

# Sotkamo Silver

## Yhtiöpäivitys

25/2/2019

- Nostamme Sotkamo Silverin tavoitehintamme 3,80 Ruotsin kruunuun (aik. 3,30 SEK), mutta toistamme osakkien myy-suosituksemme
- Yhtiön Q4-raportti vahvisti Hopeakaivoksen investointiprojektin edenneen yhtiön suunnitelmien mukaan, mutta kuluva vuoden tuotanto-odotuksia Sotkamo Silver ei raportissa vielä kommentoinut
- Yhtiön keskeisten markkinaparametrien suotuisa kehitys nosti ennusteita
- Sotkamo Silverin kurssinousu on pitänyt arvostuskuvan yhä haastavana ja mielestämme korkeariskiseen osakkeeseen on hinnoiteltu nyt varsin positiivinen skenaario

## Osakkeen hinnassa on jo varsin suotuista skenaario

Päivitimme Sotkamo Silverin tavoitehintamme taustalla olevan osien summa -mallimme yhtiön yllätyksettömän Q4-raportin jälkeen. Markkinaparametrien suotuisan kehityksen myötä mallin osakkeelle indikoima arvo nousi noin 15 % ja nostamme sen myötä yhtiön tavoitehintamme 3,80 Ruotsin kruunuun (aik. 3,30 SEK). Alkuvuodesta osakkeen kurssi on kuitenkin jatkanut nousussa, mikä on pitänyt mielestämme osakkeen arvostuskuvan haastavana suhteessa Hopeakaivoksen arvioimaamme potentiaaliin ja verrokkeihin nähden. Siten toistamme yhtiön myy-suosituksemme.

### Q4 raportti ei vielä avannut yhtiön tavoitteita Hopeakaivoksen elinkaaren alkuvaiheelle

Sotkamo Silverin nettotappio oli Q4:llä selvästi odotuksiamme suurempi Norjan kehitysprojektin ei-kassavaikutteisen alaskirjauksen takia, mutta kvartaalituloksella ei ole Sotkamo Silverille kuitenkaan käytännön merkitystä yhtiön kehitysvaihe huomioiden. Tärkeämpää oli, että Hopeakaivoksen rakennusprojekti on edennyt aikataulussa ja budjetissa, mikä oli kuitenkin täysin linjassa ennusteidemme kanssa. Tuotannon yhtiö kertoi alkavan rikastamalla maaliskuussa, mutta tarkempia kommentteja kuluvan vuoden tuotanto-odotuksista ja/tai Q4:llä jo louhitun malmin ensimmäisistä testituloksista yhtiö ei antanut. Odotamme siten edelleen yhtiön ajavan Hopeakaivoksen tuotantoa ylös kevään ja kesän aikana ja saavuttavan täyden tuotantovauhdin H2:lla.

### Hopean spot-hinta ja hintaennusteet ovat nousseet

Sotkamo Silverin tavoitehintamme perustuu osien summa -laskelmaan, jossa Hopeakaivoksen arvo on määritetty kassavirtalaskelmalla ja yhtiön muiden projektien arvo perustuu niihin arviomme mukaan uponneisiin kehityskuluihin. Osien summan jälkimmäinen komponentti on pysynyt ennallaan (muiden projektien arvo 25 MSEK). Hopeakaivoksen (noin 95 % Sotkamo Silverin arvosta) kassavirtamalliimme olemme päivittäneet keskeiset markkinaparametrit Q4-raportin jälkeen. Mallimme perustuu edelleen konsensuksen hopean ja kullan hintaennusteisiin, jotka olleet viime aikoina nousussa jalometallien spot-hintojen käännettä heijastellen (Reuters konsensus hopean hinta 2019-2020e: 16,00-17,40 USD/oz vs. konsensusennuste 3 kk sitten 16,70 USD/oz vs. spot 15,90 USD/oz). Teollisuusmetallien ja valuuttakurssien (EUR/USD ja EUR/SEK) osalta päivitimme mallimme spot-arvoille. Diskonttauskorjoja (WACC 9,6-12,0 %) olemme laskeneet marginaalisesti viime aikojen pitkien korkojen laskua heijastellen. Hopeakaivoksen 11 täyden vuoden tuotantoon sekä yhtiön Teknisessä raportissa (2017) arvioimiin tuotantokustannuksiin pohjautuvat Hopeakaivoksen volyymi- ja kustannusennusteet olemme pitäneet ennallaan toistaiseksi.

### Tuotto/riski-profiili on mielestämme epätasapainossa

Päivitykset nostivat mallimme indikoimaa Hopeakaivoksen osakkeenomistajille kuuluvaa arvoa noin 15 %. Osien summa -laskelmamme indikoima osakkeen arvo Sotkamo Silverin osakkeelle jää silti selvästi yhtiön nykykurssin alapuolelle, sillä myös osakekurssi on kiivennyt viime viikkoina edelleen selvästi ylöspäin. Nykykurssin perustelemine ja kurssinousun jatkuminen vaatisikin mielestämme 1) metallien hintojen tuntuva nousun jatkumista (hopean hinta lähelle tasoa 20 USD/oz) ilman EUR/USD-kurssin oleellista vahvistumista ja/tai 2) Hopeakaivoksen odotuksia korkeampaa mineraalien hopeapitoisuutta ja/tai 3) Hopeakaivoksen elinkaaren jatkumista odottamaamme 11 vuotta pidemmäksi. Näistä tekijöistä kaikkien realisoituminen on sinällään täysin mahdollista, mutta kaikkiin parametreihin liittyy myös oleellisia negatiivisia riskejä eikä osakkeella ole mielestämme näitä riskejä vastaan ollenkaan tukitasoja. Näin ollen emme pidä osakkeen tuotto-odotusta nykyisellä kurssitasolla houkuttelevana.

## Analytytikot



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

## Suositus ja tavoitehinta

Myy

(aik. Myy)



3,80 SEK

(aik. 3,30 SEK)

Osakekurssi: 4,86 SEK

Potentiaali: -21,8 %

## Ohjeistus

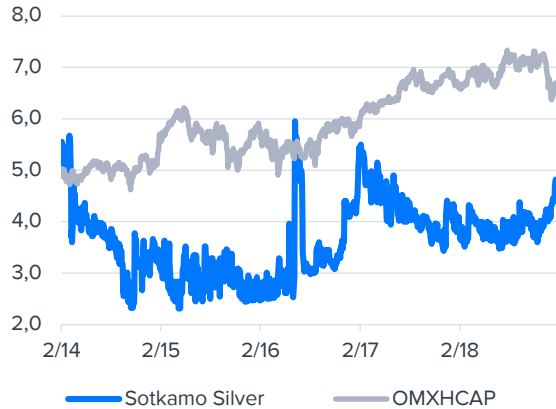
Ei ohjeistusta

## Avainluvut

	2018	2019e	2020e	2021e
<b>Liikevaihto</b>	0,0	200,0	303,5	364,4
<b>kasvu-%</b>	0 %	-	52 %	20 %
<b>EBIT oik.</b>	-53,9	20,0	106,0	47,1
<b>EBIT-% oik.</b>	-	10,0 %	34,9 %	12,9 %
<b>Nettotulos</b>	-63,0	2,0	87,0	28,2
<b>EPS (oik.)</b>	-0,49	0,02	0,66	0,21
<b>P/E (oik.)</b>	neg.	>100	7,2	22,2
<b>P/B</b>	1,7	2,1	1,6	1,5
<b>Osinkotuotto-%</b>	0,0 %	0,0 %	1,4 %	1,4 %
<b>EV/EBIT (oik.)</b>	neg.	40,0	6,7	13,9
<b>EV/EBITDA</b>	neg.	13,9	4,6	6,5
<b>EV/Liikevaihto</b>	>100	4,0	2,4	1,8

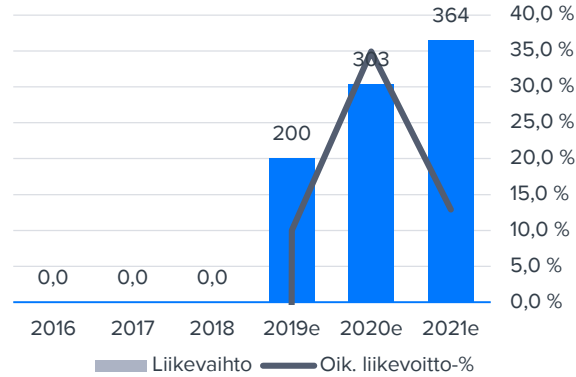
Lähde: Inderes

## Osakekurssi

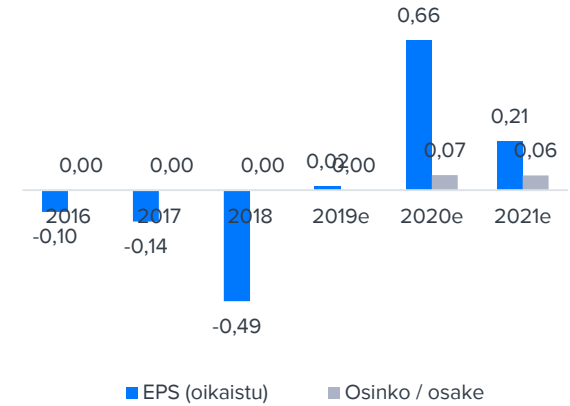


Lähde: Thomson Reuters

## Liikevaihto ja liikevoitto-%



## Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



### Arvoajurit

- Hyväksyttävän arvostuksen nousu
- Hopeakaivoksen elinkaaren pidentyminen
- Muut kehitysprojektit
- Hopeakaivoksen uusi ympäristölupa

### Riskitekijät

- Hopean hintakehitys (+/-)
- EUR/USD-valuuttakurssin kehitys (+/-)
- Geologia (+/-)
- Tuotantoriski

### Arvostus

- Nykykurssin perusteleva odotusammekin voimakkaampaa hopean hinnan nousua
- Tase- ja mineraalivarantopohjaiset kertoimet ovat verrokkiyhtiötä korkeammat

# Hopean hintaennusteet ovat nousseet viime aikoina

## Tavoitehintamme taustalla on osien summa -malli

Sotkamo Silverin tavoitehintamme perustuu osien summa -laskelmaan, jossa Hopeakaivoksen arvo on määritetty kassavirtalaskelmalla ja yhtiön muiden projektien arvo perustuu niihin arviomme mukaan uponneisiin kehityskuluihin. Osien summan jälkimmäinen komponentti on pysynyt ennallaan (muiden projektien arvo 25 MSEK), sillä emme usko yhtiön panostaneen muiden projektien kehittämiseen oleellisesti varoja viimeisen vuoden aikana, kun fokus on ollut täysimääräisesti (ja täysin perustellusti) Hopeakaivoksen investoinnissa. Myöskään Norjan Mo i Ranan projektin tasearvoon Q4:llä kohdistunut reilun 20 MSEK:n alaskirjaus ei muuttanut näkemystämme muiden projektien arvosta, sillä olimme arvioineet niiden arvon jo aikaisemman tasearvon alapuolelle. Arviomme mukaan Sotkamo Silverin muut projektit ovat parhaassakin tapauksessa (ts. taloudellisesti hyödynnettävää malmia löytyisi) vielä useiden vuosien päässä tuotantovaiheesta

ja niiden arvo sijoittajille on tällä hetkellä lähinnä option kaltainen.

## Hopeakaivoksen kassavirtamallin logiikka on ennallaan

Hopeakaivoksen (noin 95 % Sotkamo Silverin arvosta) kassavirtamalliimme (sis. myös emoyhtiön kulut, verot ja konsernin velat) olemme päivittäneet keskeiset markkinaparametrit Q4-raportin jälkeen. Mallimme perustuu edelleen konsensuksen hopean ja kullan hintaennusteisiin, jotka ovat olleet viime aikoina nousussa jalometallien spot-hintojen nousua heijastellen (Reuters konsensus hopean hinta 2019e-2020e: 16,00-17,40 USD/oz vs. konsensusennuste 3 kk sitten 16,70 USD/oz vs. spot 15,90 USD/oz). Teollisuusmetallien ja valuuttakurssien (EUR/USD ja EUR/SEK) osalta päivitimme mallimme spot-arvoille, mikä tarkoitti lievästi nousseita sivumetallien hintaennusteita (etenkin sinkkin osalta) ja hieman edellistä päivitystäimme edullisempia valuuttakursseja (heikompi EUR/USD, heikompi

SEK/EUR). Diskonttaus korkoja (WACC 9,6-12,0 %) olemme laskeneet marginaalisesti viime aikojen pitkien korkojen laskua heijastellen. Siten markkinaparametrien kehitys on ollut yhtiön kannalta viime aikoina suotuisaa, mikä on tärkeää yhtiön alkuvaiheen kannattavuuden ja investoinnin ripeän takaisin maksun aloittamisen kannalta.

Hopeakaivoksen 11 täyden vuoden tuotantoon sekä yhtiön Teknisen raportin (2017) tuotantokustannuksiin pohjautuvat Hopeakaivoksen volyyymi- ja kustannusarviot olemme pitäneet ennallaan toistaiseksi, mutta kuluvan vuoden ennusteisiimme olemme lisänneet hieman turvamarginaalia ylösajon varalle. Odotamme Hopeakaivoksen kuluvan vuoden hopean tuotantotason olevan noin 50 % kaivoksen elinkaaren keskimääräisestä tasosta. Tuotantoennusteiden nosto ja/tai kustannusennusteiden lasku vaatii mielestämme yhtiöltä kovan tuotantodatan (ml. malmin laatu) osoittamista, mikä venyy parhaassakin tapauksessa H2:lle.

Ennustemuutokset	2018	2018e	Muutos	2019e	2019e	Muutos	2020e	2020e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
<b>Liikevaihto</b>	0,0	0,0		200	200	0 %	296	303	2 %
<b>Käyttökate</b>	-34,9	-53,9	54 %	6,5	57,5	785 %	155	157	1 %
<b>Liikevoitto ilman kertaeriä</b>	-34,9	-53,9	54 %	-31,0	20,0	165 %	105	106	1 %
<b>Liikevoitto</b>	-34,9	-53,9	54 %	-31,0	20,0	165 %	105	106	1 %
<b>Tulos ennen veroja</b>	-38,7	-63,0	63 %	-49,0	2,0	104 %	86,9	87,0	0 %
<b>EPS (ilman kertaeriä)</b>	-0,30	-0,49	63 %	-0,37	0,02	104 %	0,66	0,66	0 %
<b>Osakekohtainen osinko</b>	0,00	0,00		0,00	0,00		0,00	0,00	

Lähde: Inderes

# Yksikään arvotusmalli ei indikoi nousuvaraa

## Mallin osakkeelle indikoima arvo nousi noin 15 %, mutta se jää yhä selvästi kurssin alapuolelle

Päivitykset nostivat mallimme indikoimaa Hopeakaivoksen osakkeenomistajille kuuluvaa arvoa noin 15 % 475 MSEK:iin (sis. emoyhtiöt kulut, velat sekä verot). Näin ollen arviomme konsernin oman pääoman arvosta on noin 500 MSEK eli 3,80 kruunua per osake. Osien summa -laskelmamme indikoima osakkeen arvo Sotkamo Silverin osakkeelle jää siten yhä selvästi yhtiön nykykurssin alapuolelle, sillä myös osakekurssi on kiivennyt viime viikkoina edelleen ylöspäin. Nykykurssin perustelemisen ja kurssinousun jatkuminen vaatisikin mielestämme 1) metallien hintojen tuntuvan nousun jatkumista (hopea lähelle tasoa 20 USD/oz) ilman EUR/USD-kurssin oleellista vahvistumista ja/tai 2) Hopeakaivoksen odotuksia korkeampaa mineraalien hopeapitoisuutta 3) Hopeakaivoksen elinkaaren jatkumista odottamaamme ja/tai 11 vuotta pidemmäksi. Näistä tekijöistä kaikkien realisoituminen on sinällään täysin mahdollista, mutta kaikkiin parametreihin liittyy myös oleellisia negatiivisia riskejä eikä osakkeella ole mielestämme näitä riskejä vastaan käytännössä olenkaan tukitasoja. Näin ollen omistajien riskikorjattu tuotto-odotus ei nykyisellä kurssitasolla mielestämme nouse houkuttelevaksi, kun huomioidaan etenkin markkinaparametreihin ja geologiaan liittyvät riskit ja mahdollisuudet.

## Metalleille löytyy sekä positiivisia että negatiivisia ajureita

Metallien ja valuuttakurssien hintojen liikkeet ovat myös erittäin vaikeasti ennustettavissa ja tilanteet voivat muuttua nopeastikin. Tällä hetkellä jalometallien hinnoille on löydettävissä sekä negatiivisia että positiivisia ajureita, joskin USA:n keskuspankin viestimä koronnostosityklin loppuminen (ml. vaisu inflaationäkymä) onkin mielestämme muuttanut kokonaiskuvaa jalometallien kannalta asteen positiivisemmaksi viime aikoina. Jalometallien suhteen positiivisia hinta-ajureita voisivat mielestämme olla etenkin USA:n keskuspankin ohjauskorkotrendin käänne alaspäin (ts. ohjauskorkojen laskut), poliittisen epävarmuuden kasvu, globaalinen talouskasvun hyytyminen (nämä ajurit tukisivat etenkin sijoituskysyntää ja sitä kautta jalometallien hintoja) ja tuotantokustannusten nousu. Negatiivisia vastapainoja voisi olla tarjonnan lievä kasvu (Bloombergin mukaan hopean tarjonta kasvaa tänä vuonna hieman kysyntää nopeammin) ja/tai teollisuuskysynnän lasku (globaalinen talouskasvun hyytyminen). Dollarin kurssilla on myös perinteisesti ollut merkittävä vaikutus hopean hintaan ja dollarille on löydettävissä ajureita molempiin suuntiin etenkin suhteessa euroon. Markkinaparametreihin liittyvä kokonaiskuva huomioiden Sotkamo Silver -sijoituksen perustelemisen tällä hetkellä vielä nykyisiä konsensusennustettakin ripeämmällä metallien hintojen nousulla olisi mielestämme edelleen turhan uhkarohkeaa ja se vaatisi vähintään tuottovaatimuksen (oman pääoman tuottovaatimus WACC-%:n sisällä) nostamista selvästi nykyisiä arvioitamme ylemmäs.

## Myöskään suhteellinen arvostus ei indikoi osakkeen olevan edullisesti hinnoiteltu

Kokonaiskuvaa Sotkamo Silverin haastavasta arvostuksesta tukee mielestämme myös tasepohjainen P/B-luku 2,1x. Tämä on mielestämme korkea taso, vaikka yhtiön kokonaisuuden kannalta epärelevantti Q4:n alaskirjaus söikin yhtiön omaa pääomaa Q4:llä ja nosti tunnuslukua entisestään. Sotkamo Silverin tasearvostus on selvästi pieniä hopeayhtiöitä ylempänä (30 pienestä ja keskisuuresta hopeayhtiöstä koostuvan PRJ Silver ETF-indeksin 2019e P/B on 1,2x). Siten suhteellinen tasearvostus tukee mielestämme näkemystämme osakkeen haastavana pysyneestä hinnoittelusta. Yhtiön mineraalivarannot ovat myös arvostettu lievästi verrokkiryhmää ylemmäs, vaikka osa verrokeista on jo tuotantovaiheessa ja siten niiden mineraalivarantoihin liittyvä riskiprofiili on mielestämme jossain määrin Sotkamo Silveriä alempi. Näin ollen emme löydä edelleenkään yhdestäkään arvotusmallista ostosignaaleja osakkeelle tällä hetkellä.

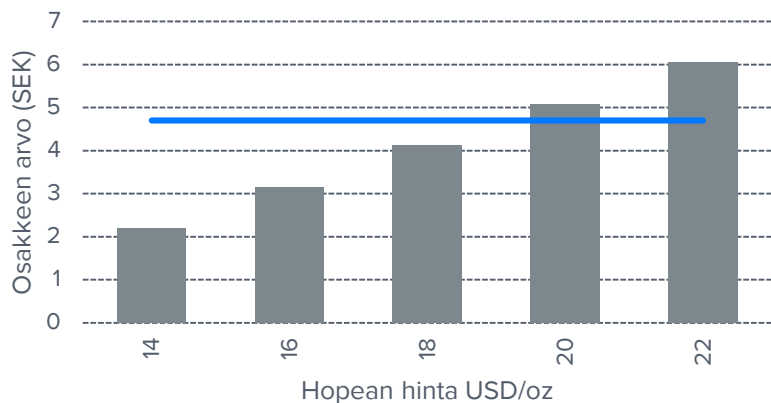
Arvostustaso	2019e	2020e	2021e
Osakekurssi	4,77	4,77	4,77
Osakemäärä, milj. kpl	131,2	131,2	131,2
Markkina-arvo	626	626	626
Yritysarvo (EV)	801	715	653
P/E (oik.)	>100	7,2	22,2
P/E	>100	7,2	22,2
P/Kassavirta	49,1	6,0	7,0
P/B	2,1	1,6	1,5
P/S	3,1	2,1	1,7
EV/Liikevaihto	4,0	2,4	1,8
EV/EBITDA (oik.)	13,9	4,6	6,5
EV/EBIT (oik.)	40,0	6,7	13,9
Osinko/tulos (%)	0,0 %	10,0 %	30,0 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	1,4 %	1,4 %

Lähde: Inderes

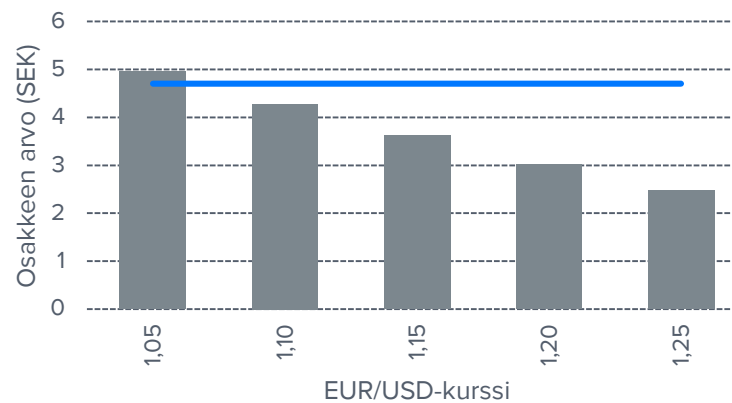
# Arvostustaulukko ja herkkyyshanalyysit

Arvostustaso	2014	2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e	2022e
Osakekurssi	5,90	4,25	4,30	3,84	3,90	<b>4,86</b>	<b>4,86</b>	<b>4,86</b>	<b>4,86</b>
Osakemäärä, milj. kpl	19,0	20,6	104,6	109,9	128,3	<b>131,2</b>	<b>131,2</b>	<b>131,2</b>	<b>131,2</b>
Markkina-arvo	122	88	450	458	512	<b>638</b>	<b>638</b>	<b>638</b>	<b>638</b>
Yritysarvo (EV)	110	100	304	310	683	<b>801</b>	<b>715</b>	<b>653</b>	<b>585</b>
P/E (oik.)	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	>100	<b>7,2</b>	<b>22,2</b>	<b>15,1</b>
P/E	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	>100	<b>7,2</b>	<b>22,2</b>	<b>15,1</b>
P/Kassavirta	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	<b>49,1</b>	<b>6,0</b>	<b>7,0</b>	<b>6,6</b>
P/B	0,9	0,7	1,6	1,4	1,7	<b>2,1</b>	<b>1,6</b>	<b>1,5</b>	<b>1,4</b>
P/S			>100	>100	>100	<b>3,2</b>	<b>2,1</b>	<b>1,8</b>	<b>1,8</b>
EV/Liikevaihto			>100	>100	>100	<b>4,0</b>	<b>2,4</b>	<b>1,8</b>	<b>1,6</b>
EV/EBITDA (oik.)	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	<b>13,9</b>	<b>4,6</b>	<b>6,5</b>	<b>5,2</b>
EV/EBIT (oik.)	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	<b>40,0</b>	<b>6,7</b>	<b>13,9</b>	<b>9,7</b>
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	<b>0,0 %</b>	<b>10,0 %</b>	<b>30,0 %</b>	<b>40,0 %</b>
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	<b>0,0 %</b>	<b>1,4 %</b>	<b>1,4 %</b>	<b>2,6 %</b>

Lähde: Inderes



■ DCF-arvo (SEK)    — Osakekurssi (SEK)



■ DCF-arvo (SEK)    — Osakekurssi (SEK)

# Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän 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
Americas Silver	2,36	69	77							42,7	5,1			
Endeavour	21,74	1583	2053	11,7	6,0	6,0	3,8	2,6	1,9	18,2	10,3			1,2
Fortuna	4,91	523	404	7,2	5,2	6,7	3,7	2,3	1,6	11,7	6,7			
Excellon	1,00	66	58							18,9	37,8			
Great Panther	1,14	129	78							86,2	43,1			
Pan American Silver	19,01	1945	1768	18,9	10,0	5,2	2,8	1,5	1,1	50,5	24,3	1,0	1,0	1,0
Avino	0,91	39	41							16,8	17,8			
Fortuna Majestic Silver	4,91	523	404	7,2	5,2	6,7	3,7	2,3	1,6	11,7	6,7			
Hecla Mining	2,74	1161	1591	32,3	19,0	7,5	4,9	2,2	1,6		55,8		0,4	0,7
Mag Silver	12,64	721	596		20,2		16,1		13,5		32,7			3,8
<b>Sotkamo Silver (Inderes)</b>	<b>4,86</b>	<b>638</b>	<b>801</b>	<b>40,0</b>	<b>6,7</b>	<b>13,9</b>	<b>4,6</b>	<b>4,0</b>	<b>2,4</b>	<b>313,0</b>	<b>7,2</b>	<b>0,0</b>	<b>1,4</b>	<b>2,1</b>
<b>Keskiarvo</b>				<b>15,5</b>	<b>11,0</b>	<b>6,4</b>	<b>5,9</b>	<b>2,2</b>	<b>3,6</b>	<b>32,1</b>	<b>24,0</b>	<b>1,0</b>	<b>0,7</b>	<b>1,7</b>
<b>Mediaani</b>				<b>11,7</b>	<b>8,0</b>	<b>6,7</b>	<b>3,8</b>	<b>2,3</b>	<b>1,6</b>	<b>18,5</b>	<b>21,0</b>	<b>1,0</b>	<b>0,7</b>	<b>1,1</b>

*Erotus-% vrt. mediaani*

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

# Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2017	Q1'18	Q2'18	Q3'18	Q4'18	2018	Q1'19e	Q2'19e	Q3'19e	Q4'19e	2019e	2020e	2021e	2022e
<b>Liikevaihto</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>50,0</b>	<b>70,0</b>	<b>80,0</b>	<b>200</b>	<b>303</b>	<b>364</b>	<b>364</b>
Sotkamo Silver	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	50,0	70,0	80,0	200	303	364	364
<b>Käyttökate</b>	<b>-21,4</b>	<b>-5,8</b>	<b>-6,8</b>	<b>-9,3</b>	<b>-32,0</b>	<b>-53,9</b>	<b>-10,0</b>	<b>0,5</b>	<b>28,5</b>	<b>38,5</b>	<b>57,5</b>	<b>157</b>	<b>101</b>	<b>113</b>
Poistot ja arvonalennukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-12,5	-12,5	-12,5	-37,5	-50,6	-53,9	-52,8
<b>Liikevoitto ilman kertaeriä</b>	<b>-21,4</b>	<b>-5,8</b>	<b>-6,8</b>	<b>-9,3</b>	<b>-32,0</b>	<b>-53,9</b>	<b>-10,0</b>	<b>-12,0</b>	<b>16,0</b>	<b>26,0</b>	<b>20,0</b>	<b>106</b>	<b>47,1</b>	<b>60,3</b>
<b>Liikevoitto</b>	<b>-21,4</b>	<b>-5,8</b>	<b>-6,8</b>	<b>-9,3</b>	<b>-32,0</b>	<b>-53,9</b>	<b>-10,0</b>	<b>-12,0</b>	<b>16,0</b>	<b>26,0</b>	<b>20,0</b>	<b>106</b>	<b>47,1</b>	<b>60,3</b>
Sotkamo Silver	-21,4	-5,8	-6,8	-9,3	-32,0	-53,9	-10,0	-12,0	16,0	26,0	20,0	106	47,1	60,3
Nettorahoituskulut	6,1	9,7	-1,1	-7,9	-9,8	-9,0	-4,5	-4,5	-4,5	-4,5	-18,0	-19,0	-18,9	-18,9
<b>Tulos ennen veroja</b>	<b>-15,2</b>	<b>3,9</b>	<b>-7,9</b>	<b>-17,2</b>	<b>-41,8</b>	<b>-63,0</b>	<b>-14,5</b>	<b>-16,5</b>	<b>11,5</b>	<b>21,5</b>	<b>2,0</b>	<b>87,0</b>	<b>28,2</b>	<b>41,4</b>
Verot	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
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	0,0
<b>Nettotulos</b>	<b>-15,2</b>	<b>3,9</b>	<b>-7,9</b>	<b>-17,2</b>	<b>-41,8</b>	<b>-63,0</b>	<b>-14,5</b>	<b>-16,5</b>	<b>11,5</b>	<b>21,5</b>	<b>2,0</b>	<b>87,0</b>	<b>28,2</b>	<b>41,4</b>
<b>EPS (oikaistu)</b>	<b>-0,14</b>	<b>0,03</b>	<b>-0,06</b>	<b>-0,13</b>	<b>-0,33</b>	<b>-0,49</b>	<b>-0,11</b>	<b>-0,13</b>	<b>0,09</b>	<b>0,16</b>	<b>0,02</b>	<b>0,66</b>	<b>0,21</b>	<b>0,32</b>
<b>EPS (raportoitu)</b>	<b>-0,14</b>	<b>0,03</b>	<b>-0,06</b>	<b>-0,13</b>	<b>-0,33</b>	<b>-0,49</b>	<b>-0,11</b>	<b>-0,13</b>	<b>0,09</b>	<b>0,16</b>	<b>0,02</b>	<b>0,66</b>	<b>0,21</b>	<b>0,32</b>



# Tase

Vastaavaa	2017	2018	2019e	2020e	2021e
<b>Pysyvät vastaavat</b>	<b>168</b>	<b>448</b>	<b>432</b>	<b>427</b>	<b>394</b>
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aineettomat hyödykkeet	49,0	27,2	27,2	27,2	27,2
Käyttöomaisuus	118	406	390	385	352
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	0,4	14,4	14,4	14,4	14,4
Muut pitkäaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verosaamiset	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
<b>Vaihtuvat vastaavat</b>	<b>173</b>	<b>148</b>	<b>147</b>	<b>246</b>	<b>297</b>
Vaihto-omaisuus	0,0	0,0	40,0	45,5	36,4
Muut lyhytaikaiset varat	9,3	24,9	9,3	9,3	9,3
Myyntisaamiset	0,0	0,0	30,0	37,9	36,4
Likvidit varat	164	123	67,3	153	215
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>341</b>	<b>595</b>	<b>578</b>	<b>673</b>	<b>691</b>

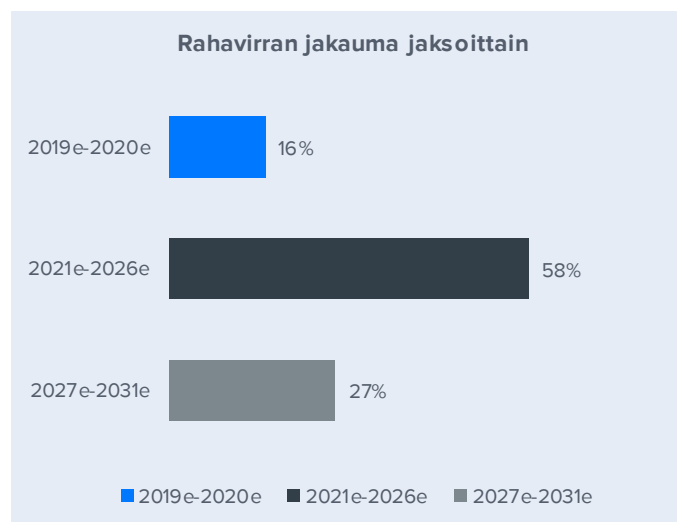
Lähde: Inderes

Vastattavaa	2017	2018	2019e	2020e	2021e
<b>Oma pääoma</b>	<b>329</b>	<b>303</b>	<b>305</b>	<b>392</b>	<b>412</b>
Osakepääoma	370	410	410	410	410
Kertyneet voittovarot	-41,2	-106,7	-104,7	-17,6	1,9
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Pitkäaikaiset velat</b>	<b>10,3</b>	<b>229</b>	<b>243</b>	<b>243</b>	<b>243</b>
Laskennalliset verovelat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Varaukset	1,0	0,1	1,0	1,0	1,0
Lainat rahoituslaitoksilta	9,3	179	192	192	192
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	50,0	50,0	50,0	50,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Lyhytaikaiset velat</b>	<b>6,6</b>	<b>64,9</b>	<b>30,1</b>	<b>38,0</b>	<b>36,5</b>
Lainat rahoituslaitoksilta	6,6	64,9	0,1	0,1	0,1
Lyhytaikaiset korottomat velat	0,0	0,0	30,0	37,9	36,4
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>345</b>	<b>597</b>	<b>578</b>	<b>673</b>	<b>691</b>

# DCF-laskelma

Kassavirtalaskelma (MSEK)	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e
<b>Liikevoitto</b>	<b>20,0</b>	<b>106,0</b>	<b>47,1</b>	<b>60,3</b>	<b>71,5</b>	<b>81,6</b>	<b>108,4</b>	<b>108,4</b>	<b>108,4</b>	<b>108,4</b>	<b>124,3</b>	<b>89,2</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
+ Kokonaispoistot	37,5	50,6	53,9	52,8	50,7	49,0	40,2	35,5	31,2	30,7	24,6	24,6	0,0	0,0
- Maksetut verot	0,0	0,0	0,0	0,0	-13,1	-15,5	-20,9	-20,9	-20,9	-20,9	-24,1	-17,0	0,0	0,0
- verot rahoituskuluista	0,0	0,0	0,0	0,0	-1,3	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8	-0,6	0,0	0,0
+ verot rahoitusluotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0
- Käyttöpääoman muutos	-24,4	-5,5	9,1	0,0	0,0	0,0	-6,2	0,0	0,0	0,0	0,0	51,9	0,0	0,0
<b>Operatiivinen kassavirta</b>	<b>33,1</b>	<b>151,1</b>	<b>110,1</b>	<b>113,1</b>	<b>107,9</b>	<b>114,3</b>	<b>120,8</b>	<b>122,2</b>	<b>117,9</b>	<b>117,4</b>	<b>124,0</b>	<b>148,1</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-1,0	0,0	0,0
- Bruttoinvestoinnit	-21,2	-46,0	-21,2	-17,6	-6,1	0,0	-14,1	-11,4	-11,4	0,0	0,0	0,0	115,3	0,0
<b>Vapaa operatiivinen kassavirta</b>	<b>12,8</b>	<b>105,1</b>	<b>88,9</b>	<b>95,5</b>	<b>101,8</b>	<b>114,3</b>	<b>106,7</b>	<b>110,8</b>	<b>106,4</b>	<b>117,4</b>	<b>124,0</b>	<b>147,2</b>	<b>115,3</b>	<b>0,0</b>
+/- Muut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-41,6	0,0
Vapaa kassavirta	12,8	105,1	88,9	95,5	101,8	114,3	106,7	110,8	106,4	117,4	124,0	147,2	73,7	0,0
Diskontattu vapaa kassavirta	11,8	88,9	68,7	67,5	65,7	67,4	57,5	46,2	39,7	39,1	37,0	39,3	17,6	0,0
	<b>646,5</b>	<b>634,6</b>	<b>545,7</b>	<b>477,0</b>	<b>409,4</b>	<b>343,7</b>	<b>276,3</b>	<b>218,8</b>	<b>172,6</b>	<b>132,9</b>	<b>93,8</b>	<b>56,8</b>	<b>17,6</b>	<b>0,0</b>
<b>Velaton arvo DCF</b>	<b>646,5</b>													
- Korolliset velat	-294,1													
+ Rahavarat	122,7													
-Vähemmistöosuus	0,0													
-Osinko/pääomapalautus	0,0													
<b>Oman pääoman arvo DCF</b>	<b>475,0</b>													
<b>Oman pääoman arvo DCF per osake</b>	<b>3,62</b>													

	2017e-	2025e-
Pääoman kustannus (WACC)	2023e	2030e
Vero-% (WACC)	20,0 %	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	20,0 %	20,0 %
Vieraan pääoman kustannus	7,0 %	7,0 %
Yrityksen Beta	1,50	1,50
Markkinoiden riskipreemio	6,00 %	8,00 %
Likviditeettipreemio	0,00 %	0,00 %
Riskitön korko	1,4 %	1,4 %
Oman pääoman kustannus	10,4 %	13,8 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	9,4 %	12,0 %



# Yhteenveto

Tuloslaskelma	2016	2017	2018	2019e	2020e	Osakekohtaiset luvut	2016	2017	2018	2019e	2020e
Liikevaihto	0,0	0,0	0,0	200,0	303,5	EPS (raportoitu)	-0,10	-0,14	-0,49	0,02	0,66
Käyttökate	-14,0	-21,4	-53,9	57,5	156,6	EPS (oikaistu)	-0,10	-0,14	-0,49	0,02	0,66
Liikevoitto	-14,1	-21,4	-53,9	20,0	106,0	Operat. kassavirta / osake	-0,14	-0,27	-0,54	0,25	1,15
Voitto ennen veroja	-10,0	-15,2	-63,0	2,0	87,0	Vapaa kassavirta / osake	-0,18	-0,50	-2,58	0,10	0,80
Nettovoitto	-10,0	-15,2	-63,0	2,0	87,0	Omapääoma / osake	2,75	2,99	2,36	2,32	2,99
Kertaluontoiset erät	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	Osinko / osake	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>Tase</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019e</b>	<b>2020e</b>	<b>Kasvu ja kannattavuus</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019e</b>	<b>2020e</b>
Taseen loppusumma	298,7	341,1	595,5	578,1	673,1	Liikevaihdon kasvu-%		0 %	0 %	#####	52 %
Oma pääoma	287,9	328,5	303,1	305,1	392,1	Käyttökateen kasvu-%	68 %	53 %	152 %	-207 %	172 %
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	Liikevoiton oik. kasvu-%	67 %	52 %	152 %	-137 %	430 %
Nettovelat	-145,9	-148,3	171,4	174,8	88,7	EPS oik. kasvu-%	-83 %	45 %	254 %	-103 %	4251 %
<b>Kassavirta</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019e</b>	<b>2020e</b>	Käyttökate-%	-	-	-	28,8 %	51,6 %
Käyttökate	-14,0	-21,4	-53,9	57,5	156,6	Oik. Liikevoitto-%	-	-	-	10,0 %	34,9 %
Nettokäyttöpääoman muutos	-0,8	-8,1	-15,6	-24,4	-5,5	Liikevoitto-%	-	-	-	10,0 %	34,9 %
Operatiivinen kassavirta	-14,7	-29,5	-69,6	33,1	151,1	ROE-%	-4,9 %	-4,9 %	-19,9 %	0,7 %	25,0 %
Investoinnit	-4,3	-26,6	-280,2	-21,2	-46,0	ROI-%	-6,3 %	-6,6 %	-11,4 %	3,5 %	18,0 %
Vapaa kassavirta	-19,1	-55,4	-330,6	12,8	105,1	Omavaraisuusaste	96,4 %	96,3 %	50,9 %	52,8 %	58,3 %
						Nettovelkaantumisaste	-50,7 %	-45,1 %	56,6 %	57,3 %	22,6 %
<b>Suurimmat omistajat</b>						<b>Arvostuskertoimet</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019e</b>	<b>2020e</b>
Ilmarinen Keskinäinen eläkevakuutusyhtiö			9,2 %			EV/Liikevaihto	>100	>100	>100	4,1	2,4
Hexof Oy			3,2 %			EV/EBITDA (oik.)	neg.	neg.	neg.	14,1	4,6
Timo Lindborg			2,8 %			EV/EBIT (oik.)	neg.	neg.	neg.	40,6	6,9
Finnish Mineral Group Ltd			2,1 %			P/E (oik.)	neg.	neg.	neg.	>100	7,3
Swiss Life Luxembourg SA			1,4 %			P/B	1,6	1,4	1,7	2,1	1,6
						Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	1,4 %

Lähde: Inderes

# 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 osavuosikatsausten 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 arvonmääritysmenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF) ja lisäarvomalli (EVA), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmääritysmenetelmät 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 sijoitavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oy:n omistukset esitetään yksilöitynä mallisalkussa. Inderes Oy:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin laatineen analyytikon palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oy:llä ei ole investointipankkiliiketoimintaa.

Inderes tai sen yhteistyökumppanit, joiden asiakkuuksilla voi olla taloudellinen vaikutus Inderesiin, voivat liiketoiminnassaan pyrkiä toimeksiantosuhteisiin eri liikkeeseenlaskijoiden kanssa Inderesin tai sen yhteistyökumppanien tarjoamien palveluiden osalta. Inderes voi siten olla suorassa tai epäsuorassa sopimussuhteessa tutkimuksen kohteena olevaan liikkeeseenlaskijaan. Inderes voi yhdessä yhteistyökumppaneineen tarjota liikkeeseen laskijoille Corporate Broking -palveluita, joiden tavoitteena on parantaa yhtiön ja pääomamarkkinoiden välistä kommunikaatiota. Näitä palveluita ovat sijoittajatilaisuuksien ja -tapahtumien järjestäminen, sijoittajaviestintään liittyvä neuvonanto, sijoitustutkimusraporttien laatiminen.

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

## Suositushistoria (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
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	4,40 SEK
16.2.2017	Lisää	5,20 SEK	4,69 SEK
3.4.2017	Vähennä	5,00 SEK	4,95 SEK
11.5.2017	Vähennä	4,70 SEK	4,50 SEK
24.8.2017	Vähennä	4,20 SEK	4,37 SEK
16.11.2017	Vähennä	3,80 SEK	3,89 SEK
22.2.2018	Vähennä	4,00 SEK	4,09 SEK
5.3.2018	Vähennä	3,80 SEK	3,90 SEK
11.5.2018	Vähennä	3,80 SEK	3,99 SEK
17.1.1900	Vähennä	4,00 SEK	4,00 SEK
24.8.2018	Myy	3,30 SEK	3,99 SEK
16.11.2018	Myy	3,30 SEK	3,92 SEK
25.2.2019	Myy	3,80 SEK	4,86 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](http://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.**