

Sotkamo Silver

Yhtiöpäivitys

15/5/2019

- Toistamme Sotkamo Silverin vähennä-suosituksemme ja tarkistamme tavoitehintamme 4,10 Ruotsin kruunuun (aik. 4,25 SEK)
- Yhtiön Q1-raportti ei sisältänyt suurempia yllätyksiä ja Hopeakaivoksen ylösajo näyttää lähteneen käyntiin vauhdilla
- Yhtiön keskeisten markkinaparametrien kehitys on ollut viime aikoina melko neutraalia, mutta yhtiön kassan vahvistamiseen kaavailema suunnattu osakeanti aiheutti 3 %:n laimennusvaikutuksen
- Mielestämme Sotkamo Silverin tuotto/riski-profiili alkaa näyttää nyt neutraalilta liiketoiminnan riskit ja mahdollisuudet huomioiden

Riskit ja mahdollisuudet ovat tasapainossa

Sotkamo Silverin Q1-raportti oli yllätyksetön. Päivitimme Sotkamo Silverin tavoitehintamme taustalla olevan osien summa-mallimme yhtiön yllätyksettömän Q1-raportin jälkeen. Markkinaparametreissa ei ole tapahtunut viime aikoina suurempia muutoksia, mutta yhtiön osakemäärä nousi lievästi suunnitteilla olevan pienen suunnatun osakeannin takia. Näin ollen tarkastamme yhtiön tavoitehintamme 4,10 Ruotsin kruunuun (aik. 4,25 kruunua). Toistamme osakkeen vähennä-suosituksemme, sillä Sotkamo Silverin tuotto/riski-kuva näyttää mielestämme yhä neutraalilta.

Q1 osui odotuksiimme, Hopeakaivoksen startti näyttää olleen ripeä

Sotkamo Silverin nettotappio oli Q1:llä odotustemme mukainen, mutta kvartaalituloksella ei ollut vielä Q1:llä osakkeelle käytännön merkitystä yhtiön kehitysvaihe huomioiden. Sotkamo Silver sai Hopeakaivoksen tuotannon käyntiin aivan Q1:n lopussa, mutta käytännössä tämä ei kuitenkaan heijastunut Q1-tulokseen, sillä liikevaihtoa alkoi kertyä vasta Q2:n puolella ja loushintakulut kirjattiin Q1:llä investointeihin. IFRS 16 kirjaukset nostivat taseen loppusummaa noin 100 MSEK:lla ja poistoja 3 MSEK:llä. Hopeakaivoksen ylösajosta yhtiöllä ei ollut juuri uutta kerrottavaa, mutta aiempien kommenttien (ml. 2019 hopean tuotanto 1,15-1,25 Moz, hopean osuus liikevaihdosta 60-63 %, rikastamalla prosessoidun malmin määrä 330 000-350 000 tonnia, rikasteen laskutusarvo 7000-7500 euroa per tonni sisään tulevasta kassavirrasta laskettuna) perusteella arvioimme kaivoksen ylösajon lähteneen käyntiin ripeästi ja ilman teknisiä ongelmia. Numeroiden perusteella arvioimme myös yhtiölle pidemmällä tähtäimellä kriittisten malmin metallipitoisuuksien olleen toistaiseksi vähintään vuoden 2017 teknisessä raportissa ennakoituilla tasoilla. Odotamme yhä yhtiön ajavan Hopeakaivoksen tuotannon ylös Q2:n aikana ja täyteen iskuun Hopeakaivoksen pitäisi arviomme mukaan päästä H2:n aikana.

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 Q1-raportin jälkeen. Lisäksi sisällytimme malliin yhtiön pienen suunnatun osakeannin (laimennusvaikutus 3 %). Mallimme perustuu edelleen konsensuksen hopean ja kullin hintaennusteisiin, jotka pysyneet viime aikoina melko vakaina (Reuters konsensus hopean hinta 2019-2020e: 15,90-16,40 USD/oz). Teollisuusmetallien ja valuuttakurssien (EUR/USD ja EUR/SEK) osalta päivitimme mallimme spot-arvoille, mutta muutokset jäivät melko pieniksi. Diskonttauskorkoja (WACC 9,4-11,8 %) olemme laskeneet marginaalisesti viime aikojen pitkien korkojen laskua heijastellen. Hopeakaivoksen 11 täyden vuoden tuotantoon sekä yhtiön Teknisessä raportissa (2017) arvioimiin tuotantokustannuksiin pohjautuvat Hopeakaivoksen volyyymi- ja kustannusennusteet olemme pitäneet ennallaan.

Tuotto/riski-profiili on mielestämme neutraali

Päivitykset laskivat mallin Sotkamo Silverin osakkeelle indikoimaa arvoa lievästi lähinnä osakemäärän kasvun takia. Mallin osakkeelle antama arvo on nyt yhtiön osakekurssin tasolla, joka on pysynyt viime aikoina melko vakaana. Siten Sotkamo Silver on mielestämme tällä hetkellä hinnoiteltu varsin neutraalisti liiketoimintaan liittyvät riskit ja mahdollisuudet huomioiden. Myöskään osakkeen suhteellinen tasearvostus tai mineraalivarantopohjainen arvostus eivät indikoi osakkeen olevan selvästi väärin hinnoiteltu. Näin ollen emme näe osakkeessa selkeää liikkumavaraa toistaiseksi kumpaankaan suuntaan ja jatkamme yhtiön suhteen odottavalla kannalla.

Analytytikot



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

Suositus ja tavoitehinta

Vähennä

(aik. Vähennä)



4,10 SEK

(aik. 4,25 SEK)

Osakekurssi: 4,10 SEK

Potentiaali: 0,0 %

Ohjeistus

(Ennallaan)

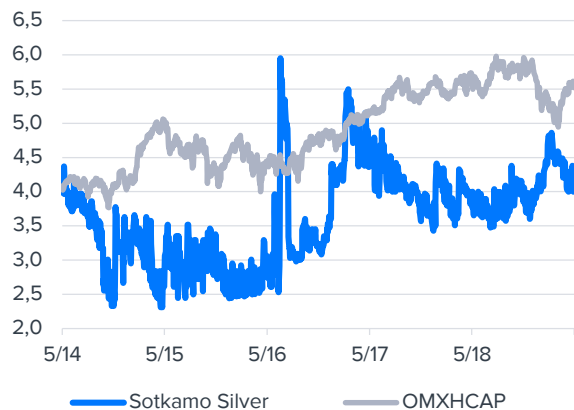
Hopeakaivoksen tuotannon arvioidaan olevan vuonna 2019 noin 1 150 000-1 250 000 troy unssia hopeaa. Hopean osuuden liikevaihdosta arvioidaan olevan noin 60-63%.

Avainluvut

	2018	2019e	2020e	2021e
Liikevaihto	0,0	283,0	307,4	371,4
kasvu-%	0 %	-	9 %	21 %
EBIT oik.	-53,9	67,8	106,6	48,8
EBIT-% oik.	-	23,9 %	34,7 %	13,1 %
Nettotulos	-63,0	51,8	87,2	26,5
EPS (oik.)	-0,49	0,39	0,64	0,20
P/E (oik.)	neg.	10,6	6,4	20,9
P/B	1,7	1,5	1,2	1,2
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	1,6 %	1,4 %
EV/EBIT (oik.)	neg.	12,4	6,9	13,7
EV/EBITDA	neg.	7,0	4,2	5,7
EV/Liikevaihto	>100	3,0	2,4	1,8

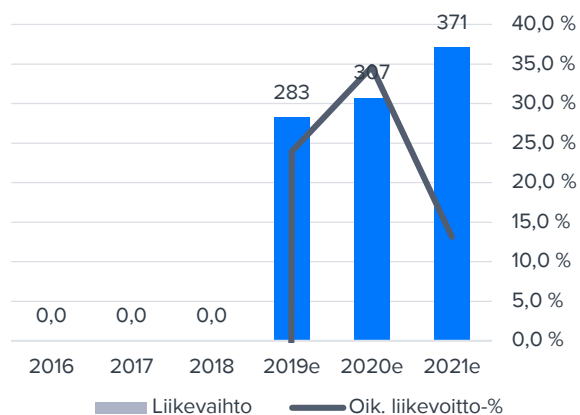
Lähde: Inderes

Osakekurssi



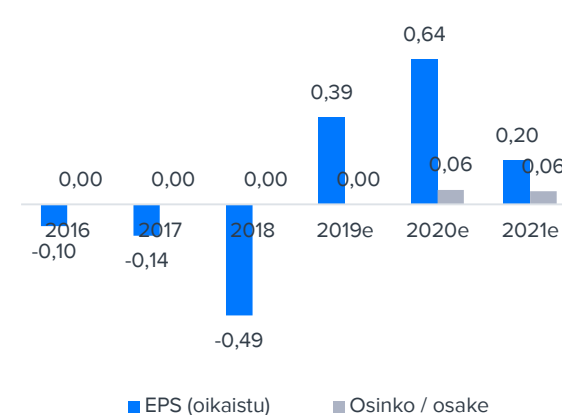
Lähde: Thomson Reuters

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes

MCAP
555
MSEK

EV
839
MSEK

P/B
1,5
2019e

P/E (oik.)
10,6
2020e

Arvoajurit

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

Riskitekijät

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

Arvostus

- Osien summa on noin osakekurssin tasolla ja arvostus on siten neutraali
- Tase- ja mineraalivarantopohjaiset kertoimet ovat karkeasti linjassa verrokkiyhtiöiden kanssa
- Kurssinousu vaatii odotuksiamme voimakkaampaa hopean hinnan nousua

Sotkamo Silver on keräämässä lisärahoitusta vajaat 30 MSEK

Yhtiö tekee pienen suunnatun osakeannin

Sotkamo Silver tiedotti, että yhtiön hallitus on päättänyt varsinaisen yhtiökokouksen myöntämän valtuutuksen nojalla toteuttaa korkeintaan 4 200 000 osakkeen suunnatun osakeannin 3,60 SEK:n hintaan osakkeelta. Osakkeiden merkintäoikeus on annettu osakkeenomistajien etuoikeudesta poiketen rajoitetulle määrälle ammattimaisia sijoittajia, jotka ovat etukäteen ilmaisseet kiinnostuksensa merkitä osakkeita. Osakkeiden merkintä tulee tapahtua viimeistään 14.5.2019. Täyteen merkittynä Sotkamo Silver saisi suunnatusta osakeannista noin 15,12 MSEK ennen annin kustannuksia.

Lisäksi kassaa vahvistetaan vaihtovelkakirjalainalla

Lisäksi yhtiön hallitus on päättänyt varsinaisen yhtiökokouksen myöntämän valtuutuksen nojalla toteuttaa enintään 15,0 miljoonan Ruotsin kruunun vaihtovelkakirja-annin. Vaihtovelkakirjojen liikkeeseenlaskuhinta on 95% vaihtovelkakirjojen nimellisarvosta eli 14,25 MSEK.

Vaihtovelkakirjaosuuksien merkinnät tulee tehdä 10.5.2019.

Lainan kuponkikorko on 3 % neljännesvuodessa. Lainaa on maksettava takaisin viimeistään 31.5.2020 niiltä osin kuin lainaa ei ole sitä ennen konvertoitu osakkeiksi tai lainaa ei ole maksettu takaisin lainaehtojen mukaisesti. Yhtiöllä on oikeus 1.1.-31.12.2020 välisenä aikana maksaa vaihtovelkakirjalaina kokonaan tai osittain nimellisarvoon.

Vaihtovelkakirjojen haltijalla on oikeus konvertoida vaihtovelkakirjat uusiin osakkeisiin yhtiössä 1.5.2020 ja 31.12.2020 välisenä aikana kokonaan tai osittain vaihtokurssiin, joka vastaa 90% osakevaihdon volyyymilla painotetusta 10 päivän keskihinnasta. Alin konvertointihinta on kuitenkin 1,4441 Ruotsin kruunua. Vaihtovelkakirjojen merkintäoikeus on annettu

osakkeenomistajien etuoikeudesta poiketen ammattimaiselle sijoittajalle, joka on etukäteen ilmaissut kiinnostuksensa merkitä vaihtovelkakirjoja.

Suunnatun annin merkintähinta ja vaihtovelkakirjalainan konversiokurssi perustuvat sijoittajien kanssa käytyihin neuvotteluihin, joiden lähtökohtana on ollut yhtiön noteeratun osakkeen pörssikurssi vähennettynä tavanomaisella suunnatun annin alennuksella (tavoitteena annin toteutuminen täysimääräisenä).

Osakesarjan laimentuminen on rajallista

Varojen keräämisen motiivi ja syy poiketa osakkeenomistajien merkintäetuoikeudesta oli yhtiön mukaan tarve vahvistaa kassavaroja (Q1:n lopussa 33 MSEK). Arviomme mukaan lisärahoitustarve liittyy etenkin yhtiön päätöksiin nostaa tuotantokapasiteettia alkuperäistä suunnitelmaa nopeammin ja rakentaa mekaaninen jäteveden puhdistamo Hopeakaivokselle. Nämä päätökset ovat todennäköisesti nostaneet yhtiön investointeja ja syöneet kassasta puskurivaroja, joita Sotkamo Silver tarvitsee etenkin Hopeakaivoksen ylösajon aikana loppuvuodesta. Suunnatun annin osakkeeseen luoma laimennusvaikutus on kuitenkin vain 3 %, joten yhtiön ison kuvan kannalta osakemäärän kasvu ei ole mielestämme dramaattinen. Lisäksi vaihtovelkakirjalaina nostaa yhtiön korkokuluja hieman.

Muutokset osien summa –malliimme jäivät pieniksi

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. Jälkimmäinen komponentti on pysynyt ennallaan (muiden projektien arvo 25 MSEK). Arviomme mukaan Sotkamo Silverin muut projektit ovat parhaassakin tapauksessa (ts. taloudellisesti hyödynnettävää malmia löytäisi) vielä useiden vuosien päässä tuotantovaiheesta ja niiden arvo sijoittajille on tällä hetkellä lähinnä option kaltainen.

Hopeakaivoksen kassavirtamallin logiikka on ennallaan, päivitimme parametrit

Hopeakaivoksen (yli 95 % Sotkamo Silverin arvosta) kassavirtamalliimme olemme päivittäneet keskeiset markkinaparametrit. Mallimme perustuu yhä konsensuksen hopean ja kullan hintaennusteisiin, jotka pysyneet viime aikoina pitkälti ennallaan (Reuters konsensus hopean hinta 2019e-2020e: 15,90-16,90

USD/oz vs. spot 15,00 USD/oz). Teollisuusmetallien ja valuuttakurssien (EUR/USD ja EUR/SEK) osalta päivitimme mallimme spot-arvoille. Sinkin lievästi laskenut hinta rokotti hieman mallin osakkeelle indikoimaa arvoa, mutta kokonaisuutena muutokset jäivät vähäisiksi.

Diskonntauskorjoja (WACC 9,4-11,8 %) olemme laskeneet marginaalisesti viime aikojen pitkien korkojen laskua heijastellen. Hopeakaivoksen 11 täyden vuoden tuotantoon sekä yhtiön Teknisessä raportissa (2017) arvioimiin tuotantokustannuksiin pohjautuvat Hopeakaivoksen volyyymi- ja kustannusennusteet olemme pitäneet ennallaan ja vuoden 2019 volyyymiennusteemme on yhtiön hopean tuotanto-ohjeistuksen haarukan puolivälissä. Vuoden 2020 volyyymiennusteessamme voi olla nousuvaraa, jos yhtiö saa uuden ympäristöluvan jo kuluvaan vuodenaikana. Hopeakaivoksen rajoittava tekijä on kuitenkin etenkin malmin määrä, joten lyhyen ajan tuotantoennusteiden nousu lyhentää nykyisessä ennustemallissamme kaivoksen elinkaarta (ts. tuotantoprofiili siirtyy eteenpäin).

Koko kaivoksen elinkaaren pidentyminen taas vaatisi yhtiöltä uuden malmin löytämistä, mikä on mahdollinen muttei itsestään selvä skenaario.

Kulut voivat olla kohollaan loppuvuodesta

Näillä näkymin hyvin edennyt Hopeakaivoksen ylösajo laskee osaltaan myös osakkeen riskitasoa, kun yhtiö saa investoinnin takasinmaksun käyntiin ripeästi (ts. nettovelka lyhenee). Lisäksi vahva ja tarkka tuotanto-ohjeistus hälventää jossain määrin ylösajon aikatauluun ja malmin metallipitoisuuksiin liittyneitä riskejä eikä kaivoksen alkumetreillä näytä ainakaan toistaiseksi tapahtuneen negatiivisia yllätyksiä. Näin ollen osakkeen riskitaso on mielestämme jo laskussa, joskin yhtiön tuloskehitystä on etenkin ylösajovaiheessa vaikea ennustaa, sillä kulurakenne on alussa todennäköisesti jossain määrin kohollaan eikä relevanttia vertailukohtaa ole olemassa. Näin ollen loppuvuodesta voi tulla isoja tulosityllätyksiä, mutta osakkeen kokonaiskuvan kannalta puhtaasti ylösajon myötä kohollaan olevien kulujen aiheuttamien yllätysten merkitys olisi silti rajallinen.

Ennustetaulukko	Q1'18	Q1'19	Q1'19e	Q1'19e	Konsensus		Erotus (%)	2019e
MSEK / SEK	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Tot. vs. inderes	Inderes
Liikevaihto	0,0	0,0	0,0					283
Liikevoitto	-5,8	-14,2	-13,0					67,8
Tulos ennen veroja	3,9	-15,4	-15,0					51,8
EPS (raportoitu)	0,03	-0,12	-0,11					0,39

Lähde: Inderes

Osake on oikein hinnoiteltu

Osien summa on noin osakekurssin tasolla

Päivitykset nostivat mallimme indikoimaa Hopeakaivoksen osakkeenomistajille kuuluvaa arvoa reilut 15 % noin 565 MSEK:iin (sis. emoyhtiöt kulut, velat sekä verot). Näin ollen arviomme konsernin oman pääoman arvosta on noin 570 MSEK eli noin 4,20 kruunua per osake. Osien summa -laskelmamme indikoima osakkeen arvo Sotkamo Silverin osakkeelle on siten suurin piirtein yhtiön tämänhetkisen osakekurssin tasolla. Sotkamo Silverin osakkeen kurssinousu nykytasoilta vaatisikin mielestämme 1) metallien hintojen nousun jatkumista (hopea tasolle 18-20 USD/oz) ilman EUR/USD-kurssin oleellista vahvistumista ja/tai 2) Hopeakaivoksen odotuksia korkeampaa mineraalien metallipitoisuutta/metallisaantoa ja/tai 3) Hopeakaivoksen elinkaaren jatkumista odottamaamme ja/tai 11 vuotta pidemmäksi. Näistä tekijöistä kaikkien realisoituminen on sinällään täysin mahdollista, mutta toisaalta kaikkiin parametreihin liittyy myös negatiivisia riskejä, vaikka osakkeen riskitaso onkin hyvin käyntiin lähteneen ylösajon takia laskussa. Siten sijoittajien riskikorjattu tuotto-odotus on mielestämme tällä hetkellä neutraali, kun huomioidaan etenkin markkinaparametreihin, tuotantoon ja geologiaan liittyvät mahdollisuudet ja riskit.

Metalleille löytyy sekä positiivisia että negatiivisia ajureita

Metallien ja valuuttakurssien hintojen liikkeet ovat erittäin vaikeasti ennustettavissa ja tilanteet niiden suhteen voivat muuttua nopeastikin. Tällä hetkellä jalometallien hinnoille on löydettävissä sekä negatiivisia että positiivisia ajureita, joskin USA:n keskuspankin viestimä koronnostosyklin loppuminen (ml. vaisu inflaationäkymä) onkin mielestämme muuttanut kokonaiskuvaa jalometallien kannalta asteen positiivisemmaksi tänä vuonna. Jalometallien suhteen positiivisia hinta-ajureita voisivat mielestämme olla etenkin USA:n keskuspankin ohjaukorkotrendin käänne alaspäin (ts. ohjaukorkojen laskut), poliittisen epävarmuuden kasvu (ml. kauppasota), globaalin talouskasvun hyytyminen (nämä ajurit tukisivat etenkin sijoituskysyntää ja sitä kautta jalometallien hintoja) ja tuotantokustannusten nousu. Negatiivisia vastapainoja voisivat sen sijaan olla tarjonnan lievä kasvu (Bloombergin mukaan hopean tarjonta kasvaa tänä vuonna hieman kysyntää nopeammin), vahva USA:n dollari ja teollisuuskysynnän lasku (globaalin talouskasvun hyytyminen). Markkinaparametreihin liittyvä kokonaiskuva huomioiden Sotkamo Silver -sijoituksen perustelevuus tällä hetkellä vielä nykyisiä konsensusennustettakin ripeämmällä metallien hintojen nousulla olisi mielestämme yhä uhkarohkeaa ja se vaatisi vähintään tuottovaatimuksen (oman pääoman tuottovaatimus WACC-%:n sisällä) nostamista nykyisiä arvioitamme ylemmäs.

Myöskään suhteellinen arvostus ei indikoi osakkeen olevan virheellisesti hinnoiteltu

Kokonaiskuvaa Sotkamo Silverin neutraalista arvostuksesta tukee mielestämme myös tasepohjainen P/B-luku 1,5x (2019e). Sotkamo Silverin tasearvostus on yhä selvästi pieniä hopeayhtiöitä ylempänä (30 pienestä ja keskisuuresta hopeayhtiöstä koostuvan PRJ Silver ETF-indeksin 2019e P/B on 1,2x). Yhtiön mineraalivarannot ovat myös arvostettu lievästi verrokkiryhmää ylemmäs. Siten suhteellinen arvostus tukee mielestämme näkemystämme osakkeen selvän nousuvaran puutteellisuudesta ja jokseenkin neutraalista hinnoittelusta. Näin ollen yksikään arvostusmalli ei tarjoa osakkeelle ostosignaaleja tällä hetkellä, joten jatkamme Sotkamo Silverin Hopeakaivoksen ylösajon etenemistä ja kassavirran kulmakerrointa toistaiseksi sivusta.

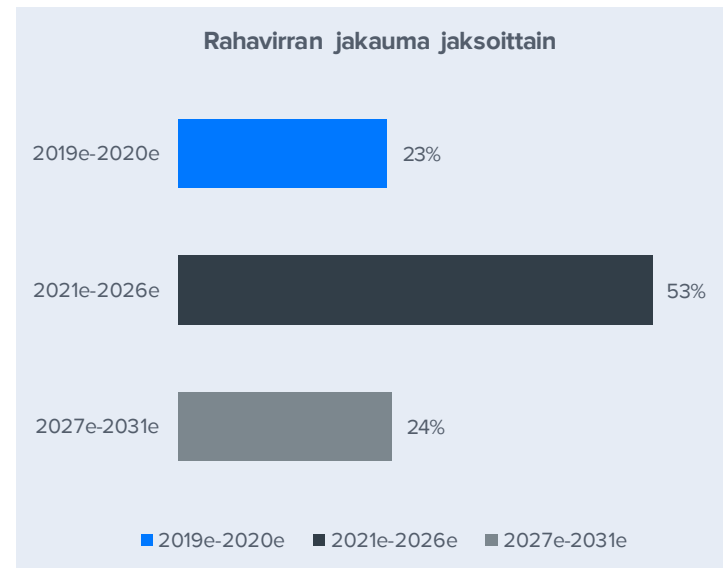
Arvostustaso	2019e	2020e	2021e
Osakekurssi	4,10	4,10	4,10
Osakemäärä, milj. kpl	134,4	135,4	135,4
Markkina-arvo	555	555	555
Yritysarvo (EV)	839	733	670
P/E (oik.)	10,6	6,4	20,9
P/E	10,6	6,4	20,9
P/Kassavirta	neg.	4,4	6,2
P/B	1,5	1,2	1,2
P/S	2,0	1,8	1,5
EV/Liikevaihto	3,0	2,4	1,8
EV/EBITDA (oik.)	7,0	4,2	5,7
EV/EBIT (oik.)	12,4	6,9	13,7
Osinko/tulos (%)	0,0 %	10,0 %	30,0 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	1,6 %	1,4 %

Lähde: Inderes

DCF-laskelma

Kassavirtalaskelma (MSEK)	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e
Liikevoitto	67,8	106,6	48,8	60,2	73,6	83,8	110,8	110,8	110,8	110,8	127,0	37,8	0,0	0,0
+ Kokonaispoistot	51,5	68,9	68,8	68,1	69,8	67,1	58,0	52,3	46,4	42,8	38,7	32,1	0,0	0,0
- Maksetut verot	0,0	0,0	-2,9	-8,2	-13,4	-15,9	-21,4	-21,4	-21,4	-21,4	-24,6	-6,7	0,0	0,0
- verot rahoituskuluista	0,0	0,0	-1,9	-3,9	-1,3	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9	-0,6	0,0	0,0
+ verot rahoitustuotoista	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	-36,8	-3,2	2,8	0,0	0,0	0,0	-6,3	0,0	0,0	0,0	0,0	68,3	0,0	0,0
Operatiivinen kassavirta	82,4	172,3	115,5	116,2	128,6	134,1	140,5	141,0	135,1	131,5	140,3	131,0	0,0	0,0
+ 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
- Bruttoninvestoinnit	-196,7	-46,8	-26,0	-17,9	-6,2	0,0	-14,3	-11,6	-11,6	0,0	0,0	14,4	99,8	0,0
Vapaa operatiivinen kassavirta	-113,4	125,5	89,5	98,3	122,4	134,1	126,2	129,4	123,5	131,5	140,3	144,4	99,8	0,0
+/- Muut	96,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-27,2	0,0
Vapaa kassavirta	-16,7	125,5	89,5	98,3	122,4	134,1	126,2	129,4	123,5	131,5	140,3	144,4	72,6	0,0
Diskontattu vapaa kassavirta	80,9	108,4	70,7	71,1	80,9	81,0	69,7	55,4	47,3	45,1	43,0	39,6	17,8	0,0
	714,3	730,1	621,6	550,9	479,9	399,0	318,0	248,3	192,9	145,6	100,6	57,6	17,9	0,0
Velaton arvo DCF	714,3													
- Korolliset velat	-294,1													
+ Rahavarat	122,7													
-Vähemmistöosuus	0,0													
-Osinko/pääomapalautus	0,0													
Oman pääoman arvo DCF	542,8													
Oman pääoman arvo DCF per osake	4,01													

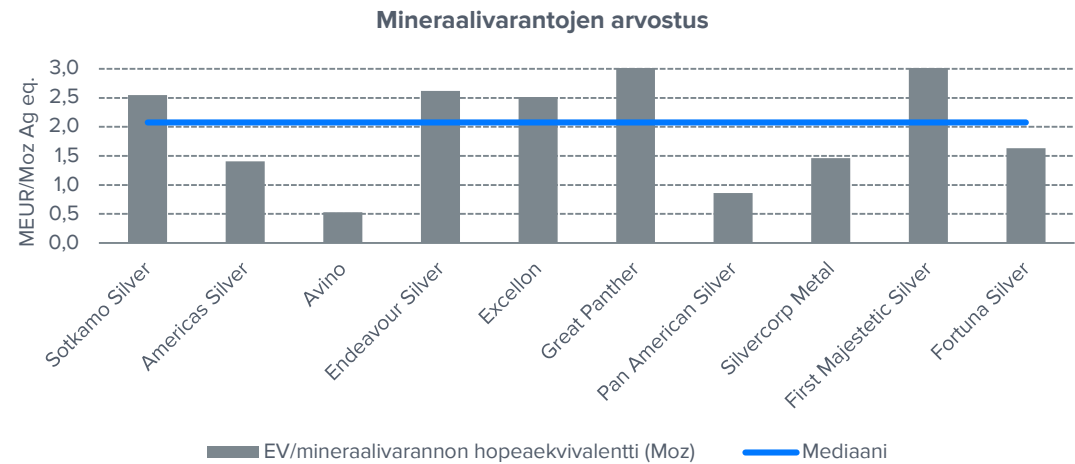
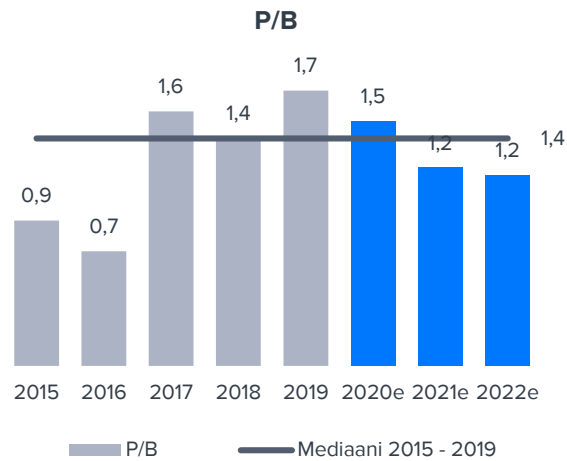
	2017e-2023e	2025e-2030e
Pääoman kustannus (WACC)		
Vero-% (WACC)	20,0 %	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	20,0 %	20,0 %
Vieraan pääoman kustannus	7,0 %	7,0 %
Yrityksen Beta	1,50	1,50
Markkinoiden riskipreemio	6,00 %	8,00 %
Likviditeettipreemio	0,00 %	0,00 %
Riskitön korko	1,3 %	1,3 %
Oman pääoman kustannus	10,3 %	13,3 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	9,4 %	11,8 %



Arvostustaulukko

Arvostustaso	2014	2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e	2022e
Osakekurssi	5,90	4,25	4,30	3,84	3,90	4,10	4,10	4,10	4,10
Osakemäärä, milj. kpl	19,0	20,6	104,6	109,9	128,3	134,4	135,4	135,4	135,4
Markkina-arvo	122	88	450	458	512	555	555	555	555
Yritysarvo (EV)	110	100	304	310	683	839	733	670	595
P/E (oik.)	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	10,6	6,4	20,9	17,0
P/E	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	10,6	6,4	20,9	17,0
P/Kassavirta	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	4,4	6,2	5,6
P/B	0,9	0,7	1,6	1,4	1,7	1,5	1,2	1,2	1,1
P/S			>100	>100	>100	2,0	1,8	1,5	1,5
EV/Liikevaihto			>100	>100	>100	3,0	2,4	1,8	1,6
EV/EBITDA (oik.)	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	7,0	4,2	5,7	4,6
EV/EBIT (oik.)	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	12,4	6,9	13,7	9,9
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	10,0 %	30,0 %	40,0 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	1,6 %	1,4 %	2,4 %

Lähde: Inderes



Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2017	Q1'18	Q2'18	Q3'18	Q4'18	2018	Q1'19	Q2'19e	Q3'19e	Q4'19e	2019e	2020e	2021e	2022e
Liikevaihto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	78,0	100,0	105	283	307	371	371
Sotkamo Silver	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	78,0	100,0	105	283	307	371	371
Käyttökate	-21,4	-5,8	-6,8	-9,3	-10,2	-32,1	-10,8	26,0	50,0	54,0	119	175	118	128
Poistot ja arvonalennukset	0,0	0,0	0,0	0,0	-21,8	-21,8	-3,5	-16,0	-16,0	-16,0	-51,5	-68,9	-68,8	-68,1
Liikevoitto ilman kertaeriä	-21,4	-5,8	-6,8	-9,3	-32,0	-53,9	-14,2	10,0	34,0	38,0	67,8	107	48,8	60,2
Liikevoitto	-21,4	-5,8	-6,8	-9,3	-32,0	-53,9	-14,2	10,0	34,0	38,0	67,8	107	48,8	60,2
Sotkamo Silver	-21,4	-5,8	-6,8	-9,3	-32,0	-53,9	-14,2	10,0	34,0	38,0	67,8	107	48,8	60,2
Nettorahoituskulut	6,1	9,7	-1,1	-7,9	-9,8	-9,0	-1,1	-5,0	-5,0	-5,0	-16,0	-19,4	-19,3	-19,3
Tulos ennen veroja	-15,2	3,9	-7,9	-17,2	-41,8	-63,0	-15,4	5,1	29,1	33,1	51,8	87,2	29,5	40,9
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	-2,9	-8,2
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
Nettotulos	-15,2	3,9	-7,9	-17,2	-41,8	-63,0	-15,4	5,1	29,1	33,1	51,8	87,2	26,5	32,7
EPS (oikaistu)	-0,14	0,03	-0,06	-0,13	-0,33	-0,49	-0,12	0,04	0,22	0,25	0,39	0,64	0,20	0,24
EPS (raportoitu)	-0,14	0,03	-0,06	-0,13	-0,33	-0,49	-0,12	0,04	0,22	0,25	0,39	0,64	0,20	0,24

Tunnusluvut	2017	Q1'18	Q2'18	Q3'18	Q4'18	2018	Q1'19	Q2'19e	Q3'19e	Q4'19e	2019e	2020e	2021e	2022e
Liikevaihdon kasvu-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %		8,6 %	20,8 %	0,0 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	51,6 %	24,9 %	36,9 %	54,4 %	458,9 %	152,3 %	144,1 %	-247,1 %	-466,4 %	-218,7 %	-225,6 %	57,3 %	-54,2 %	23,4 %
Käyttökate-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	33,3 %	50,0 %	51,4 %	42,1 %	57,1 %	31,6 %	34,5 %
Oikaistu liikevoitto-%								12,8 %	34,0 %	36,2 %	23,9 %	34,7 %	13,1 %	16,2 %
Nettotulos-%								6,5 %	29,1 %	31,5 %	18,3 %	28,4 %	7,1 %	8,8 %

Lähde: Inderes

Tase

Vastaavaa	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Pysyvät vastaavat	168	448	593	571	528
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	551	529	486
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
Vaihtuvat vastaavat	173	148	117	168	227
Vaihto-omaisuus	0,0	0,0	36,8	40,0	37,1
Muut lyhytaikaiset varat	9,3	24,9	24,9	24,9	24,9
Myyntisaamiset	0,0	0,0	35,4	38,4	37,1
Likvidit varat	164	123	19,8	64,3	128
Taseen loppusumma	341	595	710	739	755

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Oma pääoma	329	303	370	457	475
Osakepääoma	370	410	410	410	410
Kertyneet voittovarot	-41,2	-106,7	-54,9	32,3	50,1
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	15,0	15,0	15,0
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	10,3	229	295	243	243
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	229	192	192
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	50,0	65,0	50,0	50,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset velat	6,6	64,9	44,8	38,5	37,2
Lainat rahoituslaitoksilta	6,6	64,9	9,4	0,1	0,1
Lyhytaikaiset korottomat velat	0,0	0,0	35,4	38,4	37,1
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	345	597	710	739	755

Yhteenveto

Tuloslaskelma	2016	2017	2018	2019e	2020e	Osakekohtaiset luvut	2016	2017	2018	2019e	2020e
Liikevaihto	0,0	0,0	0,0	283,0	307,4	EPS (raportoitu)	-0,10	-0,14	-0,49	0,39	0,64
Käyttökate	-14,0	-21,4	-32,1	119,2	175,5	EPS (oikaistu)	-0,10	-0,14	-0,49	0,39	0,64
Liikevoitto	-14,1	-21,4	-53,9	67,8	106,6	Operat. kassavirta / osake	-0,14	-0,27	-0,37	0,61	1,27
Voitto ennen veroja	-10,0	-15,2	-63,0	51,8	87,2	Vapaa kassavirta / osake	-0,18	-0,50	-2,58	-0,12	0,93
Nettovoitto	-10,0	-15,2	-63,0	51,8	87,2	Omapääoma / osake	2,75	2,99	2,36	2,75	3,37
Kertaluontoiset erät	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	Osinko / osake	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Tase	2016	2017	2018	2019e	2020e	Kasvu ja kannattavuus	2016	2017	2018	2019e	2020e
Taseen loppusumma	298,7	341,1	595,5	710,0	738,6	Liikevaihdon kasvu-%		0 %	0 %		9 %
Oma pääoma	287,9	328,5	303,1	369,8	457,1	Käyttökateen kasvu-%	68 %	53 %	50 %	-471 %	47 %
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	Liikevoiton oik. kasvu-%	67 %	52 %	152 %	-226 %	57 %
Nettovelat	-145,9	-148,3	171,4	284,0	177,8	EPS oik. kasvu-%	-83 %	45 %	254 %	-178 %	67 %
Kassavirta	2016	2017	2018	2019e	2020e	Käyttökate-%				42,1 %	57,1 %
Käyttökate	-14,0	-21,4	-32,1	119,2	175,5	Oik. Liikevoitto-%				23,9 %	34,7 %
Nettokäyttöpääoman muutos	-0,8	-8,1	-15,6	-36,8	-3,2	Liikevoitto-%				23,9 %	34,7 %
Operatiivinen kassavirta	-14,7	-29,5	-47,8	82,4	172,3	ROE-%	-4,9 %	-4,9 %	-19,9 %	15,4 %	21,1 %
Investoinnit	-4,3	-26,6	-302,0	-196,7	-46,8	ROI-%	-6,3 %	-6,6 %	-11,4 %	10,7 %	15,5 %
Vapaa kassavirta	-19,1	-55,4	-330,6	-16,7	125,5	Omavaraisuusaste	96,4 %	96,3 %	50,9 %	52,1 %	61,9 %
						Nettovelkaantumisaste	-50,7 %	-45,1 %	56,6 %	76,8 %	38,9 %
Suurimmat omistajat			%-osakkeista			Arvostuskertoimet	2016	2017	2018	2019e	2020e
Ilmarinen Keskinäinen eläkevakuutusyhtiö			9,2 %			EV/Liikevaihto	>100	>100	>100	3,0	2,4
Hexof Oy			3,2 %			EV/EBITDA (oik.)	neg.	neg.	neg.	7,0	4,2
Timo Lindborg			2,8 %			EV/EBIT (oik.)	neg.	neg.	neg.	12,4	6,9
Finnish Mineral Group Ltd			2,1 %			P/E (oik.)	neg.	neg.	neg.	10,6	6,4
Swiss Life Luxemburg SA			1,4 %			P/B	1,6	1,4	1,7	1,5	1,2
						Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	1,6 %

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 esittäjensä 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 esittäjensä 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 suositukseen myy, vähennä, lisää ja

osta. Inderesin sijoitusuusituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään neljä kertaa vuodessa yhtiöiden osavuosikatsausten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvion mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia 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 laatiineilla analyytikoilla tai Inderesin työntekijöillä ei voi olla 1) merkittävän taloudellisen edun ylittäviä omistuksia tai 2) yli 1 %:n omistusosuuksia missään tutkimuksen kohteena olevissa yhtiöissä. 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 laatiene 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
17.1.2018	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
9.4.2019	Vähennä	4,25 SEK	4,42 SEK
15.5.2019	Vähennä	4,10 SEK	4,10 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. Pörssiyhtiöille varmistamme, että yhtiöstä on jatkuvasti sijoittajien ja omistajien saatavilla laadukasta tietoa päätöksentekoon. Inderes-yhteisöön kuuluu yli 35 000 aktiivista sijoittajaa ja yli 100 kotimaista pörssiyhtiötä, 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.**