2004	1638	1637
Lainat rahoituslaitoksilta	547	458	505	100	100
Lyhytaikaiset korottomat velat	1121	1471	1448	1487	1486
Muut lyhytaikaiset velat	73	121	51	51	51
Taseen loppusumma	5874	5990	5886	6162	6304



Kassavirtalaskelma (MEUR)	2017	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	TERM
Liikevoitto	445	365	405	452	427	409	417	390	396	401	405	
+ Kokonaispoistot	216	218	217	210	210	207	204	202	200	201	200	
- Maksetut verot	-39	-22	-47	-64	-68	-66	-67	-62	-63	-64	-65	
- verot rahoituskuluista	25	-14	-14	-17	-17	-16	-16	-16	-16	-16	-16	
+ verot rahoitusluotoista	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
- Käyttöpääoman muutos	-156	-16	0	3	-18	-12	-13	-13	-10	-10	-7	
Operatiivinen kassavirta	467	532	561	583	533	521	525	501	507	512	517	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	-62	23	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
- Bruttoinvestoinnit	-45	-192	-226	-215	-170	-178	-174	-183	-182	-191	-229	
Vapaa operatiivinen kassavirta	360	363	335	368	363	343	351	318	325	321	288	
+/- Muut	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
Vapaa kassavirta	360	363	335	368	363	343	351	318	325	321	288	3848
Diskontattu vapaa kassavirta	337	287	290	263	229	216	180	170	154	128	1703	
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta	3956	3619	3333	3043	2780	2551	2335	2155	1985	1831	1703	
Velaton arvo DCF	3956											
- Korolliset velat		-1203										
+ Rahavarat		112										
- Vähemmistöosuus		0										
- Osinko/pääomapalautus		0										
Oman pääoman arvo DCF		2884										
Oman pääoman arvo DCF per osake		6,99										

Pääoman kustannus (WACC)	
Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	35,0 %
Vieraan pääoman kustannus	6,0 %
Yrityksen Beta	1,60
Markkinoiden riski-premio	4,75 %
Likviditeettipremio	0,00 %
Riskitön korko	3,0 %
Oman pääoman kustannus	10,6 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	8,6 %



Tiivistelmä

Tuloslaskelma	2015	2016	2017	2018e	2019e
Liikevaihto	6384	5690	6363	6522	6519
EBITDA	530	329	661	583	622
EBITDA-marginaali (%)	8,3	5,8	10,4	8,9	9,5
EBIT	228	103	445	365	405
Voitto ennen veroja	127	-12	328	261	313
Nettovoitto	95	144	390	227	266
Kertaluontoiset erät	329	58	31	0	0

Tase	2015	2016	2017	2018e	2019e
Taseen loppusumma	5874	5990	5886	6283	6425
Oma pääoma	2329	2416	2721	2888	3031
Liikearvo	130	130	130	130	130
Korolliset velat	1546	1445	1203	1000	1000

Kassavirta	2015	2016	2017	2018e	2019e
EBITDA	530	329	661	583	622
Nettokäyttöpääoman muutos	73	352	-156	34	0
Operatiivinen kassavirta	455	581	467	736	561
Vapaa kassavirta	235	534	360	606	335

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	2015	2016	2017	2018e	2019e
EPS	0,23	0,35	0,94	0,55	0,65
EPS (oper.)	-0,53	0,14	0,89	0,55	0,65
Operat. kassavirta per osak	1,09	1,40	1,13	1,79	1,36
Tasearvo per osake	5,59	5,80	6,59	7,00	7,35
Osinko per osake	0,00	0,10	0,25	0,30	0,35
Voitonjako, %	0	29	26	54	54
Osinkotuotto, %	0,0	1,2	3,2	4,3	5,1

Tunnusluvut	2015	2016	2017	2018e	2019e
P/E	12,0	24,6	8,2	12,5	10,7
P/B	0,5	1,5	1,2	1,0	0,9
P/Liikevaihto	0,2	0,6	0,5	0,4	0,4
P/CF	2,5	6,1	6,8	3,9	5,1
EV/Liikevaihto	0,4	0,8	0,7	0,5	0,5
EV/EBITDA	5,0	14,4	6,4	5,8	5,2
EV/EBIT	11,7	46,1	9,6	9,3	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 %

Suosittelushistoria, viimeiset 12 kk

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 €
7.9.2017	Vähennä	8,50 €	8,72 €
27.10.2017	Vähennä	8,50 €	8,18 €
15.11.2017	Lisää	8,50 €	7,39 €
1.2.2018	Vähennä	7,00 €	6,90 €

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/>