

## Siirrymme tarkkailuasemiin

Tarkastamme Sotkamo Silverin tavoitehintamme 5,00 Ruotsin kruunuun (aik. 5,20 kruunua) ja laskemme suosituksemme vähennä-tasolle (aik. lisää), sillä yhtiön ja Traxysin rahoitusneuvotteluiden mahdollinen viivästyminen nostaa osakkeen riskiprofilia jossain määrin. Tämä ja osakkeen kurssinousu (lähies 50 % 6 kuukaudessa) puoltavat mielestämme varovaisempaa lyhyen tähtäimen näkemystä, vaikka pitkällä tähtäimellä osake ei mielestämme ole kallis Hopeakaivoksen potentiaaliin nähden.

### Traxysin rahoituspaketin yksinoikeuden määräaika umpeutui perjantaina

Sotkamo Silverin luxemburgilaisen metallien myynti- ja markkinointiyhtiön Traxyksen Hopeakaivoksen rahoitus- ja markkinointisopimusneuvotteluiden yksinoikeuden jatkettu takaraja umpeutui perjantaina (alkuperäinen takaraja 14.3.2017) eikä yhtiö ole tiedottanut toistaiseksi neuvotteluiden tuloksesta. Arviomme mukaan neuvotteluja on hidastanut Traxysin Hopeakaivoksesta tekemän teknisen sovellettavuustarkastelun laatiminen, minkä lisäksi yhtiöt ovat neuvotelleet yhä 19,3 MEUR:n rahoituspaketin ja siihen liittyvän markkinointisopimuksen yksityiskohdista. Neuvottelujen mahdollinen venyminen ei välttämättä tarkoita niiden kariutumista, mutta mielestämme viivästyksset kohottavat riskejä tässä suhteessa ja toisaalta rahoituspaketin venymisen takia tuotannon aloittaminen Hopeakaivoksella venyy parhaassakin tapauksessa hieman alkuperäisestä aikataulusta. Arviomme mukaan Traxysin mahdollisesti Sotkamo Silverille tarjoama rahoitus on rahoituspaketin viimeinen osa ja lopullisten sopimusten syntyminen mahdollistaisi sitovan investointipäätöksen tekemisen Hopeakaivoksesta. Lähtökohtaisesti odotamme yhtiön saavan myös rahoituspaketin viimeisen osan tavalla tai toisella kasaan lähiaikoina.

### Hopeamarkkinan fundamenteissa ei ole tapahtunut merkittäviä muutoksia

Sotkamo Silverin tärkeimmän tuotteen hopean (noin 70 % suunnitellusta liikevaihdosta) hinta on noussut hieman kuluvan vuoden aikana tasolle 18 USD/unssi. Arviomme mukaan hopean hintaa ovat heiluttaneet USA:n dollarin kurssiliikkeet, Yhdysvaltojen keskuspankin korkonäkymät ja maailmanpolitiikan uutisvirta. Merkittäviä muutoksia kysyntä/tarjonta-tilanteessa ei ole arviomme mukaan tapahtunut. Vallitsevan taloudellisen ja poliittisen epävarmuuden sekä suhteellisen kireän kysyntä/tarjonta-tilanteen takia pidämme hopean hintanäkymiä yhä kohtuullisina, mutta hopean hinnan nousun varaan emme näkemystämme osakkeesta ainakaan toistaiseksi rakenna.

### Riskien nousu puoltaa varovaisempaa lyhyen tähtäimen näkemystä.

Olemme päivittäneet Sotkamo Silverin tavoitehintamme taustalla olevan kassavirta-mallimme nykyisille metallien hinnoille ja valuuttakursseille. Tuotantomäärät ja -kustannukset perustuvat Hopeakaivoksen toteuttavuus-selvityksiin. Mallin diskonttaus korkoihin olemme tehneet vain marginaalisia muutoksia lähinnä pitkien korkojen liikkeisiin liittyen, mutta kokonaisuutena rahoitusratkaisun todennäköinen viivästyminen on mielestämme nostanut yhtiön riskiprofilia hieman. Rahavirtamallimme mukainen Sotkamo Silverin arvo on edelleen osakkeen tämänhetkisen osakekurssin yläpuolella, mutta mielestämme osakkeen hinnoittelu täyteen potentiaaliin ei ole perusteltua ennen näyttöjä Hopeakaivoksen suorituskyvystä tuotantovaiheessa. Näin ollen emme odota osakkeen saavuttavan täyttä potentiaaliaan seuraavan vuoden tähtäimellä. Siten suosittelemme sijoittajia odottamaan rahoituspaketin viimeistelyä hieman maltillisemmalla painolla.

## Analytikko

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



## Suositus

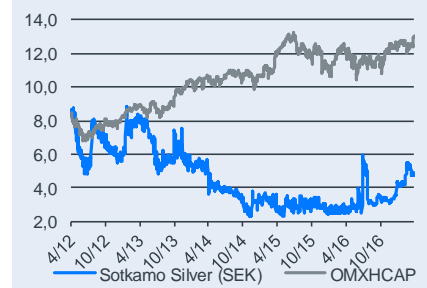
### Vähennä



Edellinen: Lisää

**Tavoitehinta 5,00 SEK**

Edellinen: 5,20 SEK



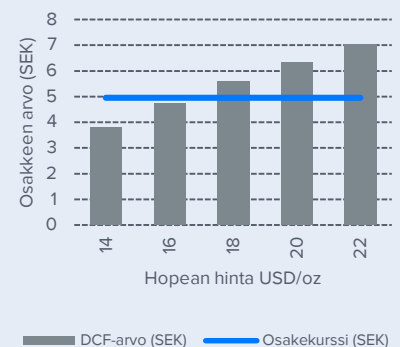
Lähde: Bloomberg

**Eiisen päätös 4,95 EUR**

**12 kk vaihteluväli 2,21-7,35 EUR**

**Potentiaali 1,0 %**

## Ohjeistus



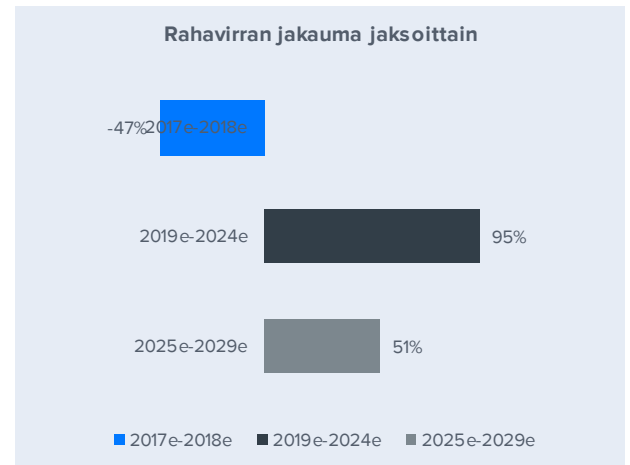
## Avainluvut

	Liikevaihto	Liikevoitto	Liikevoitto-	Tulos ennen	Tulos/	Osinko/	EV/	EV/	EV/	P/E	Osinko-
	MSEK	(EBIT)	marginaali	veroja (PTP)	osake	osake	Liikevaihto	EBITDA	EBIT	(x)	tuotto
		MSEK	%	MSEK	SEK	SEK	(x)	(x)	(x)	(x)	%
2015	0	-8	-	-12	-0,56	0,00	-	-	-	-	0,0 %
2016	0	-14	-	-10	-0,10	0,00	-	-	-	-	0,0 %
2017e	0	-35	-	-47	-0,44	0,00	-	-	-	-	0,0 %
2018e	292	91	31%	75	0,57	0,17	2,2	4,9	7,1	8,6	3,5 %
2019e	300	97	32,3 %	83	0,62	0,25	2,0	4,3	6,2	7,8	5,1 %
Markkina-arvo, MEUR			525	OPO / osake 2017e, SEK			2,32	CAGR EPS, 2016-2019, %			-
Nettovelka 2017e, MSEK			179	P/B 2017e			2,1	CAGR kasvu, 2016-2019, %			-
Yritysarvo (EV), MEUR			694	Nettovelkaisuusaste 2017e, %			73,0 %	ROE 2017e, %			-17,6 %
Taseen koko 2017e, MSEK			545	Omavaraisuusaste 2017e, %			45,1 %	ROCE 2017e, %			-8,3 %

## Kassavirtamalli

Kassavirtalaskelma (MSEK)	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	TERM
<b>Liikevoitto</b>	<b>-35,0</b>	<b>91,0</b>	<b>96,7</b>	<b>111,0</b>	<b>112,8</b>	<b>114,3</b>	<b>130,6</b>	<b>167,1</b>	<b>163,3</b>	<b>165,6</b>	<b>170,6</b>	<b>178,7</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
+ Kokonaispoistot	0,0	41,2	42,7	46,1	45,9	44,6	41,4	39,1	38,1	35,8	35,7	26,4	0,0	0,0
- Maksetut verot	0,0	-15,0	-16,5	-19,4	-20,7	-22,3	-25,6	-32,9	-32,2	-32,6	-33,7	-35,3	0,0	0,0
- verot rahoituskuluista	0,0	-3,2	-2,9	-2,9	-1,9	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	0,0	0,0
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0
- Käyttöpääoman muutos	0,0	-35,1	-0,9	-0,6	0,0	0,1	-2,4	-3,1	0,0	0,0	0,0	42,0	0,0	0,0
<b>Operatiivinen kassavirta</b>	<b>-35,0</b>	<b>79,0</b>	<b>119,2</b>	<b>134,3</b>	<b>136,1</b>	<b>136,2</b>	<b>143,4</b>	<b>169,7</b>	<b>168,8</b>	<b>168,3</b>	<b>172,2</b>	<b>211,4</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
- Bruttoninvestoinnit	-283,0	-22,5	-41,5	-19,1	-15,9	-5,5	0,0	-12,7	-10,3	-10,3	0,0	72,3	51,6	0,0
<b>Vapaa operatiivinen kassavirta</b>	<b>-318,0</b>	<b>56,5</b>	<b>77,7</b>	<b>115,2</b>	<b>120,3</b>	<b>130,7</b>	<b>143,4</b>	<b>157,0</b>	<b>158,5</b>	<b>158,0</b>	<b>172,2</b>	<b>283,6</b>	<b>51,6</b>	<b>0,0</b>
+/- Muut	15,0	5,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-51,6	0,0
Vapaa kassavirta	-303,0	61,5	77,7	115,2	120,3	130,7	143,4	157,0	158,5	158,0	172,2	283,6	0,0	0,0
Diskontattu vapaa kassavirta	-268,1	52,5	60,7	82,1	78,4	77,8	78,1	65,2	58,8	52,3	50,9	74,9	0,0	0,0
	<b>448,6</b>	<b>731,7</b>	<b>679,2</b>	<b>618,6</b>	<b>536,4</b>	<b>458,1</b>	<b>380,2</b>	<b>302,1</b>	<b>236,9</b>	<b>178,2</b>	<b>125,8</b>	<b>74,9</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
<b>Velaton arvo DCF</b>	<b>448,6</b>													
- Korolliset velat	-10,5													
+ Rahavarat	156,5													
-Vähemmistöosuus	0,0													
-Osinko/pääomapalautus	0,0													
<b>Oman pääoman arvo DCF</b>	<b>594,6</b>													
<b>Oman pääoman arvo DCF per osake</b>	<b>5,61</b>													

	2016e-	2024e-
<b>Pääoman kustannus (WACC)</b>	2023e	2028e
Vero-% (WACC)	20,0 %	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	15,0 %	15,0 %
Vieraan pääoman kustannus	5,0 %	5,0 %
Yrityksen Beta	1,50	1,50
Markkinoiden riskipremio	6,00 %	8,00 %
Likviditeettipremio	0,00 %	0,00 %
Riskitön korko	1,4 %	1,4 %
Oman pääoman kustannus	10,4 %	15,6 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	9,4 %	11,9 %

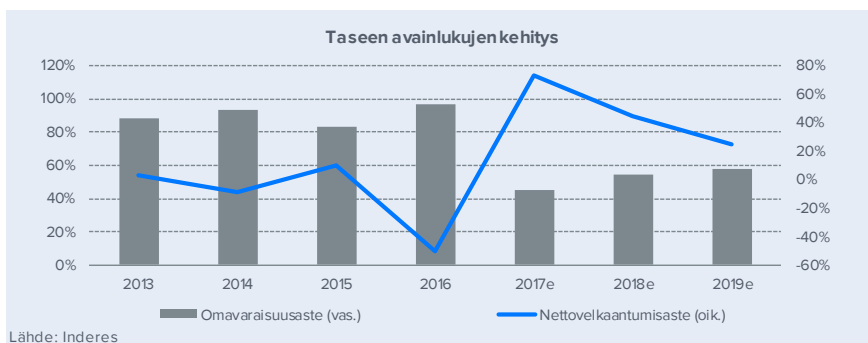


## Tase ja kassavirtalaskelma

### Tase

Vastaavaa (MEUR)	2014	2015	2016	2017e	2018e
<b>Pysyvät vastaavat</b>	<b>125</b>	<b>137</b>	<b>141</b>	<b>424</b>	<b>405</b>
Liikearvo	0	0	0	0	0
Aineettomat oikeudet	49	49	49	49	49
Käyttöomaisuus	75	87	92	375	356
Sijoitukset osakkuusyhtiöihin	0	0	0	0	0
Muut sijoitukset	0	0	0	0	0
Muut pitkäaikaiset varat	0	0	0	0	0
Laskennalliset verosaamiset	0	0	0	0	0
<b>Vaihtuvat vastaavat</b>	<b>22</b>	<b>13</b>	<b>158</b>	<b>121</b>	<b>154</b>
Varastot	0	0	0	0	35
Muut lyhytaikaiset varat	0	0	1	1	1
Myyntisaamiset	0	0	0	0	29
Likvidit varat	21	13	156	120	89
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>146</b>	<b>150</b>	<b>299</b>	<b>545</b>	<b>560</b>

Vastattavaa (MEUR)	2014	2015	2016	2017e	2018e
<b>Oma pääoma</b>	<b>137</b>	<b>125</b>	<b>288</b>	<b>246</b>	<b>306</b>
Osakepääoma	142	142	314	319	319
Kertyneet voittovarot	0	-12	-26	-73	-13
Omat osakkeet	0	0	0	0	0
Uudelleenarvostusrahasto	0	0	0	0	0
Muu oma pääoma	-5	-5	0	0	0
Vähemmistöosuus	0	0	0	0	0
<b>Pitkäaikaiset velat</b>	<b>7</b>	<b>20</b>	<b>4</b>	<b>248</b>	<b>225</b>
Laskennalliset verovelat	0	0	0	0	0
Varaukset	0	0	0	0	0
Lainat rahoituslaitoksilta	7	20	4	206	180
Vaihtovelkakirjalainat	0	0	0	42	44
Muut pitkäaikaiset velat	0	0	0	0	0
<b>Lyhytaikaiset velat</b>	<b>3</b>	<b>5</b>	<b>7</b>	<b>52</b>	<b>29</b>
Lainat rahoituslaitoksilta	3	5	7	52	0
Lyhytaikaiset korottomat velat	0	0	0	0	29
Muut lyhytaikaiset velat	0	0	0	0	0
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>146</b>	<b>150</b>	<b>299</b>	<b>545</b>	<b>560</b>



## Tiivistelmä

Tuloslaskelma	2014	2015	2016	2017e	2018e
Liikevaihto	0,0	0,0	0,0	0,0	292,2
EBITDA	-8,8	-8,3	-14,0	-35,0	132,2
EBITDA-marginaali (%)	-	-	-	-	45,3
EBIT	-9,3	-8,4	-14,1	-35,0	91,0
Voitto ennen veroja	-5,4	-11,7	-10,0	-47,0	74,9
Nettovoitto	-5,4	-11,7	-10,0	-47,0	59,9
Kertaluontoiset erät	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

Tase	2014	2015	2016	2017e	2018e
Taseen loppusumma	146,4	150,0	298,7	545,2	559,6
Oma pääoma	136,6	124,8	287,9	245,7	305,6
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Korolliset velat	9,6	25,0	10,5	257,6	180,1

Kassavirta	2014	2015	2016	2017e	2018e
EBITDA	-8,8	-8,3	-14,0	-35,0	132,2
Nettokäyttöpääoman muutos	0,4	-0,1	-0,8	0,0	-35,1
Operatiivinen kassavirta	-8,7	-8,4	-14,7	-35,0	79,0
Vapaa kassavirta	-22,9	-20,7	-19,1	-303,0	61,5

Osakekohtaiset luvut	2014	2015	2016	2017e	2018e
EPS	-0,28	-0,56	-0,10	-0,44	0,57
EPS oikaistu	-0,28	-0,56	-0,10	-0,44	0,57
Operat. kassavirta per osak	-0,46	-0,41	-0,14	-0,33	0,75
Tasearvo per osake	7,17	6,04	2,75	2,32	2,88
Osinko per osake	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Voitonjako, %	0,0	0,0	0,0	0,0	30
Osinkotuotto, %	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

Tunnusluvut	2014	2015	2016	2017e	2018e
P/E	neg.	neg.	neg.	neg.	8,6
P/B	0,9	0,7	1,6	2,1	1,7
P/Liikevaihto	-	-	-	-	1,8
P/CF	-	-	-	-	6,5
EV/Liikevaihto	-	-	-	-	2,2
EV/EBITDA	-	-	-	-	4,9
EV/EBIT	-	-	-	-	7,1

## Suositus historia, viimeiset 12 kk

Päivämäärä	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	4,4 SEK
16.2.2017	Lisää	5,20 SEK	4,69 SEK
3.4.2017	Vähennä	5,00 SEK	4,95 SEK

## Vastuuvapauslauseke

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

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

Tuotetut raportit on tarkoitettu informatiiviseen käyttöön, joten raportteja ei tule käsittää tarjoukseksi tai kehotukseksi ostaa, myydä tai merkitä sijoitustuotteita. Asiakkaan tulee myös ymmärtää, että historiallinen kehitys ei ole tae tulevasta. Tehdessään päätöksiä sijoitustoimenpiteistä, asiakkaan tulee perustaa päätöksensä omaan tutkimukseensa, sekä arvioonsa sijoituskohteen arvoon vaikuttavista seikoista ja ottaa huomioon omat tavoitteensa, taloudellinen tilanteensa sekä tarvittaessa käytettävä neuvonantaja. Asiakas vastaa sijoituspäätöksensä tekemisestä ja niiden taloudellisesta tuloksesta.

Inderesin tuottamia raportteja ei saa muokata, kopioida tai saattaa toisten saataville kokonaisuudessaan tai osissa ilman Inderesin kirjallista suostumusta. Mitään tämän raportin osaa tai raporttia kokonaisuudessaan ei saa missään muodossa luovuttaa, siirtää tai jakaa Yhdysvaltoihin, Kanadaan tai Japaniin tai mainittujen valtioiden kansalaisille. Myös muiden valtioiden lainsäädännössä voi olla tämän raportin tietojen jakeluun liittyviä rajoituksia ja henkilöiden, joita mainitut rajoitukset voivat koskea, tulee ottaa huomioon mainitut rajoitukset.

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen tämänhetkisen hinnan ja 12 kuukauden tavoitehintamme väliseen prosenttiero. Suosituspolitiikka on neliportainen suositukseen 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 arvion mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmäärittämenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF) ja lisäarvomalli (EVA), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi.

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

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

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

Inderesin tutkimusta laatineilla analyytikoilla tai Inderesin työntekijöillä ei voi olla 1) merkittävän taloudellisen edun ylittäviä omistuksia tai 2) yli 1 %:n omistusosuuksia missään tutkimuksen kohteena olevissa yhtiössä. Inderes Oy voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoittavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oy:n omistukset esitetään yksilöitynä mallisalkussa. Inderes Oy:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin 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, sijoittajaviestinnän liittyvä neuvonanto, sijoitustutkimusraporttien laatiminen. Inderes on tehnyt tässä raportissa suosituksen kohteena olevan liikkeeseen laskijan kanssa sopimuksen, jonka osana on tutkimusraporttien laatiminen. Lisätietoa Inderesin tutkimuksesta: <http://www.inderes.fi/research-disclaimer/>