

SSAB

Seurannan aloitus

02/2019

Vahvassa iskussa tiukentuvaan markkinaan

Aloitamme SSAB:n (B-sarjan) seurannan 34,0 kruunun tavoitehinnalla ja lisää-suosituksella. Näkemyksemme mukaan yhtiöllä on edellytykset ylläpitää hyvää tulostasoa lähivuosina, vaikka syklin suotuisin vaihe onkin arviomme mukaan ohitettu. Mielestämme yhtiön arvostuskertoimissa on nousuvaraa nykytasolta, mikä yhdessä osinkotuoton kanssa nostaa tuotto-odotuksen riittävälle tasolle.

Vahva markkina-asema kotimarkkinoilla Pohjoismaissa ja Yhdysvalloissa

SSAB:lla on vahva markkina-asema sen ydinmarkkinoilla Pohjoismaissa ja Yhdysvalloissa lähellä yhtiön päätuotantolaitoksia. Maailmanlaajuisesti yhtiö operoi kokonaismarkkinasta vain hyvin pientä osaa edustavassa erikoisteräksien markkinassa. SSAB:n tuotantolaitokset sijaitsevat Ruotsissa, Suomessa ja Yhdysvalloissa, mikä heijastelee vuonna 2007 tehtyä Yhdysvaltalaisen IPSCON liiketoimintojen ostoja ja vuonna 2014 tehtyä Rautaruukki-fuusiota. Lisäksi yhtiöön kuuluvat tytäryhtiöt Tibnor ja Ruukki Construction, jotka toimivat terästuotteiden jakelu liiketoiminnassa ja rakennusalalla.

Strategia nojaa vahvaan markkina-asemaan ja erikoislujien teräksien kasvuun

SSAB:n strategia nojaa markkinajohtajuuteen kotimarkkinoilla Pohjoismaissa ja Yhdysvalloissa, kun taas kasvua yhtiö hakee erikoislujien teräksien pieneltä niche-markkinalta ja premium-tuotteista. Pidämme strategisia valintoja oikeina, sillä standardituotteiden markkinoiden kasvunäkymä ei ole pitkällä tähtäimellä erityisen vahva, kun taas erikoislujien teräksien rakenteellista kasvua ajaa tuotteiden ominaisuuksiin (mm. lujuus ja kestävyys) liittyvät vahvuudet. Historiallisesti maailman teräksenkulutus on kasvanut pitkässä juoksussa noin BKT:n kasvuvauhtia, mutta etenkin 2010-luvulla länsimaissa kasvuvauhti on hidastunut selvästi talouden rakenteellista muutosta heijastellen. Lyhyellä tähtäimellä teräksen kulutuksen kasvu on kuitenkin heilunut voimakkaasti ja vivulla suhteessa talouskasvuun. Teräsyhtiöiden tuloksen syklistä luonnetta kasvattaa asiakasalojen eli rakentamisen ja investointivetoisen teollisuuden kysyntä sekä lopputuotteiden ja raaka-aineiden hintojen syklisyys.

Lähivuosien tulostaso säilyy vakaana

Odotamme yhtiön vuoden 2019 oikaistun käyttökäteen kasvavan hieman edellisvuodesta, vaikkakin toimituksiin odotamme kasvavan ainoastaan Special Steelsissä, kun taas Euroopassa ja Americasissa odotamme toimituksiin pientä laskua. Pientä tulosparannusta ajaa etenkin Americasin korkealla pysyvät ja suotuisan kysyntätilanteen tukemat hinnat. Ennusteissamme odotamme tuloksen kääntyvän kuitenkin laskuun vuonna 2020, mikä on seurausta laskevista volyymeista ja myyntihinnoista. Odotamme kysynnän laskun heijastuvan maltillisena hintojen ja volyymien laskuna Europeen ja Americasiin, kun taas Special Steelsin odotamme jatkavan suhteellisen vakaata kehitystä rakenteellisten ajureiden ajamana. Kokonaisuutena odotamme yhtiön oikaistun käyttökäteen laskevan 1,6 % (CAGR-%) vuosina 2019-2020. Keskeisenä riskinä ennusteillemme näemme talouskasvuun liittyvät riskit, sillä odotuksia voimakkaampi talouden kasvun hidastuminen heijastuisi todennäköisesti odotuksia suurempana volyymien ja hintojen laskuna.

Arvostus on maltillinen usealla mittarilla

SSAB:n vuosien 2018 ja 2019e P/E-kertoimet ovat 7x ja 8x, kun taas vastaavat liiketoiminnan kassavirtaa paremmin heijastelevat EV/EBITDA-kertoimet ovat 4,4x ja 4,5x. Lähivuosien osinkotuottojen ennustamme olevan noin 5 %:ssa. Suhteellisesti arvostus on alle maltillisesti hinnoitellun verrokkiryhmän arvostuskertoimien. SSAB:n tasepohjainen arvostus (P/B) on matala 0,5x ja siinä on mielestämme nousuvaraa, kunhan Americasin tulostaso ei heikkene merkittävästi. Pidämme arvostusta kokonaisuutena maltillisena ja odotamme arvostuskertoimien nousevan, kun yhtiö todistaa sen tuloksen pysyvän hyvällä tasolla. Arvostuskertoimien nousu yhdessä hyvän osinkotuoton kanssa nostaa tuotto-odotuksen riittävälle tasolle vuoden tähtäimellä.

Analytiikko



Petri Gostowski
+358 40 8215 982
petri.gostowski@inderes.fi

Suositus ja tavoitehinta

Lisää



Edellinen: -

34,0 SEK

Edellinen: -

Osakekurssi: 30,74 SEK

Potentiaali: 10,6 %

Avainluvut (MSEK)

	2018	2019e	2020e
Liikevaihto	74941	77210	72875
kasvu-%	13 %	3 %	-6 %
EBITDA oik.	8952	9343	8743
EBITDA-% oik.	11,9 %	12,1 %	12 %
Nettotulos	3549	3807	3473
EPS (oik.)	3,68	3,70	3,37

P/E (oik.)	6,8	8,3	9,1
P/B	0,5	0,5	0,5
Osinkotuotto-%	5,6 %	4,8 %	4,9 %
EV/EBITDA (oik.)	4,4	4,5	4,4
EV/EBIT (oik.)	7,8	8,1	8,1
EV/Liikevaihto	0,5	0,5	0,5

Lähde: Inderes

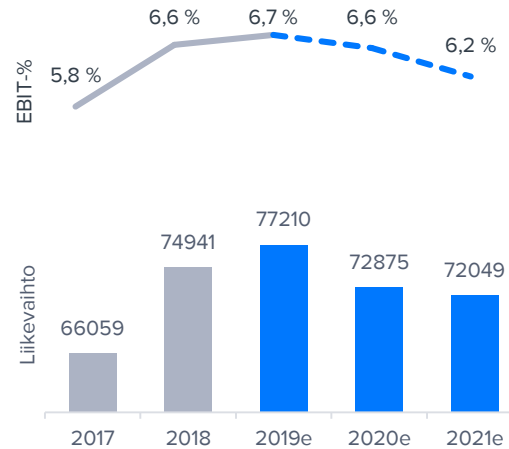
Lähde: Inderes

Kurssikehitys



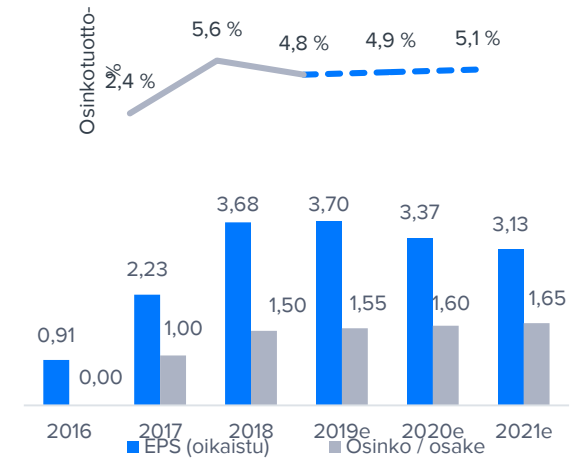
Lähde: Thomson Reuters

Liikevaihto ja liikevoitto



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinkotuotto



Lähde: Inderes



Arvoajurit

- Premium-tuotteiden osuuden kasvu
- Vahva markkina-asema ydinmarkkinoilla
- Vahva tase tuo puskuria heikompaa suhdannetta vastaan ja mahdollistaa täydentävät yritysostot
- Hyväksyttävän arvostustason nousu, jos yhtiö todistaa aiempaa vahvemman tuloskestävyyden heikommassa markkinatilanteessa

Riskitekijät

- Liiketoiminnan voimakas syklisyys
- Maailmanlaajuinen merkittävä ylikapasiteetti
- Suhdannetilanteeseen liittyvä korkea epävarmuus
- Heikossa markkinaympäristössä Americasin merkittävä liikearvo voidaan kyseenalaistaa

Arvostus

- Absoluuttiset arvostuskertoimet ovat matalat
- Suhteellinen arvostus indikoi maltillista nousuvaraa, myös verokkiryhmän arvostus on matala
- Laskuvaraa rajaa matala tasepohjainen arvostus ja hyvällä tasolla oleva osinkotuotto
- Tuotto-odotus on osingon ja arvostuskertoimien nousun summa

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus	5-7
Liiketoimintamalli	8-11
Sijoitusprofiili	12-14
Markkinat	15-19
Kilpailukenttä	20-22
Strategia ja taloudelliset tavoitteet	23-27
Taloudellinen tilanne ja kustannusrakenne	28-30
Historiallinen kehitys	31-32
Ennusteet	33-36
Arvonmääritys	37-39
Taulukot	40-44
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	45

Yhtiökuvaus 1/2

Liiketoiminnan ydin on Pohjoismaissa ja Pohjois-Amerikassa

Nykymuotoinen SSAB-konserni on muodostunut usean pohjoismaisen teräsyhtiön ja yhdysvaltalaisen IPSCO:n (2007) yhdistymisen kautta. Viimeisin merkittävä järjestely tapahtui vuonna 2014, kun SSAB ja suomalainen Rautaruukki fuusioituivat.

SSAB:n liiketoiminnan ydin rakentuu sen Pohjoismaissa ja Yhdysvalloissa sijaitsevien terästehtaiden ympärille. Yhtiöllä on näillä kotimarkkinoillaan vahva markkina-asema, minkä lisäksi SSAB operoi maailmanlaajuisesti erikoislujien teräksien markkinoilla kattavan palvelu- ja myynverkostonsa avulla.

SSAB:n Ruotsissa, Suomessa ja Yhdysvalloissa sijaitsevien tuotantolaitosten yhteenlaskettu vuosittainen raakateräksen tuotantokapasiteetti on noin 8,8 miljoonaa tonnia. Näin ollen yhtiö on pieni toimija maailmanlaajuisilla noin 1 800 miljoonan tonnin teräsmarkkinoilla. Yhtiön fokus onkin sen neljällä päätuotealueella, jotka muodostavat suhteellisen pienen osan maailman kokonaismarkkinoista. SSAB:n päätuotealueet ovat nauha, levy- ja putkituotteet (Pohjoismaat), kvarttolevyt (Yhdysvallat), erikoislujat teräkset eli AHSS (globaalisti) ja nuorrutusteräkset eli Q&T (globaalisti).

Teräksen valmistamisen ja palveluiden lisäksi SSAB on teräksen ja muiden metallien jakelija tytäryhtiönsä Tibnorin kautta, minkä lisäksi yhtiö tarjoaa myös teräspohjaisia rakennusratkaisuja niinikään tytäryhtiö Ruukki Constructionin kautta. Tibnorin ja Ruukki Constructionin päämarkkinat ovat Pohjoismaissa ja Baltiassa.

SSAB-konserni koostuu kolmesta teräsdivisioonasta: **SSAB Special Steels**, **SSAB Europe** ja **SSAB Americas**, sekä kahdesta tytäryhtiöstä, **Tibnorista** ja **Ruukki Constructionista**. Teräsdivisioonat rakentuvat yhtiön päämarkkina-alueiden ympärille, kun taas tytäryhtiöiden tarkoitus on tukea terästuotantoliiketoimintaa.

Erikoislujat teräkset on pieni maailmanlaajuinen markkina

SSAB Special Steels keskittyy erikoislujien terästen tuotantoon ja palveluihin, joita se myy maailmanlaajuisen verkostonsa kautta. Segmentin laajaan tuotevalikoimaan sisältyy useita nuorrutusteräs- ja erikoislujia terästuotteita (Q&T ja AHSS). Kestävyytensä ansiosta niitä käytetään esimerkiksi erikoislujana rakenneteräksenä, kulutusteräksenä, suojausteräksenä, ja työkaluteräksenä. Tuotteiden päätuotantolaitos on Ruotsin Oxelösundissa, missä on segmentin 1,5 miljoonan tonnin vuotuinen teräksentuotanto kapasiteetti.

Myös muilla SSAB:n tehtailla voidaan valmistaa joitain segmentin myymiä erikoistuotteita ja Alabamassa sijaitsevien kahden nuorrutuslinjan 300 000 tonnin vuotuinen kapasiteetti sisältyy SSAB Special Steelsin kapasiteettiin, huolimatta siitä, että se sijaitsee SSAB Americasin päämarkkinoilla.

Tuotteiden erityisistä ominaisuuksista johtuen lujien teräksien markkinat muodostavat vain pienen noin 2 %:n osan globaaleista teräsmarkkinoista. SSAB:n erikoisosaamiselle on kysyntää maailmanlaajuisesti tässä tuotekategoriassa ja yhtiö palvelee sektorin asiakkaita yli 130 maassa noin 80 varaston verkostolla. Segmentin osuus SSAB:n vuoden 2018 liikevaihdosta oli 23 % ja käyttökatteesta 21 %.

Pohjoismaat muodostavat ydinmarkkinan Euroopassa

SSAB Europe keskittyy Pohjoismaihin ja valikoituihin kasvualueisiin Euroopassa, kuten autoteollisuuteen suunnattuihin erikoislujiin teräksiin. SSAB Europe on johtava nauha-, kvarttolevy- ja putkituotteiden valmistaja pohjoismaissa ja sen päätuotantolaitokset sijaitsevat Ruotsissa (Borlänge ja Luulaja) ja Suomessa (Raahe ja Hämeenlinna).

Segmentin vuotuinen raakateräksen tuotantokapasiteetti 4,9 miljoonaa tonnia vastaa reilua puolta konsernin kapasiteetista ja se muodostuu Raahen (2,6 Mt) ja Luulajan (2,3 Mt) tehtaiden kapasiteetista. Lisäksi segmenttiin kuuluu valssaus- ja pinnoituslinjat Ruotsissa ja Suomessa sekä putki- ja profiilituotantoa useilla paikkakunnilla Suomessa. Asiakkaitaan segmentti palvelee lisäksi ydinmarkkinoiden ympärille rakentuneen teräspalvelukeskusverkoston kautta.

Segmentin laajaan palveluvalikoimaan kuuluu merkittävästi matalamman lujuustason (Mpa) standardituotteita, minkä takia sen fokus on tiukasti ydinmarkkinoissa Pohjoismaissa ja korkean markkina-aseman turvaamisessa, mikä on toimintojen tehokkuuden kannalta keskeistä.

Pääasiakassegmentteinä SSAB Europella on Rakentaminen ja Infrastruktuuri, autoteollisuus, teollisuussovellukset, raskas kuljetuskalusto, energia, rakennuskoneet, teräspalvelukeskukset sekä merenkulku ja offshore. Segmentin markkinaosuus sen päämarkkinoilla Pohjoismaissa on korkea noin 40-45 %. Noin puolet segmentin liikevaihdosta tulee Pohjoismaista ja yhdessä muun Euroopan (40 %) kanssa ne kattavat suurimman osan segmentin kokonaismarkkinoista. Vuonna 2018 SSAB Europan osuus koko konsernin liikevaihdosta oli 39 % ja käyttökatteesta 45 %.

Yhtiökuvaus 2/2

Atlantin toisella puolella pääpaino on Yhdysvalloissa

SSAB Americas keskittyy kvarttolevyjien ja -kelojen valmistamiseen ja myyntiin Pohjois-Amerikassa. Segmentin pääasialliset asiakassegmentit ovat energia, raskas kuljetuskalusto, rakentaminen ja infrastruktuuri, kaivosteollisuus sekä teräsjakelijat. SSAB Americasin lähes sataprosenttisesti kierrätysmetalliin pohjautuvat tuotantolaitokset ovat Yhdysvalloissa, jossa sillä on kaksi 1,2 miljoonan tonnin vuosittaisen tuotantokapasiteetin tuotantolaitosta lowassa sekä Alabamassa. Terästehtaiden lisäksi SSAB Americasilla on kaksi teräksen leikkauslinjaa Yhdysvalloissa ja yksi Kanadassa.

Myös SSAB Americasin tuotevalikoima on SSAB Europen tapaan pääasiallisesti standardimuotoista ja näin ollen tuotannon tehokkuushyödyt saavuttaakseen segmentin tavoite on säilyttää nykyinen vahva markkina-asema kvarttolevyjien suurimpana tuottajana Pohjois-Amerikassa. Noin 85 % segmentin myynnistä tulee Yhdysvalloista kun taas Kanadan (10 %) sekä Latinalaisen Amerikan (5 %) osuudet ovat suhteellisen pieniä. SSAB Americasin osuus konsernin vuoden 2018 liikevaihdosta oli 20 % ja käyttökatteesta 27 %.

Tibnor leventää SSAB:n asemaa arvoketjussa

Tibnor on Pohjoismaissa ja Baltiassa toimiva teräksen ja metallien jakelija. Jakelun lisäksi Tibnor tarjoaa myytävien tuotteiden esikäsittelypalveluita. Merkittävä osa terästoimituksista Pohjoismaisilla markkinoilla tapahtuu jakelijoiden kautta ja näin ollen SSAB pyrkii itse omistamansa jakeluliiketoiminnan kautta hallitsemaan koko toimitusketjua tuotannosta asiakastoimituksiin ja suoremmin varmistamaan tietyn volyymin tehtaille. SSAB palvelee sen teollisuusyritysasiakkaita suoraan Tibnorin kautta Pohjoismaissa ja Baltiassa. Tibnorin pääasiakasaloja ovat alihankinta, konepajateollisuus, autoteollisuus (ml. raskaat ajoneuvot) ja rakentaminen.

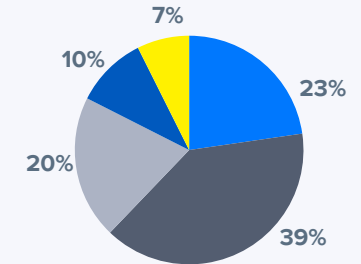
SSAB:n tuotteiden lisäksi Tibnor myy myös muiden toimittajien tuotteita. Muiden toimittajien noin 55 %:n osuus Tibnorin liikevaihdosta sisältää terästuotteiden (sis. erikois- ja standarditeräs) lisäksi mm. ruostumatonta terästä sekä alumiinia ja kuparia. Tibnor on vahvasti läsnä Pohjoismaissa ja etenkin Ruotsissa, josta tulee noin puolet sen myynnistä. Suomi ja Norja muodostavat kumpikin 20 % ja loput jakautuvat Tanskalle ja Baltialle. Tibnorin markkinaosuus Pohjoismaissa on noin viidennes. Vuonna 2018 Tibnor toi 10 % koko konsernin liikevaihdosta ja 3 % käyttökatteesta. SSAB osti marraskuussa Tanskalaisen Sanistål-jakelijan ja kaupan odotetaan toteutuvan Q2'19:n alussa. Tämä kasvattaa jakeluliiketoimintaa etenkin Tanskassa, jossa Sanistållilla on teräsjakelukeskus ja kolme muuta myyntitoimistoa. Sanistålin liikevaihto oli vuonna 2017 noin 1,8 miljardia Ruotsin kruunua.

Ruukki Construction tuo lisää kosketuspintaa rakentamisen markkinaan

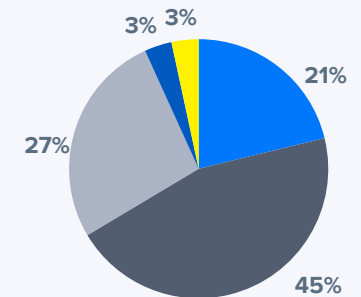
Ruukki Construction tarjoaa teräspohjaisia rakentamisen tuotteita ja palveluita Euroopassa. Sen tuotteisiin lukeutuvat teräspohjaiset katot, kuorirakenteet ja rakennusten rungot, kun taas palvelut kattavat mm. suunnittelun, konsultoinnin, asennuksen ja valmistuksen. Näin ollen yhtiön pääasialliset liiketoimintasegmentit ovat liike- ja toimitilarakentaminen, asuinrakentaminen ja teollinen rakentaminen sekä siltojen rakentaminen.

Ruukki Constructionilla on toimintaa 10 maassa ja tuotantoyksikköjä Suomessa ja useassa Baltian maassa. Yhtiön pääasiallinen teräksen toimittaja on SSAB Europe, mutta myös ulkopuolisilla toimittajilla on pieni rooli Keski- ja Itä-Euroopan toiminnossa. Noin 60 % yhtiön toiminnoista on Pohjoismaissa, 10 % Baltiassa, 20 % itäisessä Keski-Euroopassa ja 10 % IVY-maissa. Ruukki Constructionin osuus konsernin liikevaihdosta vuonna 2018 oli 7 % ja käyttökatteesta vastaavasti 3 %.

Liikevaihdon jakauma (2018)



Käyttökateen jakauma (2018)



SSAB lyhyesti

SSAB on pohjoismainen pitkälle erikoistunut ja maailmanlaajuisesti toimiva teräsyhti.

1878

Perustamisvuosi

1988

Listautuminen

74 941 MSEK (+ 13,4 % vs. 2017)

Liikevaihto 2018

8 952 MSEK (11,9 % lv:sta)

Oik. Käyttökate 2018

6,9 Mton

Terästoimitukset vuonna 2018

14 313

Henkilöstö 2018 lopussa

8,8 Mton

Raakateräksen tuotantokapasiteetti



- SSAB Special Steels päätuotantopaikka Oxelösundissa Ruotsissa
- SSAB Americas päätuotantopaikka Iowassa ja Alabamassa
- SSAB Europe päätuotantopaikkakunnat Ruotsin Luulajassa ja Boförngessä sekä Suomessa Raahessa ja Hämeenlinnassa

Liiketoimintamalli 1/2

Typillinen raskaan teollisuuden liiketoimintamalli

SSAB:n liiketoimintamalli on teollisuusyhtiölle melko tyypillinen ja mallin keskeiset prosessit ovat tutkimus ja tuotekehitys, hankintatoimi, tuotanto ja myynti sekä markkinointi. Jossain määrin poikkeavaa yhtiön liiketoimintamallissa on omistus teräs- ja metallituotteiden jakelijassa Tibnorissa ja rakennusyhtiö Ruukki Constructionissa, joiden omistus kuitenkin tukee teräsluokan liiketoimintaa ja ovat siten mielestämme looginen lisä osana kokonaisuutta.

Tuotantolaitokset Atlantin molemmin puolin

Yhtiön päämarkkinat rakentuvat vahvasti tuotantolaitosten ympärille, sillä standarditerästuotteita ei ole tyypillisesti kannattavaa kuljettaa pitkiä, sillä kuljetuskustannukset ovat korkeita suhteessa standardituotteiden yksikköhintoihin. Näin ollen yhtiölle onkin tärkeää saavuttaa standardituotteissa korkea markkinaosuus lähellä tuotantolaitoksia, joiden optimaalinen tehokas ja taloudellinen käyttö edellyttää korkeaa käyttöastetta.

Yhdysvalloissa sijaitsevat modernit vuosituotannon vaihteessa käyttöönotetut tuotantolaitokset tuottavat terästä lähes 100 %:sti kierrätysmetalleista valokaariuuneilla. Suomen ja Ruotsin vanhemmat tuotantolaitokset taas valmistavat terästä masuuneissa rautamalmista. Rautamalmin lisäksi tuotannon raaka-aineina käytetään merkittävästi hiiltä ja koksia.

Valokaariuunien ja masuunien tuotantoprosessit eroavat raaka-aineiden lisäksi siten, että kierrätysmateriaaliin pohjautuva tuotantomuoto on huomattavasti vähäpäästöisempää kuin rautamalmipohjainen tuotanto. SSAB:n Pohjoismaisesta terästuotannosta noin 20 % perustuu kierrätysteräkseen.

Globaali hankintaverkosto

SSAB:n ostot muodostuvat suurelta osin terästuotannon raaka-aineista, kuten kierrätysteräksestä ja rautamalmista, joiden hankkimiseksi yhtiöllä on globaali hankintaverkosto. Hankintojen hinta määritellään pääasiassa maailmanlaajuisilla markkinoilla ja siten hinnat määräytyvät kysynnän ja tarjonnan mukaan.

Globaalista verkostosta huolimatta, hankintoja pyritään tekemään teräksentuotantomaissa, mikä pohjautuu kustannustekijöihin. Tietyt raaka-aineiden, kuten kivihiilen, saatavuutta rajoittaa kuitenkin sen esiintymät, minkä takia yhtiö hankkii sitä pääasiassa Pohjoismaisen tuotannon näkökulmasta katsottuna kaukaa Australiasta, Yhdysvalloista ja Kanadasta. Kivihiilen ostot tehdään tyypillisesti vuosisopimuksiin pohjautuen, mutta kuitenkin kuukausitason hinnoitteluun pohjautuen.

Pohjoismaisen tuotannon raaka-aineena käytettävien rautamalmipellettien pääasiassa hankintamaat ovat Ruotsi (LKAB) ja Venäjä (Severstal). Hankintasopimukset ovat tyypillisesti vuosisopimuksia, joissa voi kuitenkin olla tietyt minimi- ja maksimivolyymit sovittuna. Näiden raaka-aineiden markkinahinnan muutoksien vaikutukset heijastuvat tyypillisesti 1-3 kuukauden viiveellä kustannuksiin.

Kierrätysterästä yhtiö hankkii pääasiassa Yhdysvalloista (tuotannon pääasiallinen raaka-aine Yhdysvalloissa), mutta myös jonkin verran Ruotsista ja Suomesta. Kierrätysteräksen markkina on hajautunut ja siten ostoja tehdään spot-hinnoilla useilta toimittajilta ilman hankintasopimuksia. Näin ollen kierrätysteräksen ostojen hinnan viive tuotantokustannuksiin on lyhyt, mutta hintojen melko korkea heilunta voi heijastua raaka-ainekustannuksiin tuntuvasti.

Konsernitason ostoista noin 30 % tehdään Ruotsissa, kun taas Yhdysvaltojen osuus ostoista on 30 %, mitä seuraa Suomi 15 %:n osuudella. Raaka-aineiden pääasiallinen ostovaluutta on kuitenkin dollari, minkä takia yhtiö altistuu valuuttariskeille. Tämä riski on konkreettinen etenkin Euroopassa ja Special Steelsissä, jossa myyntivaluuttoja ovat myös euro ja kruunu.

Tuotanto kuluttaa merkittävästi energiaa

Teräksen tuotanto on erittäin energia-intensiivistä, sillä tuotantoprosessissa syntyy merkittävästi lämpöä, minkä lisäksi tuotanto kuluttaa runsaasti sähköä. Näin ollen yhtiö on myös merkittävä sähkön ostaja sen teräksentuotantomaissa. Tuotantoprosessissa syntyvää energiaa eli lämpöä, kaasuja sekä höyryä voidaan osittain hyödyntää paikallisissa voimaloissa tuottamaan tuotannon edellyttämää sähköä. Noin 50 % Ruotsin ja Suomen terästuotannon edellyttämästä sähköstä saadaankin näistä terästuotantoprosessien aiheuttamasta ja talteen otetusta energiasta. Siltikin yhtiö on kuitenkin merkittävä sähkön ostaja markkinoilla.

Asiakkaat ovat loppukäyttäjää ja jakelijoita

Teräsmarkkinoille tyypilliseen tapaan SSAB:n asiakaskunta muodostuu sekä teräksen loppukäyttäjistä että jakelijoista. Jakeluyhtiö Tibnorin omistus luonnollisesti nostaa yhtiön jakelijoiden kautta tapahtuvan myynnin osuutta, mikä on strateginen valinta. SSAB:n tuotteet edustavat noin 50 % Tibnorin myynnistä, joka taas on vahva etenkin Ruotsissa, Suomessa ja Norjassa. Näiden kolmen maan myynti on noin 45 % Tibnorin myynnistä. Tibnor on yhtiölle kuitenkin jakelija siinä missä muutkin jakelijat ja siten myynti sen kautta tapahtuu markkinakatteilla.

Liiketoimintamalli 2/2

Yhtiön pitkän historian ja vahvan markkina-aseman myötä sillä on vahvat asiakassuhteet sen päämarkkinoilla Pohjoismaissa ja Yhdysvalloissa. Arviomme mukaan suoraan näiden loppukäyttäjien kanssa käyty kauppa on noin 50-60 % Eurooppaan kohdistuvasta myynnistä, kun taas markkinan tyypilliseen tapaan Yhdysvalloissa jakelijoiden osuus on hieman suurempi ja arviomme mukaan reilu 50 %. Käytännössä suorat toimitussopimukset edellyttävät suuria volyymeja ja näin ollen jakelijat ovat yhtiölle ennemmin hyvä jakelukanava kuin suora kilpailija.

Myös palveluilla on roolinsa liiketoimintamallissa

Palveluiden rooli korostuu SSAB:n liiketoimintamallissa ja ne ovat yhtiölle keino luoda asiakkaille arvoa ja kasvattaa etenkin erikoislajien tuotteiden myyntiä. Erikoisteräksissä yhtiö joutuu osittain itse luomaan markkinaa eli kasvattamaan asiakkaiden tietoisuutta tuotteiden ominaisuuksista ja käyttökohteista sekä myös tekemään yksilöityjä tuoteratkaisuja. Tämän onnistumisessa keskeistä on yhtiön palvelut. Lisäksi palveluiden avulla yhtiö pyrkii entistä lähemmäksi asiakkaiden liiketoimintaa, minkä tarkoitus on kasvattaa asiakaspitoa ja sitä kautta vähentää kysynnän vaihteluja.

Mielestämme palveluiden rooli liiketoimintamallissa on looginen ja perusteltu. Maailmanlaajuisen verkoston taloudellisesti kannattava ylläpitäminen kuitenkin edellyttää, että asiakaspito on hyvällä tasolla yli ajan ja kysyntä on riittävällä tasolla kaikilla alueilla.

Pääomaa sitoutuu merkittävästi tuotantoon

Terästuotanto on erittäin pääomaintensiivistä liiketoimintaa, sillä yhtiöt usein tuottavat itse lopputuotteiden edellyttämän raakateräksen (vs. puolivalmiiden tuotteiden osto). Pääomaintensiivisyyttä kuvaa SSAB:n vuoden 2018 lopun kiinteän

omaisuuden suhde (32 %) liikevaihtoon. Poistot luonnollisesti laskevat tasoa ajan yli, mutta teräksentuotannon poikkeuksellisen vaativat olosuhteet (esim. korkeat lämpötilat ja suuret liikuteltavat massat) edellyttävät myös merkittävässä määrin ylläpitoinvestointeja, mikä pitää tehtaisiin sitoutuneen pääomamassan suurena.

Tuotannon rasitus laitteistoon heijastuu myös tiheinä huoltoseisokkeina ja ajoittain myös odottamattomina laiterikkoina, jotka edellyttävät korjausinvestointeja. Alan toimijat ovat pyrkineet parantamaan laiterikkojen ennakoitua digitaalisten työkalujen avulla, mutta teknologian kehitymisestä huolimatta odottamattomat laiterikot ovat ainakin toistaiseksi osa toimialan dynamiikkaa.

Ylläpitoinvestointien tarve määrittelee vuositasoin investoinnit ja suurempia huoltoja tehdään muutaman vuoden välein. Siten korkea investointitaso on normaalia ja jatkuva terästuotannossa. Viimeisen kymmenen vuoden aikana (2008-2018) investoinnit ovat olleet vuositasolla keskimäärin 2,7 miljardia. Viime vuosina (2016-2018) taso on kuitenkin ollut selvästi keskimääräistä alhaisempi ja noin 1,5-2,3 miljardia, sillä vuosina ei ole tehty merkittäviä lisäkapasiteetti-investointeja tai tuotantolinjastojen pinnoitekorjauksia.

Käyttöpääoman sitoutumisessa korostuu varastot

Kiinteän omaisuuden lisäksi SSAB:n liiketoiminta sitoo merkittävässä määrin käyttöpääomaa. Viime vuosina (2015-2018) käyttöpääoma suhteessa liikevaihtoon on ollut noin 22 %:n tasolla ja oli myös korkea vuoden 2018 lopussa vaikkakin se laski hieman noin 20 %:iin. Toimialan tavanomaiseen tasoon nähden käyttöpääoman tasoa kasvattaa entisestään teräsjakelija-Tibnorin varastot. SSAB:n käyttöpääoman korkean tason pääasiallinen ajuri onkin varastot, sillä viime vuosina ostovelkojen suhde myyntisaataviin on

ollut nettona käyttöpääomaa alentava.

SSAB:n käyttöpääomaa tarkastellessa on tärkeää huomioda, että käyttöpääoman tasot voivat vaihdella merkittävästikin kvartaalien yli liiketoiminnan tietyn kausiluonteisuuden sekä jakelijoiden varastotasojen tuoman vaihtelun takia. Lisäksi markkinahintojen heilunta heijastuu käyttöpääomaan. Siten käyttöpääoman tason kehitystä on relevanttia seurata yli ajan eikä kvartaalitaso kehitykselle pidä antaa suurta painoarvoa.

Käyttöpääoman sitoutuminen yhdessä mittavien vuotuisten investointien kanssa laskee yhtiön vapaata rahavirtaa. Merkittävän kiinteän omaisuuden vuoksi liiketoimintamalli asettaa rajansa yhtiön potentiaaliselle pääoman tuottotasolle, sillä tuotanto edellyttää tukevaa tasetta ja liiketoiminnan kasvu heijastuu myös tyypillisesti taseen kokoluokkaan.

Toiminnot

Terästuotanto



T&K



Globaali myynti- ja hankintaorganisaatio



Hallinto



Liiketoimintaidea

SSAB on pitkälle erikoistunut maailmanlaajuisesti toimiva teräsyhtiö.

SSAB

Pääasiakassegmentit

Raskas kuljetuskalusto



Teollisuuden sovellukset



Autoteollisuus



Rakennuskalusto



Lastin käsittely



Energia



Rakentaminen



Palvelukeskukset



Päämarkkina-alueet

Pohjoismaat



Pohjois-Amerikka



Globaali markkina erikoislujissa teräksissä



Myyntikanavat



Suoramyynti



Jakelijat



Tytäryhtiöt

Kustannusrakenne

Oik. käyttökate 8 952 MSEK (2018)



SGA-kulut
(6,3 % kustannuksista)



Suoritteita vastaavat kulut
(87,2 %)



Liiketoiminnan muut tuotot ja kulut
(0,5 %)

Tulovirrat

Liikevaihto 74 941 MSEK (2018)



Terästuotteet



Palvelut

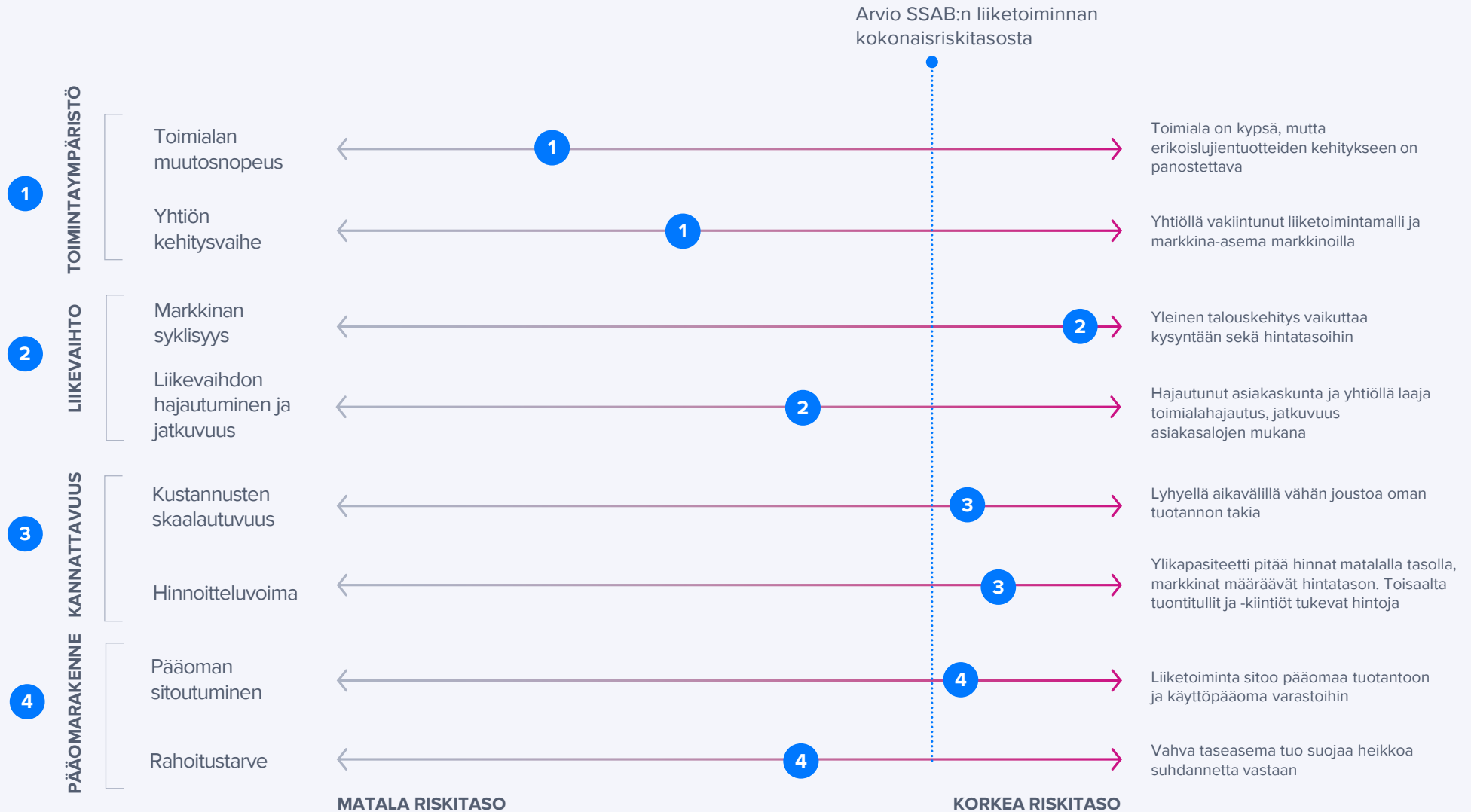


Rakentamisen tuotteet ja palvelut



Jakelu ja esikäsittelypalvelut

Liiketoimintamallin riskiprofiili



Sijoitusprofiili 1/2

SSAB:lle on vaikea luoda selkeää profiilia

SSAB:n markkinoiden luonne huomioiden yhtiölle on mielestämme vaikea luoda yksiselitteistä sijoitusprofiilia. Nykyisellä osakkeen matalalla arvotuksella yhtiö voidaan luokitella mielestämme kuitenkin arvoyhtiöksi, jonka realisoituminen tulee myyntijakauman painopisteen muutoksen kautta.

Pitkän aikavälin arvonluonnin kannalta erikoislajien tuotteiden osuuden kasvu on mielestämme keskeistä. Yhtiön kasvuyhtiöprofiilia heikentää toimialan syklinen luonne ja pitkällä aikavälillä noin BKT:n vauhtia kasvava kokonaismarkkina. SSAB:hen sijoittamista harkitsevan on syytä tiedostaa, että syklin vaihe ja kesto ovat tyypillisesti vaikuttaneet voimakkaasti sijoittajan keskipitkän aikavälin tuottoon.

Potentiaali

Näkemyksemme mukaan SSAB:n keskeisimmät positiiviset arvoajurit ovat:

Vahva markkina-asema yhtiön ydinmarkkinoilla tuo liiketoimintaan tarvittavaa volyymia yli syklin, mikä on edellytys kustannustehokkaalle liiketoiminnalle. Yhtiöllä on myös pitkät asiakassuhteet ydinmarkkinoillansa ja se omistaa jakeluyhtiö Tibnorin, mikä tuo jatkuvuutta liiketoimintaan ja tiettyä suojaa syklin heikkoa vaihetta vastaan.

Erikoisosaaminen lujissa teräksissä mahdollistaa SSAB:lle erottautumisen kilpailijoista korkeamman marginaalipotentialin premium-tuotteisiin. Premium-tuotteiden suhteellisen osuuden kasvu onkin yhtiön kannattavuusparannuksen pitkän aikavälin kehityksen kannalta keskeinen ajuri. Vahvaa ja kestävää kilpailuetua premium-tuotteidenkaan ympärille ei rakennu ja siten tämän ajurin pitkän tähtäimen kehityksen kannalta korostuu jatkuva tuotekehitys ja lisäpalvelut. Asiakaskohtaisen räätälöinnin myötä

yhtiöllä on jossain määrin asiakaspitoa vahvistava kilpailuetu.

Joustavuus ja vahva taseasema tuovat yhtiölle suojaa syklin heikompaa vaihetta vastaan, minkä takia arvioimme yhtiön olevan hyvässä kunnossa syklin keskipitkällä aikavälillä todennäköistä heikentymistä vastaan. Joustavuuden taustalla ovat henkilöstöön liittyvät tekijät kuten tuotantopohjainen palkkaus Yhdysvalloissa ja alihankinnan lisääminen. Lisäksi valokaariunipohjainen tuotanto Yhdysvalloissa on masuunipohjaista tuotantoa joustavampi käyttöasteen vaihteluille.

Tasettaan yhtiö on vahvistanut määrätietoisesti viime vuonna ja se takaa yhtiölle hyvät toimintaedellytykset markkinaympäristöstä huolimatta. Lisäksi yhtiö on arvioimme mukaan avoin pienille yritysjärjestelyille, mihin tase antaa mahdollisuudet. Liikkumavara taseessa on pitkässä juoksussa tärkeää, sillä markkinoilla voi avautua paikkoja houkutteleville järjestelyille, joilla on edellytykset luoda arvoa.

Hyväksyttävän arvostustason nousu edellyttää, että yhtiö todistaa tuotannon joustavuuden ja toisaalta Rautaruukki-fuusion skaalahyötyjen heijastuvan tuloskehitykseen myös heikommassa suhdanteessa. Arvioimme mukaan, mikäli yhtiö todistaa sen operatiivisen tuloksen pysyvän heikommassakin markkinassa selvästi positiivisena, voidaan yhtiötä hinnoitella nykyistä arvostustasoa korkeimmilla kertoimilla pitkällä aikavälillä.

Keskeiset riskit

Näkemyksemme mukaan sijoittajan kannalta SSAB:ssa keskeisimmät riskit ovat:

Toimialan syklinen luonne on mielestämme SSAB:n merkittävin riski, sillä kysyntä voi vaihdella melko lyhyelläkin tähtämellä voimakkaasti. Syklisyyden

vaikutusta voimistavat heikossa markkinassa kiristyvä hinnoittelu, mikä kuitenkin toimii jossain määrin toiseen suuntaan vahvassa markkinatilanteessa. Syklisyys on näkynyt historiallisesti yhtiön tuloksen voimakkaana heilahteluna. Syklisyys laskee mielestämme myös yhtiölle hyväksyttävää arvostuskertoimia selvästi.

Markkinariskeille yhtiö altistuu sekä raaka-aineiden hintojen että lopputuotteiden hintojen kautta. Riski kuitenkin toimii molempiin suuntiin, vaikkakin raaka-aineiden hintojen laskua edeltää usein lopputuotteiden kysynnän lasku. Äkilliset raaka-aineiden hintojen nousut eivät tyypillisesti siirry lopputuotteiden hintoihin vastaavalla nopeudella, mikä heikentää alan toimijoiden kannattavuutta. Myös alalle tyypillinen raaka-aineiden hintojen äkillinen heilunta on historiallisesti heijastunut kannattavuuksiin negatiivisesti. Markkinariskeihin lukeutuu myös valuuttojen heikentymisen/vahvistumisen riskit, mitkä voivat lyhyellä vaikuttaa tulokseen positiivisesti tai negatiivisesti.

Operatiiviset riskit ovat terästeollisuuden kaltaisessa raskaassa teollisuudessa muita teollisuuden aloja vieläkin tyypillisempiä. Laiterikot heijastuvat tulokseen negatiivisesti sekä kasvavina kustannuksina että menetettyinä volyymeina (ml. menetetty myynti ja tehokkuuden lasku). Tätä riskiä laskee vakiintuneet prosessit ja kehittynyt teknologia, joilla laiterikkoja voidaan ennakoita. Toistaiseksi ennakoimattomat laiterikot ovat kuitenkin osa liiketoiminnan riskejä. Laitteiston kulutus on myös ääriolosuhteiden takia tehtäillä korkealla tasolla, minkä takia niitä joudutaan huoltamaan. Tällä on vastaavanlaisia negatiivisia vaikutuksia tuotantoon ja tehokkuuteen. Tästä konkreettisena esimerkkinä toimii muun muassa vuoden 2018 operatiiviset haasteet Special Steelsissä.

Sijoitusprofiili 2/2

Maailmanlaajuinen ylikapasiteetti on markkinan pitkän aikavälin näkymien kannalta negatiivinen ajuri. Ylikapasiteetti käytännössä varmistaa sen, että tarjontaa tulee riittämään kaikissa markkinaolosuhteissa, mikä jarruttaa markkinahintojen kehitystä alueellisista hintaeroista huolimatta. Ympäristön kannalta haitallisimman kapasiteetin poistuminen voi parantaa tasapainoa pitkällä aikavälillä, mutta nykyisellään ympäristövaatimukset eivät ole riittävällä tasolla muun muassa Kiinassa, jossa suurin osa ylikapasiteetista sijaitsee. Kun huomioidaan Kiinan talouskasvun hidastuminen ja siirtyminen kuluttajavetoisuuteen, ei mittavan ylikapasiteetin poistumiselle ole näköpiirissä selviä tarvittavan muutoksen tuovia ajureita.

Tullien ja tuontikiintiöiden poistuminen johtaisi arviomme mukaan kasvavaan tuontipaineeseen Yhdysvalloissa ja Euroopassa. Tämän vaikutus olisi todennäköisesti etenkin Americasin toimintaympäristöön huomattava, sillä kilpailu volyymeistä kiristyisi, minkä lisäksi sillä olisi arviomme mukaan huomattava vaikutus markkinahintoihin. Vuosien 2015 ja 2016 pohjalta arviomme, että tullien poistuminen heikentäisi merkittävästi Americasin tulostasoa, mikä voisi asettaa myös segmentin liikearvon kyseenalaiseksi. Euroopan toimintojen osalta yhtiön volyymeihin vaikutus jäisi arviomme mukaan maltillisemmaksi vahvan markkina-aseman ja maantieteellisesti tuonnilta suojassa olevan markkinan takia. Hintoihin kasvava tuontipaine muualla Euroopassa kuitenkin arviomme mukaan heijastuisi ja siten kokonaisuutena kasvava tarjonta olisi myös Europelle selvästi negatiivista.

Sijoitusprofiili

1.

Vahva asema ydinmarkkinoilla

2.

Premium-tuotteiden suhteellisen osuuden kasvu

3.

Toimialan voimakas syklisyys

4.

Markkina- ja operatiiviset riskit

5.

Maailmanlaajuinen ylikapasiteetti

Potentiaali



- Markkinajohtajuus mahdollistaa tehokkuushyödyt
- Yhtiöllä on konkreettiset tavoitteet premium-tuotteiden suhteelliselle kasvulle
- Tuotannon joustavuus tuo liiketoimintaan vakautta pitkällä aikavälillä
- Vahva tase antaa liikkumavaraa täydentäviä yritysjärjestelyjä silmällä pitäen

Riskit



- Syklisyys heijastuu markkinoihin voimakkaasti
- Yhtiö altistuu useille markkinariskeille ja operatiiviset riskit ovat tunnusomaisia raskaassa teollisuudessa
- Kiinan kasvun ajamat yli-investoinnit ovat johtaneet merkittävään globaaliin ylikapasiteettiin

Markkinat 1/3

Aasia dominoi globaalia markkinaa Kiinan johdolla

Maailman terästuotanto oli World Steel Associationin (WSA) alustavan laskelman mukaan vuonna 2018 noin 1 800 miljoonaa tonnia raakaterästä. Teräsmarkkinaa dominoi hiiliterästuotanto, sillä SMR:n mukaan vuoden 2017 kokonaistuotannosta vain noin 2,4 % oli ruostumatonta terästä ja kokonaiskuvaan emme odota tulleen olennaista muutosta vuonna 2018.

Kokonaistuotannosta suurimman osan muodostaa aasialainen tuotanto ja etenkin Kiina. Yksistään Kiinan tuotanto (2018: 930 miljoonaa tonnia) on WSA:n mukaan noin 52 % maailmanlaajuisesta tuotannosta. Toiseksi ja kolmanneksi suurimpana tuottajana tulevat Japani ja Intia, mutta niiden molempien noin 105 miljoonan tonnin vuositason tuotanto on selvästi Kiinan suhteellista osuutta pienempi. Muun Aasian, Kiinan ja Japanin yhteenlaskettu osuus tuotannosta oli WSA:n tilastojen mukaan lähes 70 % vuonna 2017 ja osoittaa Aasian dominoivan vahvasti tuotantoa. EU- ja NAFTA-maiden osuudet 10 % ja noin 7 %, jäävät pieniksi osuuksiksi kokonaistuotannosta.

Kiina on suurin peluri myös valmiiden terästuotteiden kysyntäpuolella, sillä maan kysyntä vastasi noin 46 %:sta maailmanlaajuisesta noin 1 590 miljoonan tonnin valmiiden terästuotteiden kysynnästä vuonna 2017. Kun huomioidaan vielä Japanin ja muun Aasian osuus kulutuksesta, on Aasian reilun 66 %:n osuus dominoiva myös kysyntäpuolella. Aasiaa seuraa EU-maat noin 10 %:n osuudella ja NAFTA-maat noin 9 %:n osuudella kokonaiskysynnästä.

Kapasiteetti ylittää kysynnän selvästi

Globaali terästuotannon kapasiteetti oli OECD:n tilastojen mukaan noin 2 250 miljoonaa tonnia vuonna 2017. Tuotantokapasiteetti on kasvanut tilastojen mukaan vuosituhannen vaihteen noin 1 050 miljoonasta tonnista pääasiassa Kiinan ajamana, sillä

maan tuotantokapasiteetti on kasvanut noin 150 miljoonasta tonnista 1 050 miljoonaan tonniin vuosina 2000-2017. Kapasiteetin voimakas kasvu on heijastunut globaaliin käyttöasteeseen selvästi ja se on painunut OECD:n mukaan vuoden 2007 noin 85 %:n tasolta matalalle noin 75 %:iin vuonna 2017.

OECD:n mukaan globaali kapasiteetti saavutti huippunsa vuonna 2015 (2 334 miljoonaa tonnia) ja on sen jälkeen ollut maltillisessa laskussa. Samaan vuoteen osui myös globaalin käyttöasteen pohjakosketus, joka painui hienoisesti alle 70 %:n tason vuonna 2015.

Ylikapasiteetti on kuitenkin edelleen niin merkittävä, että se on heijastunut markkinahintoihin, jotka ovat selvästi alle finanssikriisiä edeltäneitä tasoja. Ylikapasiteetin seurauksena laskeneen markkinahinnan näkymää ei edesauta se, että OECD:n mukaan vuosina 2018-2020 kapasiteetin odotetaan kääntyvän jälleen maltilliseen nettokasvuun (ts. kapasiteettia avautuu enemmän suhteessa sulkemisiin) vuoden 2017 reilun prosentin nettosupistumisen jälkeen.

Markkinat ovat pääasiassa alueelliset

Kuljetuskustannuksien ja läpimenoaikojen (tilaus-toimitus) takia terästuotteiden markkinat ovat pääasiassa alueelliset. Käytännössä kauas suuntautuvien toimituksien esteenä on alueelliset rajat ylittävien kuljetuksien suhteellisen korkeaksi nouseva kustannus suhteessa toimituksen hintaan, sekä asiakkaiden edellyttämä täsmällisyys ja lyhyt kesto toimitusajoissa. Markkinoiden paikallisuus korostuu standardituotteissa, kun taas tietyissä pienemmissä segmenteissä, kuten erikoislujuissa tuotteissa, markkinat ovat selvästi laajemmat. Markkinan kapeissa erikoisosa-alueissa (erikoislujut teräkset) tarjonta on kuitenkin selvästi suppeampaa, sillä ne eivät piene-

kokonsa vuoksi ole suurille toimijoille houkuttelevia markkinoita.

Vaikka markkinat ovat volyymien osalta alueelliset määräytyvät hinnat pääasiallisesti maailman markkinoilla. Nimittäin alueellisia hintoja määrittelee myös globaalit hinnat, sillä eri alueellisten hintojen eron repeämistä liian suureksi seuraa kasvava tuontipaine. Tämä pitää alueitten hintojen erot maltillisena. Koska Aasia dominoi sekä globaalia kysyntää että tarjontaa on sen markkinahinnalla ja -tasapainolla (ts. kysynnän ja tarjonnan suhde) vaikutusta myös muiden markkinoiden hinnoitteluun. Siten Aasian merkittävä ylikapasiteetti heijastuu myös maailmanlaajuisiin hintatasoihin.

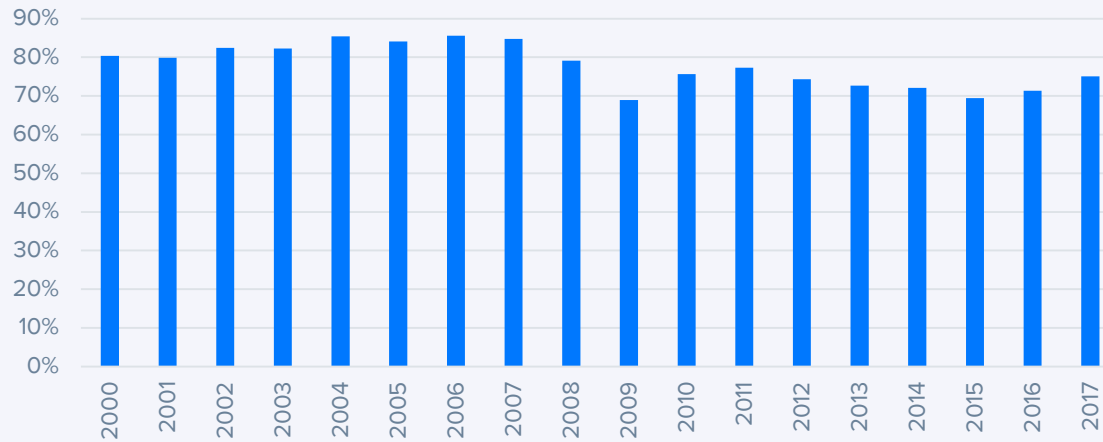
Euroopan markkinat

Euroopan raakateräsmarkkinoiden kokonaiskuva on globaalin markkinan kaltainen, vaikkakin taustatekijät eroavat maailmanlaajuisista markkinoista. Euroopan kapasiteetti on nimittäin laskenut maltillisesti 217 miljoonaan tonniin vuoden 2008 240 miljoonan tonnin huipputasolta. Euroopan tuotantoa dominoi Saksa, Italia ja Ranska, jotka vastaavat noin 50 %:sta tuotantoa.

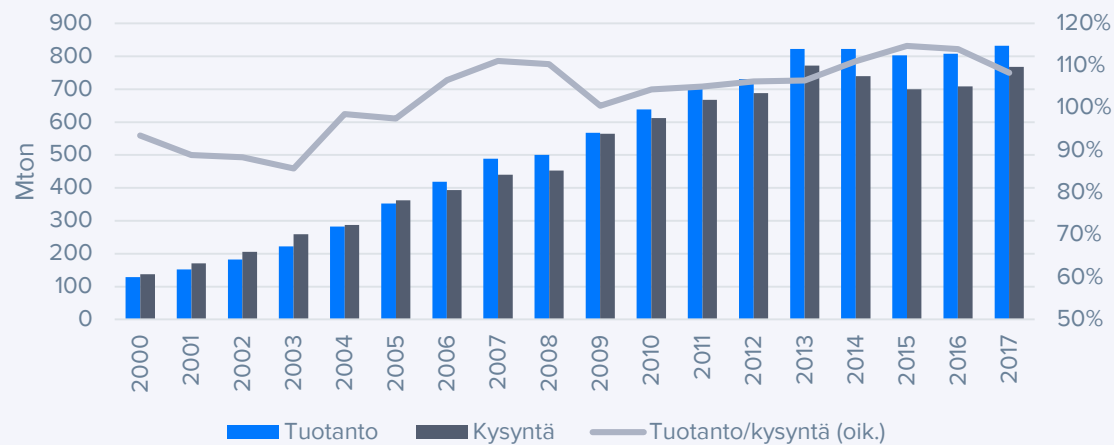
Haasteeksi Euroopan markkinoilla ei muodostukaan globaalin epätasapainon aiheuttanut kapasiteetin kasvu, vaan finanssikriisiä edeltäneelle ajanjaksolle osunut teräskysynnän huippu. Euroopassa teräksen kulutus on WSA:n mukaan laskenut valmiilla terästuotteilla mitattuna vuoden 2007 noin 200 miljoonasta tonnista 162 miljoonaan tonniin vuonna 2017. Käytännössä Euroopan tuottajien kapasiteetin käyttöasteen laskun taustalla on siis kysynnän lasku selvästi nettokapasiteetin vähentymistä enemmän. Paikallisestikin Euroopassa on siis ylikapasiteettia, mitä pahentaa Kiinan ajama globaalin ylikapasiteetin kasvu, joka heijastuu kasvaneena tuontina Eurooppaan.

Markkinat

Globaali tuotannon käyttöaste



Kiinan tuotanto ja kysyntä



Markkinat 2/3

Pohjoismaiset markkinat

SSAB Europan ydinmarkkinoilla Pohjoismaissa Euroferin ja OECD:n datan pohjalta arvioituna vuotuinen raakateräksen tuotantokapasiteetti on noin 10 miljoonaa tonnia. Tästä tuntuva (1,5 miljoonaa tonnia) osa on Outokummun ruostumattoman teräksen tuotantoa, mikä pienentää hiiliterästuotantokapasiteetin osuutta. Hiiliterästuotanto jakautuu edelleen litteisiin ja pitkiin tuotteisiin. Arvioimme litteiden tuotteiden suhteellisen osuuden olevan hieman pitkiä tuotteita korkeampi myös Pohjoismaissa. Näin ollen SSAB Europan ydinmarkkinoiden vuotuinen kokoluokka on noin 5 miljoonaa tonnia Pohjoismaissa. SSAB on ainoa paikallinen tuottaja näillä markkinoilla, minkä ansiosta yhtiöllä on vahva markkina-asema. Käytännössä yhtiö kilpailee tuontivolymien ja jakelijoiden kanssa Pohjoismaisilla markkinoilla, mutta volyymin osalta arvioimme markkinan olevan yhtiölle riittävä normaalin kysyntätilanteen olosuhteissa.

Hintavaikutukset kuitenkin ulottuvat lähialueilta myös Pohjoismaihin eikä markkinahinta voi olennaisesti erota Euroopan hintatasoista. Kuljetuskustannukset Keski-Euroopasta ovat arvioimme mukaan noin 60-80€/tonni tasolla, mikä antaa indikaatiota siitä, millä tasolla hintaero voisi korkeintaan olla ennen kuin se vaikuttaisi tuontivolymeihin.

Pohjois-Amerikan markkinat

OECD:n mukaan NAFTA-maiden raakateräksen tuotantokapasiteetti oli vuonna 2017 noin 160 miljoonaa tonnia ja alueen kapasiteetti on pysynyt vakaana läpi koko 2000-luvun. Myös kysyntäpuoli on säilynyt melko vakaana kun terästuotteiden kysyntä oli WSA:n mukaan noin 141 miljoonaa tonnia vuonna 2017, mikä vastaa vuoden 2007 tasoa. Tuontitavara on kuitenkin Pohjois-Amerikankin markkinoilla painanut

kapasiteetin käyttöastetta, joka on viime vuosina (2014-2018) ollut noin 75-80 % Trading Economicsin mukaan. Globaali ylikapasiteetti on heijastunut ennen nykyisiä tulleeja selvästi myös Pohjois-Amerikan markkinoille, jonka seurauksena käyttöasteet ovat olleet matalalla noin 75 %:n tasolla vuosina 2016 ja 2017.

Teräksen kysyntää ohjaa etenkin rakentaminen

Teräksen maailmanlaajuisen kysynnän pääasiallisia ajureita ovat rakentaminen ja infrastruktuuri, teollisuussovellukset, autoteollisuus ja metallituotteet. WSA:n mukaan yksistään rakentaminen ja infrastruktuuri kattoi noin puolet vuoden 2017 kulutuksesta ja yhdessä teollisuussovellusten (15 %), autoteollisuuden (12 %) ja metallituotteiden (11 %) kysynnän kanssa se kattoi noin 90 % kokonaiskysynnästä. Näin ollen teräksen kokonaismarkkinan kysynnän muutokset heijastelevat vahvasti näiden alojen kehitystä.

Litteiden tuotteiden kysynnässä rakentamisella on pienempi rooli

Litteiden ja pitkien hiiliterästuotteiden kysynnän ajurit eroavat kuitenkin jonkun verran, sillä pitkiä tuotteita käytetään etenkin rakennusallalla, kun taas litteiden tuotteiden suurin kysyntä tulee mm. autoteollisuudesta, energia-alalta ja erilaisista teollisuuden sovelluksista ja koneista. Jaottelua voidaan tehdä myös karkeasti kehittyneiden ja kehittyvien talouksien suhteen, sillä kehittyvissä talouksissa uudisrakentaminen on kehittyneitä talouksia selvästi voimakkaampaa.

SSAB:n tuotteet ovat pääasiassa litteitä tuotteita ja sen ydinmarkkinat kehittyneissä talouksissa. Siten sen kysynnän pääasialliset ajurit ovat etenkin autoteollisuus, raskas kuljetuskalusto, teollisuussovellukset ja energia. Autoteollisuus ja raskaskalusto korostuu vielä yhtiön erikoislujujen

teräksien vahvan markkina-aseman myötä. Jakeluyhtiö-Tibnorin asiakasalat ovat hyvin samankaltaiset, kun taas rakentamisen markkinakehitykselle SSAB altistuu etenkin Ruukki Constructionin kautta.

Pitkän aikavälin kasvu noin BKT:n kasvun tasolla

2000-luvulla teräksen kysyntä on kasvanut globaalisti noin 4,3 % WSA:n tilastojen mukaan. Tämä on hyvin linjassa maailman BKT:n kasvun kanssa, joka on IMF:n mukaan ollut vastaavalla ajanjaksolla 3,9 %:n keskimäärin vuositasolla. Teräksen kysynnän kasvu on kuitenkin ollut yleisen talouden kehityskuvaa heijastellen selvästi hitaampaa 2010-luvulla, kun kasvu on hidastunut noin 2,8 %:n vuositasolle. Olennaista SSAB:n kannalta lisäksi on, että teräksen kysynnän kasvu on ollut kehittyneillä talousalueilla EU-alueella ja Yhdysvalloissa tätäkin hitaampaa ja vain 2,5 %:n ja 1,3 %:n tasolla vuosina 2010-2017. Tämä heijastelee maailman BKT:n kehitystä, jossa kuskin paikalla on Kiina kun taas kehittyneiden talouksien ja etenkin Euroopan talouskasvu on selvästi hitaampaa. Teräksen hitaampaan kysyntään länsimaissa vaikuttaa arviomme mukaan lisäksi vaihtoehtoisten materiaalien olemassaolo (laatu ja kustannukset huomioiden), mikä on selvästi kehittyviä talouksia runsaampaa. Esimerkiksi rakentamisessa puumateriaalit ovat jossain määrin korvanneet terästä ja lujuusominaisuuksiltaan vahva komposiitti on ottanut aiempaa suurempaa osuutta teräksen tyypillisistä käyttökohteista.

Historiatietojen valossa mielestämme maailmanlaajuisen kysynnän on perusteltua olettaa kasvavan myös jatkossa noin maailman BKT:n tahtia, mutta talouskasvukuvaa heijastellen kasvu on hitaampaa kehittyneissä talouksissa ja SSAB:n ydinmarkkinoilla. Näillä alueilla arvioimme pitkän aikavälin kokonaiskysynnän kasvuvauhdin olevan noin 1-2 %:n tasolla.

Markkinat

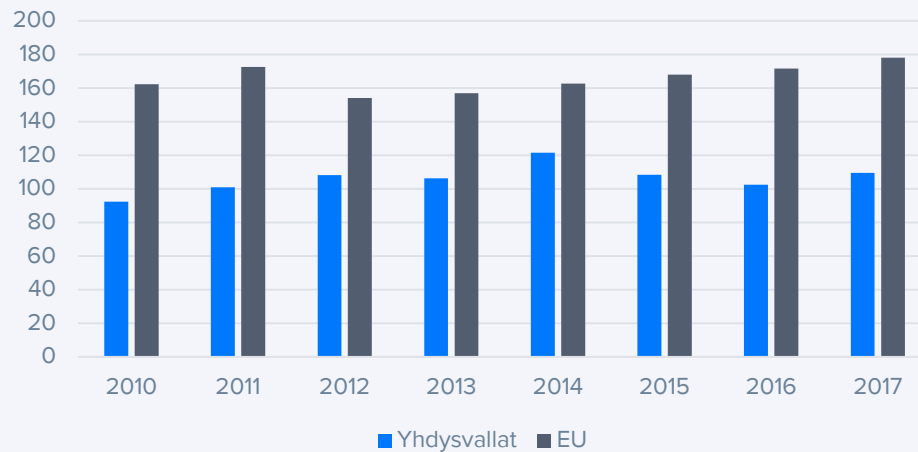
Globaali kysyntä (Mton)



↑ 2000-luku kasvu 4,3 %

↗ 2010-luku kasvu 2,8 %

Yhdysvaltojen ja EU maiden kysynnän kasvu (Mton)



Kasvu 2010-luvulla

 2,5 %

 1,3 %

Markkinat 3/3

Lyhyen tähtäimen kysyntä heiluu voimakkaasti

Huomioitavaa on, että lyhyellä tähtämellä teräksen kysyntä heiluu pitkän aikavälin kehitystä huomattavasti voimakkaammin. Taluskehityksen kysyntävaihtelujen aiheuttamaa heiluntaa voimistaa varastotasojen vaihtelut, joita jakelijat pyrkivät optimoimaan ennakoidessaan kysyntää sekä hintojen liikkeitä mukaan. Tämä lyhyen tähtäimen kysynnän vaihtelu vaikuttaa luonnollisesti myös SSAB:n toimituksiin, joiden vaihtelu voi erota selvästikin pitkän aikavälin kysynnän kasvusta.

SSAB:n asiakasalojen kasvu määrää kysynnän kasvun

SSAB:n lopputuotteiden kysynnän pääasiallinen ajuri on kuitenkin sen asiakasalojen kehitys, vaikkakin teräksen kokonaismarkkina muodostaa sille pitkässä juoksussa raamit. Yhtiö palvelee lukuisia toimialoja, joiden kysyntä ei aina kulje käsikädessä, sillä esimerkiksi rakentamisen markkinan kehitystä ajaa lyhyellä ja keskipitkällä tähtämellä eri tekijät kuin energiamarkkinan kysyntää. Tämä jossain määrin tasaa suhdannevaihteluiden vaikutusta. Lisäksi huomioitavaa on, että kvartaalitasolla kysyntään vaikuttaa kausiluonteisuus, jonka vuoksi vuoden ensimmäiset kvartaalit ovat tyypillisesti toista vuosipuoliskoa vahvempia.

Asiakasalojen kysyntä on tyypillisesti kehittynyt vivulla suhteessa BKT:n kehitykseen, sillä etenkin rakentamisen ja investointivetoisten materiaalin käsittelylaitteiden, rakennuskoneiden ja työkalu- ja suojausteräksien kysynnän muutokset ovat talouden käännteitä voimakkaampia. Nyökkisääntönä voidaankin sanoa, että isossa kuvassa yhtiön asiakasalojen kysyntä kehittyi noin 1,5x-2x kertoimella suhteessa yleisen talouden kehitykseen. Lisäksi huomioitavaa on, että alueelliset erot eri markkinoilla vaikuttavat kokonaiskysyntään.

Terästullit ja -kiintiöt heijastuvat markkinaaan

Teräsmarkkinoiden kehitykseen vaikuttaa tällä hetkellä myös merkittävästi Yhdysvaltojen ja Euroopan komission asettamat tuontitullit ja kiintiöt. Tullien ja kiintiöiden taustalla on halvemman kustannustason maiden tuonnin aiheuttamat markkinahäiriöt. Tuonnin trendinomainen kasvu on ollut merkittävässä roolissa 2010-luvulla Yhdysvalloissa ja se on painanut paikallisten toimijoiden kannattavuutta. Kehitys on ollut vastaavanlaista myös Euroopassa, joskin tuonnin osuus kokonaismarkkinasta on historiallisesti ollut selvästi Yhdysvaltojen tasoa matalampi.

Tullien ja kiintiöiden perusteena on estää polkuhinnoittelun aiheuttamat kilpailuhaitat ja markkinahäiriöt. Tyypillisten matalampien kustannusten (esim. työvoiman kustannus) kautta muodostuva tuotantokustannusetu ei ole ollut syy asettaa tulleja ja kiintiöitä vaan isossa roolissa on tuotannon tukeminen ja ympäristölliset asiat. Esimerkiksi Aasiassa tuottajia on tuettu mm. halvalla valtiollisella rahoituksella, veroeduilla sekä energiakustannustuilla. Lisäksi merkittävää kustannusetua on tuonut se, että Aasiassa, Venäjällä ja Intiassa tuottajien ympäristöasioiden huomioiminen on selvästi länsimaita vähäisempää. Näin ollen näiden alueiden toimijoilla on kustannusetu suhteessa länsimaisiin toimijoihin, joille koituu päästöjen aiheuttamisesta ja rajoittamisesta kuluja.

Etenkin tuontitulleja on asetettu viime vuosien aikana useita ja niitä on yhä merkittävästi voimassa. Viimeisimpiä ovat Yhdysvalloissa vuonna 2018 asetetut 25 %:n tullimaksut, joiden vaikutus tuontivolyymeihin on ollut merkittävä. Yhdysvallat asetti tullimaksut kaikille maille muutamaa poikkeusta lukuun ottamatta. Tuontitulleilla on ollut tuontivolyymeja laskeva vaikutus, joten kysynnän ollessa edelleen noin edellisvuoden tasolla, on tuonnin suhteellinen osuus kokonaiskysynnästä ollut

laskukäyrällä vuonna 2018. Tuonnin osuus on kuitenkin edelleen Yhdysvaltojen kauppaministeriön tietojen mukaan Q2'18:lla ollut 30 % kokonaiskysynnästä ja siten selvästi yli pitkän aikavälin keskiarvon. Yhdysvaltojen suurimmat nettotuotajat Kanada ja Meksiko olivat alun perin tullien ulkopuolella, mutta tämä päättyi kesällä 2018. Tämä on arviomme mukaan laskenut tuonnin osuutta selvästi, mitä on seurannut hintojen nousu, joka on myös hyödyttänyt SSAB Americasia.

Euroopassa viimeisimmät viranomaisrajoitteet ovat komission asettamat tuontikiintiöt, jotka rajoittavat eri maiden tuontivolyymeja. Kiintiöt perustuvat vuosien 2015-2017 volyymeihin ja kiintiöiden ylittävältä osuudelta peritään 25 %:n tullimaksu. Kiintiöt olivat komission reaktio Yhdysvaltojen tulleille, joiden jälkeen osa maahan kohdistuneesta tuonnista ohjautui Eurooppaan. Nykyiset kiintiöt ovat voimassa vuoteen 2021 asti.

Myös Euroopassa tuonnin suhteellinen osuus on ollut trendinomaisella nousukäyrällä 2010-luvulla, vaikkakin absoluuttisen määrän nousu ei ole ollut voimakasta on markkinan hitaan kasvun vuoksi sen suhteellinen osuus noussut selvästi. Vuonna 2017 tuonnin osuus oli reilu 19 % litteiden tuotteiden kokonaiskysynnästä, kun vuonna 2010 se oli reilu 13 % Euroferin mukaan. Vuoden 2018 tarkkaa tietoa ei vielä tässä vaiheessa ole, mutta Euroferin mukaan litteiden tuotteiden tuonti on noussut vuonna 2018 reilu 6 % edellisvuodesta.

Huomioitavaa on, että SSAB on Pohjoismaiden alueellisten markkinoiden osalta jossain määrin suojaan tuontivolyymeilta, minkä takia kasvava tuonti ei suoraan heijastu sen toimituksiin. Tuontipaineen vaikutus kuitenkin heijastuu markkinahintoihin, mikä taas vaikuttaa myös SSAB:hen.

Kilpailukenttä

Kilpailu on pääasiassa alueellista

Toimialan ominaispiirteistä johtuen SSAB:n kohtaama kilpailu vaihtelee markkinan eri maantieteellisillä alueilla ja eri tuotesegmenteissä. Yhtiön kilpailukenttä voidaan jakaa divisioonien ydinmarkkinoiden mukaisesti, minkä lisäksi yhdistää kilpailu tuontitavaraa vastaan. Yksinkertaistaen voidaan sanoa, että kilpailu on ankarinta standardituotteissa ja helpottaa siirryttäessä korkeamman jalostusarvon tuotteisiin (ts. erikoistuotteisiin).

Kokonaisuutena kilpailu on kuitenkin terästuotantomarkkinan kaikilla osa-alueilla ankaraa, mikä johtuu vähäisistä vahvoista ja pysyvistä kilpailueduista ja globaalista ylikapasiteetista. Kilpailuetuna länsimaisilla tuottajilla tuontitavaraa vastaan on pitkät asiakassuhteet, erikoistuotteet, räätälöinti ja luotettavuus (mm. laatu ja toimitusvarmuus), kun taas aasialaisten kilpailuetu on etenkin matalamman kustannustason mahdollistama hintakilpailu.

Kilpailijakentässä skaalan hajonta on suuri

SSAB:n kilpailijakenttään lukeutuu sekä pieniä paikallisia toimijoita, mutta myös suuria globaalisti operoivia toimijoita, joilla on tuotantoa usealla mantereella. Siinä missä suurimmat pelurit pyrkivät mittakaavaetuihin on pienempien strategiana keskittyminen tyypillisesti markkinan pienempiin alueisiin ja siellä markkinaosuuden maksimointiin.

SSAB Americasin pääasialliset kilpailijat ovat yhdysvaltalaiset ja selvästi suuremmat ArcelorMittal ja Nucor. ArcelorMittal on maailman suurin raakateräksentuottaja sen 113 miljoonan tonnin vuotuisella tuotantokapasiteetilla, mutta myös Nucorin 27 miljoonan tonnin tuotantokapasiteetti riittää nostamaan sen kärkikymmenikköön

maailmanlaajuisesti. Suuren kokoluokkansa ansiosta kilpailijat ovat läsnä useilla tuotealueilla ja näin ollen ne ovat läsnä myös SSAB Americasin pääasiallisella markkinalla levytuotteissa. Suurten toimijoiden lisäksi segmentti kilpailee tuontituotteita vastaan.

Pohjoismaissa SSAB on vahvoilla

SSAB Europen suorat kilpailijat ovat suhteellisen hajautunut joukko ja usean toimijan pääasialliset markkinat ovat Euroopassa. Pohjoismaissa SSAB on ainoa suuren mittakaavan tuottaja.

Kilpailijoiden pienemmän koon vuoksi ne eivät kilpaile kaikilla markkina- ja tuotealueilla ja eurooppalaiset toimijat ovatkin selvästi yhdysvaltalaisia keskittyneempiä. SSAB Europen kilpailijoiden kapasiteetit ovat noin 2,5 - 13 miljoonan tonnin luokassa, mutta myös ArcelorMittalilla on merkittävä asema Euroopan markkinoilla. SSAB Europen ydinmarkkinat pohjoismaissa ovat pienen kokonsa puolesta jossain määrin suojassa rajuihmalta kilpailulta nauhatuotteissa, mikä on SSAB:n kannalta positiivista. Tätä heijastelee myös SSAB Europen vahva markkinaosuus sen ydinmarkkinoilla Pohjoismaissa, kun taas muualla Euroopassa kilpailu asiakkaiden volyymeista on huomattavasti ankarampaa.

SSAB Special Steelsin pieni markkina ei houkuttele suuria toimijoita

SSAB Special Steelsin kilpailijoihin lukeutuvat käytännössä kaikki edellä mainitut toimijat. Lisäksi Aasian ja Tyynenmeren alueella paikalliset toimijat ovat SSAB:n kilpailijoita. Kilpailijoista suurimpien toimijoiden tuotevalikoima kattaa laajalti teräsmarkkinoiden eri tuotekategoriat, kun taas Voestalpinen ja Dillingerin kaltaiset pienemmät toimijat ovat Keski-Euroopassa keskittyneet erikoistuotteisiin mittakaavaetujen puutteen takia.

Erikoistuotteiden kilpailupainetta suhteessa muihin segmentteihin laskee markkinoiden pieni koko (niche-markkinat), minkä takia ne eivät ole houkuttelevia suurille toimijoille. Myöskään tarvittavaa osaamista ei ole kaikilla tuottajilla (esim. Aasia), minkä takia ne eivät ole suoria kilpailijoita erikoistuotteiden yläsegmenteissä.

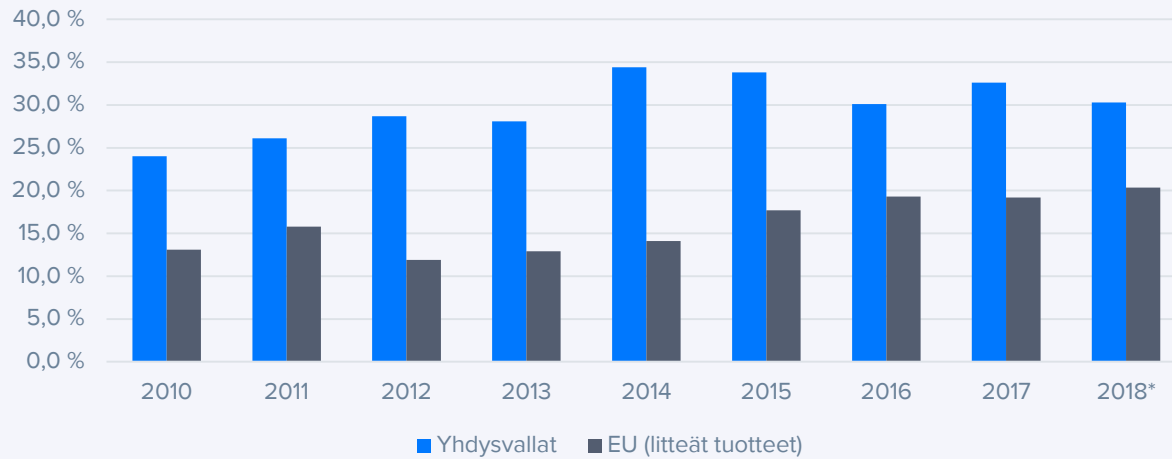
Etumatkan säilyttäminen vaatii työtä

Vaikka länsimaisilla toimijoilla on etumatkaa tutkimus-, kehitys- ja palveluosaamisensa takia erikoistuotteissa, on mielestämme odotettavissa, että aasialaiset toimijat kurovat eroa umpeen pitkässä juoksussa. Siten turvassa ankaralta kilpailulta yhtiö ei ole erikoistuotteissakaan, mikä edellyttää jatkuvaa panostusta tuotteiden ominaisuuksien kehittämiseen pitkässä juoksussa. Lisäksi, joissain markkina-alueissa terästuotteet voivat kilpailla muiden materiaalien kanssa (esim. komposiitti tai puu), mikä entisestään vahvistaa kilpailupainetta ja nostaa riskitasoa pitkässä juoksussa. Tähän vaikuttaa kuitenkin myös tuotteiden erilaiset kustannustasot.

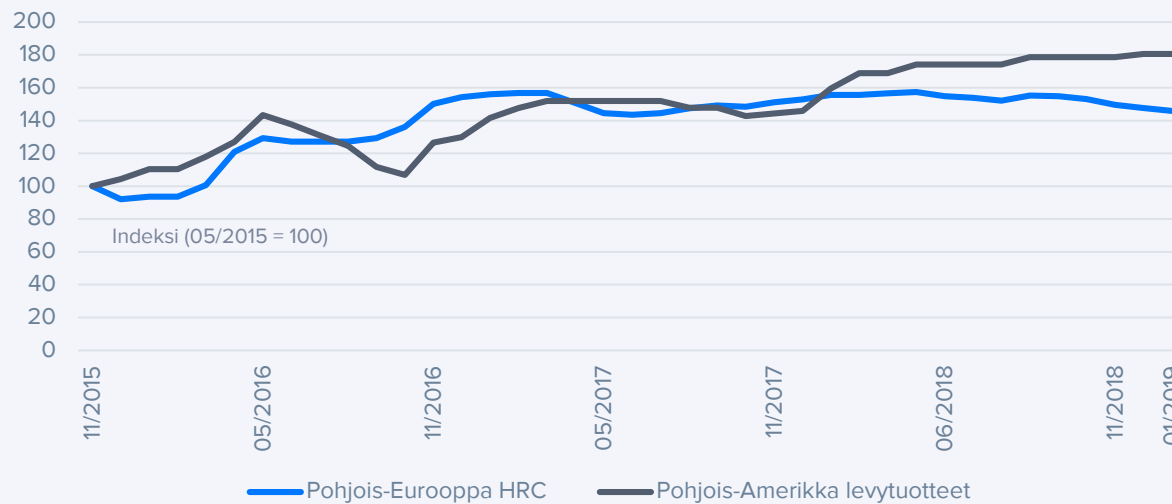
Toisaalta on kuitenkin perusteltua olettaa, että ominaisuuksiensa (esim. keveys ja lujuus) ansiosta erikoislujat teräkset voittavat markkinaosuutta muilta standardituotteilta. Siten kilpailutilanteen arviointi ei ole yksiselitteistä pitkän aikavälin osalta. Mielestämme on kuitenkin selvää, että teräsyhtiöiden on panostettava tutkimukseen ja kehitykseen sekä tuotannon tehokkuuteen ylläpitääkseen kilpailukykyänsä pitkässä juoksussa, kun tarkastellaan sekä laadullisia- että kustannustekijöitä.

Markkinat ja kilpailukenttä

Tuonnin suhteellinen osuus



Markkinahintojen kehitys



Kilpailukenttä

Kilpailija	SSAB:n kilpaileva segmentti	Kommentti	Tuotanto- kapasiteetti
ArcelorMittal	Special Steels Europe Americas	Globaalisti merkittävä toimija, vahva markkina-asema useilla markkina-alueilla, Eurooppa noin 50 % volyymeista, laaja maailmanlaajuinen tuotantoverkosto	113 Mton
JFE	Special Steels	Vahva markkina-asema Aasiassa, tuotanto keskittynyt Japaniin. Strategiassa keskeistä laajentuminen Aasian ulkopuolelle maailmanlaajuisesti toimijaksi	30,3 Mton
Nucor	Americas	Fokus Pohjois-Amerikassa, toimii sekä pitkien tuotteiden että levytuotteiden markkinoilla. Investoi AHSS kapasiteettiin (0,5 mton), ylösajo H1'19	27 Mton
US Steel	Europe	Kilpailee etenkin Euroopan levy- ja nauhatuotemarkkinoilla, tuotantokapasiteettia Slovakiassa 5 miljoonaa tonnia	22 Mton
ThyssenKrupp	Special Steels Europe	Vahva kotimarkkinoilla Saksassa ja lähimarkkinoilla, kilpailija nuorutusteräksissä. Suunnittelee Euroopan toimintojen yhdistämistä Tata Steel Europan kanssa.	13 Mton
Tata Steel Europe	Special Steels Europe	Kilpailee autoteollisuuden teräksissä ja litteissä teräksissä Euroopassa. Suunnittelee Euroopan toimintojen yhdistämistä ThysseninKruppin terästoimintojen kanssa.	12,1 Mton
Salzgitter	Europe	Keskittynyt Eurooppaan - merkittävä toimija Saksassa (autoteollisuus), joka muodostaa lähes 50 % myynnistä. Terästuotannon rooli strategiassa pienentymässä.	7 Mton
Voestalpine	Special Steels Europe	Pääasiassa Euroopan markkinoilla (80 %), vahva kotimarkkinoilla Itävallassa ja keski-Euroopan autoteollisuudessa.	3,3 Mton
Dillinger	Special Steels Europe	Fokus kvarttolevytuotteissa ja erikoisterästuotteissa, kilpailija nuorutusteräksien markkinoilla	2,5 Mton

Strategia ja taloudelliset tavoitteet 1/3

Strategian kulmakivenä vahva markkina-asema

SSAB on määritellyt strategian tavoitteekseen kolme tavoitetta, jotka ovat johtajuus kotimarkkinoilla, maailmanlaajuinen johtajuus erikoislujissa teräksissä ja johtajuus lisäarvopalveluissa. Yhtiö on panostanut näihin nykyisen strategian kulmakiviin jo pitkään, minkä ansiosta sillä on vahva markkina-asema ydinmarkkinoilla Pohjoismaissa ja Yhdysvalloissa.

Vahvan markkina-aseman muodostavan ytimen lisäksi yhtiö hakee kasvua erikoislujista teräksistä. Rautaruukin integraatio- ja liiketoimintojen uudelleenjärjestelyprosessin jälkeen vuonna 2017 SSAB asetti myös tarkemmat keskipitkän aikavälin kasvutavoitteet, jotka sen on tarkoitus saavuttaa vuonna 2020. Tavoitteet ovat:

1. Erikoisterästen toimitukset 1,35 miljoonaan tonniin
2. Autoteollisuuden erikoislujien terästen toimitukset 750 000 tonniin
3. SSAB Services -liiketoiminnan kehittäminen ja Hardox Wearparts -jäsenten kasvattaminen > 500
4. Premium-tuotteiden osuuden kasvattaminen 40 %:iin toimituksista SSAB Euroopassa
5. Pohjois-Amerikan levymarkkinoiden markkinaosuus 30 % yli ajan.

SSAB Special Steels on kasvun tukijalka

Kypsä ja hitaasti kasvavan standardituotteiden markkina ohjaa terästoimittajat hakemaan kasvua perustuotteiden ulkopuolelta. SSAB:n kasvu nojaakin vahvasti sen erikoislujisiin teräksiin ja sen ympärille rakentuviin palveluihin. Yhtiön tavoitteena on kasvattaa segmentin toimitukset 1,35 miljoonaan tonniin (2018: 1,3 miljoonaa tonnia).

Mielestämme kasvun painottaminen vähemmän kilpailuille ja arviomme mukaan kestävämmän kasvukuvan omaaville erikoislujien teräksien markkinoille on oikea valinta. Erikoislujien teräksien kasvun houkuttelevuutta lisää niiden standardituotteita korkeammat marginaalit.

Markkinoiden siirtyä standardituotteista erikoislujisiin teräksiin on kuitenkin hidasta ja yhtiön täytyy onnistua luomaan markkinaa itse. Kasvukuvaa tukevat globaalit markkinat, mutta arviomme mukaan kasvu on hidasta kehittyvillä markkinoilla, jossa myös hinta on kriittisempi kysymys.

SSAB Europan tavoitteena vahvan aseman säilyttäminen

Pohjoismaisten markkinoiden osalta SSAB on mielestämme strategian toteutuksen suhteen vaiheessa, jossa sen tulee pyrkiä säilyttämään nykyinen johtava asemansa markkinatilanteesta riippumatta. Näin ollen fokus on ennemmin markkina-aseman puolustamisessa ja kasvu tulee markkinakasvun kautta. Poissuljettua sinänsä markkinaosuuden kasvu nykyiseltä tasolta ei kuitenkaan ole, mutta markkinaosuuden kasvu nykyiseltä 40-45 %:n tasolta on todennäköisesti kohtuullisen haastavaa.

Arviomme mukaan etenkin standardituotteissa kasvu ei myöskään ole erityisen houkuttelevaa matalan marginaalipotentialin takia. Siten kasvua on perusteltua hakea kypsillä markkinoilla valikoiden ja toimituksien marginaaleja optimoiden. Yhtiön kasvutavoitteet SSAB Euroopassa nojaakin, mielestämme täysin perustellusti, premium-tuotteiden kasvuun. Etenkin autoteollisuudelle suuntautuvien premium-toimituksien kasvattaminen 40 %:iin segmentin kokonaistoimituksista vuonna 2020 vuoden 2018 36 %:n tasolta on mielestämme

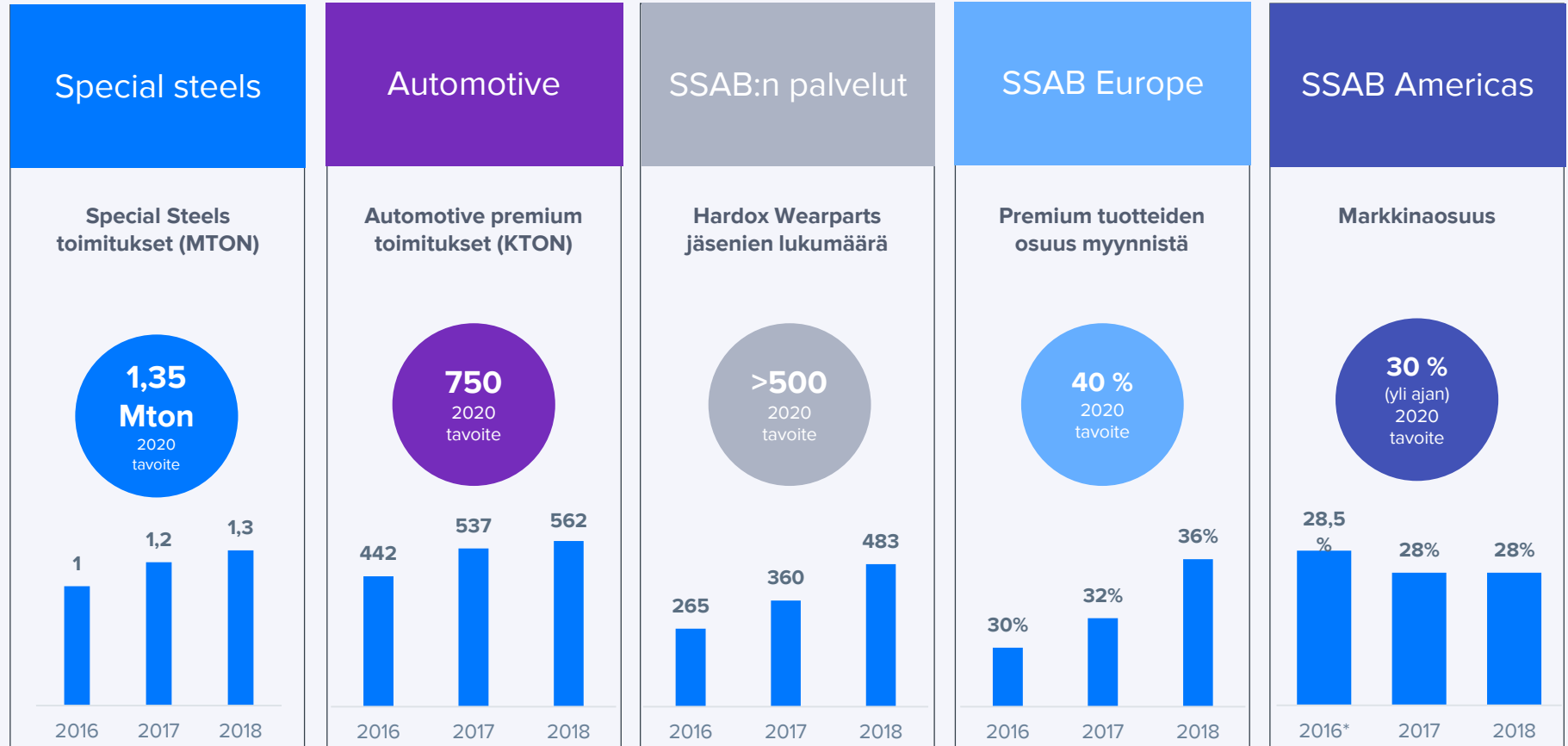
saavutettavissa oleva tavoite. Helppoa sen saavuttaminen ei kuitenkaan ole, etenkin jos autoteollisuuden viime aikainen epävarmuus jatkuu. Ominaisuuksiltaan kevyempien ja kestävämpien erikoislujien teräksien kysynnän kasvulle on kuitenkin selvät ajurit pitkässä juoksussa.

SSAB Americasilla on vielä potentiaalia vahvistaa asemaansa

SSAB Americasin asema Pohjois-Amerikan levymarkkinoilla on vahva ja yhtiön markkinaosuus kokonaismarkkinoista oli 28 % vuonna 2018. Kapasiteettinsa puitteissa yhtiöllä on varaa kasvattaa toimituksia, joten tarjontapuolelta tavoite on saavutettavissa. Tehokkuushyötyjen takia pidämme tavoitetta hyvänä, mutta sen saavuttaminen on merkittävässä määrin riippuvainen syklisestä markkinakysynnästä. Tällä hetkellä paikallisen tuotteiden kysyntää tukee tullit. Arviomme mukaan SSAB Americas on nykyaikaisen tuotantokapasiteettinsa puitteissa kustannuskilpailukykyinen markkinoilla, mikä edesauttaa tavoitteen saavuttamista.

Paikallinen kilpailija Nucor ilmoitti vastikään noin 1,2 miljoonan tonnin kapasiteetti-investoinnista levymarkkinoille. Investointi on vasta alkuvaiheessa ja tehtaan on määrä olla tuotannossa vuonna 2022. Arviomme mukaan reilun 10 %:n tuotannon lisäys voi vaikeuttaa SSAB Americasin markkinaosuuteen pohjautuvan tavoitteen saavuttamista, sillä markkinakasvu ei välttämättä riitä nostamaan kokonaiskysyntää lisääntyneen tarjonnan edellyttämälle tasolle. Siten yhtiön on tärkeä keskipitkällä aikavälillä onnistua markkinaosuuden kasvattamisessa, ennen kuin lisääntynyt kapasiteetti lisää tarjonnan määrää ja arviomme mukaan kiristää kilpailua.

Strategiset tavoitteet ja toteuma



Strategia ja taloudelliset tavoitteet 2/3

Myös palveluilla on paikka strategiassa

Paikkansa SSAB:n strategiassa on myös lisäarvopalveluilla, joita yhtiö myy jäsenyritysverkoston kautta. Lisäarvopalveluiden tarkoitus on mahdollistaa asiakkaiden keskittyminen ydintoimintoihin sekä erottautuminen kilpailijoista. Yhtiön tavoite on kasvattaa verkoston jäsenyritysten määrä nykyisestä 483:sta yli 500 vuoden 2020 loppuun mennessä. Tavoitteen yhtiö arvioimme mukaan saavuttaa jo 2019 aikana.

SSAB Services tarjoaa lisäksi teräksenkäsittelypalveluja SSAB Shape-liiketoiminnan kautta. Liiketoiminnan palveluille on kysyntää etenkin kehittyvillä markkinoilla, missä erikoislujien teräksien käsittelymahdollisuudet ovat vähäisemmät. Tämä mahdollistaa yhtiölle tuotteiden lisäarvon kasvattamisen, mikä taas vahvistaa kokonaistoimituksen kannattavuutta.

Kestävän kehityksen strategia

Terästuotannon korkeiden hiilidioksidipäästöjen vähentämisen edesauttamiseksi SSAB:lla on myös kestävän kehityksen strategia, joka tähtää täyteen fossiilivapauteen vuoteen 2045 mennessä.

Lyhyemmällä tähtäimellä yhtiö pyrkii kasvattamaan erikoislujien teräksien osuutta asiakkaiden terästuotannon kulutuksessa, mikä vähentää asiakkaiden hiilidioksidipäästöjä, kun ne voivat valmistaa kevyempiä ja paremmin kulutusta kestäviä tuotteita. Näiden tuotteiden osuuden kasvun kautta yhtiö tavoittelee 10 miljoonan tonnin päästövähennyksiä vuoteen 2020 mennessä.

Merkittävä päästöjen aiheuttaja terästuotannossa on masuunissa käytettävät kivihiili ja koksi. SSAB pyrkii HYBRIT-hankkeensa avulla korvaamaan koksien vedyllä, mikä vähentäisi tuotannon päästöjä merkittävästi. Yhtiön mukaan projektin onnistuessa

HYBRIT-hankkeella voisi vähentää hiilidioksidipäästöjä Ruotsissa 10 %:lla ja Suomessa 7 %, mitkä vastaavat nykyisen tuotannon päästöjen osuuksia maittain. HYBRIT-hanketta varten SSAB on perustanut yhteisyrityksen Vattenfallin ja LKABin kanssa.

HYBRIT-hanke on vielä aikaisessa vaiheessa, mutta yhtiö on aloittanut pilotointiin soveltuvan laitoksen rakennustyöt Luulajassa vuoden 2018 aikana. Vuosien 2021-2024 pilotoinnin jälkeen on tarkoitus aloittaa laitoskokeet vuosina 2025-2035, joiden onnistuessa yhtiön olisi mahdollista aloittaa tuotanto uudella tuotantomuodolla. Yhtiö aikoo myös muuntaa nykyisiä korkeampiäästöisiä masuunejaan valokaariuuniksi, mikä vähentää päästöjä.

SSAB:lla on tuleville vuosikymmenille piirretty tiekartta hiilidioksidipäästöjen vähentämiseksi, joiden lopputulosta joudutaan kuitenkin vielä odottamaan pitkään. Muutos kohti fossiilivapautta tulee vaatimaan merkittäviä investointeja, joita ennen prosessin tekninen toimintakyky on varmistettava. Huomioitavaa on lisäksi, että hanke tulee toteutuessaan vaatimaan yhtiöltä merkittäviä investointeja yhteisyrityksen kautta, vaikkakin hankkeelle on odotettavissa myös julkista tukea.

Onnistuessaan HYBRIT voi olla kilpailuetu

Mikäli HYBRIT ylittää kestävästi taloudellisesti kannattavaan tuotantoon uskomme, että se voi olla kilpailuetu markkinoilla ympäristöystävällisyytensä vuoksi. Arvioimme mukaan ympäristötekijöiden korostuminen kasvaa pitkällä aikavälillä ja paine siirtyä myös terästeollisuudessa vähäpäästöisimpiin ratkaisuihin olisi kova, jos niitä vain on tarjolla. Näin ollen uskomme, että vähäpäästöinen teräsratkaisu voisi olla kilpailuetu.

HYBRIT-tuotanto kuluttaa merkittävästi sähköä, joten päästöjen pienentämisen kannalta käytettävän

energian tuotantomuoto on myös olennaista. Vattenfall-yhteistyön myötä SSAB:lla on edellytykset päästöttömän energian hyödyntämiseen (esim. vesivoima) hankkeessa, mikä luo edellytykset kokonaisuutena kestäväälle ratkaisulle.

Tällä hetkellä HYBRIT-hankkeen suuren mittakaavan tuotantokelpoisuus on vielä todistamatta, minkä lisäksi arvioimme, että muutkin terästoimijat pyrkivät etsimään ympäristöystävällisiä ratkaisuja. Niiden onnistuessa uusi tuotantomuoto ei luonnollisesti olisi enää vahva kilpailuetu. Näin ollen hankkeen selvästä potentiaalista huolimatta sen arvonluontikyky on vielä todistamatta ja sitä joudutaan odottaa ainakin koevaiheeseen asti.

Taloudelliset tavoitteet

SSAB on asettanut kolme taloudellista tavoitetta. Yhtiön tavoitteena on:

1. Toimialan paras kannattavuus EBITDA-marginaalilla mitattuna vertailuryhmässä *
2. Nettovelkaantumisaste ei normaalisti ylitä 35 %
3. Osinko 30-50 % tuloksesta verojen jälkeen.

Kannattavuustavoitteeseen on vielä matkaa

SSAB on asettanut kannattavuustavoitteekseen toimialan parhaan käyttökatemarginaalin vertailuryhmässään. Tavoite on mielestämme kunnianhimoinen, mitä kuvastaa myös se, että yhtiö on jäänyt 2010-luvulla järjestäen melko selvästikin tavoitteesta. Vuosina 2010 ja 2011 SSAB:n kannattavuus ylitti vertailuryhmän mediaanin melko selvästikin, mutta joukon kärki oli kuitenkin tässä vaiheessa selvästi edellä. Vuosien 2012 ja 2015 aikana yhtiön kannattavuus oli selvästi alle sen potentiaalin ja yhtiön jäikin jopa alle verrokkiryhmän mediaanikannattavuuden tason.

Strategia ja taloudelliset tavoitteet 3/3

SSAB:n kannattavuus on kuitenkin ollut verrokkiryhmän mediaanitasoa vahvemalla nousutrendillä vuosina 2016 ja 2017, kun Rautaruukin integrointi- ja säästöprosessien vaikutukset ovat heijastuneet kannattavuuteen. Lisäksi Euroopan talouskehityksen piristyminen on poistanut Yhdysvalloissa suuremman liiketoiminnan painon omaavien yhtiöiden markkinaan pohjautuvan edun.

Vuonna 2018 SSAB sijoittui vertailussa kolmanneksi suurempien pelurien ArcelorMittalin ja Nucorin taakse. Eroa näihin selittää jossain määrin erilaiset liiketoimintamallit. ArcelorMittalin erittäin kannattava kaivosliiketoiminta nostaa konsernitason kannattavuutta, kun taas SSAB:n kannattavuutta rokottaa matalamman kannattavuuden Ruukki Construction ja Tibnor. Myös liikevaihdon maantieteellinen jakauma vaikuttaa kannattavuuspotentiaaleihin ja vuosi 2018 oli Yhdysvaltojen markkinoilla erittäin suotuisa, mikä heijastui yhtiöiden kannattavuuksiin. Lisäksi SSAB kärsi Special Steelsin haasteista vuonna 2018, joka rokotti konsernitason kannattavuuden terävintä kärkeä.

Tavoitteen saavuttaminen edellyttää SSAB:lta tasaisen vahvaa suoritusta ja tasaista tuotantoa kaikissa segmenteissä. Europan vahvan markkina-aseman ansiosta pidämme sen kannattavuuspotentiaalia hyvänä ja se mahdollistaa tavoitteen saavuttamisen. Premium-tuotteiden marginaalipotentialin ansiosta mielestämme Special Steelsin pitäisi myös tukea tämän konsernitason tavoitteen saavuttamista, jos segmentti yltää tasaiseen ja häiriöttömään tuotantoon. Sen sijaan Americasin suhteellisen kannattavuustason osalta on mielestämme perusteltua odottaa viime vuosien näyttöjen valossa lisää todisteita. Americasin kannattavuus on ennen vahvaa vuotta 2018 ollut selvästi verrokkeja heikompi vuosina 2015-2017. Arviomme mukaan pienemmän kokonsa vuoksi

segmentti on verrokkiryhmää alttiimpi markkinatilanteen muutoksille ja heikossa markkinassa sen pienempi skaala rajaa kannattavuutta. Vaikka Ruukki Constructionin ja Tibnorin osuus liikevaihdosta on konsernitason melko pieni, on selvää, että ne rajaavat konsernitason kannattavuutta selvästi maltillisemman marginaalipotentialin takia. Siten liiketoimintamalli asettaa arviomme mukaan jossain määrin rajoitteita konsernitason tavoitteen saavuttamiselle.

Syklisyys edellyttää konservatiivisuutta taserakenteessa

SSAB:n taseasemaa kuvaava taloudellinen tavoite, jonka mukaan nettovelkaantumisaste ei normaalisti ylitä 35 %, heijastelee konservatiivisuutta taseen osalta. Tämä on mielestämme liiketoiminnan syklinen luonne huomioiden perusteltua. Odotamme yhtiön vahvistavan tasettaan lyhyellä tähtämellä entisestään kassavirran, investointitarpeiden ja voitonjaon sallimissa puitteissa.

Arviomme mukaan melko väljä tavoite kuitenkin kuvastaa sitä, että pitkässä juoksussa yhtiö pyrkii suhdanteen suotuisassa vaiheessa laskemaan velkaantumistaan selvästi alle tavoitetason, mutta mahdollisen yritysjärjestelyn tapahtuessa tai heikommassa markkinatilanteessa tavoitetason ylittäminen ei ole poissuljettua. Alle 35 %:n taso toimiikin pitkän aikavälin mittatikkuna, johon yhtiö pyrkii, mutta tiettyyn tasoon ei kuitenkaan lukittauduta liiketoiminnan luonteen takia.

Arviomme mukaan terästeollisuuden toimijat keskimäärin pyrkivät pitkässä juoksussa aiempaa vahvempiin taseisiin liiketoiminnan syklisen luonteen vuoksi. Finanssikriisin jälkeiset taserakenteisiin liittyneet huolet ovat osaltaan vaikuttaneet aiempaa konservatiivisempaan politiikkaan arviomme mukaan.

Toimialan marginaalipotentiali ja toisaalta mittavia investointeja sekä tukevaa tasetta edellyttävä liiketoimintadynamiikka kuitenkin heijastuu matalana oman pääoman tuottona, minkä nostamiseksi velkavipu taserakenteessa olisi tärkeää. Mielestämme pitkän aikavälin kilpailukyvyyn turvaaminen konservatiivisella taseasemalla on kuitenkin perusteltua, vaikka sen hintana on kuitenkin matalampi saavutettavissa oleva oman pääoman tuotto.

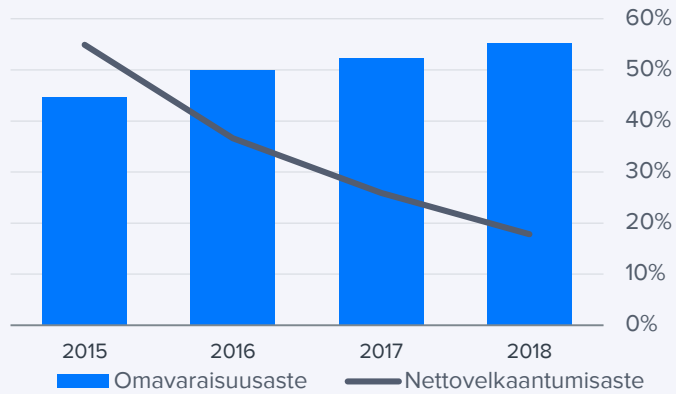
Kassavirta rajaa mahdollisuuksia jakaa osinkoa

SSAB:n suhteellisen matala osingonjakosuhte tavoite heijastelee mielestämme liiketoiminnan kassavirrasta ensisijaisesti tehtäviä tarpeellisia investointeja ja velan lyhennyksiä, jotka määrittelevät voitonjakoon allkoitavissa olevat varat. Vahvassa suhdanteessa yhtiöllä voisi olla mahdollisuuksia jakaa tavoitetasoa enemmänkin osinkoa. Arviomme mukaan SSAB kuitenkin pyrkii säilyttämään tiettyä liikkumavaraa heikomman suhdannejakson varalle, sillä yhtiö pyrkii pitkällä aikavälillä vakaaseen ja maltillisesti kasvavaan osinkoon.

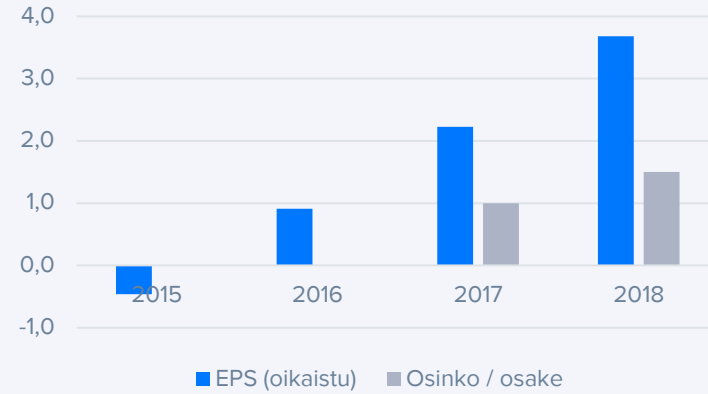
Sijoittajien on kuitenkin olennaista huomioida, että osinko on pääasiassa tuotto-odotusta tukeva komponentti ja sen tason määrittelee liiketoiminnan tulostaso, joka voi vaihdella merkittävästikin syklien mukana. Viime vuosilta SSAB:lla onkin historiaa osingonmaksusta vain lyhyeltä aikaväliltä, sillä vuosi 2018 on vasta toinen perättäinen vuosi jolta yhtiö jakaa osinkoa sitten vuoden 2012.

Taloudelliset tavoitteet

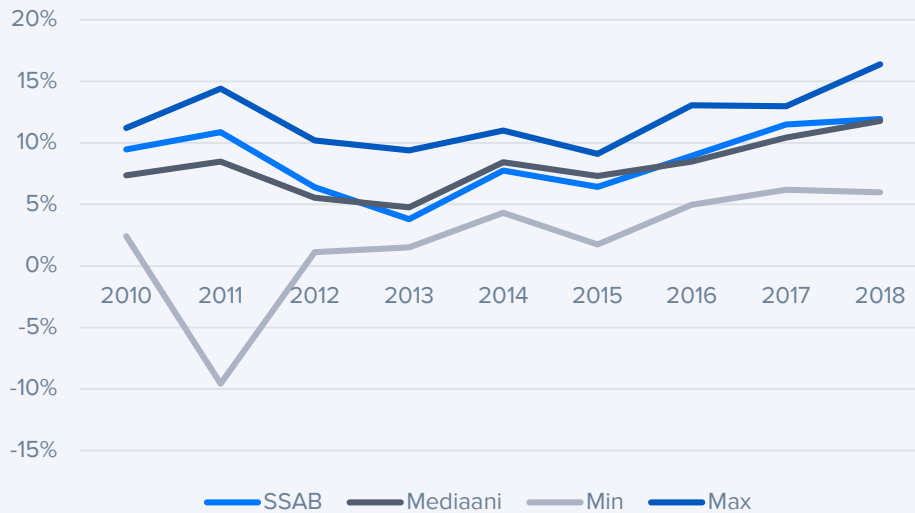
Taseen tunnuslukujen kehitys



Osakekohtainen tulos ja osinko



SSAB:n ja verrokkien EBITDA-%:n kehitys



Taloudellinen tilanne ja kustannusrakenne 1/2

Kustannusrakenne on tyypillinen valmistavalle teollisuudelle

SSAB:n kustannusrakenteen merkittävimmät erät ovat raaka-aineet, valmistus-, henkilöstö- ja energiakustannukset. Lisäksi yhtiö ostaa tiettyjä eteenpäin myytäviä tuotteita valmiina, minkä lisäksi tuloslaskelmaa rasittavat myös poistot. Lyhyellä aikavälillä joustovaraa kulurakenteessa on etenkin raaka-aineissa ja valmistuskustannuksissa, joista muodostuu selvästi yli puolet yhtiön kustannuksista. Vuosina 2014-2017 raaka-aineet ovat olleet keskimäärin noin 39 % kustannuksista, kun taas valmistuskustannukset ovat olleet keskimäärin noin 24 % kustannuksista. Kiinteitä kustannuksia osin ovat lyhyellä tähtäimellä henkilöstökustannukset, jotka ovat olleet vuosina 2014-2017 noin 16 % keskimäärin. Pidemmällä tähtäimellä myös henkilöstökustannukset ovat kuitenkin muuttuvia.

Kustannuseristä on kuitenkin olennaista huomioida, että esimerkiksi raaka-aineiden hinnat määräytyvät merkittävältä osin melko volatiileilla markkinoilla, mikä taas vaikuttaa kustannusrakenteeseen voimakkaasti. Lisäksi on huomioitava, että heikommassa kysyntätilanteessa kustannusrakenne joustaa muuttuvien kustannusten osalta, mutta tuotannon tehokkuuden kärsiessä ovat tuotantokustannukset matalammalla volyymilla korkeammat per tuotettu tonni. Näin ollen tuotantokustannusten optimointi edellyttää riittävän korkeaa kapasiteetin käyttöastetta.

Raaka-aineiden hintojen muutoksen tulosvipu on voimakas

SSAB:n ilmoittamien merkittävien kustannuserien markkinahintojen muutoksien vaikutus yhtiön tulokseen kuvastaa sen herkkyyttä ulkoisille tekijöille. Herkkyyksianalyysi kuvastaa muutoksien vaikutusta tulokseen rahoituserien jälkeen (EPS vaikutus) vuoden 2018 lopussa. Merkittävin vaikutus on luonnollisesti

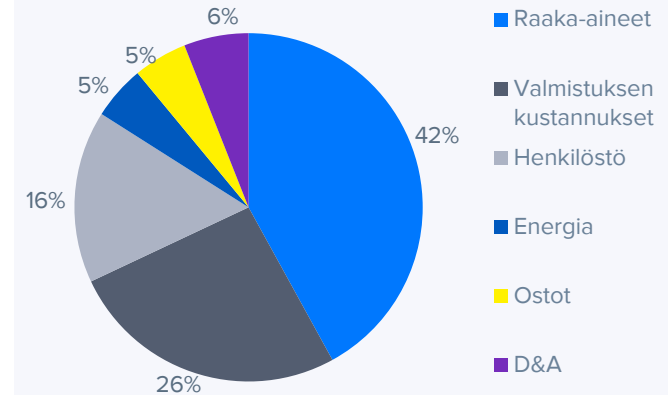
teräksen myyntihinnalla ja -määrillä, joissa 10 %:n muutoksen tulosvaikutus on hinnan osalta 6 miljardia kruunua (EPS 4,55 kruunua) ja volyymien osalta 1,33 miljardia kruunua (EPS 1,01 kruunua). Myyntimäärien osalta on huomioitava lisäksi, ettei vaikutus sisällä vaikutuksia kapasiteetin käyttöasteen muutoksista (ts. tehokkuushyödyt/haitat) ja näin ollen volyymien todellinen vipu on vieläkin suurempi. Pääasiallisten raaka-aineiden eli rautamalmin, hiilen ja romumetallin hintojen 10 %:n muutoksella on 710 MSEK:n (EPS 0,54 kruunua), 490 MSEK:n (EPS 0,37 kruunua) ja 820 MSEK:n (EPS 0,62 kruunua) tulosvaikutus. Korkokannan 1%:n muutoksen vaikutus on melko rajallinen 50 MSEK (EPS 0,04 kruunua), kun taas kruunuindeksin 5 %:n muutos on merkittävä 730 MSEK (EPS 0,55 kruunua)

Tehokkuushyödyt heijastuvat bruttokatteeseen

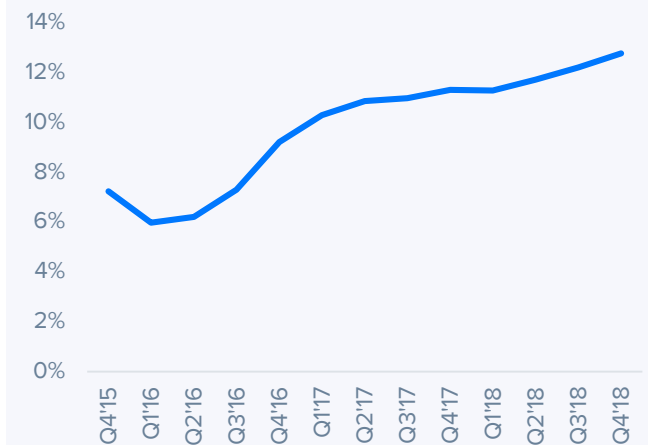
Vuosina 2014-2018 SSAB:n bruttokate on ollut keskimäärin 9,7 %. Bruttokate on ollut nousutrendillä käytännössä koko ajan, kun se on noussut vuoden 2014 7,4 %:n tasosta vuoden 2018 12,8 %:iin. Nousutrendin taustalla on arviomme mukaan sekä Rautaruukki-fuusion jälkeisten kustannussäästöjen ja -synergioiden vaikutus että myös toimituksien kasvu. Markkinakysynnän kasvun positiiviset vaikutukset heijastuvat tyypillisesti vahvasti volyymien lisäksi myös hintoihin. Historiallisesti tämä seuraussuhde on toiminut myös toisinpäin (ts. kysynnän laskiessa myös hinnat laskee selvästi), mikä voimistaa syklisen kysynnän vaikutuksia teräsyhtiöiden tuloksiin.

Huomioitavaa on, että kvartaalitasolla bruttokatteessa esiintyy kuitenkin tyypillisesti merkittäviäkin eroja, minkä taustalla on liiketoiminnan kausiluonteisuus ja painottuminen tyypillisesti ensimmäiselle vuosipuoliskolle ja etenkin Q2:lle. Siten bruttokate-% on parempi seurata rullaavan 12 kuukauden tasolla trendimuutosten havainnoimiseksi.

Kustannusrakenne (2017 luvuin)



Bruttokate-% rullaava 12kk



Taloudellinen tilanne ja kustannusrakenne 2/2

Poistot yli investointien, yliarvojen poistojen rasite laskukäyrällä

Yhtiön viime vuosien noin 2,8 miljardin poistot ylittävät arviomme mukaan hieman pitkän ajan ylläpito- ja kasvuinvestointien tarpeen ja siten odotamme poistotason tuloslaskelmarasituksen olevan laskukäyrällä. Yhtiön tekemät yliarvojen poistot IPSCO- ja Rautaruukki-järjestelyistä ovat niinkään vuoden 2018 tasolta laskusuunnassa lähivuosina, mikä edelleen pienentää alempien rivien tulosrasitusta. Yliarvojen poistot ovat hankintamenon allokointiin liittyviä poistoja (PPA-poistoja).

Rahoituskulujen tulosrasitus laskukäyrällä

Rahoituskuluissa arviomme yhtiöllä olevan edelleen hieman laskuvaraa edellisten vuosien tapaan. Tämän taustalla on laskeva absoluuttinen velan määrä, joka pienentää suurimman erän eli korkokulujen tulosrasitusta. Korkotason muutoksella olisi rahoituskustannuksia nostava vaikutus, sillä yhtiöllä on myös vaihtuvakorkoista lainaa, mutta absoluuttisesti laskukäyrällä oleva velanmäärä rajaa tämän vaikutuksia. Näin ollen arviomme lähivuosien nettorahoituskustannusten hiljalleen laskevan, mutta kokonaisuutta voi kuitenkin heiluttaa ei-kassavaikutteiset kurssierot ja johdannaisten arvonmuutos. Yhtiön normalisoidun veroasteen arviomme olevan noin 20-22 %, mutta odotamme sen vaihtelevan hieman myynnin maantieteellisen jakauman mukaan.

Taseen vastaavaa puoli heijastelee liiketoiminnan pääomavaltaisuutta

Taseen pitkäaikaisten varojen puolella merkittävimpiä erä ovat liikearvo 30 miljardia ja kiinteä omaisuus 24 miljardia. Kiinteästä omaisuudesta selvästi suurin osa muodostuu tuotantolaitoksista Pohjoismaissa ja

Yhdysvalloissa. Liikearvosta noin 24,5 miljardia eli reilu 80 % kohdistuu SSAB North Americaan, joka on osa SSAB Americas-divisioonaa. Liikearvo on pääasiassa vuoden 2007 IPSCO-hankinnassa muodostunutta liikearvoa. Yhtiö tekee liikearvon alaskirjauksen testauksen aina tilinpäätöksen yhteydessä eikä se osoittanut tarvetta alaskirjaukselle vuoden 2018 lopussa. Lyhytaikaiset varat muodostuvat suurelta osin lähes 20 miljardin varastoista ja 8,8 miljardin myyntisaamisista, minkä lisäksi yhtiöllä oli vuoden 2018 lopussa 4,4 miljardia muita lyhytaikaisia varoja ja 2,6 miljardia käteisvaroja. Yhtiöllä oli lisäksi tilinpäätöshetkellä lähes 7 miljardin kruunun edestä käyttämättömiä luottolimiittejä. Siten yhtiön lyhyen tähtäimen maksuvalmius on hyvällä tasolla.

Vastaavaa puoli koostuu suurelta osin omasta pääomasta

SSAB:n noin 92,5 miljardin SEK:n kokoisesta taseesta omaa pääomaa oli vuoden 2018 lopussa noin 59,5 miljardia SEK. Vastattavaa puolella yhtiöllä oli lisäksi noin 9,7 miljardin verran korollista pitkäaikaista velkaa ja 3,5 miljardia lyhytaikaista korollista velkaa. Ostovelkoja yhtiöllä oli noin 13,4 miljardia.

Korollisesta velasta yhtiöllä on erääntymässä noin 3,5 miljardia vuoden 2019 aikana ja noin 2 miljardia vuoden 2020 aikana. Arviomme mukaan yhtiöllä ei tule olemaan ongelmia uudelleen rahoittaa näitä velkoja kohtuullisella noin 3-4 %:n korolla.

Tase on vahva

Vuoden 2018 lopussa SSAB:n omavaraisuusaste oli 64 % ja yhtiön nettovelkaantumisaste oli 14 %. Suhdeluvut ovat erinomaisella tasolla ja yhtiön tase onkin erittäin vahva tällä hetkellä. Pidämme vahvaa tasetta nykyisessä suhdannetilanteessa ja alan tilanne huomioiden perusteltuna.

Taseen liikearvo (30 miljardia SEK) on kuitenkin huomattava ja noin 50 % yhtiön omaan pääomaan suhteutettuna. Tämä nostaa huolia, sillä jos yhtiö joutuisi alas kirjaamaan liikearvoa voisi yhtiön omavaraisuusaste heikentyä merkittävästi.

Pääosa (noin 75 %) liikearvosta kohdistuu Pohjois-Amerikan liiketoimintoihin, joiden kannattavuus on ollut heikkoa vuosina 2015-2017. Tämän jälkeen piristynyt markkinakysyntä ja tuontitullit ovat tervehdyttäneet kannattavuuden, mutta etenkin hintojen emme odota olevan kestävästi nykyisellä korkealla tasolla.

Vuoden 2017 testauksen tuloksesta voidaan nähdä, että jo melko pienillä (0,5 %:n muutos wacc:ssa ja bruttomarginaali pitkällä aikavälillä > %:n matalampi) muutoksilla parametreissa voisi olla alaskirjauksen aiheuttava vaikutus liikearvoon. Siten liikearvon kannalta on olennaista, että Americas pysyy käyttökatetasolla kestävästi selvästi voitollisena (positiivinen kassavirta) pitkällä aikavälillä.

Tuloskunnon painuminen vaatisi mielestämme markkinakysynnän selvää heikentymistä ja/tai markkinahintojen laskua selvästi nykyisestä tasosta esimerkiksi tuontipaineen takia. Tuontipaineen vahvistuminen voisi seurata Yhdysvaltojen tuontitullien poistumisesta, joten niiden seuraaminen on keskeistä. Sijoittajien on mielestämme olennaista huomioida nämä Americasin liikearvoon liittyvät riskit.

Merkittävän liikearvon takia yhtiö joutuu arviomme mukaan pitämään omavaraisuusasteen korkeana kaikissa markkinaolosuhteissa ja siten liiketoiminnan velkavipu jää todennäköisesti keskimääräistä alhaisemmaksi. Tämä taas painaa liiketoiminnan oman pääoman tuottopotentiaalia, mikä myös heijastuu yhtiön hyväksyttävään tasepohjaiseen arvostukseen.

Taloudellinen tilanne

Taserakenne 2018

92 500 MSEK

Liikearvo
30 000 MSEK

Kiinteä omaisuus
23 950 MSEK

Muu pitkäaik. omaisuus
3 260 MSEK

Varastot 19 800 MSEK

Myyntisaamiset
8 800 MSEK

Muu lyhytaik. omaisuus
4 100 MSEK

Rahavarat 2 600 MSEK

Oma pääoma
59 500 MSEK

Pitkäaik. korollinen vpo 9 700 MSEK

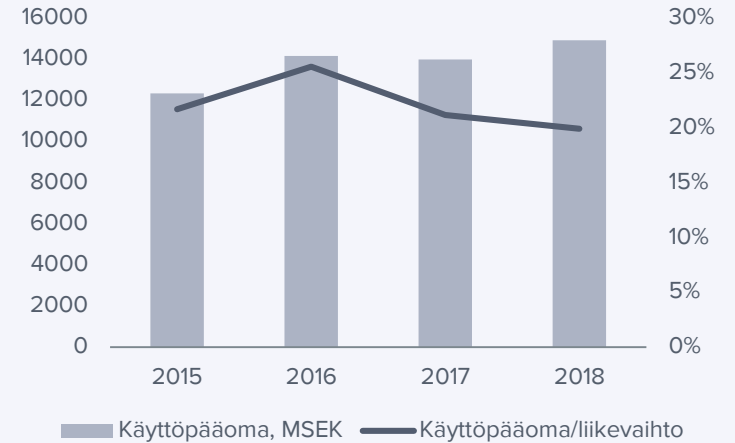
Muu pitkäaik. vpo 1 700 MSEK

Lyhytaik. korollinen vpo 3 500 MSEK

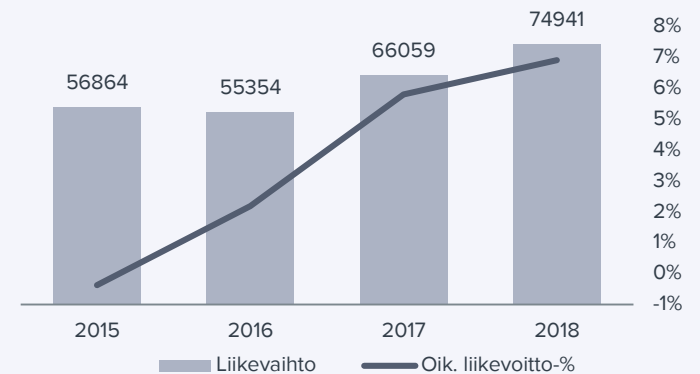
Muu lyhytaik. vpo 4 400 MSEK

Ostovelat 13 400 MSEK

Käyttöpääoman kehitys



Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys



Historiallinen kehitys 1/2

Historiallinen kehitys

Nykymuotoisen SSAB:n viimeisin merkkipaalu on vuoden 2014 järjestely, jossa osakkeenvaihtotarjouksen myötä SSAB ja Rautaruukki yhdistyivät. Yhdistymisen liiketoiminnallinen ja strateginen logiikka perustui vahvemman markkinaosuuden voittamiseen, kilpailullisiin tekijöihin sekä synergiahyötyihin.

Yhdistymisen myötä SSAB:sta tuli Pohjoismaiden johtava toimija markkinaosuudella mitattuna. Vuosi 2014 oli yhdistymisen lisäksi merkittävä tuloksellisesti, sillä yhtiö sai vuoden aikana käännettyä vuodesta 2011 lähtien laskukäyrällä olleen käyttökattensa kasvuun kysyntähaasteiden leimaamien vuosien 2012 ja 2013 jälkeen.

Vuoden 2014 oikaistu käyttökate nousi 4,4 miljardiin kruunuun edellisvuoden 1,3 miljardin kruunun tasosta. Tulokäänteen taustalla oli mm. SSAB Europen volyymin nousu yhdessä kustannuksien laskun kanssa sekä SSAB Americasin nousseet markkinahinnat. Kehitys kuvastaakin yhtiön liiketoiminnan tuloksen riippuvuutta tuotantotasosta (tehokkuus) sekä markkinahinnoista niin kustannus kuin myös myyntipuolella.

Pohjakosketus tapahtui vuonna 2015

Vuonna 2015 kysyntäkuva säilyi vakaana, mutta tuontipaine kasvoi yhtiön ydinmarkkinoilla, mikä heijastui myös tuloksetkelykseen (oik. EBITDA 3,7 miljardia kruunua). Haasteita aiheutti markkinoille tunnusomaiset piirteet, kuten raaka-aineiden hintojen jyrkkä lasku, mikä heijastui myös markkinahintoihin. Positiivista oli sen sijaan yhtiön eteneminen aiempia odotuksia nopeammin Rautaruukin integroinnissa. Myös yhdistymisen tuomat synergiat olivat odotuksia suuremmat ja niiden arviota korotettiin 1,4 miljardista kruunusta 1,8 miljardiin kruunuun. Tämä muodosti

merkittävän osan käynnissä olleilla tehostamistoimenpiteillä tavoiteltavista 2,5 miljardin kruunun kokonaissäätötavoitteista suhteessa Rautaruukin hankintaa edeltävään hetkeen.

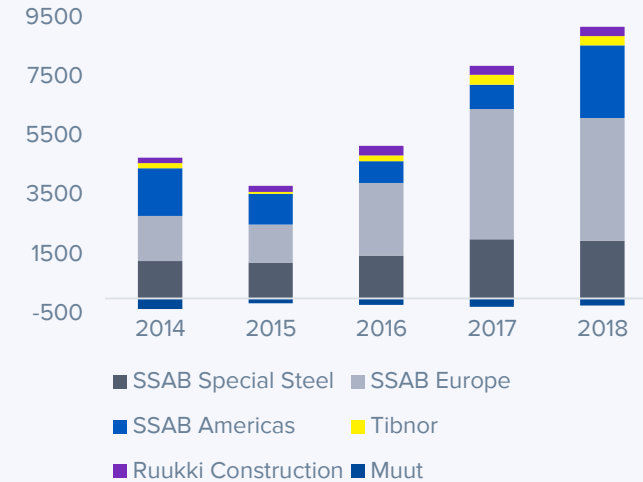
Synergiat heijastuivat voimakkaasti vuoteen 2016

Vuosi 2016 oli SSAB:lle tuloksellisesti kohtuullinen, huolimatta siitä, että kysyntä oli verkkaista yhtiön markkinoilla Pohjois-Amerikassa ja Euroopassa. Pääasialliset tekijät hyvän tuloskehityksen taustalla olivat tehostamistoimenpiteiden (synergiat ja säästöt) odotuksia suuremmat vaikutukset, jotka toteutuivat 3 miljardin kruunun suuruisena. Kun huomioidaan odotuksia nopeammin realisoituneet säästöt ja niiden odotuksia suurempi määrä, on yhdistymisen toteutus kokonaisuutena mielestämme ollut hyvin onnistunut.

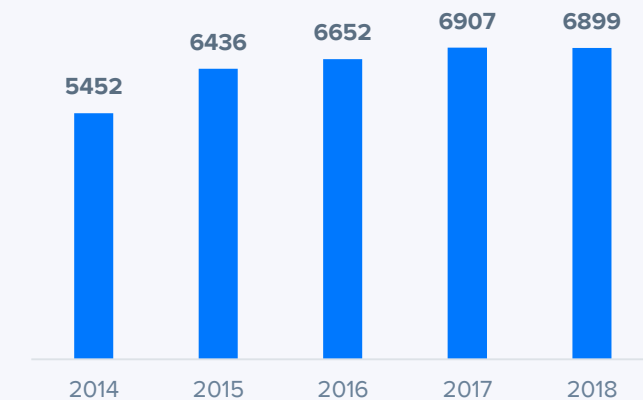
Täyteen potentiaaliinsa yhtiö ei kuitenkaan päässyt, sillä SSAB Special Steelsin loppuvuosi 2016 jäi heikoksi Öxelösundin tehtaan operatiivisten haasteiden vuoksi. Tämä heijastui selvästi viimeisen kvartaalin toimituksiin ja sitä kautta segmentin heikolle tasolle jääneeseen kannattavuuteen. Näin ollen vaikka yhtiön käyttökate ylsikin selvälle nousukäyrälle (oik. EBITDA 5 miljardia) SSAB jäi kannattavuuden osalta melko selvästikin verrokkiryhmän parhaimmiston kannattavuustasosta.

Onnistuneen Rautaruukki-fusion ollessa loppusuoralla yhtiön katse siirtyi taseaseman vahvistamiseen. SSAB toteutti vuoden 2016 aikana 5 miljardin kruunun merkintäoikeusannin, joka vastasi noin puolesta yhtiön 10 miljardin kruunun nettovelan vähennystavoitteesta.

Oik. käyttökate MSEK



Terästoimitukset (Tton)



Historiallinen kehitys 2/2

Vahvistunut talous antoi vetoapua vuonna 2017

Vahvasta asemasta vuoteen 2017 ponnistanut SSAB ylsi nosteen saanutta talouskasvua ja siten myös parantunutta kysyntäkuvaa heijastellen finanssikriisin jälkeisen ajan parhaaseen tulokseensa vuonna 2017. Yhtiön oikaistu käyttökate oli 7,6 miljardia kruunua (oik. EBITDA-% 11,5%) vuonna 2017 ja yhtiö otti verrokkiryhmän kärkeä tuntuvasti kiinni käyttökatemarginaalilla mitattuna. Taustalla olivat sekä vahva markkinakysyntä, sen tuomat tehokkuushyödyt, hyvä myynnin jakauma ja kohtuullinen kustannustaso.

Täysin puhtain paperein yhtiö ei kuitenkaan mielestämme selvinnyt vuodesta vahvasti parantuneesta kannattavuudesta huolimatta, sillä SSAB Special Steelsin alkuvuoteen heijastuivat edelleen vuoden 2016 lopun tuotantohaasteet. Lisäksi kannattavuutta heikensi SSAB Americasin heikko hinnoitteluympäristö.

Vuotta 2018 heikensi tuotantohaasteet Special Steelsissä

Vuonna 2018 markkinatilanne oli hyvä yhtiön kaikilla markkinoilla. Huolimatta noin edellisvuoden tasolle jääneistä volyymeista korkeammat hinnat nostivat yhtiön oik. käyttökateen uudelle tasolle lähes 9 miljardiin kruunuun. Merkittävin parannus nähtiin SSAB Americasissa, jonka markkinatilanne oli erinomainen. Special Steelsiä taas painoi kuitenkin loppuvuonna pitkittynyt huoltoseisokki Oxelösundissa, mikä heikensi tuntuvasti muuten vahvaa vuotta. Siten koko vuoden oik. käyttökatemarginaali jäi 11,9 %:iin ja verrokkiryhmän kärjen taakse.

Yhteenveto

Historiallinen tuloskehitys heijastelee yhtiön

tuloksenmuodostumisen dynamiikkaa hyvin. Heikko kysyntä lyö yhtiön tulokseen tyypillisesti sekä laskevien volyymien että hintojen kautta. Vastaavasti hyvässä markkinatilanteessa volyymien nousu heijastuu tyypillisesti joskin pienellä viiveellä myös markkinahintoihin, mikä voimistaa tuloskasvua. Tätä dynamiikkaa mutkistaa raaka-aineiden hintojen kehitys, joiden hintasyklit tulevat tulokseen läpi hieman viiveellä.

Yhtiön tuloksen voimakas heilunta on alalle tyypillistä edellä mainittujen seikkojen vuoksi ja yhtiö voi melko vähän vaikuttaa näihin markkinoiden lainalaisuuksiin, sillä sen raaka-aineiden ja lopputuotteiden hinnat määräytyvät pääasiassa markkinahintojen mukaan. Markkinoiden luonteen vuoksi yhtiön tuloskehityksen kannalta kriittistä on etenkin vahvan markkina-aseman mahdollistama korkea tuotannon käyttöaste (tehokkuus) ja tuotannon joustavuus kysynnän vaihtelun mukana. Joustavuus ei kuitenkaan ole erityisen vahva toimialaan ja sen yhtiöiden liiketoimintamalleihin sisäänrakennettu elementti.

Syklisyys heijastuu myös osakkeen omistajien tuottoihin

SSAB:n viimeisen viiden vuoden keskimääräinen ROCE-% on ollut vain noin 3 %, mikä alittaa selvästi pääoman kustannuksen (WACC-%). Poikkeus SSAB ei kuitenkaan verrokkiryhmässään ole, mikä kuvastaa koko toimialan haastavaa viime vuosien tilannetta. Verrokkiryhmän ROCE-%:n keskimääräinen taso on noin 3,5 %:ssa vastaavalta 2014-2018 ajanjaksolta. Verrokkiryhmässä pääoman tuottoa nostaa ThyssenKruppin korkea ROCE-%, joka on arviomme mukaan suurelta osin muiden kuin terässegmentin ansiota. Ilman ThyssenKruppin lukuja on vertailuryhmän keskiarvo noin 1,5 %, mihin suhteutettuna SSAB:n 3 % on hyvä luku, vaikkakin

absoluuttisesti tasot ovat hyvin matalia.

Operatiivisen tuloksen ja sijoitetun pääoman tuoton (ROCE-%) pohjalta tarkasteltuna edellisen viiden vuoden kehitys heijastelee koko toimialan haasteita luoda arvoa sijoittajille.

Pitkällä aikavälillä yhtiön pääoman tuotto kulkee linjassa sijoittajien tuoton kanssa, mutta syklisen tuloskäänteen oikein ennakoineet sijoittajat ovat kuitenkin ylittäneet erinomaisesti tuottoihin SSAB:ssa. Tämä korostaa ajoituksen merkitystä SSAB:hen sijoittaessa. Mielestämme viime vuosien track-record arvonluonnista nostaa sijoittajien riskiprofiilia SSAB:ssa niin kauan kunnes yhtiö pystyy todistamaan kestäväen kyvyn luoda taloudellista lisäarvoa (ts. ROCE-% > WACC-%). Viime vuosina suunta on kuitenkin ollut oikea.

Ennusteet 1/3

Ennustemalli

Lyhyen tähtäimen ennusteissamme mallinamme SSAB:n kehitystä divisioonatasolla. Terässegmenteissä ennustamme terästoimituksien kehitystä, keskihintaa sekä kulurakennetta. Tytäryhtiöissä mallimme pohjautuu liikevaihdon kasvuun ja kulurakenteen ennustettuun kehitykseen, sillä niissä näkyvyys volyymien ja hintojen kehitykseen on heikko. Lisäksi mallinamme keskeisten valuuttaparien USD/SEK ja EUR/SEK vaikutuksia divisioonatasolla.

Lisäksi mallinamme koko konsernin liikevaihdon kehitystä toimituksien kasvuun ja keskihinnan ennusteiden pohjalta, bruttokatetta ja OPEX-kuluja. Pitkän aikavälin ennusteemme pohjautuvat odottamaamme markkinakasvuun, markkinaosuuksien kehitykseen ja ennustamaamme kannattavuuteen. Ennusteemme eivät huomioi keskipitkällä ja pitkällä aikavälillä mahdollisia yrityskauppoja. Myöskään Sanistålin ja Piristeelin lukuja emme ole vielä huomioineet Tibnorin luvuissa. Huomioitavaa on kuitenkin, että olemme sisällyttäneet IFRS16 -standardin odotetun vaikutuksen ennusteisiimme, minkä takia ennusteet eivät käyttökäytösäällä ole vertailukelpoisia edellisvuosiin.

Makrotalouden ennusteet

Maailmantalouden kasvunäkymä on heikentynyt viimeisen 6 kuukauden aikana, mutta on kehittyneissä talouksissa (USA, Eurooppa) edelleen positiivinen. Kiina vetää maailmantalouden kasvua, mutta sielläkin kasvu on hidastumassa. Kokonaisuudessaan maailmantalouden kasvun ennustetaan taituvan, mutta nykyennusteillakin ylletään pitkälti viime vuosien kaltaisiin tasoihin. Esimerkiksi Kansainvälinen valuuttarahasto IMF ennusti tammikuussa maailmantalouden kasvuksi 2019 3,5 % (2018:3,7 %), USA:n kasvuksi 2,5 % (2018: 2,9 %), euroalueen

kasvuksi 1,6 % (2018: 1,8 %) ja Kiinan kasvuksi 6,2 % (2018: 6,6 %).

Epävarmuus vaikuttaa kuvaavan talouskehitystä tänä vuonna, sillä erilaisia uhkia talouskasvulle on kertynyt horisonttiin. Vielä keväällä 2018 uskottiin, että korkeasuhdanne jatkuu, mutta nyt markkinasentimentti on selvästi pessimistisempi tulevaisuuden suhteen. Talouskehitystä melko ajantasaisesti kuvaavat luottamusindikaattorit ovat kääntyneet melko jyrkkäänkin laskuun viime kuukausien aikana sekä kuluttajasektorilla että teollisuudessa. Toisaalta vertailukausi oli todella vahva. Nyt ratkaisevaa onkin se, kuinka kauan lasku jatkuu, eli onko kyseessä kestävä paluu normaaliin, maltillisen kasvun talousympäristöön, vai heikkeneekö tilanne entisestään.

Viime kuukausina muutosta on nähty etenkin yritysten vienti- ja investointiympäristössä, joihin maailmankauppaan liittyvä epävarmuus (lähteenä Brexit-neuvottelut, kauppasota) on jo heijastunut. Erityisesti laskua on ollut euroalueen luvuissa, mutta sielläkin maakohtaiset erot ovat olleet suuria (Saksassa ja Italiassa kehitys heikkoa, Ranskassa ja Espanjassa vahvempaa).

Talouselukujen osalta vuodentakainen taso on toki korkea, mutta epävarmuustekijät eivät ole näkemyksemme mukaan poistumassa markkinoilta hetkeen, mikä uhkaa painaa vienti- ja investointilukuja lyhyellä aikavälillä. Esimerkiksi USA:n ja Kiinan välisissä kauppaneuvotteluissa vallitseva ”välirauha”, eli 90 päivän tauko uusien tuontitullien asettamisessa, jatkuu vielä pitkälle tämän vuoden puolelle eikä ole millään tavalla tae neuvottelujen onnistumisesta. Myös Brexit-neuvottelujen vaikea tilanne tuo oman riskinsä EU:n sisäiseen kauppaan. Poliittiset riskit vaikuttavat etenkin ensimmäisellä vuosipuoliskolla. Kauppasodan

eskaloituminen, eli tuontitullien lisääntyminen nykyisestä tai Britannian sopimukseton EU-ero olisivat negatiivinen asia koko vuoden kasvun osalta, mutta oletuksena on, että nämä epävarmuustekijät poistuvat kevään aikana.

Toisaalta talouskasvua tukevana tekijänä on kuluvana vuonna keskuspankkien rahapolitiikka. Viime vuonna nähty rahapolitiittinen kiristäminen (Kiina, Yhdysvallat) näyttäisi olevan ohi ja keskuspankit valmistautuvat siirtymään (USA:n koronnostosyklin mahdollinen päätös) tai ovat jo siirtyneet (Kiinan keskuspankin likviditeettiruiskeet) elvyttävälle kannalle. Keskuspankkien valmiustila vähentää todennäköisyyttä sille, että euroalueella tai USA:ssa vajottaisiin varsinaiseen taantumaa. Pikemmin kuluva vuotta leimaa hidastuva talouskasvu.

Mielestämme suurimmat riskit nykyiselle kasvulle ovat: 1) Britannian sopimukseton EU-ero, 2) kauppasodan eskaloituminen (esim. autojen tuontitullien korotus) ja 3) Kiinan talouskasvun selvä hidastuminen. Nykyistä parempaan kasvuun voidaan puolestaan päästä, mikäli keskuspankit siirtyvät selvästi elvyttävään rahapolitiikkaan. Tämä tarkoittaisi Kiinalta uusia, mittavia elvytystoimia, kuten infraprojekteja tai rahapolitiikkatoimia, ja USA:n keskuspankilta ohjauksen laskua.

Vuoden 2019 ennusteet

Euroferin viimeisimmät ennusteet vuoden 2019 BKT:n kasvuksi ovat lähes linjassa IMF:n ennusteiden kanssa. Tätä taustaa vasten Eurofer ennustaa teräksen kulutuksen kasvun hidastuvan 0,5 %:iin vuonna 2019. Ennuste vaikuttaa mielestämme jossain määrin optimistiselta, etenkin kun alkuvuoden negatiivisen kehityksen jälkeen Eurofer odottaa Q4'19:lle 3,5 %:n kasvua, mikä nostaa koko vuoden kasvun positiiviseksi.

Ennusteet 2/3

Vastaavasti WSA:n lokakuussa 2018 päivitetty ennuste odottaa Eurooppaan 1,5 %:n ja Pohjois-Amerikkaan 1 %:n kasvua vuodelle 2019.

SSAB ei anna numeerista tulosohjeistusta, mutta kommentoi seuraavan kvartaalin näkymiä segmenttien toimituksien, myyntihintojen ja raaka-ainekustannuksien odotuksien osalta. Yhtiö odottaa sen Q1'19:n volyymien nousevan hienoisesti kaikissa kolmessa segmentissä, mutta hintojen osalta näkyvä on hieman jakautuneempi. Yhtiö odottaa Americasin hintojen nousevan Q4'18:n tasosta ja pysyvän vakaana Special Steelsissa, kun taas Europan hintojen yhtiö odottaa laskevan. Kvartaalille ei osu huoltoseisakkeja, joten operatiivisesti kvartaalin tulisi olla vakaa.

Tätä taustaa vasten odotamme Europan volyymien laskevan noin 4 %, kun taas Americasin volyymien odotamme pysyvän vakaana noin vuoden 2018 tasolla. Europan hintojen odotamme pysyvän koko vuonna keskimäärin noin edellisvuoden tasolta, mutta laskevan kuitenkin H2'18:n vahvalta tasolta. Americasissa hintakehitys sen sijaan on ollut hyvää alkuvuonna ja odotamme alkuvuoden vahvan tason nostavan koko vuoden keskihinnan yli vuoden 2018 keskimääräisen tason. Odotamme kuitenkin keskihinnan laskevan loppuvuotta kohden nykyiseltä korkealta tasolta. Special Steelsin volyymien odotamme pysyvän kasvussa rakenteellisten ajurien takia, mutta kasvun odotamme kuitenkin hidastuvan, kun taas hintapuolella odotamme vakaata kehitystä.

Asiakasaloja heijastellen odotamme Tibnorin ja Ruukki Constructionin liikevaihtojen pysyvän lievässä kasvussa. Näin ollen ennustamme SSAB:n liikevaihdon kasvavan reilu 3 % 77,2 miljardiin kruunuun vuonna 2019.

Kustannusten nousu asettaa painetta kannattavuudelle

Kokonaisuutena näemme kustannuspuolella nousupainetta, minkä taustalla on etenkin rautamalmin ja kivihiilen hinnannousu, kun taas romumetallin hintojen odotamme säilyvän kohtuullisen vakaina. Lisäksi kustannusinflaatiota nostaa yleiskustannusten (mm. logistiikka ja henkilöstökustannukset) nousu. Näin ollen Europan ja Special Steelsin marginaaleihin kohdistuu selvää painetta, kun taas Americasilla on mielestämme edellytykset marginaaliparannukseen. Liiketoiminnan normaalin kausiluonteisuuden lisäksi loppuvuoden tulospainetta kasvattaa etenkin viimeiselle neljännekselle kohdistuvat huoltoseisakit. Siten odotamme vuodelta 2019 9,3 miljardin kruunun oikaistua käyttökatetta (oik. EBITDA 12,1 %).

Alempien rivien painetta laskee yliarvojen poistojen lasku sekä laskukäyrällä pysyvät rahoituskustannukset. Veroasteen odotamme olevan 21 % heijastellen toimintamaiden eri veroasteita. Näin ollen ennustemme osakekohtaiselle tulokselle on 3,70 kruunua. Odotamme SSAB pitävän osinkonsa maltillisella nousukäyrällä ja maksavan 1,55 kruunun osingon vuodelta 2019. Vahvaa kassavirtaa ja maltillisia investointitarpeita heijastellen odotamme yhtiön taseen jatkavan vahvistumista ja odotamme yhtiön omavaraisuusasteen nousevan 66 %:iin ja nettovelkaantumisasteen laskevan 15 %:iin (IFRS16-standardin vaikutus huomioitu) vuoden 2019 lopussa.

Vuoden 2020 ennusteet

Euroferin ennuste kattaa myös vuoden 2020, jolloin se odottaa kokonaiskulutuksen kasvun kiihtyvän ja olevan 1,2 % EU-alueella. Tämä on mielestämme jossain määrin optimistinen taso, kun huomioidaan taustalla oleva 1,7 %:n BKT:n kasvuennuste ja markkinan historiallinen kasvu hitaamman

talouskasvuvaiheen ympäristössä. WSA ei ole julkaissut arvioitaan vuodelle 2020, mutta Pohjois-Amerikan markkinan osalta on mielestämme perusteltua odottaa sen säilyvän Eurooppaa vahvempaan talouskasvuvuokaa heijastellen.

Näin ollen vuoden 2020 ennusteissamme odotamme volyymien Euroopassa säilyvän 3 %:n laskukäyrällä kun taas Americasissa lasku on maltillisempaa ja noin prosentin. Special Steelsin ennustamme pysyvän kuitenkin kasvussa (3 %) ja segmentti ylittää 1,35 Mton tavoitteeseen. Tibnorin kasvun odotamme hidastuvan nolnaan, kun taas rakentamisen sektorin sykliä heijastellen Ruukin liikevaihdon odotamme laskevan prosentin.

Keskiahintojen osalta näemme Americasin hintatasoissa laskupainetta vuoden 2019 korkeilta tasoilta kysynnän kasvun hidastuessa, kun taas Euroopassa hintatasossa ei ennustemme mukaan ole merkittävää painetta. Myös Special Steelsin hintojen odotamme pysyvän melko vakaina. Ennustamme vuoden 2020 liikevaihdon laskevan vajaa 6 % noin 72,9 miljardiin kruunuun.

Marginaalipaine hellittää vuonna 2020

Hintojen laskun takia odotamme Americasin marginaaleissa olevan laskuvaraa vuonna 2020, mutta osittain tätä painetta lieventää raaka-aineiden hintojen kehityksen tasaantuminen. Euroopassa odotamme raaka-aineiden hintojen hienoisesti laskevan, mikä helpottaa marginaalipainetta, kun taas Special Steelsin marginaalien odotamme säilyvän vakaana. Vuoden 2020 ennustemme oikaistuksi käyttökatteeksi on 8,7 miljardia kruunua (oik. EBITDA 12 %).

Ennusteet 3/3

Vuoden 2020 veroasteen odotamme olevan niin ikään 21 %, kun taas rahoituskulut laskevat ennusteissamme vielä maltillisesti vuoden 2019 tasosta kun yhtiö lyhentää korollista velkaa. Siten odotamme operatiivisen tuloksen laskua heijastellen vuoden 2020 EPS:n laskevan 3,42 kruunuun. Odotamme yhtiön kuitenkin yhä korottavan osinkoa maltillisesti 1,60 kruunuun osakkeelta. Odotamme vuoden 2020 kassavirran laskevan maltillisesti operatiivista tulosta heijastellen, mutta edelleen maltillisella tasolla pysyvien investointitarpeiden takia tase jatkaa vahvistumistaan. Ennusteillamme yhtiön vuoden 2020 lopun omavaraisuusaste nousee 71 %:iin ja nettovelkaantumisaste laskee 7 %:iin.

Vuoden 2021 ennusteet

Näkyvyys SSAB:n liiketoimintaan on kroonisesti hyvin heikko tuloksen heiluessa voimakkaasti markkinaparametrien muutoksien mukana. Tämä taas heikentää pitkän tähtäimen ennusteiden luotettavuutta ja niiden rooli onkin pääasiassa toimia pohjana pitkän tähtäimen kassavirtamallille.

Odotamme liikevaihdon säilyvän hienoisella laskukäyrällä vuonna 2021, minkä ajurina toimii etenkin yhä laskukäyrällä säilyvät volyymit Euroopassa. Americasin volyymien odotamme niin ikään kääntyvän laskuun, mutta Special Steelsin odotamme yltävän yhä pieneen kasvuun. Tibnorin ja Ruukki Constructionin liikevaihdon sen sijaan odotamme laskevan vuonna 2021. Koko vuoden osalta odotamme 1,1 %:n liikevaihdon laskua 72 miljardiin kruunuun.

Laskevat volyymit heijastuvat tehokkuuden kautta myös kannattavuuteen ja odotamme kannattavuuden heikkenevän kaikissa segmenteissä Special Steelsiä lukuun ottamatta. Liikevaihdon lasku heijastuu myös Tibnorin ja Ruukki Constructionin kannattavuuksiin joiden odotamme myös laskevan. Näin ollen

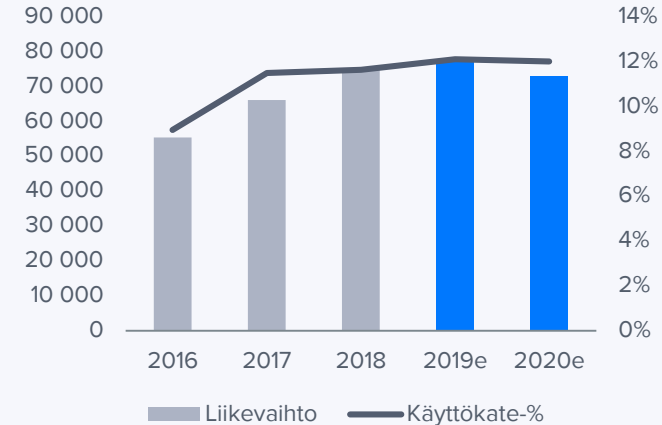
konsernitason oikaistun käyttökatteen ennusteemme on 8,4 miljardia kruunua (oik. EBITDA-% 11,7 %).

Pitkän tähtäimen ennusteet

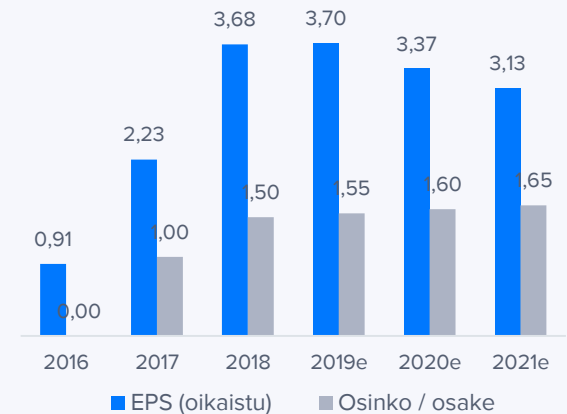
Pitkällä tähtäimellä arvioimme SSAB:n kasvavan hieman yleistä taloutta hitaammin. Pitkän tähtäimen ennusteet, joiden pohjalla on yhtiön päämarkkinoiden odotettu kasvu odottavat yhtiön liikevaihdon kasvavan noin 1-2 %:n kasvuvauhtia vuosina 2022-2027.

SSAB:n kannattavuuden osalta odotamme oikaistun käyttökattemarginaalin liikkuvan 8,8 - 11,9 %:n välillä. Ennusteemme nojaa oletukseen siitä, että markkinatilanne yhtiön päämarkkinoilla pysyy terveenä, eikä vuosien 2015-2016 kaltaista tuonnin aiheuttamaa hintapainetta nähdä markkinoilla. Sinänsä mahdoton skenaario tämä ei ole, mikäli nykyisiä tulleja ja tuontikiintiöitä ei uusittaisi niiden loputtua. Emme odota pitkällä aikavälillä nykyisen maailmanlaajuisen ylikapasiteetin olennaisesti laskevan, joten ilman suoja-toimia tuontipaine voisi kasvaa selvästikin. Tällöin ennustamiimme marginaaleihin kohdistuisi selvää painetta.

Liikevaihto ja käyttökatte



Osakekohtainen tulos ja osinko (SEK)



Kvartaaliennusteet

Tuloslaskelma	2017	Q1'18	Q2'18	Q3'18	Q4'18	2018	Q1'19e	Q2'19e	Q3'19e	Q4'19e	2019e	2020e	2021e	2022e
Liikevaihto	66059	17389	19263	19037	19252	74941	19729	20389	18789	18302	77210	72875	72049	73163
Special Steels	16053	4674	5142	4684	4369	18869	5216	5133	4776	4289	19415	19162	19545	20008
Europe	31048	8051	8892	7754	8099	32796	8344	8653	7354	7717	32069	29672	29208	29669
Americas	12727	3363	4040	4712	4763	16878	5131	4961	4940	4423	19455	17209	16697	16864
Tibnor	7821	2058	2253	1949	2173	8434	2099	2276	1968	2195	8538	8538	8453	8537
Ruukki Construction	5773	1088	1578	1799	1674	6140	1110	1610	1817	1691	6227	6165	6072	6133
Other + Group Adjustments	-7363	-1845	-2642	-1861	-1827	-8175	-2170	-2243	-2067	-2013	-8493	-7871	-7925	-8048
Käyttökate	7591	1836	2582	2350	1944	8712	2541	2671	2343	1788	9343	8743	8418	8514
Poistot ja arvonalennukset	-3753	-920	-952	-963	-936	-3771	-1037	-1039	-1038	-1039	-4153	-3967	-3959	-3797
Liikevoitto ilman kertaeriä	3838	916	1630	1600	1035	5181	1504	1632	1305	749	5190	4776	4460	4717
Liikevoitto	3838	916	1630	1387	1008	4941	1504	1632	1305	749	5190	4776	4460	4717
Special Steels	1465	434	522	537	-72	1421	461	523	504	135	1623	1582	1587	1621
Europe	2988	657	907	460	733	2757	550	715	215	362	1841	1614	1505	1604
Americas	183	129	365	789	554	1837	728	524	719	424	2396	1796	1553	1571
Tibnor	252	67	83	52	28	230	57	81	41	26	204	199	173	185
Ruukki Construction	171	-62	59	103	81	181	-31	55	85	59	168	156	150	153
Other + Group Adjustments	-296	-77	-58	-299	-55	-489	-81	-83	-77	-75	-317	-295	-297	-302
Depreciation on surplus values, IPSCO	-713	-179	-192	-198	-203	-772	-125	-125	-125	-125	-500	-50	-50	-65
Depreciation on surplus values, Rautaruukki	-212	-54	-56	-57	-57	-224	-55	-57	-56	-57	-225	-225	-160	-50
Nettorahoituskulut	-976	-147	-203	-154	-33	-537	-80	-90	-90	-90	-350	-360	-360	-108
Tulos ennen veroja	2862	769	1427	1233	975	4404	1424	1542	1215	659	4840	4416	4100	4609
Verot	-552	-99	-114	-351	-275	-839	-299	-324	-255	-138	-1016	-927	-861	-968
Vähemmistöosuudet	-16	-5	-3	-4	-4	-16	-4	-4	-4	-4	-16	-16	-16	-16
Nettotulos	2294	665	1310	878	696	3549	1121	1214	956	517	3807	3473	3223	3625
EPS (oikaistu)	2,23	0,65	1,27	1,06	0,70	3,68	1,09	1,18	0,93	0,50	3,70	3,37	3,13	3,52
EPS (raportoitu)	2,23	0,65	1,27	0,85	0,68	3,45	1,09	1,18	0,93	0,50	3,70	3,37	3,13	3,52
Tunnusluvut	2017	Q1'18	Q2'18	Q3'18	Q4'18	2018	Q1'19e	Q2'19e	Q3'19e	Q4'19e	2019e	2020e	2021e	2022e
Liikevaihdon kasvu-%	19,3 %	10,5 %	12,6 %	17,6 %	13,1 %	13,4 %	13,5 %	5,8 %	-1,3 %	-4,9 %	3,0 %	-5,6 %	-1,1 %	1,5 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	216,4 %	30,4 %	35,3 %	46,9 %	23,0 %	35,0 %	64,2 %	0,1 %	-18,4 %	-27,7 %	0,2 %	-8,0 %	-6,6 %	5,8 %
Käyttökate-%	11,5 %	10,6 %	13,4 %	12,3 %	10,1 %	11,6 %	12,9 %	13,1 %	12,5 %	9,8 %	12,1 %	12,0 %	11,7 %	11,6 %
Oikaistu liikevoitto-%	5,8 %	5,3 %	8,5 %	8,4 %	5,4 %	6,9 %	7,6 %	8,0 %	6,9 %	4,1 %	6,7 %	6,6 %	6,2 %	6,4 %
Nettotulos-%	3,5 %	3,8 %	6,8 %	4,6 %	3,6 %	4,7 %	5,7 %	6,0 %	5,1 %	2,8 %	4,9 %	4,8 %	4,5 %	5,0 %

Arvonmääritys 1/2

Arvostuksen perusta

Suosimme SSAB:n arvonmäärityksessä etenkin tulospohjaisia arvostuskertoimia, joita tarkastelemme absoluuttisin mittarein ja suhteessa muista teräsyhtiöistä koostuvaan verrokkiryhmään. Mielestämme SSAB:lle parhaiten soveltuvat kertoimet ovat EV/EBITDA ja P/E. Mielestämme näitä kertoimia kannattaa tarkastella parina, sillä yhtiön kiinteän omaisuuden suurehkon poistomassan (ml. toistuvat sijoitukset kiinteään omaisuuteen) takia EV/EBITDA antaa helposti liian positiivisen kuvan arvostuksesta. Toisaalta P/E:tä räsittävät lyhyellä tähtäimellä yritysostojen yliarvojen poistot. Ne kuitenkin supistuvat jo lyhyellä tähtäimellä, kun yrityskaupoista syntyneet erät on poistettu (tähän tase-erään ei sitoudu lisää pääomia ilman uusia yrityskauppoja).

Näiden tekijöiden takia kassavirtapohjaiset kertoimet, kuten P/FCF tai P/FCFF olisivat teoriassa mielestämme SSAB:lle parhaiten soveltuvia etenkin lyhyellä tähtäimellä. Kassavirtakertoimia käytettäessä käyttö-pääoman heilahdukset ja investointisykliin vaiheet on otettava huomioon. Tämä monimutkaistaa niiden hyödyntämistä etenkin suhteellisessa arvonmäärityksessä.

Perusteollisuusyhtiölle myös tasepohjainen P/B ja osinkotuotto ovat perinteisesti käyttökelpoisia lukuja. Käytännössä näiden tunnuslukujen pari toimii etenkin hyvänä riskitason ilmapuntarina, sillä matala tasearvostus ja korkea osinkotuotto muodostavat kurssille yleensä selkeimmän tukitason heikossakin tulossyklissä. Vastaavasti korkea tasearvostus ja matala osinkotuotto indikoivat tyypillisesti korkeita tulosodotuksia ja/tai kohollaan olevia tuloskertoimia.

Painotamme arvonmäärityksessä etenkin lyhyen tähtäimen arvostuskertoimia, sillä toimialan dynamiikan takia ennusteriskit ovat normaalia selvästi suuremmat.

Pitkän tähtäimen ennusteisiimme pohjautuvassa ja valtaosin kaukaista tulevaisuutta painottavassa DCF-arvonmäärityksessä riskit ovat kaikkien suurimmat, minkä takia sen rooli arvonmäärityksessä on toimia realiteettitarkastuksena ja lyhyen tähtäimen ennusteiden tukena.

Arvostukseen vaikuttavat tekijät

Mielestämme SSAB:lle hyväksyttävään arvostustasoon vaikuttavat etenkin seuraavat tekijät:

- **Vahva markkina-asema ydinmarkkinoilla** kasvattaa luottamusta yhtiön pitkän aikavälin kehityksen suhteen
- **Hyvässä kunnossa oleva tase** rajaa sijoittajan riskiprofiilia heikommassa syklissä ja mahdollistaa voitonjaon tasaisen kasvattamisen sekä investoinnit/yritysostot
- **Liiketoiminnan ja tuloksen syklisyys** nostaa sijoittajan riskiprofiilia ja edellyttää tiettyä turvamarginaalia arvostuskertoimissa
- **Liiketoiminnan pääomaintensiivisyys** sitoo yhtiön kassavirtaa tehtäisiin ja käyttö-pääomaan, mikä rajoittaa jossain määrin hyväksyttäviä arvostuskertoimia
- **Merkittävä liikearvon määrä** laskee pääoman tuottoa ja nostaa riskiprofiilia etenkin Americasin osalta, mikä rajaa hyväksyttävää arvostustasoa

Verrokkiryhmän historiallinen EV/EBITDA-kerroin on ollut noin 5-7x haarukassa 2010-luvulla, mikä vastaa noin 9-13x P/E-kerrointa. Pidämme tätä haarukkaa myös SSAB:illa perusteltuna arvostukseen vaikuttavat tekijät huomioiden. Haarukoissa on tiettyä liikkumavaraa osakemarkkinoiden yleinen arvostustaso sekä yhtiökohtaiset riskiprofiilit

huomioiden. Haarukoiden keskikohdat ovat alle Helsingin Pörssin yhtiöiden arvostuksen pitkän aikavälin keskiarvon, minkä perusteena on etenkin alan toimijoiden tuloksen syklinen luonne.

Absoluuttiset arvostuskertoimet

SSAB:n toteutuneella ja ennusteidemme mukaisella tuloksella oikaisut P/E-luvut vuosille 2018-2019e ovat 7x 8x. Vastaavat EV/EBITDA-kertoimet ovat 4,4x ja 4,5x. Nämä kertoimet ovat mielestämme yhtiölle maltilliset ja arvostus on myös maltillinen suhteessa yhtiön historialliseen (2010-luku) seuraavan 12 kuukauden mediaani EV/EBITDA-kertoimeen 8x.

Syklin vaihe mielestämme rajaa hyväksyttäviä arvostuskertoimia, mutta nykyisissä kertoimissa on nousuvaa indikoimamme hyväksyttävän haarukan puitteissa. Yhtiön vapaan rahavirran tuottojen arviomme nousevan kaksinumeroiseksi vuonna 2019, kun tulos säilyy hyvällä tasolla ja toisaalta investointitarpeet ovat hieman alle pitkän aikavälin keskiarvon.

Maltillisen tasaisella nousukäyrällä pysyvän osingon ansiosta arviomme lähivuosien osinkotuottojen olevan noin 5 %:n tasolla. SSAB:n P/B-luku on teollisuusyhtiölle matalalla tasolla 0,5x ja hieman alle historiallisen mediaani tason 0,6x. Suuren liikearvomassan takia SSAB:ta ei mielestämme ole kuitenkaan perusteltua arvostaa merkittävästi tätä korkeammalle tai kirja-arvoon ainakaan ennen kuin Americasin tulostaso (ja siten myös liikearvon kurantius) on kestävästi todistettu.

Arvonmääritys 2/2

Pääoman tuoton pohjalta arvioituna keskimääräistä matalampi tasepohjainen arvostus on myös perusteltu, sillä vuosien 2015-2019e keskimääräinen oman pääoman tuotto on vain 3,5 %. Pääoman tuotto on ollut nousukäyrällä Rautaruukki-järjestelyn hyötyjen ja markkinatilanteen vahvistumisen seurauksena ja ennusteidemme toteutuessa arvioimme markkinan hinnoittelevan yhtiötä nousseen pääoman tuoton vuoksi hieman nykyistä korkeammalla tasepohjaisella arvostuksella.

Suhteellinen arvostustaso

SSAB:n arvostukselle hyvän mittatikun antaa verrokkiryhmä, joka koostuu useista terästeollisuuden yhtiöistä. Suhteellista arvostusta katsottaessa on mielestämme huomioitava jossain määrin eroavat markkina-asetat ja kokoluokka sekä erot kannattavuudessa ja liiketoimintamalleissa. Mielestämme SSAB voidaan hinnoitella tulospohjaisesti linjaan koko verrokkiryhmän kanssa, sillä mielestämme yhtiöllä ei ole nettovaikutukseltaan niin merkittäviä kilpailuetuja tai -haittoja, että selkeä preemio- tai alennushinnoittelu olisi perusteltu.

Vuoden 2019 tuloskertomilla SSAB on arvostettu hieman verrokkiryhmää matalammalle ja kokonaisuutena verrokkiryhmän arvostuskertoimet ovat hyvin maltilliset. Verrokkiryhmän 2019e mediaani EV/EBITDA on 5,4x ja selvästi alle 2010-luvun mediaanitason (ks. seuraava sivu). Myös vuoden 2019e P/E-kertoimella osake on 10 % aliarvostettu suhteessa verrokkiryhmän mediaaniin 9x.

Tasepohjaisesti yhtiö on selvästi aliarvostettu verrokkiryhmään nähden, mikä heijastelee mielestämme eroja pääoman tuottotasoina ja SSAB:n liikearvoon liittyviä riskejä. SSAB:n lähivuosien osinkotuotot ovat noin kaksinkertaiset verrokkiryhmään nähden.

Kokonaisuutena suhteellinen arvostus mielestämme tukee näkemystämme osakkeen nousuvarasta. Yleisesti toimialan yhtiöt arvostetaan tällä hetkellä näkemyksemme mukaan suhteellisen matalalle, mikä kertoo mielestämme syklin lyhyen tähtäimen epävarmuudesta ja pinnalla olevista poliittisista riskeistä.

DCF-arvonmääritys

Annamme rahavirtamallille (DCF) arvon-määrityksessä verrattain pienen painoarvon, sillä DCF-malli on erittäin herkkä etenkin terminaaliarvon parametrien muutoksille. DCF-mallin mukainen SSAB:n osakkeen arvo on 36,9 kruunua osakkeelta. DCF-malli perustuu pitkän aikavälin ennusteillemme, jossa liikevaihdon orgaaninen kasvu on vuosina 2023-2028 1-2 %:n haarukassa ja käyttökatemarginaali asettuu 8,7 ja 11,3 %:n välille. Terminaalissa kasvun ennusteemme on 1,5 %:ssa ja käyttökatemarginaalin 8,7 %:ssa. Mallissa terminaalien painoarvo on 40 %, mikä on kohtuullinen. Tämä on mielestämme perusteltua pitkän tähtäimen näkymien ja liiketoiminnan syklisen luonteen takia.

Rahavirtamallissa SSAB:n pääoman kustannus on 8,6 %, mitä nostaa tuloksen voimakkaan syklisyyden takia korkea oman pääoman tuotto ja toisaalta matala velkavipu. Oman pääoman kustannus on 10,1 %, mikä taas heijastelee mielestämme SSAB:n riskiprofiilin mukaista pitkän aikavälin tuottovaatimusta. Riskitön korko on 3 %, markkinariskipreemio 4,75 % ja beta 1,5.

Sijoitusnäkemys, tavoitehinta ja suositus

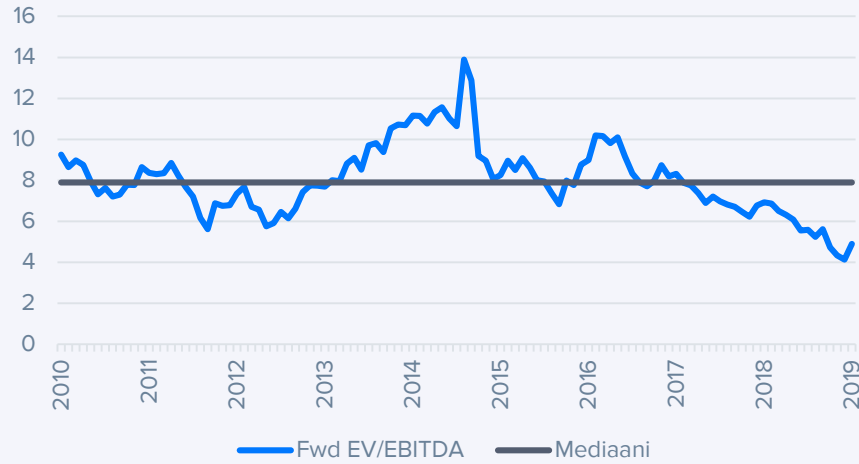
Aloitamme SSAB:n B-sarjan osakkeen seurannan lisää-suosituksella ja 34,0 kruunun tavoitehinnalla. Näkemyksemme mukaan lyhyen tähtäimen arvostuskertoimissa on nykyiseltä tasolta nousuvaraa yhtiön tuloskehityksen ollessa kohtuullisen vakaata. Riskeinä ennusteillemme ja siten näkemyksellemme

pidämme lyhyen tähtäimen epävarmuutta makrokuvassa, missä olennaiset muutokset voivat heijastua ennusteisiin merkittävästi. Suojaa tätä vastaan antaa toisaalta yhtiön matala tasepohjainen arvostus.

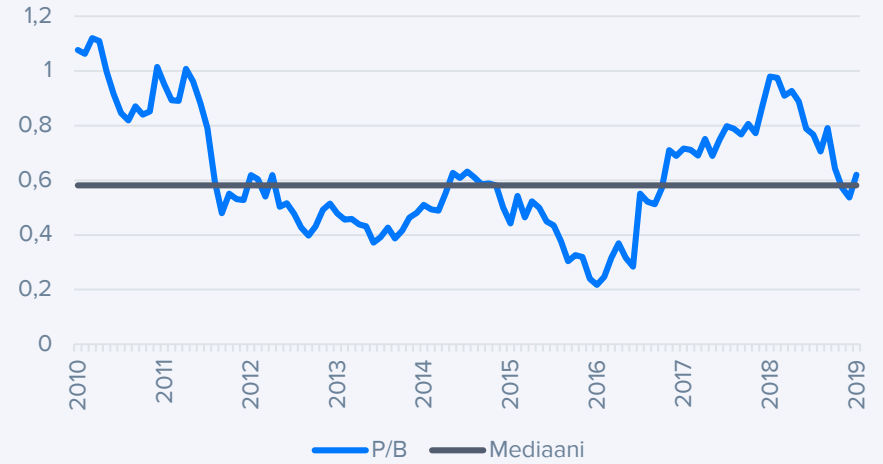
Historiallisesti yhtiön suuremman äänivallan A-sarjan osaketta on hinnoiteltu 2000-luvulla keskimäärin noin 13,5 %:n preemiolla suhteessa B-sarjan osakkeeseen. A-sarjan osake oikeuttaa yhteen ääneen, kun taas B-sarjan osake yhden äänen kymmenykseen. Muuta eroa osakesarjoilla ei ole. Mielestämme sijoittajan on perusteltua ostaa tyypillisesti halvempaa B-sarjan osaketta, sillä suuremman äänivallan hyöty ei ole tyypillisesti olennainen sijoittajan kannalta.

Historialliset arvostuskertoimet

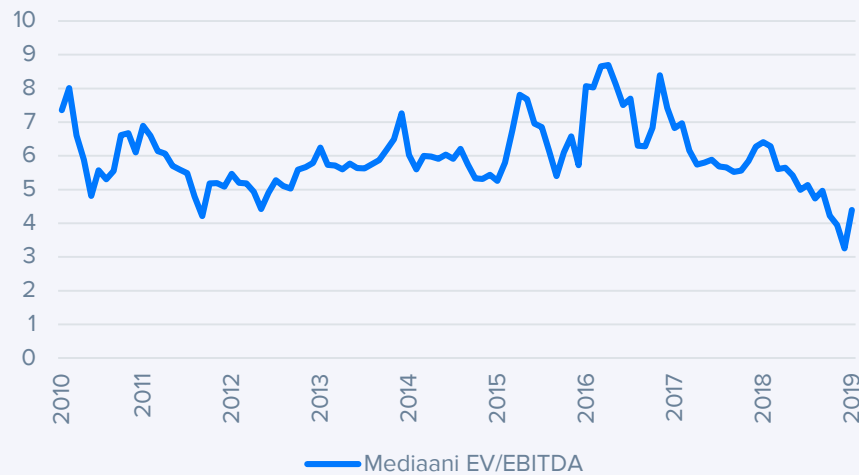
Historiallinen EV/EBITDA



Historiallinen P/B



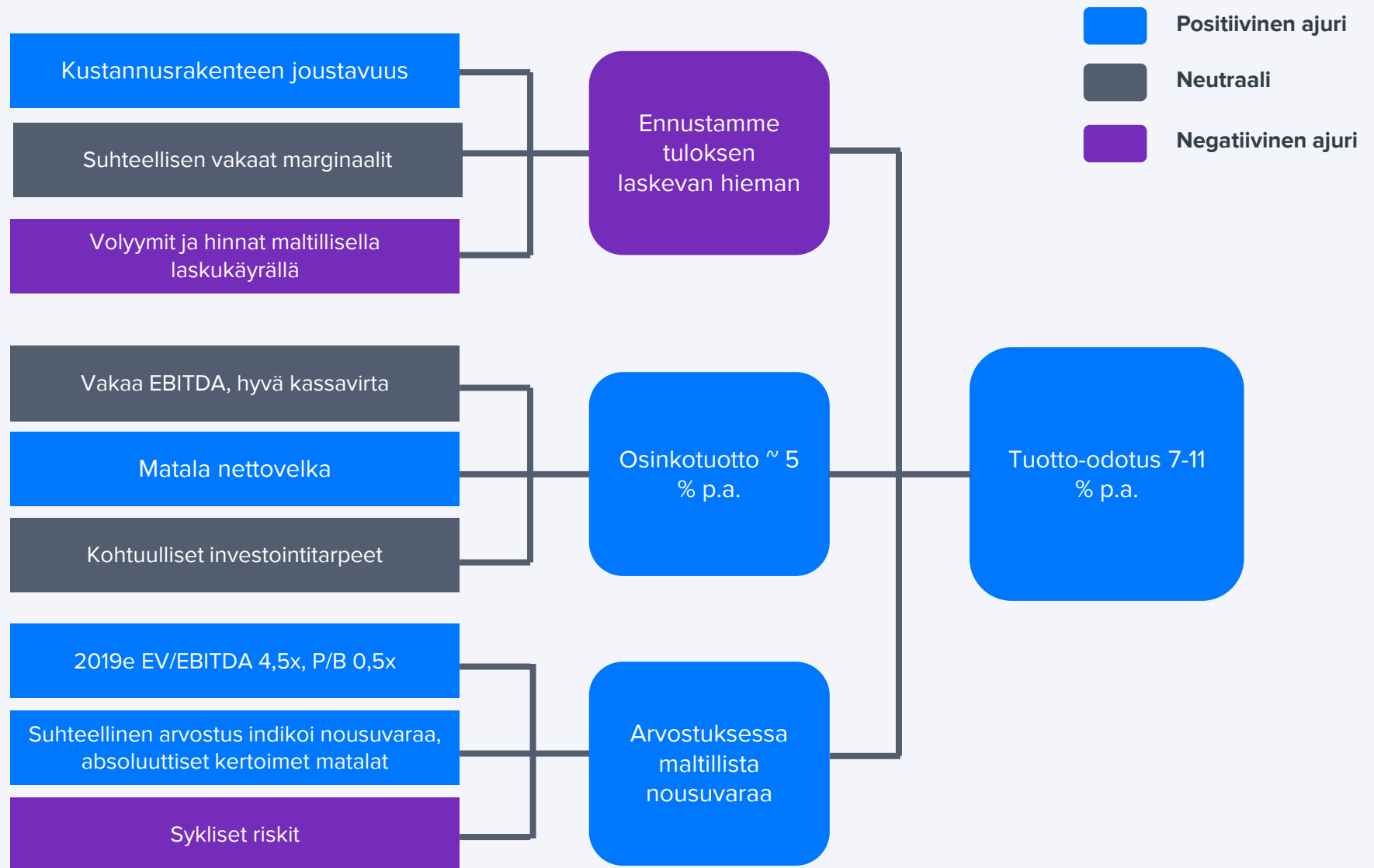
Verrokkiryhmän* historiallinen EV/EBITDA



Lähde: ThompsonReuters ja Inderes

* SSAB, ArcelorMittal, AK Steel, Nucor, Salzgitter, US Steel

Osaketuoton ajurit 2019e-2020e



Vertailuryhmä

Verokkiryhmän arvostus Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
				2019e	2020e	2019e	2020e	2019e	2020e	2019e	2020e	2019e	2020e	2019e
ArcelorMittal	20,66	21275	31973	6,1	5,8	4,0	3,7	0,5	0,4	6,4	6,4	1,3	2,3	0,5
AK Steel	3,18	877	2880	7,8	7,4	5,5	5,4	0,4	0,4	6,3	6,7			2,4
Nucor	61,45	16536	19443	7,6	8,0	6,0	6,2	0,8	0,8	9,9	10,7	2,6	2,6	1,7
Salzgitter	26,21	1567	1688	12,2	10,3	5,3	4,8	0,3	0,3	9,3	7,7	2,1	2,2	0,4
US Steel	24,07	3651	4857	7,5	7,6	4,3	4,5	0,4	0,4	8,5	9,6	0,9	0,8	0,9
Voestalpine	27,10	4874	8840	12,0	10,1	5,9	5,3	0,7	0,7	11,5	8,4	4,1	4,3	0,8
Nipon Steel	2023,0	15241	35728			6,8	6,8	0,7	0,7	7,5	8,5	3,9	3,5	0,6
Baosteel	7,64	22417	30742	8,2	7,3	4,9	4,4	0,7	0,7	9,3	8,4	5,8	6,3	0,9
Aperam	29,02	2467	2523	7,7	6,0	5,2	4,3	0,5	0,5	10,9	9,0	5,8	6,2	0,9
Acerinox	9,57	2660	3371	9,9	8,8	6,4	5,9	0,6	0,6	12,0	10,5	5,1	5,3	1,3
SSAB (Inderes)	30,74	33392	42243	8,1	8,1	4,5	4,4	0,5	0,5	8,3	9,1	4,8	4,9	0,5
Keskiarvo				8,8	7,9	5,4	5,1	0,6	0,5	9,1	8,6	3,5	3,7	1,1
Mediaani				7,8	7,6	5,4	5,0	0,6	0,5	9,3	8,5	3,9	3,5	0,9
Erotus-% vrt. mediaani				4 %	7 %	-16 %	-12 %	-5 %	0 %	-10 %	8 %	22 %	43 %	-41 %

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

Arvostus yhteenveto

Arvostustaso	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e	2022e
Osakekurssi	26,69	44,90	24,92	30,74	30,74	30,74	30,74
Osakemäärä, milj. kpl	1030	1030	1030	1030	1030	1030	1030
Markkina-arvo	33849	43720	27359	33392	33392	33392	33392
Yritysarvo (EV)	53249	57587	38013	42243	38670	35469	32518
P/E (oik.)	29,3	20,2	6,8	8,3	9,1	9,8	8,7
P/E	29,3	20,2	7,2	8,3	9,1	9,8	8,7
P/Kassavirta	neg.	5,3	14,3	6,4	6,1	6,5	7,0
P/B	0,6	0,8	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
P/S	0,6	0,7	0,4	0,4	0,5	0,5	0,5
EV/Liikevaihto	1,0	0,9	0,5	0,5	0,5	0,5	0,4
EV/EBITDA (oik.)	10,8	7,6	4,4	4,5	4,4	4,2	3,8
EV/EBIT (oik.)	43,9	15,0	7,3	8,1	8,1	8,0	6,9
Osinko/tulos (%)	0,0 %	44,9 %	43,5 %	41,9 %	47,5 %	52,7 %	46,9 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	2,4 %	5,6 %	4,8 %	4,9 %	5,1 %	5,1 %

Lähde: Inderes

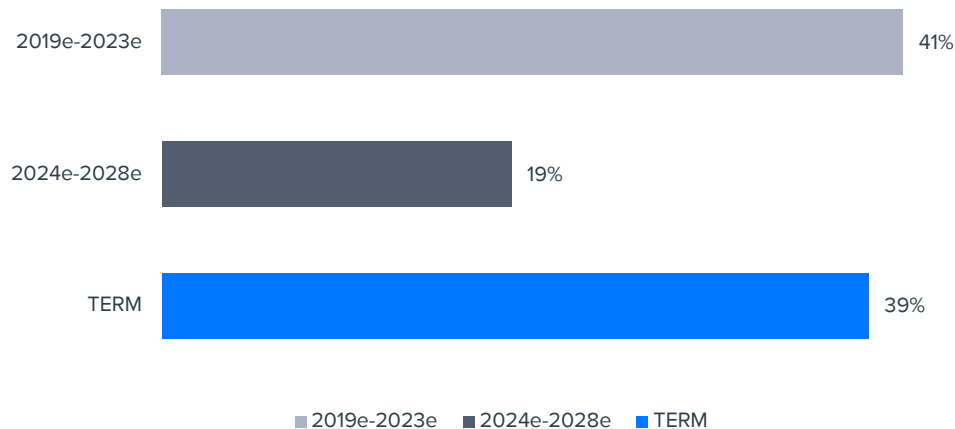
Kassavirtalaskelma

DCF-laskelma	2018	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	TERM
Liikevoitto	4941	5190	4776	4460	4717	4851	4948	4658	3960	4019	4079	
+ Kokonaispoistot	3771	4153	3967	3959	3797	3607	3463	3339	3234	3084	3037	
- Maksetut verot	0	-1016	-927	-861	-966	-997	-1023	-978	-832	-844	-857	
- verot rahoituskuluista	-102	-74	-76	-76	-24	-22	-16	0	0	0	0	
+ verot rahoitustuotoista	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
- Käyttöpääoman muutos	-935	-529	228	320	-89	-306	-312	-318	-325	-248	-252	
Operatiivinen kassavirta	7674	7724	7968	7802	7435	7133	7060	6701	6037	6011	6008	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	-8	22	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
- Bruttoninvestoinnit	-5758	-4100	-2500	-2653	-2679	-2763	-2729	-2722	-2901	-2800	-2997	
Vapaa operatiivinen kassavirta	1908	3646	5468	5149	4756	4371	4331	3979	3136	3211	3011	
+/- Muut	0	1600	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
Vapaa kassavirta	1908	5246	5468	5149	4756	4371	4331	3979	3136	3211	3011	43082
Diskontattu vapaa kassavirta	4893	4696	4072	3464	2931	2675	2263	1642	1548	1337	19132	
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta	48653	43760	39064	34992	31528	28597	25923	23660	22018	20469	19132	
Velaton arvo DCF	48653											
- Korolliset velat	-13216											
+ Rahavarat	2598											
-Vähemmistöosuus	-45											
-Osinko/pääomapalautus	0											
Oman pääoman arvo DCF	37990											
Oman pääoman arvo DCF per osake	36,89											

Rahavirran jakauma jaksoittain

Pääoman kustannus (wacc)	
Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	25,0 %
Vieraan pääoman kustannus	5,0 %
Yrityksen Beta	1,50
Markkinoiden riski-premio	4,75 %
Likviditeettipremio	0,00 %
Riskitön korko	3,0 %
Oman pääoman kustannus	10,1 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	8,6 %

Lähde: Inderes



Tase

Vastaavaa	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Pysyvät vastaavat	54954	57203	57150	55683	54378
Liikearvo	27730	29994	29994	29994	29994
Aineettomat hyödykkeet	1918	1444	719	446	236
Käyttöomaisuus	23931	23953	24625	23431	22335
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	651	697	697	697	697
Muut sijoitukset	433	608	608	608	608
Muut pitkäaikaiset varat	0	0	0	0	0
Laskennalliset verosaamiset	291	507	507	507	507
Vaihtuvat vastaavat	32522	35284	36207	34404	34060
Vaihto-omaisuus	16035	19813	20383	19239	19021
Muut lyhytaikaiset varat	4416	4088	4088	4088	4088
Myyntisaamiset	7822	8784	9034	8526	8430
Likvidit varat	4249	2598	2702	2551	2522
Taseen loppusumma	87476	92487	93357	90087	88438

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Oma pääoma	53294	59514	61776	63652	65227
Osakepääoma	9062	9062	9062	9062	9062
Kertyneet voittovarot	19107	23426	25689	27565	29140
Oman pääoman ehtoiset lainat	0	0	0	0	0
Uudelleenarvostusrahasto	2041	2041	2041	2041	2041
Muu oma pääoma	23021	24907	24907	24907	24907
Vähemmistöosuus	63	78	78	78	78
Pitkäaikaiset velat	17864	11666	5495	3995	2295
Laskennalliset verovelat	874	1044	1044	1044	1044
Varaukset	591	605	605	605	605
Lainat rahoituslaitoksilta	16053	9693	3500	2000	300
Vaihtovelkakirjalainat	0	0	0	0	0
Muut pitkäaikaiset velat	346	324	346	346	346
Lyhytaikaiset velat	16318	21307	26086	22440	20916
Lainat rahoituslaitoksilta	2011	3523	8165	5278	3898
Lyhytaikaiset korottomat velat	10215	13375	13512	12753	12609
Muut lyhytaikaiset velat	4092	4409	4409	4409	4409
Taseen loppusumma	87476	92487	93357	90087	88438

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

Raporteilla esitettävä informaatio on hankittu useista eri julkisista lähteistä, joita Inderes pitää luotettavana. Inderesin pyrkimyksenä on käyttää luotettavaa ja kattavaa tietoa, mutta Inderes ei takaa esitettyjen tietojen virheettömyyttä. Mahdolliset kannanotot, arviot ja ennusteet ovat esittäjiensä näkemyksiä. Inderes ei vastaa esitettyjen tietojen sisällöstä tai paikkansapitävyydestä. Inderes tai sen työntekijät eivät myöskään vastaa raporttien perusteella tehtyjen sijoituspäätösten taloudellisesta tuloksesta tai muista vahingoista (välittömät ja välilliset vahingot), joita tietojen käytöstä voi aiheutua. Raportilla esitettyjen tietojen perustana oleva informaatio voi muuttua nopeastikin. Inderes ei sitoudu ilmoittamaan esitettyjen tietojen/kannanottojen mahdollisista muutoksista.

Mahdolliset kannanotot, arviot ja ennusteet ovat esittäjiensä näkemyksiä. Inderes ei vastaa esitettyjen tietojen sisällöstä tai paikkansapitävyydestä. Inderes tai sen työntekijät eivät myöskään vastaa tämän raportin perusteella tehtyjen päätösten taloudellisesta tuloksesta tai muista vahingoista (välittömät ja välilliset vahingot), joita tietojen käytöstä voi aiheutua. Raportilla esitettyjen tietojen perustana oleva informaatio voi muuttua nopeastikin. Inderes ei sitoudu ilmoittamaan esitettyjen tietojen/kannanottojen mahdollisista muutoksista.

Tuotetut raportit on tarkoitettu informatiiviseen käyttöön, joten raportteja ei tule käsittää tarjoukseksi tai kehotukseksi ostaa, myydä tai merkitä sijoitustuotteita. Asiakkaan tulee myös ymmärtää, että historiallinen kehitys ei ole tae tulevasta. Tehdessään päätöksiä sijoitustoimenpiteistä, asiakkaan tulee perustaa päätöksensä omaan tutkimukseensa, sekä arvioonsa sijoituskohteen arvoon vaikuttavista seikoista ja ottaa huomioon omat tavoitteensa, taloudellinen tilanteensa sekä tarvittaessa käytettävä neuvonantaja. Asiakas vastaa sijoituspäätöksensä tekemisestä ja niiden taloudellisesta tuloksesta.

Inderesin tuottamia raportteja ei saa muokata, kopioida tai saattaa toisten saataville kokonaisuudessaan tai osissa ilman Inderesin kirjallista suostumusta. Mitään tämän raportin osaa tai raporttia kokonaisuudessaan ei saa missään muodossa luovuttaa, siirtää tai jakaa Yhdysvaltoihin, Kanadaan tai Japaniin tai mainittujen valtioiden kansalaisille. Myös muiden valtioiden lainsäädännössä voi olla tämän raportin tietojen jakeluun liittyviä rajoituksia ja henkilöiden, joita mainitut rajoitukset voivat koskea, tulee ottaa huomioon mainitut rajoitukset.

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen tämänhetkisen hinnan ja 12 kuukauden tavoitehintamme väliseen prosenttieroön. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituksen myy, vähennä, lisää ja

osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään neljä kertaa vuodessa yhtiöiden osavuositarkastusten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvon mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmäärittämenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF) ja lisääarvomalli (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:

Osta	>15 %
Lisää	5-15 %
Vähennä	-5-5 %
Myy	< -5 %

Inderesin tutkimusta laatineilla analytikoilla 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 analytiikon 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, sijoittajaviestintään liittyvä neuvonanto, sijoitustutkimusraporttien laatiminen.

Inderes on tehnyt tässä raportissa suosituksen kohteena olevan liikkeeseen laskijan kanssa sopimuksen, jonka osana on tutkimusraporttien laatiminen.

Suositus historia (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
27.2.2019	Lisää	34,0 SEK	30,74 SEK



Inderes on kaikille osakesijoittajille avoin analyysipalvelu ja yhteisö. Toimintaamme ohjaavat viisi periaatetta: riippumattomuus, laadukas analyysi, intohimo osakemarkkinoita kohtaan, pääomamarkkinoiden avoimuuden parantaminen sekä toiminta yhteisönä yhteisen hyvän edistämiseksi. Tavoitteemme on vaikuttaa positiivisesti yhteiskuntaan edistämällä kotimaista omistajuutta ja kansankapitalismia. Yhteisöömme kuuluvat sijoittajat oppivat tuntemaan kohdeyhtiöt paremmin, ymmärtävät omistajuuden merkityksen ja voivat kehittyä paremmiksi sijoittajiksi. Pörssiyrityksille varmistamme, että yhtiöstä on jatkuvasti sijoittajien ja omistajien saatavilla laadukasta tietoa päätöksentekoon. Inderes-yhteisöön kuuluu yli 35 000 aktiivista sijoittajaa ja yli 100 kotimaista pörssiyritystä, jotka haluavat pitää omistajiensa tietotarpeista huolta. Palvelemme yhteisöämme yli 20 työntekijän tiimillä intohimosta osakesijoittamiseen.

Inderes Oy

Itämerentori 2
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

Palkittua analyysiä osoitteessa www.inderes.fi

Palkinnot



2015, 2018
Suositus- ja
ennustetarkkuus



2014, 2016, 2017
Suositustarkkuus



2014, 2015, 2016, 2018
Suositus- ja
ennustetarkkuus



2012, 2016, 2018
Suositustarkkuus



2012, 2016, 2017, 2018
Suositus- ja
ennustetarkkuus



2017
Suositustarkkuus



2017
Suositustarkkuus



2018
Ennustetarkkuus



**Analyysi kuuluu
kaikille.**