

Sotkamo Silver

Yhtiöpäivitys

27/8/2019

- Toistamme Sotkamo Silverin vähennä-suosituksemme ja tarkistamme tavoitehintamme 3,90 Ruotsin kruunuun (aik. 4,10 SEK).
- Yhtiön tulos oli selvästi tappiollinen Q2:lla, joka oli vaikeasti ennustettava Hopeakaivoksen ylösajokvartaali
- Yhtiön keskeisten markkinaparametrien kehitys on ollut viime aikoina pääosin nousujohteista, mutta muutokset osien summa -mallimme osakkeelle indikoima arvo laski lievästi etenkin ylösajon heijasteiden takia
- Mielestämme Sotkamo Silverin tuotto/riski-profiili on melko neutraali liiketoiminnan riskit ja mahdollisuudet huomioiden

Osakkeen liikkumavara on rajallinen

Sotkamo Silverin Q2-raportti oli tuloksellisesti odotuksiamme selvästi heikompi, mutta ylösajokvartaalin numeroista ei kannata mielestämme vetää suurempia johtopäätöksiä. Päivitimme Sotkamo Silverin tavoitehintamme taustalla olevan osien summa -mallimme, mutta mallin osakkeelle indikoima arvo laski lievästi, sillä Q2-numeroiden heijasteet ja sinkin hinnan lasku ovat kompensoineet jalometallien hintaennusteiden lievän nousun ja pitkien korkojen laskun mallille luomaa nostetta. Toistamme Sotkamo Silverin vähennä-suosituksemme ja tarkastamme tavoitehintamme 3,90 Ruotsin kruunuun (aik. 4,10 SEK). Mielestämme Sotkamo Silverin tuotto/riski-kuva näyttää yhä varsin neutraalilta.

Q2-numeroista ei ole mielestämme syytä hermostua, mutta ohjeistuksen saavuttaminen ei ole varmaa

Sotkamo Silver teki Q2:llä 30 MSEK:n liikevaihdolla 32 MSEK:n liiketappion. Numerot olivat selvästi liian optimistisia ennusteitamme alemmat, mutta kyseessä oli vaikeasti ennustettava Hopeakaivoksen ylösajokvartaali eikä Q2:n numeroista kannata mielestämme vetää johtopäätöksiä jatkoa ajatellen. Sotkamo Silver toisti kuluvan vuoden ohjeistuksensa, jonka mukaan rikastamalla prosessoidun malmin määrä on 330 000-350 000 tonnia ja hopean tuotanto 1,15-1,25 Moz. Q2:n lukujen perusteella yhtiölle tulee arviomme mukaan kiire ohjeistuksen saavuttamisessa ja laskimme kuluvan vuoden tuotantoennusteemme ohjeistuksen alarajan tasolle. Lievä tuotanto-ohjeistuksen alentuminen H2:lla ei mielestämme olisi laajemmassa perspektiivissä massiivinen takaisku osakkeelle, kunhan ylösajo etenee muuten oikealla uralla.

Markkinatilanne on nyt Sotkamo Silverin kannalta suotuista

Olemme päivittäneet Hopeakaivoksen (noin 95 % Sotkamo Silverin arvosta) kassavirtamalliimme keskeiset parametrit Q2-raportin jälkeen. Mallimme perustuu edelleen konsensuksen hopean ja kullan hintaennusteisiin, jotka ovat nousseet viime aikoina erittäin vahvasti kehittyneitä spot-hintoja hitaammin (Reuters konsensus hopean hinta 2019-2020e: 15,90-16,90 USD/oz vs. spot 17,50 USD/oz). Siten markkinatilanne on yhtiön kannalta nyt varsin suotuista ja markkinariskit ovat positiivisella puolella, mutta suora hyötyminen hyvästä markkinasta vaatii ripeää volyymien ylösajoa loppuvuodesta. Teollisuusmetallien ja valuuttakurssien (EUR/USD ja EUR/SEK) osalta päivitimme mallimme spot-arvoille, mutta muutokset jäivät sinkin melko selvää hinnan laskua lukuun ottamatta pieniksi. Diskonttauskorkoja (WACC 9,4-11,8 %) olemme laskeneet selvästi pitkien korkojen painumista heijastellen. Hopeakaivoksen 11 täyden vuoden tuotantoon sekä yhtiön Teknisessä raportissa (2017) arvioimiin tuotantokustannuksiin pohjautuvat Hopeakaivoksen volyyymi- ja kustannusennusteet olemme pitäneet pääosin ennallaan toistaiseksi, mutta H2:n (etenkin Q3:n) ennusteitamme olemme laskeneet ylösajon jatkumisen takia.

Mielestämme Sotkamo Silverin tuottopotentiaali ja riskit ovat jokseenkin tasapainossa

Päivitykset ja Q2-numerot laskivat osien summa -mallimme osakkeelle antamaa arvoa lievästi. Mallin osakkeelle antama arvo on peruskkenaariossa hieman osakekurssin yläpuolella. Nykyisellä hopean ja kullan spot-hinnalla osakkeessa voisi osien summan perusteella olla lievää nousuvaraa, mutta markkinatilanteen kestävyyyteen, tuotanto-ohjeistukseen ja kassatilanteeseen liittyvät riskit eivät houkuttele nojaamaan suotuisaan skenaarioon. Myöskään osakkeen suhteellinen tasearvostus tai mineraalivarantopohjainen arvostus eivät indikoi Sotkamo Silverin olevan selvästi vääriin arvostettu. Näin ollen emme näe osakkeessa selkeää liikkumavaraa toistaiseksi kumpaankaan suuntaan ja jatkamme Hopeakaivoksen ylösajon seuraamista toistaiseksi odottavalla kannalla.

Analytytikot



Antti Viljakainen

+358 44 591 2216

antti.viljakainen@inderes.fi

Suositus ja tavoitehinta

Vähennä

(aik. Vähennä)



3,90 SEK

(aik. 4,10 SEK)

Osakekurssi: 3,96 SEK

Potentiaali: -1,4 %

Ohjeistus

(Ennallaan)

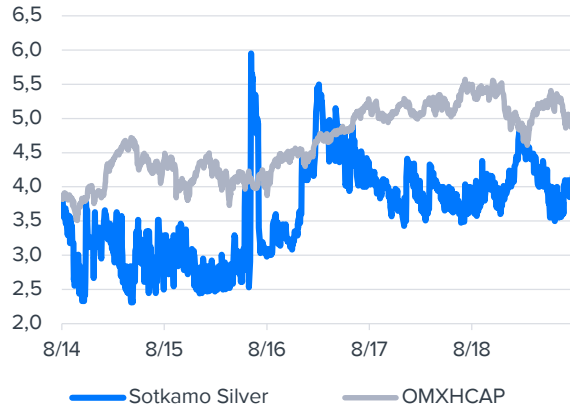
Hopeakaivoksen tuotannon arvioidaan olevan vuonna 2019 noin 1 150 000- 1 250 000 troy-unssia hopeaa.

Avainluvut

	2018	2019e	2020e	2021e
Liikevaihto	0,0	197,7	307,7	365,2
kasvu-%	0 %		56 %	19 %
EBIT oik.	-53,9	-28,7	106,7	42,3
EBIT-% oik.		-14,5 %	34,7 %	11,6 %
Nettotulos	-63,0	-43,1	87,3	22,9
EPS (oik.)	-0,49	-0,32	0,65	0,17
P/E (oik.)	neg.	neg.	6,1	23,3
P/B	1,7	1,9	1,5	1,4
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %	1,3 %
EV/EBIT (oik.)	neg.	neg.	7,4	17,1
EV/EBITDA	neg.	59,4	4,6	6,8
EV/Liikevaihto	>100	4,6	2,6	2,0

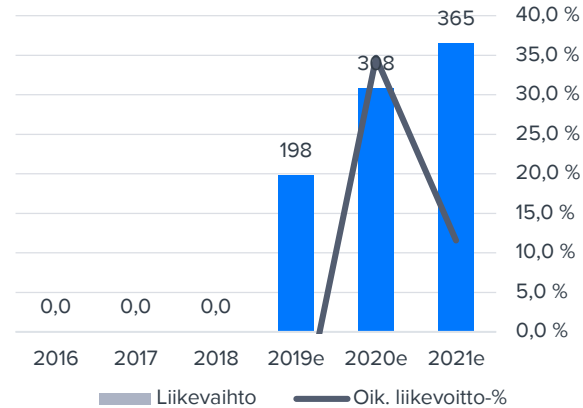
Lähde: Inderes

Osakekurssi



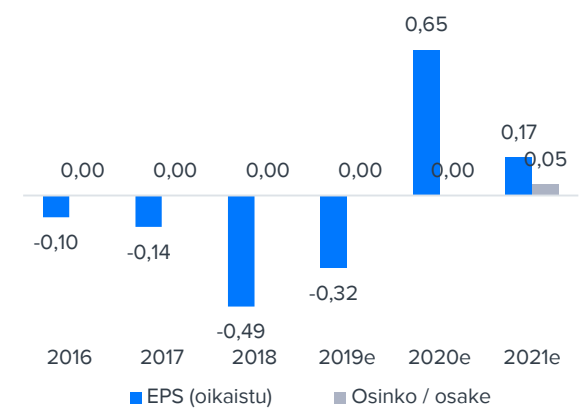
Lähde: Thomson Reuters

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

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

- Osien summa on noin osakekurssin tasolla ja arvostus sekä tuotto-odotus ovat siten neutraaleja
- Tase- ja mineraalivarantopohjaiset kertoimet ovat karkeasti linjassa verrokkiyhtiöiden kanssa
- Kurssinousu vaatii vähintään volyymin nopeaa nousua ja viime aikoina rajusti kohonneen hopean hinnan stabiloitumista

Ylösajokvartaalin numeroista ei ole syytä vetää suurempia johtopäätöksiä

Volyymi jäi matalaksi starttimalmien käytön ja lievien ylösajohaasteiden takia

Q2:n alussa liikevaihdon kerryttämisen aloittanut Sotkamo Silver sai kvartaalilla myyntiä kasaan 30 MSEK:llä, mikä alitti ennusteemme selvästi. Matalan liikevaihdon taustalla oli etenkin alhaiseksi jäänyt metallien tuotantovolyyymi (Q2: hopean tuotanto noin 220 000 unssia). Malmin syöttövolyyymi rikastamolle (Q2: 88 000 t) oli ylösajokvartaalilla noin 75 % normalisoidusta tavoitetasosta, mikä johtui arviomme mukaan osin lievistä teknisistä ylösajohaasteista. Lisäksi malmin metallipitoisuudet (Q2: malmin hopeapitoisuus 100g/t) sekä rikastamon metallisaannot olivat vielä matalat (Q2'19e: malmin hopeapitoisuus 126 g/t). Osaltaan alhaisia metallipitoisuuksia ja saantoja selitti yhtiön sinänsä looginen ratkaisu käyttää ylösajossa avolouhoksesta ja peränajosta peräisin olevaa heikompaan malmiainesta. Siten Q2:n odotuksista jääneistä operatiivisista avainparametreistä ei mielestämme kannata vetää merkittäviä johtopäätöksiä. Ylösajovaihe Hopeakaivoksella päättyy yhtiön mukaan elokuun lopussa.

Tulos oli reilusti tappiolla alhaisen liikevaihdon ja kohollaan olleiden kulujen takia

Sotkamo Silverin liiketappio oli Q2:lla 32 MSEK, kun taas liian optimiseksi osoittautunut ennusteemme odotti lievää liikevoittoa. Alhaisen liikevaihdon lisäksi suurehkoa tappiota selitti lähes kaikilla riveillä hieman odotuksiamme korkeammalla olleet kulut, jotka liittyivät pääosin ylösajoon. Arvioimme myös yksikkökulujen tason laskevan H2:n aikana, kun tuotanto on stabiloitu ja optimoitu korkeammalle tasolle. Alariveillä yhtiön Q2:n rahoituskulut olivat lievästi odotuksiamme alemmat todennäköisesti eikassavaikutteisten valuuttakurssierojen takia, kun taas verot olivat nolliassa tappiollisen tuloksen myötä. Siten Q2:n EPS oli 0,26 euroa negatiivinen. Liiketoiminnan rahavirta oli Q2:lla 32 MSEK negatiivinen pääosin heikon tuloksen takia ja myös Q2:n investoinnit olivat vielä yllättävän korkealla tasolla vajaassa 30 MSEK:ssä.

Tuotanto-ohjeistukseen yltäminen ei ole varmaa

Sotkamo Silver toisti kuluvan vuoden ohjeistuksensa, jonka mukaan rikastamolla prosessoidun malmin

määrä on 330 000-350 000 tonnia ja hopean tuotanto 1,15-1,25 Moz. Q2:n lukujen perusteella yhtiölle tulee arviomme mukaan kiire ohjeistuksen saavuttamisessa ja ohjeistukseen yltäminen vaatii yhtiöltä H2:lla mielestämme 1) malmin hopeapitoisuuden sekä rikastamosaannon nousua tavoitetasoille 2) puhdasta operatiivista suoritusta. Molempiin tekijöihin liittyy osin kesken olevan ylösajon takia riskejä emmekä pidä tuotanto-ohjeistuksen saavuttamista varmana ja laskimme kuluvan vuoden tuotantoennusteemme ohjeistuksen alarajan tasolle. Lievä tuotanto-ohjeistuksen alentuminen H2:lla ei mielestämme olisi laajemmassa perspektiivissä massiivinen takaisku osakkeelle, kunhan ylösajo etenee muuten oikealla uralla. Merkittävät takaiskut ylösajossa olisivat kuitenkin ongelmallisia, sillä yhtiöllä oli Q2:n lopussa kassassa vain 8 MSEK. Arviomme mukaan Hopeakaivos sitoo vielä käyttöpääomaa ylösajon edetessä, joten yhtiön pitäisi arviomme mukaan saada käyttökate melko nopeasti positiiviseksi, jotta likviditeettitilanne ei muutu haasteeksi. Tämä taas vaatii kaivosliiketoiminnan korkea kiinteä kulutaso huomioiden etenkin volyymien nousua.

Ennustetaulukko	Q2'18	Q2'19	Q2'19e	Q2'19e	Konsensus		Erotus (%)	2019e
	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Tot. vs. inderes	Inderes
Liikevaihto	0,0	29,7	78,0				-62 %	198
Liikevoitto	-6,8	-32,4	8,0					-28,7
Tulos ennen veroja	-7,9	-35,8	3,1					-43,1
EPS (raportoitu)	-0,06	-0,26	0,02					-0,32

Kuluvan vuoden ennusteet painuivat ylösajon takia

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 löytyisi) vielä useiden vuosien päässä tuotantovaiheesta ja niiden arvo sijoittajille on tällä hetkellä lähinnä option kaltainen.

Hopeakaivoksen kassavirtamallin logiikka on ennallaan, päivitimme parametrit

Hopeakaivoksen (noin 95 % Sotkamo Silverin arvosta) kassavirtamalliimme olemme päivittäneet

keskeiset ennusteparametrit. Mallimme perustuu yhä konsensuksen hopean ja kullan hintaennusteisiin, jotka ovat nousseet viime aikoina, mutta lähivuosien jo valmiiksi etukenossa olleiden ennustehintojen nousu on ollut selvästi spot-hintojen nousua hitaampaa. (Reuters konsensus hopean hinta 2019e-2020e: 15,90-16,90 USD/oz vs. spot 17,60 USD/oz). Teollisuusmetallien ja valuuttakurssien (EUR/USD ja EUR/SEK) osalta päivitimme mallimme spot-arvoille. Sinkin selvästi laskenut hinta kompensoi osittain jalometallien hintaennusteiden positiivisia muutoksia, mutta muuten muutokset olivat pienehköjä.

Diskonntauskorkoja (WACC 8,6-11,1%) olemme laskeneet noin 0,7 %-yksiköllä viime aikojen pitkien korkojen reipasta laskua heijastellen. Hopeakaivoksen 11 täyden vuoden tuotantoon sekä yhtiön Teknisessä raportissa (2017) arvioimiin tuotantokustannuksiin pohjautuvat Hopeakaivoksen

volyyymi- ja kustannusennusteet olemme pitäneet toistaiseksi pääsääntöisesti ennallaan.

Vuoden 2019 volyyymiennusteemme ovat yhtiön hopean tuotanto-ohjeistuksen haarukan alalaidassa ja etenkin H2:n ennusteitamme olemme laskeneet ylösajon jatkumisen takia. Vuoden 2020 volyyymiennusteessamme voi sen sijaan olla nousuvaraa, jos ylösajo etenee hyvin ja yhtiö saa uuden ympäristöluvan jo kuluvan vuoden aikana. 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.

Ennustemuutokset	2019e	2019e	Muutos	2020e	2020e	Muutos	2021e	2021e	Muutos
MSEK / SEK	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	283	198	-30 %	307	308	0 %	371	365	-2 %
Käyttökate	117	15,4		175	170	-3 %	118	106	-10 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	65,8	-28,7		107	107	0 %	48,8	42,3	-13 %
Liikevoitto	65,8	-28,7		107	107	0 %	48,8	42,3	-13 %
Tulos ennen veroja	49,8	-43,1		87,2	87,3	0 %	29,5	22,9	-22 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,37	-0,32		0,64	0,65	0 %	0,20	0,17	-13 %
Osakekohtainen osinko	0,00	0,00		0,00	0,00		0,00	0,05	

Lähde: Inderes

Tuotto/riski-vaaka on jokseenkin tasapainossa

Osien summa on noin osakekurssin tasolla

Q2:n tappiot, odotuksiamme korkeammat investoinnit ja markkinaparametrien päivitykset laskivat mallimme indikoimaa Hopeakaivoksen osakkeenomistajille kuuluvaa arvoa 7% noin 500 MSEK:iin (sis. emoyhtiöt kulut, velat sekä verot). Näin ollen arviomme konsernin oman pääoman arvosta on noin 525 MSEK eli noin 3,75 kruunua per osake. Osien summa - laskelmamme indikoima osakkeen arvo Sotkamo Silverin osakkeelle on siten lievästi yhtiön tämänhetkisen osakekurssin alapuolella. Sotkamo Silverin osakkeen kurssinousu nykytasoilta vaatisikin mielestämme 1) metallien hintojen vakaantumista nykyisten konsensusennusteiden yläpuolelle tai metallien hintojen nousun jatkumista ja 2) EUR/USD-pysymistä vahvana ja/tai 3) Hopeakaivoksen odotuksia korkeampaa mineraalien metallipitoisuutta/metallisaantoa ja/tai 4) Hopeakaivoksen elinkaaren jatkumista odottamaamme 11 vuotta pidemmäksi. Näistä tekijöistä kaikkien realisoituminen on sinällään täysin mahdollista, mutta toisaalta kaikkiin parametreihin liittyy myös negatiivisia riskejä.

Lyhyen ajan riskejä nostavat mielestämme kassatilanne ja tuotanto-ohjeistuksen kestävyys liittyvä epävarmuus. Vastaavasti näemme osakkeen riskiprofiilissa laskuvaraa H2:n aikana, jos Hopeakaivoksen ylösajo etenee hyvin (ts. tuotanto-ohjeistus pitää eikä kassaa tarvitse vahvistaa).

Jalometallimarkkina näyttää hyvältä, mutta ennustettavuus on kroonisesti heikko

Tällä hetkellä jalometallien hinnoille on löydettävissä sekä negatiivisia että positiivisia ajureita, joskin USA:n keskuspankin todennäköinen korkojen laskun jatkuminen (ml. vaisu inflaationäkymä) ja maailman

talouden ja politiikan epävarmat tilanteet ovatkin mielestämme muuttaneet kokonaiskuvaa jalometallien kannalta asteen positiivisemmaks kesän aikana. Tämä tosin on jo heijastunut voimakkaasti spot-hintoihin. Tällä hetkellä ennusteriskit jalometallien hintojen suhteen ovat myös positiivisella puolella, sillä konsensuksen ennusteet ovat hieman nykyisten spot-hintojen alapuolella ja metalleille on yhä helppo keksiä hintoja tukevia positiivisia ajureita (ml. esim. talouskasvun hidastuminen, kauppatilanteen kiristyminen, rahapolitiikan löystyminen).

Myöskään suhteellinen arvostus ei indikoi osakkeen olevan selvästi virheellisesti hinnoiteltu

Kokonaiskuvaa Sotkamo Silverin neutraalista arvostuksesta tukee mielestämme myös tasepohjainen P/B-luku 1,9x (2019e). Sotkamo Silverin tasearvostus on melko neutraali suhteessa verrokkeihin. Yhtiön mineraalivarannot ovat arvostettu myös melko hyvin linjaan verrokkien kanssa. Siten suhteellinen arvostus tukee mielestämme näkemystämme osakkeen selvän nousu- tai laskuvaran puutteellisuudesta ja jokseenkin neutraalista hinnoittelusta.

Tuotto-odotus muodostuu vuoden tähtäimellä arvonnoususta

Arviomme mukaan Sotkamo Silverin tuotto-odotus muodostuu seuraavan 12 kuukauden aikana arvonmuutoksesta. Osingonmaksua emme odota yhtiön aloittavan vielä ensi keväänä, koska yhtiön pitää kerätä puskuria aikanaan 2020-luvulla olevien kertalyhenteisten velkojen takaisinmaksuun (velkojat ovat myös kovenanteilla velvoittaneet yhtiön tähän). Näin ollen osinko ei pääsee heilauttamaan melko neutraalia tuotto-odotuksen ”ilmapuntaria” positiiviselle puolelle.

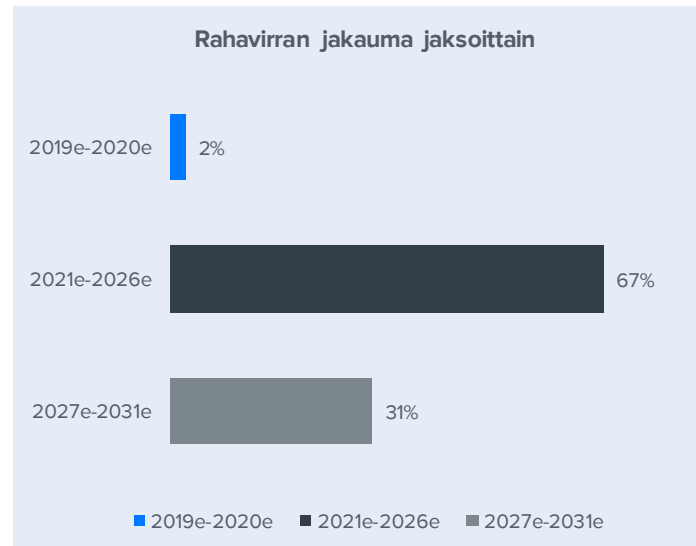
Arvostustaso	2019e	2020e	2021e
Osakekurssi	3,96	3,96	3,96
Osakemäärä, milj. kpl	134,4	135,0	135,0
Markkina-arvo	534	534	534
Yritysarvo (EV)	917	789	721
P/E (oik.)	neg.	6,1	23,3
P/E	neg.	6,1	23,3
P/Kassavirta	neg.	3,6	6,1
P/B	1,9	1,5	1,4
P/S	2,7	1,7	1,5
EV/Liikevaihto	4,6	2,6	2,0
EV/EBITDA (oik.)	59,4	4,6	6,8
EV/EBIT (oik.)	neg.	7,4	17,1
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0,0 %	29,5 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	1,3 %

Lähde: Inderes

Hopeakaivoksen (sis. emoyhtiö) DCF-laskelma

Kassavirtalaskelma (MSEK)	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e
Liikevoitto	-28,7	106,7	42,3	53,7	67,1	77,3	104,2	104,2	104,2	104,2	120,4	41,0	0,0	0,0
+ Kokonaispoistot	44,1	63,6	63,6	62,6	65,5	64,2	59,5	53,6	47,5	43,8	36,6	33,0	0,0	0,0
- Maksetut verot	0,0	0,0	0,0	-3,4	-9,1	-14,6	-20,0	-20,0	-20,0	-20,0	-23,3	-7,3	0,0	0,0
- verot rahoituskuluista	0,0	0,0	0,0	-1,9	-1,0	-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	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0
- Käyttöpääoman muutos	-13,8	-7,7	-4,0	0,0	0,0	0,0	-4,4	0,0	0,0	0,0	0,0	54,9	0,0	0,0
Operatiivinen kassavirta	1,6	162,6	101,8	110,9	122,5	126,0	138,5	137,0	130,8	127,1	132,9	120,9	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
- Bruttoinvestoinnit	-216,7	-15,0	-15,0	-17,9	-6,2	0,0	-14,3	-11,6	-11,6	0,0	0,0	14,4	104,1	0,0
Vapaa operatiivinen kassavirta	-214,3	147,6	86,8	93,0	116,3	126,0	124,2	125,3	119,2	127,1	132,9	134,3	104,1	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	-117,6	147,6	86,8	93,0	116,3	126,0	124,2	125,3	119,2	127,1	132,9	134,3	76,9	0,0
Diskontattu vapaa kassavirta	-117,6	132,0	71,5	70,5	81,1	80,9	73,4	57,7	49,4	47,4	44,6	40,6	20,9	0,0
	655,9	770,1	638,1	566,6	496,2	415,1	334,2	260,8	203,0	153,6	106,2	61,6	21,0	0,1
Velaton arvo DCF	655,9													
- Korolliset velat	-294,1													
+ Rahavarat	122,7													
- Vähemmistöosuus	0,0													
- Osinko/pääomapalautus	0,0													
Oman pääoman arvo DCF	484,5													
Oman pääoman arvo DCF per osake	3,59													

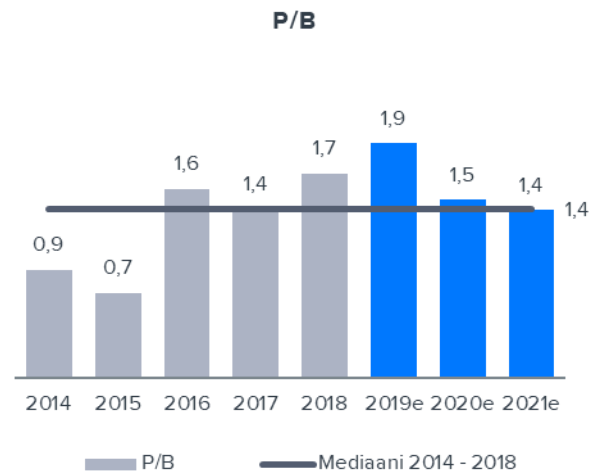
	2019e- 2025e	2026e- 2031e
Pääoman kustannus (WACC)		
Vero-% (WACC)	20,0 %	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	20,0 %	20,0 %
Vieraan pääoman kustannus	7,0 %	7,0 %
Yrityksen Beta	1,50	1,50
Markkinoiden riskipremio	6,00 %	8,00 %
Likviditeettipremio	0,00 %	0,00 %
Riskitön korko	0,4 %	0,4 %
Oman pääoman kustannus	9,4 %	13,3 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	8,6 %	11,8 %



Arvostustaulukko

Arvostustaso	2014	2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e	2022e
Osakekurssi	5,90	4,25	4,30	3,84	3,90	3,96	3,96	3,96	3,96
Osakemäärä, milj. kpl	19,0	20,6	104,6	109,9	128,3	134,4	135,0	135,0	135,0
Markkina-arvo	122	88	450	458	512	534	534	534	534
Yritysarvo (EV)	110	100	304	310	683	917	789	721	653
P/E (oik.)	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	6,1	23,3	17,3
P/E	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	6,1	23,3	17,3
P/Kassavirta	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	3,6	6,1	5,7
P/B	0,9	0,7	1,6	1,4	1,7	1,9	1,5	1,4	1,3
P/S			>100	>100	>100	2,7	1,7	1,5	1,5
EV/Liikevaihto			>100	>100	>100	4,6	2,6	2,0	1,8
EV/EBITDA (oik.)	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	59,4	4,6	6,8	5,6
EV/EBIT (oik.)	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	7,4	17,1	12,2
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	29,5 %	43,7 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	1,3 %	2,5 %

Lähde: Inderes



Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2017	Q1'18	Q2'18	Q3'18	Q4'18	2018	Q1'19	Q2'19	Q3'19e	Q4'19e	2019e	2020e	2021e	2022e
Liikevaihto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	29,7	73,0	95,0	198	308	365	365
Sotkamo Silver	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	29,7	73,0	95,0	198	308	365	365
Käyttökate	-21,4	-5,8	-6,8	-9,3	-10,2	-32,1	-10,8	-19,8	12,0	34,0	15,4	170	106	116
Poistot ja arvonalennukset	0,0	0,0	0,0	0,0	-21,8	-21,8	-3,5	-12,6	-14,0	-14,0	-44,1	-63,6	-63,6	-62,6
Liikevoitto ilman kertaeriä	-21,4	-5,8	-6,8	-9,3	-32,0	-53,9	-14,2	-32,4	-2,0	20,0	-28,7	107	42,3	53,7
Liikevoitto	-21,4	-5,8	-6,8	-9,3	-32,0	-53,9	-14,2	-32,4	-2,0	20,0	-28,7	107	42,3	53,7
Sotkamo Silver	-21,4	-5,8	-6,8	-9,3	-32,0	-53,9	-14,2	-32,4	-2,0	20,0	-28,7	107	42,3	53,7
Nettorahoituskulut	6,1	9,7	-1,1	-7,9	-9,8	-9,0	-1,1	-3,4	-5,0	-5,0	-14,4	-19,4	-19,4	-19,4
Tulos ennen veroja	-15,2	3,9	-7,9	-17,2	-41,8	-63,0	-15,4	-35,8	-7,0	15,1	-43,1	87,3	22,9	34,3
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	-3,4
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	-35,8	-7,0	15,1	-43,1	87,3	22,9	30,9
EPS (oikaistu)	-0,14	0,03	-0,06	-0,13	-0,33	-0,49	-0,12	-0,27	-0,05	0,11	-0,32	0,65	0,17	0,23
EPS (raportoitu)	-0,14	0,03	-0,06	-0,13	-0,33	-0,49	-0,12	-0,27	-0,05	0,11	-0,32	0,65	0,17	0,23

Tunnusluvut	2017	Q1'18	Q2'18	Q3'18	Q4'18	2018	Q1'19	Q2'19	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 %		55,7 %	18,7 %	0,0 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	51,6 %	24,9 %	36,9 %	54,4 %	458,9 %	152,3 %	144,1 %	376,9 %	-78,4 %	-162,5 %	-46,9 %	-472,3 %	-60,4 %	27,1 %
Käyttökate-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	-66,7 %	16,4 %	35,8 %	7,8 %	55,4 %	29,0 %	31,8 %
Oikaistu liikevoitto-%								-109,3 %	-2,7 %	21,1 %	-14,5 %	34,7 %	11,6 %	14,7 %
Nettotulos-%								-120,7 %	-9,5 %	15,8 %	-21,8 %	28,4 %	6,3 %	8,5 %

Lähde: Inderes

Tase

Vastaavaa	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Pysyvät vastaavat	168	448	620	572	523
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	578	530	481
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	74,3	108	152
Vaihto-omaisuus	0,0	0,0	17,8	27,7	32,9
Muut lyhytaikaiset varat	9,3	24,9	24,9	24,9	24,9
Myyntisaamiset	0,0	0,0	21,7	33,9	40,2
Likvidit varat	164	123	9,9	21,5	54,5
Taseen loppusumma	341	595	695	680	676

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Oma pääoma	329	303	275	362	385
Osakepääoma	370	410	410	410	410
Kertyneet voittovarot	-41,2	-106,7	-149,7	-62,4	-39,5
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	367	271	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	301	220	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	53,0	47,0	47,6
Lainat rahoituslaitoksilta	6,6	64,9	27,3	7,0	0,1
Lyhytaikaiset korottomat velat	0,0	0,0	25,7	40,0	47,5
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	345	597	695	680	676

Yhteenveto

Lyhennetty tuloslaskelma	2014	2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e	2022e
Liikevaihto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	198	308	365	365
Käyttökate (EBITDA)	-8,8	-8,3	-14,0	-21,4	-32,1	15,4	170	106	116
Oikaistu liikevoitto (EBIT)	-9,3	-8,4	-14,1	-21,4	-53,9	-28,7	107	42,3	53,7
Liikevoitto (EBIT)	-9,3	-8,4	-14,1	-21,4	-53,9	-28,7	107	42,3	53,7
Tulos ennen veroja	-5,4	-11,7	-10,0	-15,2	-63,0	-43,1	87,3	22,9	34,3
Nettotulos	-5,4	-11,7	-10,0	-15,2	-63,0	-43,1	87,3	22,9	30,9
Osakekohtainen tulos	-0,3	-0,6	-0,10	-0,14	-0,49	-0,32	0,65	0,17	0,23
Vapaa kassavirta	-22,9	-20,7	-19,1	-55,4	-330,6	-117,6	148	86,8	93,0

Avainluvut	2014	2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e	2022e
Liikevaihdon kasvu-%							55,7 %	18,7 %	0,0 %
Käyttökate-%						7,8 %	55,4 %	29,0 %	31,8 %
Oik. liikevoitto-%						-14,5 %	34,7 %	11,6 %	14,7 %
Liikevoitto-%						-14,5 %	34,7 %	11,6 %	14,7 %
ROE-%	-4,4 %	-8,9 %	-4,9 %	-4,9 %	-19,9 %	-14,9 %	27,4 %	6,1 %	7,8 %
ROI-%	-6,9 %	-5,7 %	-6,3 %	-6,6 %	-11,4 %	-4,5 %	16,3 %	6,7 %	8,8 %
Omavaraisuusaste	93,3 %	83,2 %	96,4 %	96,3 %	50,9 %	39,6 %	53,3 %	57,0 %	63,0 %
Nettovelkaantumisaste	-8,6 %	9,8 %	-50,7 %	-45,1 %	56,6 %	139,4 %	70,4 %	48,7 %	29,0 %

Osakelukuja	2014	2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e	2022e
EPS (oikaistu)	-0,28	-0,56	-0,10	-0,14	-0,49	-0,32	0,65	0,17	0,23
Kassavirta / osake	-1,20	-1,00	-0,18	-0,50	-2,58	-0,87	1,09	0,64	0,69
Osinko / osake	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,05	0,10
Omapääoma / osake	7,17	6,04	2,75	2,99	2,36	2,05	2,68	2,85	3,03

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 suosituskin myy, vähennä, lisää ja

osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään neljä kertaa vuodessa yhtiöiden osavuositarkastusten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvon mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia 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 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 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
17.1.2018	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
27.8.2019	Vähennä	3,90 SEK	4,00 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. Tavoittemme on vaikuttaa positiivisesti yhteiskuntaan edistämällä kotimaista omistajuutta ja kansankapitalismia. Yhteisöömme kuuluvat sijoittajat oppivat tuntemaan kohdeyhtiöt paremmin, ymmärtävät omistajuuden merkityksen ja voivat kehittyä paremmiksi sijoittajiksi. Pörssiyrityksille varmistamme, että yhtiöstä on jatkuvasti sijoittajien ja omistajien saatavilla laadukasta tietoa päätöksentekoon. Inderes-yhteisöön kuuluu yli 35 000 aktiivista sijoittajaa ja yli 100 kotimaista pörssiyritystä, jotka haluavat pitää omistajiensa tietotarpeista huolta. Palvelemme yhteisöämme yli 20 työntekijän tiimillä intohimosta osakesijoittamiseen.

Inderes Oy

Itämerentori 2
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

Palkittua analyysiä osoitteessa www.inderes.fi

Palkinnot



STARMINE
ANALYST AWARDS
FROM REFINITIV



THOMSON REUTERS
ANALYST AWARDS
WINNER



2012, 2016, 2017, 2018,
2019

Suositus- ja
ennustetarkkuus



2014, 2016, 2017, 2019

Suositustarkkuus



2014, 2015, 2016, 2018,
2019

Suositus- ja
ennustetarkkuus



2012, 2016, 2018, 2019

Suositustarkkuus



2015, 2018

Suositus- ja
ennustetarkkuus



2017, 2019

Suositustarkkuus



2017

Suositustarkkuus



2018

Ennustetarkkuus



2019

Suositustarkkuus

**Analyysi kuuluu
kaikille.**