



Uppdragsanalys, 2016-06-03

ANALYSGUIDEN

Sotkamo Silver



Silverbolag klarar nålsögat

Silverprisets snabba återhämtning sedan årsskiftet har gett förutsättningarna för Sotkamo Silver att sätta silvergruvan i drift. Bolaget genomför nu en garanterad nyemission för att delfinansiera driftsättningen.

Den främsta tillgången för Sotkamo Silver är en silverfyndighet i östra Finland. Det låga silverpriset har hållit tillbaka bolaget från att driftsätta gruvan. Under tiden har bolaget investerat till projekt-utveckling för att kunna svara på de krav som den nya lägre prisenivån ställer på projektet. Men efter att en möjlig botten har passerats och priset gått upp till 17 USD så har bolaget nu en möjlighet att genomföra en ambitiös nyemission. Den är garanterad till 70 procent, givet att bolaget erhåller teckningsförbindelser från de tre största ägarna om 20 procent. Sett till det höga värdet i projektet anser vi att nyemissionen är värd att teckna. Vi utgår i analysen från relativt försiktiga 15 USD och konstaterar att ett högre silverpris snabbt ger hävstång i aktien.

Flera tydliga framsteg har skett i projektet sedan gruvlicensen togs över år 2007. Bolaget har genomfört studier på fyndighetens potential, införskaffat miljötillstånd och byggtillstånd samt säkrat

länelloften och teckningsförbindelser för finansieringen. ABB ger en projektfinsiering på fem miljoner euro och statliga finska innovationsfinansieringsorganisationen TEKES har gett ett länellofte om 9,4 miljoner euro.

Man ska även minnas att marknadspriset på metaller sätts i USD medan Sotkamo Silvers utgifter huvudsakligen är i euro - bolaget gynnas av en svag euro mot en stark dollar.

Vår värdering utgår ifrån bolagets senaste feasibility-studie, som vi justerar för poster som ligger utanför projektets uppskattade nuvärde. Vi beräknar ett motiverat pris per aktie till 4,05 kronor vid ett antaget silverpris om 15 USD/uns - tydligt högre än kursen per aktie i emissionen. Vi tycker att nyemissionen är rätt väg att gå för bolaget och att den är värd att teckna. Givet den potentiella lönsamheten i kalkylen ser vi potential på uppsidan och givet att bolaget följer plan finns det skäl att justera riktkursen uppåt.

NYCKELTAL

	2014	2015	2016p	2017p
Kapital från aktieägare	38,9	0,0	III	58
Antal aktier	20,6	20,6	78,4	92,9
Skulder	9,8	25,2	157,7	178,9
Eget kapital	136,6	124,8	235,3	293,1
Soliditet	93%	83%	60%	62%

Källa: Sotkamo Silver (historiska siffror) och Jarl Securities (prognoser)

Riktkurs: 4,05 kronor (efter emission), teckna

Analytiker: Paul Regnell, Jarl Securities

KORTA FAKTA

Vd: Timo Lindborg

Styrelseordförande: Mauri Visuri

Största ägare: Finlands Industriinvestering Oy

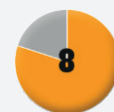
Börsvärde, mnkr: 103 (innan nyemission)

Lista: NGM Equity, Nasdaq OMX Helsingfors och

Börse Berlin

Aktuell börskurs, kr: 5

BÖRSTEMPERATUR



Ledning

Ledningsgruppen har gott om erfarenhet från gruvindustrin och företagande i Finland. Vd Timo Lindborg har flera relevanta akademiska examina.



Ägare

Ingen enskild ägare kontrollerar bolaget. Vd är fjärde största ägare med 7,3 procent av bolagets aktier varför han bör agera i aktieägarnas intresse.



Finansiell ställning

Sotkamo Silver har inga intäkter och kapitalbehovet är stort i förhållande till bolagets storlek. Den finansiella ställningen avgörs av pågående nyemissionen.



Potential

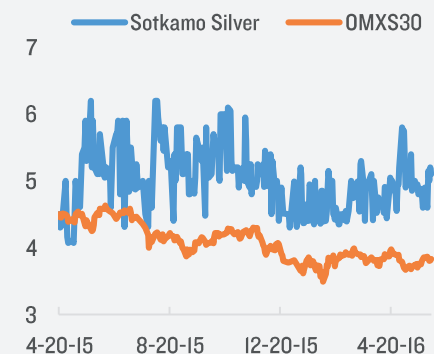
Vi ser en potential upp i aktien från teckningskursen. Möjligheten till ökade metallpriser och gynnsamma valutaväxlingar ökar potentialen.



Risk

Sänkta metallpriser, starkt euro eller försvagad amerikansk dollar skulle göra projektet mindre lönsamt. Risken sänks av den garanterade nyemissionen.

AKTIEKURS



Generella bolagskriterier

Ledning (1-10)

Ledningen bedöms efter en tiogradig skala, där betyg 1 är lågt och betyg 10 är högt. Avgörande för betygssättningen är ledningens erfarenhet, branschvana, företagsledarkompetens, förtroende hos aktiemarknaden och tidigare genomförda prestationer.

Ägare (1-10)

Ägarna bedöms efter en tiogradig skala, där betyg 1 är lågt och betyg 10 är högt. Avgörande för betyget är ägarnas tidigare agerande i det aktuella bolaget, deras finansiella styrka, deras representation i styrelsen och tidigare resultat av investeringar i liknande företag eller branscher. Långsiktighet och ansvarstagande gentemot mindre aktieägare är också väsentliga kriterier.

Finansiell ställning (1-10)

Den finansiella ställningen bedöms efter en tiogradig skala, där betyg 1 är lågt och betyg 10 är högt. I detta beslutskriterium tas hänsyn till bolagets lönsamhet, dess finansiella situation, framtida investeringsåtaganden och andra ekonomiska åtaganden, eventuella övervärden respektive undervärden i balansräkningen samt andra faktorer som påverkar bolagets finansiella ställning.

Potential (1-10)

Bolagets potential bedöms efter en tiogradig skala, där betyg 1 är lågt och betyg 10 är högt. Avgörande för betyget är storleken på bolagets potential i form av ökad vinst i förhållande till hur bolagets aktiekurs värderas i dag. Avgörande är också på vilken marknad företaget verkar och dess framtidsutsikter på denna marknad och lönsamhet. Ett bolag kan få högt betyg även om tillväxtutsikterna är låga, förutsatt att aktiens värdering i dag är ännu lägre än utsikterna. På samma sätt kan en högt värderad aktie anses ha hög potential givet att dess tillväxtförutsättningar inte fullt ut redovisas i aktiekursen.

Risk (1-10)

Risken bedöms efter en tiogradig skala, där betyg 1 är lågt och betyg 10 är högt. Risken är en sammantagen bedömning av alla de risker som ett företag kan utsättas för och som kan komma att påverka aktiekursen. Betyget grundas på en sammantagen bedömning av företagets allmänna risknivå, aktiens värdering, bolagets konkurrenssituation och bedömning av framtida omvärldshändelser som kan komma att påverka bolaget.

Om bolaget

Sotkamo Silver har utvecklat en silvergruva i finska Sotkamo genom att ta in kapital, få lånelöften, sprida kunskapen om potentialen i projektet, göra geologiska studier samt förvärva land, miljötillstånd och byggnadstillstånd. Nästa steg är att utvinna de metaller som finns i gruvan: framför allt silver, bly och zink.

Aktien har varit listad på NGM Equity i Stockholm i nuvarande sedan 2010, efter ett omvänt förvärv av Gexco AB. Sedan 2012 återfinns även aktien på Nasdaq OMX Helsingfors small cap-lista och Börse Berlin, Open Market.

Förutom silvergruvan i Sotkamo har bolaget några andra fyndigheter i mycket tidiga skeden: en guldfyndighet i finska Tammerfors, ett bearbetningstillstånd för en guldfyndighet i Värmland och mineralrättigheter till en zink-, silver- och guldfyndighet i norska Mo i Rana. Ledningen har dock gjort tydligt att det är fyndigheten i Sotkamo som är längst kommen och står i fokus.

Silvergruvan i Sotkamo

Silvergruvan upptäcktes 1980 av universitetsforskare. Gruvan ligger i den finska kommunen Sotkamo, som ligger i östra Finland, nästan 50 mil från Helsingfors och under 10 mil från ryska gränsen. Trots att gruvan varit känd länge har intresset för att utveckla dess potential historiskt varit måttlig, på grund låga ädelmetallpriser. Aktiviteterna kring gruvan satte fart när Sotkamo Silver tog över gruvlicensen i maj 2007 – sedan dess har bolaget fokuserat på att utveckla fyndigheten med visionen att starta Finlands första silvergruva.

Enligt en uppdatering av en feasibility-studie (genomförbarhetsstudie) av CTS Engtec ger idag kända malmreserver ger en förväntad livslängd på gruvan om 6 år enligt senaste siffrorna i base case. Base case är det scenario som författarna av studien finner mest sannolik och baserar sig på kända mineralreserver (malm). De totala bevisade samt sannolika reserverna är 11 miljoner uns silver, drygt 36 tusen uns guld, nästan 25 tusen ton zink och nästan 12 tusen ton bly. Den uppskattade omsättningen från denna mängd metaller är i skrivande stund över 300 miljoner euro, det vill säga över 25 gånger mer än dagens marknadsvärde på bolaget innan nyemission.

Sedan tidigare finns en del infrastruktur på plats, till exempel ventilationsschakt och produktionstunnel ner till 350 meter under jorden. Bolaget äger marken kring gruvan. Dessutom har Sotkamo Silver har bolaget säkrat miljötillstånd för verksamheten och erhållit bygglov. Bolaget har även införskaffat maskiner och annan utrustning som krävs för gruvstart, bland annat via ett leasingavtal med ABB.

Under år 2015 har flera lovande explorativa och operativa framsteg skett. Fler studier om silverhalten och fyndighetens omfattning har genomförts med positiva resultat. Det är mycket troligt att fyndigheterna i gruvan är större än vad som hittills kommunicerats eftersom omfattande studier ännu inte genomförts på hela området.

Silver

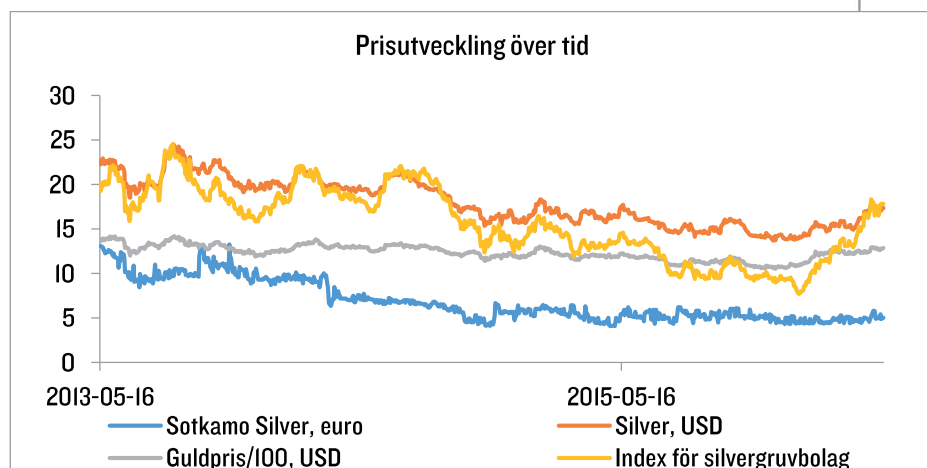
Om silver

Silver är mest känt som ett material för smycken men industriellt bruk står för ungefär hälften av all konsumtion. Silvrets egenskaper öppnar för mångsidig användning: i elektronik, i batterier, i antibakteriellt syfte, som katalysator i kemiska reaktioner, optiskt i solpaneler och speglar.

World Silver Survey är en årlig publikation om silver som görs av The Silver Institute. I senaste upplagan framgår det att efterfrågan på silver under år 2015 var ungefär 12 procent högre än utbudet. Sista året som stater nettosalde silver var 2013. Under de senaste åren har efterfrågeöverskottet ännu inte lett till ökade silverpriser men detta ger förutsättningar för en prisuppgång.

Sotkamo Silvers underliggande drivkrafter

Silverpriset följer till stor del guldpriset. Sotkamo Silver-aktien följer i sin tur silverpriset nära. Guldpriset har därmed en stor indirekt inverkan på Sotkamo Silver-aktien. Nedan graf visar guldpriset, silverpriset, Sotkamo Silvers aktiekurs och ett index bestående av silvergruvbolag.

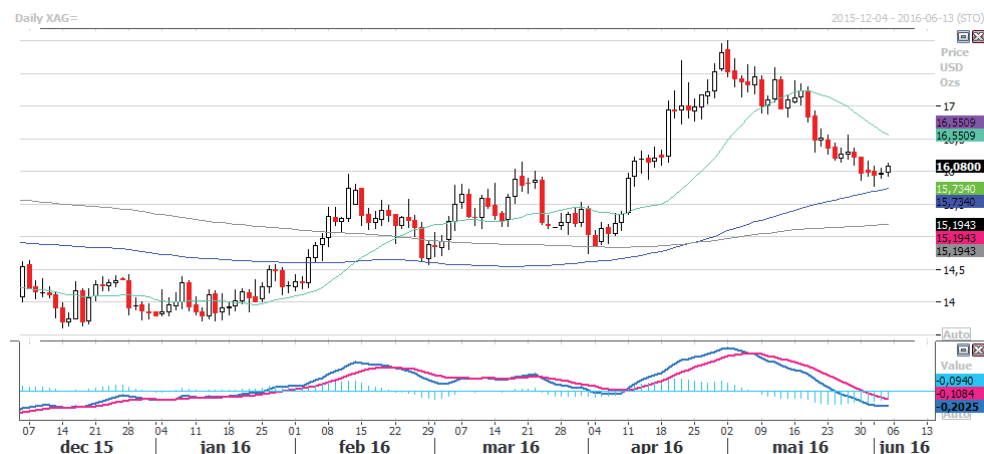


Notera att vi har delat guldpriset på 100 för att alla faktorer ska hamna i samma storleksordning. Anmärkningsvärt är också att silvergruvbolag har rusat uppåt i takt med silverprisets återhämtning, medan Sotkamo Silvers aktie inte följt med.

Silver handlas internationellt i amerikanska dollar. Bolaget gynnas av att USD stärks mot euron eftersom försäljningen av silver sker i USD men kostnaderna betalas i euro. Svenska investerare i Sotkamo har ytterligare ett lager valutaexponering i att aktien främst handlas i euro. En investering i Sotkamo Silver kan därför ses som en satsning på att silverpriset bibehålls eller ökar.

Teknisk analys av silver

Den tekniska analysen av silver visar att metallen passerat en möjlig bottenformation och sedan dess brutit upp över den viktiga gråa linjen som visar 200 dagars glidande medelvärde. Det är denna nivå vi också använder som utgångspunkt i vår fundamentala värdering eftersom den enkelt sagt visar genomsnittspriset senaste året.



Källa bild: Reuters

Ett rimligt scenario är att metallen stabiliserar sig kring 20 USD/uns.

Beskrivning av nyemission

Det stora hindret för att starta gruvdriften har varit finansieringen. För att få igång verksamheten krävs finansiering i storleksordningen 35 miljoner euro. Sotkamo Silver genomför nu en nyemission för att lägga grunden för täcka detta finansieringsbehov. Det är ovan beskrivna uppgång i silverpriset som ligger till grund för att Sotkamo Silver nu har äntligen fått förutsättningar att finansiera verksamheten.

För varje aktie erhålls företrädesrätten att teckna en unit till ett pris om 9 kronor. Varje unit innehåller fyra aktier samt en option. Teckningsperioden för uniten löper mellan 15 och 29 juni 2016. Teckningskursen för optionen är 4 kronor med lösen under augusti 2017. Emissionen är garanterad till 70 procent, vilket ledningen bedömer kommer räcka för att sätta gruvan i drift men då med låg finansiell säkerhetsmarginal. En fulltecknad nyemission ger större trygghet men är med andra ord inget krav för att projektet ska kunna gå av stapeln.

I vårt scenario tecknas nyemissionen till 70 procent och optionerna används sedan, därför att vi tror att aktiekursen kan nå och passera 4 kronor innan hösten 2017 i takt med att gruvan sätts i drift. Finska finanskoncernen Taaleri har åtagit sig att teckna för tre miljoner euro i nyemissionen.

Resterande finansieringsbehov

Utöver nyemissionen har bolaget säkrat ytterligare finansiering i form av Ett sådant kommer från TEKES, statlig finsk innovationsfinansiering, och är på 9,4 miljoner euro. Därtill har ABB lånat projektfinansiering på 5 miljoner euro som del i sin planerade leverans av gruvutrustning till gruvprojektet. Finansieringsbehovet för gruvan sammanfattas i nedan tabell.

Översikt av Sotkamo Silvers finansieringsbehov, MEUR	
Totalt finansieringsbehov	35,0
Lånelöfte TEKES	9,4
Leveransavtal ABB	5,0
Emission (70%), exkl. option, efter avgifter	12,0
Option	6,3
Kvarvarande kapitalbehov	2,3

Det kvarvarande kapitalbehovet om 2,3 miljoner euro tror vi att bolaget kan klara av att täcka genom ytterligare lån så snart projektet rullats framåt och bolaget kunnat visa att kalkylerna håller.

Vi bedömer att kostnaden för nyemissionen och för nyemissionsgarantierna uppgår 10-15 procent av det totala emissionsbeloppet. Man bör även beakta att även om nuvarande uträkningar om projektets lönsamhet är representativa för projektet så kan det bli svårt med återbetalning ifall det sker missgynnsamma svängningar i metallmarknaden och/eller valutamarknaden.

I slutet på år 2015 hade Sotkamo Silver nästan 13 miljoner kronor i likvida medel. Det totala kassaflödet från den löpande verksamheten samt investeringsverksamheten för år 2015 var minus 22,2 miljoner kronor – det vill säga nära två miljoner kronor per månad.

Värdering

För att värdera bolaget utgår vi ifrån Sotkamo Silvers senaste feasibility-studie som vi sedan justerar med våra egna antaganden och övriga bolagsspecifika poster. Feasibility-studien har två olika scenarier. Det första är ett grundscenario där gruvan är i drift under sex år och där endast de mineraler som ses som mer sannolika att vara ekonomiskt utvinningsbara inkluderas i beräkningarna. Det andra är ledningens scenario där gruvan är i drift under elva år och där även de mineraler som ses som mindre sannolika att vara ekonomiskt utvinningsbara inkluderas. Ledningens scenario leder till ett betydligt högre beräknat nuvärde av fyndigheten. Den praktiska skillnaden är att den första delen av kalkylen baserar sig på borrhningar som skett så pass tätt att man med relativ säkerhet kan sluta sig till att malmen håller tillräckligt hög kvalitet för att ge lönsamhet. Den andra gruppen baserar sig på mer glesa borrhningar där man konstaterat att det finns rika mineraliseringar men där borrhningarna ännu inte skett så pass tätt att de kan tjäna som underlag för en säkrare prognos. Allt eftersom projektet fortskrider kommer bolaget att komplettera tidigare studier.

Vi börjar med att utgå ifrån grundscenariots värdering av fyndigheten med åtta procents diskonteringsränta och ett silverpris om 15 USD per uns (pris idag \$16/uns). Detta är det genomsnittliga silverpriset för de senaste 200 handelsdagarna. Vi anser att det är motiverat med en högre diskonteringsränta än de fem procent som är utgångspunkten i feasibility-studien på grund av att Sotkamo Silver är ett litet bolag som ännu inte har visat sin förmåga att leverera kassaflöden, feasibility-studien skulle kunna vara för optimistisk jämfört med gruvans faktiska förutsättningar samt att råvaru- eller valutamarknaden kan utvecklas negativt för bolaget.

Sammantaget ger dessa antaganden ett nuvärde om 32 miljoner euro. Till detta lägger vi antaganden om att driften i gruvan kan förlängas med minst fem års ytterligare drift, baserat på ledningens scenario. Vi använder där samma antaganden om silverpris, dock diskonterat med 12 procents diskonteringsränta för att reflektera den högre risken att dessa intäkter aldrig realiseras. Detta ger en värdering på de sista fem åren på 10,8 miljoner euro.

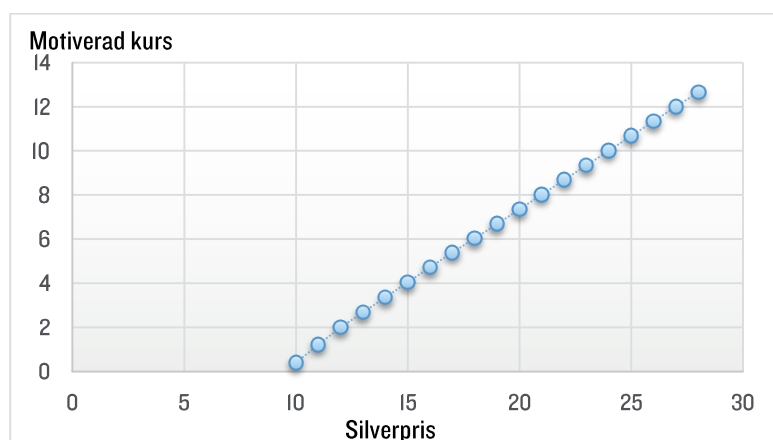
Där finns värden och kostnader i bolaget Sotkamo Silver som inte ingår i värderingen av silvergruveprojektet. Vi får inte göra misstaget att förväxla projektets finanser med bolagets finanser och gör därför justeringar för kostnader kring de andra fyndigheterna, skuldsättningen och förbrukningen av pengar som ligger utanför silvergruveprojektet. Fyndigheten i Mo i Rana är upptagen till värdet 5,25 miljoner euro i balansräkningen och vi tar den siffran rakt av. Fyndigheten i Tammerfors har varken en feasibility-studie eller en post i balansräkningen. Vi tillskriver den schablonmässigt en värdering om en miljon euro. Det sammantagna resultatet syns i värderingsmodellen nedan.

Värdering Sotkamo Silver	
NPV första 6 år @8% Ag = 15	32,0
NPV sista 5 år @12% Ag = 15	10,8
Värde Mo i Rana	5,25
Värde Tammerfors	1,0
Diskonterade kostnader moderbolag/övrig verksamhet	-6,6
Nettokassa 2015-12-31	-0,8
Est. förbrukning första 5 månader 2016	-0,8
Summa kvarvarande NPV, MEUR	40,9
Summa kvarvarande NPV, MSEK	376,1
Antal aktier, efter emission och option	92,9
Resulterande riktkurs (med silverpris \$15/uns)	4,05

Nuvärdet av projektet justerat för bolagsaktiviteterna delat med det prognostiserade antalet aktier resulterar i en riktkurs kraftigt över teckningskursen i nyemissionen. Att riktkursen blir så låg jämfört med historiska aktiepriser drivs främst av den stora utspädning som kommer av att antalet utstående aktier ökar kraftigt.

Känslighetsanalys

Som vi redan påpekat flera gånger är Sotkamo Silver starkt beroende av silverpriset. Nedan har vi därför gjort en känslighetsanalys av den inverkan som det antagna silverpriset för silvergruvan i Sotkamo har på det motiverade aktiepriset. Notera att kurvan egentligen rimligen borde vara brantare, det vill säga att aktiepriset borde påverkas ännu mer av silverpriset, än i nedan graf. Detta beror på att ifall silverpriset rör sig väsentligt så har med all sannolikhet de andra metallpriserna följt med, vilket gör att silvergruvan exklusive silvret också ändrar i värde tillsammans med de två andra fyndigheterna. Detta illustrerar också hur en investering i Sotkamo Silver till stor del är en satsning på att silverpriset ska bibehållas eller höjas.



Slutsats

Sammantaget kan vi motivera att teckna nyemissionen eftersom det motiverade värdet är högre än teckningskursen i emissionen. Där finns dock osäkerhetsmoment på grund av att Sotkamo Silver är ett litet bolag som ännu inte har visat sin förmåga att leverera kassaflöden, feasibility-studien skulle kunna vara för optimistisk jämfört med gruvans faktiska förutsättningar samt att råvaru- eller valutamarknaden skulle kunna röra sig i en för bolaget negativ riktning. Att emissionen är garanterad till 70 procent är ett styrketecken som eliminerar en stor del av den finansiella osäkerheten.

Investorerare bör följa utvecklingen i nyemissionen, metallpriser och valutakurser som snabbt kan komma att förändra förutsättningarna för projektet – både positivt och negativt.

Disclaimer

Birger Jarl Securities AB, www.jarlsecurities.com, nedan benämnt Jarl Securities, publicerar information om bolag och däribland analyser. Informationen har sammanställts utifrån källor som Jarl Securities bedömer som tillförlitliga. Jarl Securities kan dock inte garantera informationens riktighet. Ingenting som skrivs i analysen ska betraktas som en rekommendation eller uppmaning att investera i något som helst finansiellt instrument, option eller liknande. Åsikter och slutsatser som uttrycks i analysen är avsedd endast för mottagaren.

Innehållet får inte kopieras, reproduceras eller distribueras till annan person utan skriftligt godkännande av Jarl Securities. Jarl Securities ska inte hållas ansvariga för vare sig direkta eller indirekta skador som orsakats av beslut fattade på grundval av information i denna analys. Investeringar i finansiella instrument ger möjligheter till värdestegringar och vinster. Alla sådana investeringar är också förenade med risker. Riskerna varierar mellan olika typer av finansiella instrument och kombinationer av dessa. Historisk avkastning ska inte betraktas som en indikation för framtida avkastning.

Analysen riktar sig inte till U.S. Persons (så som detta begrepp definieras i Regulation S i United States Securities Act och tolkas i United States Investment Companies Act 1940) och får inte heller spridas till sådana personer. Analysen riktar sig inte heller till sådana fysiska och juridiska personer där distributionen av analysen till sådana personer skulle innebära eller medföra risk för överträdelse av svensk eller utländsk lag eller författning.

Jarl Securities har inget ekonomiskt intresse avseende det som är föremål för denna analys. Jarl Securities har rutiner för hantering av intressekonflikter, vilket säkerställer objektivitet och oberoende.