

Tuotto/riski-suhde on yhä riittävä

Kaivosteollisuuden kehitysyritys Sotkamo Silver julkaisi yllätyksettömän Q4-raporttinsa eilen. Nostamme Sotkamo Silverin tavoitehintamme projektin etenemisen, hieman odotuksiamme edullisemmalla vaikuttavan rahoituspaketin ja hopean viimeaikaisen hinnan nousun myötä 5,20 kruunuun (aik. 4,70 kruunua). Mielestämme osakkeen tuotto/riski-suhde on yhä houkutteleva, joten toistamme yhtiön lisää-suosituksemme.

Kvartaalitulosella ei ole Sotkamo Silverin tapauksessa vielä merkitystä

Yhtiön 4,8 MSEK:n liiketappio oli odotuksiamme suurempi johtuen odotuksiamme korkeammista liiketoiminnan muista kuluista ja negatiivisista rahoituseristä. Kvartaalitulosella ei ole Sotkamo Silverille kuitenkaan käytännön merkitystä yhtiön kehitysvaihe huomioiden. Vuoden lopussa yhtiöllä oli kassavaroja 156 MSEK ja omaa pääomaa 286 MSEK (ennen Mining Associatesin alkuvuodesta tekemiä osakemerkintöjä). Tasot laskivat Q3:een verrattuna hieman, mikä heijastelee yhtiö tappiota ja toisaalta Q4:lla Hopeakaivokselle tehtyjä noin 6,7 MSEK:n investointeja.

Rahoituspaketista ei ollut odotetusti tässä vaiheessa uutta kerrottavaa

Sotkamo Silver tiedotti saaneensa rahoituspaketin viimeiset osat alustavasti sovittua luxemburgilaisen Traxysin kanssa tammikuun lopussa. Yhtiöt neuvottelevat edelleen yhteensä 19,3 MEUR:n arvoisen ja kolmesta palasta koostuvan paketin sekä rahoituspakettiin liittyvän markkinointisopimuksen yksityiskohdista. Konkreettista uutta kerrottavaa rahoituspaketin etenemisestä Sotkamo Silverillä ei kuitenkaan ollut Q4-raportissa, mikä oli keskeneräiset neuvottelut huomioiden odotettua. Arviomme mukaan yhtiöllä on yhä edellytykset saada rahoituspaketin yksityiskohdat lukkoon maaliskuussa, jolloin uskomme yhtiön tekevän myös sitovan investointipäätöksen Hopeakaivoksen rakentamisesta. Tällä aikataululla kaivostoiminta Hopeakaivoksella voisi alkaa H1'18:lla. Valmistelevien infrarakennustöiden ja esimerkiksi rekrytointien arviomme edenneen yhtiön suunnitelmien mukaan Q4:llä.

Osake on edelleen houkuttelevasti hinnoiteltu kurssinoususta huolimatta

Sotkamo Silverin Hopeakaivoksen keskeisistä markkinaparametreista hopean hinta on kohonnut vuoden alusta hieman ja liikkuu nyt tasolla 17,80 USD/unssi. Vastaavasti EUR/USD valuuttakurssi on lievistä sahaamisesta huolimatta pysytellyt noin tasolla 1,06. Olemme päivittäneet Sotkamo Silverin tavoitehintamme taustalla olevan kassavirtamallimme näille parametreille. Nykyisellä hopean hinnalla ja EUR/USD-valuuttakurssilla Hopeakaivoksen 11 vuoden tuotantoon perustuva kassavirtamallimme antaa osakkeelle selvästi nykyistä osakekurssia korkeamman arvon edelleen selvää turvamarginaalia sisältävistä diskonttauskorjoista huolimatta. Diskonttauskorkoihin olemme tehneet vain marginaalisia muutoksia lähinnä pitkien korkojen nousuun liittyen, mutta riskipreemiot olemme pitäneet ennallaan, sillä laskimme niitä selvästi jo tammikuussa, kun yhtiön otti huomattavia edistysaskelia rahoituspaketin varmistumisen suhteen. Näin ollen pidämme Sotkamo Silverin tuotto/riski-suhdetta edelleen houkuttelevana ja toistamme positiivisen suosituksemme osakkeelle. Arviomme osakkeessa piilevän potentiaalin realisoituvan osittain seuraavan vuoden aikana, kun rahoituspaketti varmistuu ja Hopeakaivoksen rakennustyöt etenevät. Täyden potentiaalin realisoituminen vaatii kuitenkin arviomme mukaan yhtiöltä Hopeakaivoksen taloudellisen suorituskyvyn osoittamista tuotannossa.

Analyttikko

Antti Viljakainen
+358 44 591 2216
antti.viljakainen@inderes.fi



Suositus

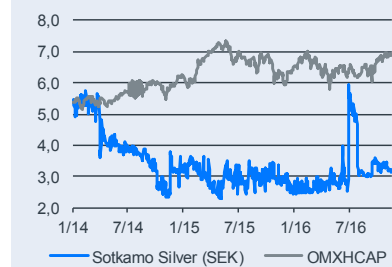
Lisää



Edellinen: Lisää

Tavoitehintaa 5,20 SEK

Edellinen: 4,70 SEK

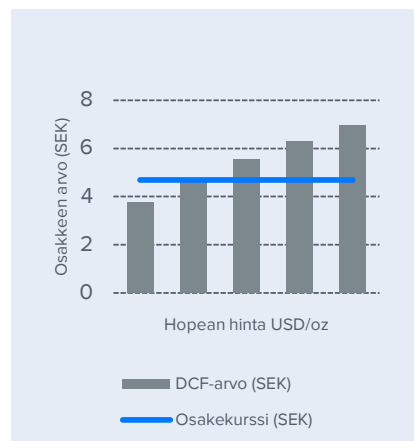


Lähde: Bloomberg

Eilisen päätös 4,69 SEK

12 kk vaihteluväli 2,21-7,35 SEK

Potentiaali 10,9 %



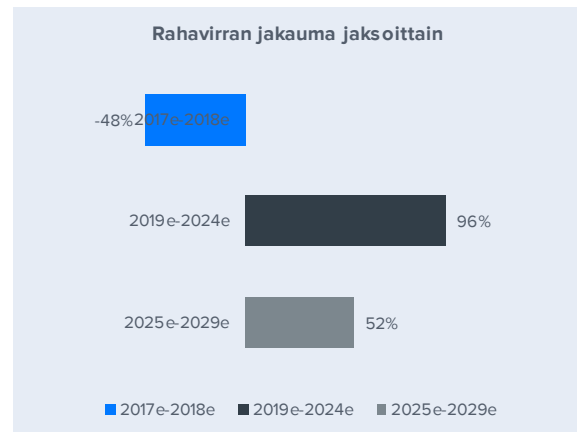
Avainluvut

	Liikevaihto MSEK	Liikevoitto (EBIT) MSEK	Liikevoitto- marginaali %	Tulos ennen veroja (PTP) MSEK	Tulos/ osake SEK	Osinko/ osake SEK	EV/ Liikevaihto (x)	EV/ EBITDA (x)	EV/ EBIT (x)	P/E (x)	Osinko- tuotto %
2015	0	-8	-	-12	-0,56	0,00	-	-	-	-	-
2016	0	-14	-	-10	-0,10	0,00	-	-	-	-	-
2017e	0	-35	-	-47	-0,44	0,00	-	-	-	-	-
2018e	287	87	30,3 %	71	0,54	0,16	2,2	4,9	7,3	8,8	3,4 %
2019e	294	93	31,4 %	78	0,59	0,24	2,0	4,4	6,3	7,9	5,0 %
Markkina-arvo, MEUR		497		OPO / osake 2017e, SEK		2,32		CAGR EPS, 2016-2019, %			-
Nettovelka 2017e, MSEK		178		P/B 2017e		2,0		CAGR kasvu, 2016-2019, %			-
Yritysarvo (EV), MEUR		674		Nettovelkaisuusaste 2017e, %		72,3 %		ROE 2017e, %			-17,6 %
Taseen koko 2017e, MSEK		543		Omavaraisuusaste 2017e, %		45,2 %		ROCE 2017e, %			-8,3 %

Arvostus

Kassavirtalaskelma (MSEK)	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	TERM
Liikevoitto	-35,0	87,0	92,5	111,0	109,9	111,4	127,6	164,2	160,4	162,7	167,8	176,0	0,0	0,0
+ Kokonaispoistot	0,0	41,0	42,5	45,9	45,6	44,4	41,1	38,9	37,9	35,6	35,5	26,3	0,0	0,0
- Maksetut verot	0,0	-14,2	-15,7	-19,4	-20,1	-21,7	-25,0	-32,3	-31,6	-32,1	-33,1	-34,8	0,0	0,0
- verot rahoituskuluista	0,0	-3,2	-2,8	-2,8	-1,9	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	0,0	0,0
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0
- Käyttöpääoman muutos	0,0	-34,4	-0,9	-1,3	0,0	0,1	-2,4	-3,1	0,0	0,0	0,0	42,0	0,0	0,0
Operatiivinen kassavirta	-35,0	76,2	115,6	133,4	133,5	133,7	140,8	167,1	166,3	165,8	169,8	209,1	0,0	0,0
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
- Bruttoninwestoinnit	-281,2	-22,4	-41,2	-19,0	-15,8	-5,5	0,0	-12,6	-10,2	-10,2	0,0	71,8	0,0	0,0
Vapaa operatiivinen kassavirta	-316,2	53,8	74,4	114,4	117,8	128,2	140,8	154,5	156,0	155,6	169,8	280,9	0,0	0,0
+/- Muut	15,0	5,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vapaa kassavirta	-301,2	58,8	74,4	114,4	117,8	128,2	140,8	154,5	156,0	155,6	169,8	280,9	0,0	0,0
Diskontattu vapaa kassavirta	-263,2	49,6	57,3	80,5	75,6	75,1	75,4	63,8	57,6	51,3	50,0	73,9	0,0	0,0
Velaton arvo DCF	431,9	710,1	660,5	603,2	522,8	447,1	372,0	296,6	232,9	175,3	124,0	74,0	0,0	0,0
- Korolliset velat	-10,5													
+ Rahavarat	156,5													
-Vähemmistöosuus	0,0													
-Osinko/pääomapalautus	0,0													
Oman pääoman arvo DCF	577,8													
Oman pääoman arvo DCF per osake	5,45													

Pääoman kustannus (WACC)	2016e- 2024e-	
	2023e	2028e
Vero-% (WACC)	20,0 %	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	15,0 %	15,0 %
Vieraan pääoman kustannus	5,0 %	5,0 %
Yrityksen Beta	1,50	1,50
Markkinoiden riskipreemio	6,00 %	8,00 %
Likviditeettipreemio	0,00 %	0,00 %
Riskitön korko	1,5 %	1,5 %
Oman pääoman kustannus	10,5 %	15,6 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	9,5 %	11,9 %



Ennusteet vs toteutuneet

Ennustetaulukko	Q4'15	Q4'16	Q4'16e	Q4'16e	Konsensus		Erotus (%)		2016
	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Tot. vs. Inderes	Inderes	
Liikevaihto	0,0	0,0	0,0						0,0
Käyttökate	-2,7	-4,8	-3,2						-14,0
Liikevoitto	-2,7	-4,8	-3,2						-14,1
Tulos ennen veroja	-5,2	-6,0	-2,6						-10,0
EPS (oikaistu)	-0,25	-0,06	-0,02						-0,17

Lähde: Inderes

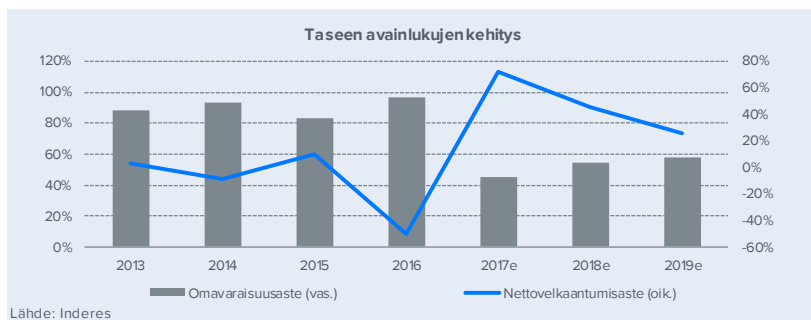
Tuloslaskelma ja ennusteet vuosineljänneksittäin

Tuloskehitys kvartaalitasolla	2015	Q1'16	Q2'16	Q3'16	Q4'16	2016	Q1'17e	Q2'17e	Q3'17e	Q4'17e	2017e	2018e	2019e
Liikevaihto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	287,0	294,4
Käyttökate	-8,3	-2,7	-2,6	-3,9	-4,8	-14,0	-5,0	-7,0	-10,0	-13,0	-35,0	128,0	135,0
Poistot ja arvonalennukset	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-41,0	-42,5
Liikevoitto ilman kertaeriä	-8,4	-2,7	-2,6	-3,9	-4,8	-14,1	-5,0	-7,0	-10,0	-13,0	-35,0	87,0	92,5
Liikevoitto	-8,4	-2,7	-2,6	-3,9	-4,8	-14,1	-5,0	-7,0	-10,0	-13,0	-35,0	87,0	92,5
Sotkamo Silver	-8,4	-2,7	-2,6	-3,9	-4,8	-14,1	-5,0	-7,0	-10,0	-13,0	-35,0	87,0	92,5
Nettorahoituskulut	-3,2	0,1	0,8	4,3	-1,2	4,1	0,0	-4,0	-4,0	-4,0	-12,0	-16,0	-14,1
Tulos ennen veroja	-11,7	-2,7	-1,8	0,4	-6,0	-10,0	-5,0	-11,0	-14,0	-17,0	-47,0	71,0	78,4
Verot	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-14,2	-15,7
Vähemmistöosuudet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	-11,7	-2,7	-1,8	0,4	-6,0	-10,0	-5,0	-11,0	-14,0	-17,0	-47,0	56,8	62,7
EPS (oikaistu)	-0,56	-0,13	-0,09	0,00	-0,06	-0,10	-0,05	-0,10	-0,13	-0,16	-0,44	0,54	0,59
EPS (raportoitu)	-0,56	-0,13	-0,09	0,00	-0,06	-0,10	-0,05	-0,10	-0,13	-0,16	-0,44	0,54	0,59

Taserakenne

Tase

Vastaavaa (MEUR)	2014	2015	2016	2017e	2018e	Vastattavaa (MEUR)	2014	2015	2016	2017e	2018e
Pysyvät vastaavat	125	137	141	422	404	Oma pääoma	137	125	288	246	302
Liikearvo	0	0	0	0	0	Osakepääoma	142	142	314	319	319
Aineettomat oikeudet	49	49	49	49	49	Kertyneet voittovarot	0	-12	-26	-73	-16
Käyttöomaisuus	75	87	92	373	354	Omat osakkeet	0	0	0	0	0
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0	0	0	0	0	Uudelleenarvostusrahasto	0	0	0	0	0
Muut sijoitukset	0	0	0	0	0	Muu oma pääoma	-5	-5	0	0	0
Muut pitkäaikaiset varat	0	0	0	0	0	Vähemmistöosuus	0	0	0	0	0
Laskennalliset verosaamiset	0	0	0	0	0	Pitkäaikaiset velat	7	20	4	247	225
Vaihtuvat vastaavat	22	13	158	121	152	Laskennalliset verovelat	0	0	0	0	0
Varastot	0	0	0	0	34	Varaukset	0	0	0	0	0
Muut lyhytaikaiset varat	0	0	1	1	1	Lainat rahoituslaitoksilta	7	20	4	205	180
Myyntisaamiset	0	0	0	0	29	Vaihtovelkakirjalainat	0	0	0	42	44
Likvidit varat	21	13	156	120	88	Muut pitkäaikaiset velat	0	0	0	0	0
Taseen loppusumma	146	150	299	543	556	Lyhytaikaiset velat	3	5	7	51	29
						Lainat rahoituslaitoksilta	3	5	7	51	0
						Lyhytaikaiset korottomat velat	0	0	0	0	29
						Muut lyhytaikaiset velat	0	0	0	0	0
						Taseen loppusumma	146	150	299	543	556



Yhtiökuvaus, omistajarakenne ja suositushistoria

Yhtiökuvaus

Sotkamo Silver kehittää hopea- kulta- ja sinkkiesiintymiä Pohjoismaissa. Yhtiöllä on pitkälle viety Hopeakaivos -projekti Sotkamon kunnassa Itä-Suomessa. Hankeelle on valmistunut lopullinen toteutettavuusselvitys/kannattavuusselvitys ja valmistele parhaillaan hankerahoitusta Hopeakaivos hankkeelle. Sotkamo Silverin pääkonttori sijaitsee Tukholmassa, Ruotsissa. Oulussa on paikallistoimisto ja Sotkamossa on kenttätoimisto.

Suurimmat omistajat

	%-osakkeista
Suomen Teollisuussijoitus Oyj	9,7 %
Ilmarinen Keskinäinen eläkevakuutusyhtiö	9,7 %
Nordic Option Oy	4,0 %
Timo Lindborg	3,3 %
Swiss Life Luxemburg SA	3,1 %
Lombard International Life Assurance S.A	2,6 %

Suositus historia, viimeiset 12 kuukautta

Päivämäärä	Suositus	Tavoite	Osaakekurssi
12.9.2016	Osta	4,00 SEK	3,00 SEK
17.11.2016	Osta	4,00 SEK	3,12 SEK
3.1.2017	Lisää	4,70 SEK	4,4 SEK
16.2.2017	Lisää	5,20 SEK	4,69 SEK

Vastuuvapauslauseke

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

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

Tuotetut raportit on tarkoitettu informatiiviseen käyttöön, joten raportteja ei tule käsittää tarjoukseksi tai kehotukseksi ostaa, myydä tai merkitä sijoitustuotteita. Asiakkaan tulee myös ymmärtää, että historiallinen kehitys ei ole tae tulevasta. Tehdessään päätöksiä sijoitustoimenpiteistä, asiakkaan tulee perustaa päätöksensä omaan tutkimukseensa, sekä arvioonsa sijoituskohteen arvoon vaikuttavista seikoista ja ottaa huomioon omat tavoitteensa, taloudellinen tilanteensa sekä tarvittaessa käytettävä 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 prosenttiero. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituksin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään neljä kertaa vuodessa yhtiöiden osavuosisikastausten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvion mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmäärittämenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF) ja lisäarvomalli (EVA), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi.

Käytettävät arvonmäärittämenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

Inderesin suosituspolitiikka perustuu seuraavaan jakaumaan suhteessa osakkeen nousuvaraan 12-kk tavoitehintaan:

Suositus	Nousuvara 12-kk tavoitehintaan
Osta	>15 %
Lisää	5-15 %
Vähennä -	5-5 %
Myy	< -5 %

Inderesin tutkimusta laatineilla analyytikoilla tai Inderesin työntekijöillä ei voi olla 1) merkittävän taloudellisen edun ylittäviä omistuksia tai 2) yli 1 %:n omistusosuuksia missään tutkimuksen kohteena olevissa yhtiössä. Inderes Oy voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoittavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oy:n omistukset esitetään yksilöitynä mallisalkussa. Inderes Oy:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin laatinen analyytikon palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oy:llä ei ole investointipankkiliiketoimintaa.

Inderes tai sen yhteistyökumppanit, joiden asiakkuuksilla voi olla taloudellinen vaikutus Inderesiin, voivat liiketoiminnassaan pyrkiä toimeksiantosuhteisiin eri liikkeeseenlaskijoiden kanssa Inderesin tai sen yhteistyökumppanien tarjoamien palveluiden osalta. Inderes voi siten olla suorassa tai epäsuorassa sopimussuhteessa tutkimuksen kohteena olevaan liikkeeseenlaskijaan. Inderes voi yhdessä yhteistyökumppaneineen tarjota liikkeeseen laskijoille Corporate Broking -palveluita, joiden tavoitteena on parantaa yhtiön ja pääomamarkkinoiden välistä kommunikaatiota. Näitä palveluita ovat sijoittajatilaisuuksien ja -tapahtumien järjestäminen, sijoittajaviestinnän liittyvä neuvonanto, sijoitustutkimusraporttien laatiminen. Inderes on tehnyt tässä raportissa suosituksen kohteena olevan liikkeeseen laskijan kanssa sopimuksen, jonka osana on tutkimusraporttien laatiminen. Lisätietoa Inderesin tutkimuksesta: <http://www.inderes.fi/research-disclaimer/>