

# Sotkamo Silver

## Yhtiöpäivitys

9/4/2019

- Nostamme Sotkamo Silverin tavoitehintamme 4,25 Ruotsin kruunuun (aik. 3,80 SEK) ja suosituksemme vähennä-tasolle (aik. myy)
- Yhtiön kuluvalle vuodelle antama hopean tuotanto-ohjeistus oli odotuksiamme vahvempi ja Sotkamo Silver näyttääkin pyrkivän kaivoksen ripeään ylösjoon
- Kuluvan vuoden tuotantoennusteen nousu ja muutamien muiden markkinaparametrien viime aikojen suotuisa kehitys ovat nostaneet Hopeakaivoksen ennusteita ja osien summa -mallin osakkeelle indikoimaa arvoa
- Mielestämme Sotkamo Silverin tuotto/riski-profiili alkaa näyttää nyt neutraalilta liiketoiminnan riskit ja mahdollisuudet huomioiden

# Hopeakaivos on ottamassa lentävän lähdön

Päivitimme Sotkamo Silverin tavoitehintamme taustalla olevan osien summa -mallimme yhtiön annettua hopean tuotanto-ohjeistuksen kuluvalle vuodelle. Odotuksiamme korkeamman tuotantoennusteen ja tiettyjen markkinaparametrien suotuisan kehityksen myötä mallin osakkeelle indikoima arvo nousi karkeasti 15 %. Nostamme siten yhtiön tavoitehintamme 4,25 Ruotsin kruunuun (aik. 3,80 SEK). Suosituksemme nostamme vähennä-tasolle (aik. myy), sillä nousseiden ennusteiden myötä osakkeen tuotto/riski-profiili näyttää mielestämme jo neutraalilta.

## Kuluvan vuoden tuotantomääräennuste ylitti arviomme selvästi

Sotkamo Silver tiedotti eilen, että yhtiön ensimmäinen rikastekuorma on toimitettu Rönnskärin rikastamolle. Lisäksi yhtiö kertoi tavoittelevansa tänä vuonna 1,15-1,25 Moz:n hopean tuotantoa. Ensimmäisen toimituksen ajoituksessa ei ollut yllätyksiä, mutta tuotanto-ohjeistus oli mielestämme vahva, kun huomioidaan, että vuoden 2017 Teknisessä raportissa yhtiö suunnitteli tekevänsä ensimmäisenä täytenä toimintavuonna kaivoksella 1,1 Moz:n hopean tuotannon. Arviomme mukaan yhtiön tavoittelemien tuotantotason saavuttaminen on mahdollista, sillä pullonkaula eli louhinta kaivoksella alkoi jo viime vuonna ja juuri käynnistyneen rikastamon ylösajo on periaatteessa teknisesti yksinkertaista. Hopean tuotantotavoitteen ja yhtiön aiemmin julkistaman rikastamon volyymitavoitteen (330-350 kt malmia) perusteella arvioimme, että malmin hopeapitoisuudet ovat toistaiseksi olleet linjassa vuoden 2017 Teknisen raportin arvioiden kanssa, johon myös ennusteemme perustuvat. Lisäksi Sotkamo Silver kertoi, että hopean osuuden kuluvan vuoden liikevaihdosta odotetaan olevan 60-63 %, mutta tämä oli niin ikään linjassa ennusteidemme kanssa.

## Kuluvan vuoden tuotantoennusteen kohoaminen ja sinkin hinnan nousu tukivat osien summaa

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 (yli 95 % Sotkamo Silverin arvosta) kassavirtamallimme olemme päivittäneet keskeiset parametrit. Mallimme perustuu yhä konsensuksen hopean ja kullan hintaennusteisiin, jotka ovat pysyneet viime aikoina muuttumattomina (Reuters konsensus hopean hinta 2019e-2020e: 16,00-17,40 USD/oz vs. spot 15,20 USD/oz). Teollisuusmetallien ja valuuttakurssien (EUR/USD ja EUR/SEK) osalta päivitimme mallimme spot-arvoille (etenkin sinkin hinnan nousu tuki mallin arvoa). 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 volyymi- ja kustannusennusteet olemme pitäneet ennallaan lukuun ottamatta vuotta 2019, jonka volyymiennusteemme nostimme noin yhtiön ohjeistushaarukan puoliväliin.

## Tuotto/riski-profiili on mielestämme tasapainossa

Päivitykset nostivat mallimme indikoimaa Sotkamo Silverin osakkeenomistajille kuuluvaa arvoa karkeasti 15 %, kun ennusteet nousivat ja kassavirtaprofiili siirtyi eteenpäin. Osien summa -laskelmamme indikoima arvo Sotkamo Silverin osakkeelle on nyt karkeasti linjassa yhtiön osakekurssin kanssa. Siten osake on mielestämme tällä hetkellä hinnoiteltu melko neutraalisti liiketoimintaan liittyvät riskit ja mahdollisuudet huomioiden. Myöskään suhteellinen tasearvostus tai mineraalivarantopohjainen arvostus eivät indikoivat osakkeen olevan selvästi väärin hinnoiteltu.

## Analytytikot



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

## Suositus ja tavoitehinta

### Vähennä

(aik. Myy)



**4,25 SEK**

(aik. 3,80 SEK)

Osakekurssi: 4,42 SEK

Potentiaali: -3,8 %

### Ohjeistus

(Uusi ohjeistus)

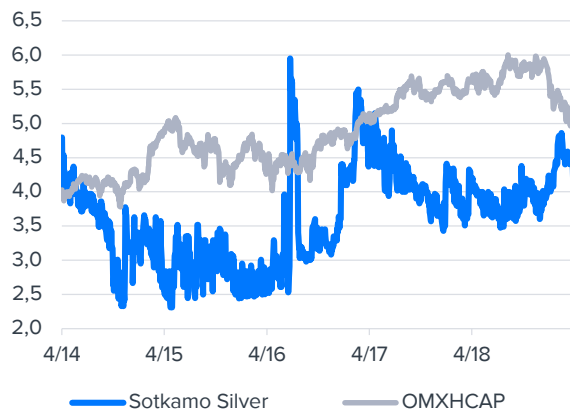
Hopeakaivoksen tuotannon arvioidaan olevan vuonna 2019 noin 1 150 000- 1 250 000 troy oz hopeaa. Hopean osuuden liikevaihdosta arvioidaan olevan noin 60-63%.

## Avainluvut

|                       | 2018  | 2019e  | 2020e  | 2021e  |
|-----------------------|-------|--------|--------|--------|
| <b>Liikevaihto</b>    | 0,0   | 285,0  | 311,0  | 377,2  |
| <b>kasvu-%</b>        | 0 %   | -      | 9 %    | 21 %   |
| <b>EBIT oik.</b>      | -53,9 | 73,0   | 116,7  | 65,0   |
| <b>EBIT-% oik.</b>    | -     | 25,6 % | 37,5 % | 17,2 % |
| <b>Nettotulos</b>     | -63,0 | 55,0   | 98,0   | 41,8   |
| <b>EPS (oik.)</b>     | -0,49 | 0,42   | 0,75   | 0,32   |
| <b>P/E (oik.)</b>     | neg.  | 10,5   | 5,9    | 13,9   |
| <b>P/B</b>            | 1,7   | 1,6    | 1,3    | 1,2    |
| <b>Osinkotuotto-%</b> | 0,0 % | 0,0 %  | 1,7 %  | 2,2 %  |
| <b>EV/EBIT (oik.)</b> | neg.  | 10,1   | 5,5    | 8,7    |
| <b>EV/EBITDA</b>      | neg.  | 6,6    | 3,8    | 4,8    |
| <b>EV/Liikevaihto</b> | >100  | 2,6    | 2,1    | 1,5    |

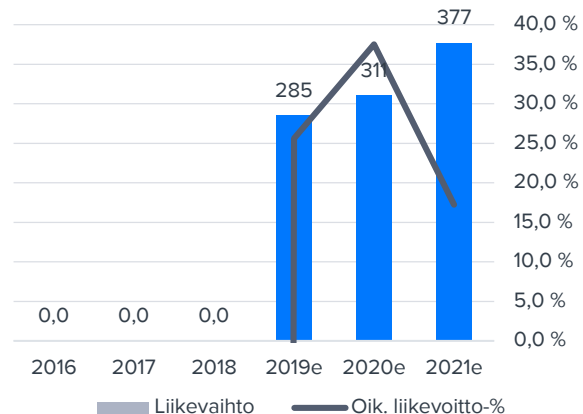
Lähde: Inderes

## Osakekurssi



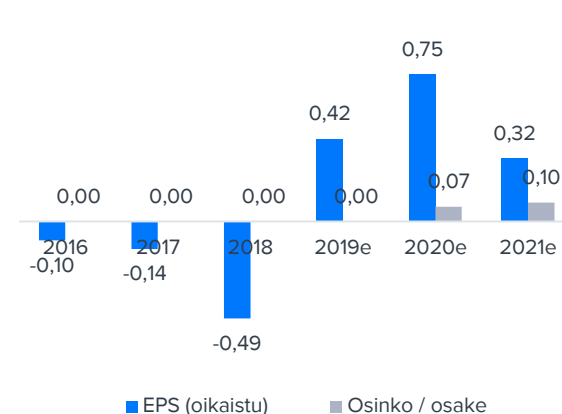
Lähde: Thomson Reuters

## 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 on siten neutraali
- Tase- ja mineraalivarantopohjaiset kertoimet ovat karkeasti linjassa verrokkiyhtiöiden kanssa
- Kurssinousu vaatii odotuksiamme voimakkaampaa hopean hinnan nousua

MCAP  
**580**  
MSEK

EV  
**738**  
MSEK

P/B  
**1,6**  
2019e

P/E (oik.)  
**10,5**  
2020e

# Positiivisia ennustemuutoksia useamman parametrin kautta

## 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 parametrin

Hopeakaivoksen (yli 95 % Sotkamo Silverin arvosta) kassavirtamalliimme olemme päivittäneet keskeiset markkinaparametrit. Mallimme perustuu yhä konsensuksen hopean ja kullan hintaennusteisiin, jotka pysyneet viime aikoina muuttumattomina (Reuters konsensus hopean hinta 2019e-2020e: 16,00-17,40

USD/oz vs. spot 15,10 USD/oz), vaikka spot-hinnat olivat maaliskuussa lievässä laskussa. Teollisuusmetallien ja valuuttakurssien (EUR/USD ja EUR/SEK) osalta päivitimme mallimme spot-arvoille. Etenkin sinkin nousut hinta tuki mallin arvoa ja myös heikkona pysynyt EUR/USD-kurssi on Sotkamo Silverille hyvä asia.

Diskonttauskorkeita (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 lukuun ottamatta vuotta 2019, jonka volyyymiennusteemme nostimme noin yhtiön ohjeistushaarukan puoliväliin vahvan tuotanto-ohjeistuksen ansiosta. Myös vuoden 2020 volyyymiennusteessamme voi olla nousuvaraa, jos yhtiö saa uuden ympäristöluvan jo kuluvaan 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.

## Riskitaso laskee, kun kassavirtaprofiili siirtyy eteenpäin

Sotkamo Silverin kuluvaan vuoden osalta ennusteemme nousivat volyymien kautta selvästi, mutta pidemmällä tähtäimellä muutokset jäivät toistaiseksi selvästi maltillisemmiksi. Kuluvaan vuoden odotuksiamme selvästi korkeampi tuotantotaso tuo arviomme mukaan konsernin kassavirtaprofiilia ”eteenpäin”, sillä H2:lla yhtiön pitäisi olla jo lähes täydessä kassavirran tuottokyvyssä. Odotuksiamme nopeampi ylösajo laskee osaltaan myös osakkeen riskitasoa, kun yhtiö saa investoinnin takasin maksun käyntiin ripeästi (ts. nettovelka lyhenee). Lisäksi vahva ja tarkka tuotanto-ohjeistus hälvensi jossain määrin ylösajon aikatauluun malmin metallipitoisuuksiin liittyneitä riskejä eikä kaivoksen alkumetreillä näytä ainakaan toistaiseksi tapahtuneen negatiivisia yllätyksiä.

| Ennustemuutokset            | 2019e | 2019e | Muutos | 2020e | 2020e | Muutos | 2021e | 2021e | Muutos |
|-----------------------------|-------|-------|--------|-------|-------|--------|-------|-------|--------|
| MSEK / SEK                  | Vanha | Uusi  | %      | Vanha | Uusi  | %      | Vanha | Uusi  | %      |
| Liikevaihto                 | 200   | 285   | 43 %   | 307   | 311   | 1 %    | 372   | 377   | 2 %    |
| Käyttökate                  | 57,5  | 112   | 95 %   | 162   | 168   | 3 %    | 112   | 119   | 6 %    |
| Liikevoitto ilman kertaeriä | 20,0  | 73,0  | 265 %  | 112   | 117   | 5 %    | 58,2  | 65,0  | 12 %   |
| Liikevoitto                 | 20,0  | 73,0  | 265 %  | 112   | 117   | 5 %    | 58,2  | 65,0  | 12 %   |
| Tulos ennen veroja          | 2,0   | 55,0  | 2650 % | 92,8  | 98,0  | 6 %    | 39,6  | 46,5  | 17 %   |
| EPS (ilman kertaeriä)       | 0,02  | 0,42  | 2650 % | 0,71  | 0,75  | 6 %    | 0,30  | 0,32  | 6 %    |
| Osakekohtainen osinko       | 0,00  | 0,00  |        | 0,00  | 0,00  |        | 0,00  | 0,00  |        |

Lähde: Inderes

# Hinnoittelu näyttää melko neutraaliita

## 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 590 MSEK eli noin 4,50 kruunua per osake. Osien summa -laskelmamme indikoima osakkeen arvo Sotkamo Silverin osakkeelle on siten suurin piirtein yhtiön tämänhetkisen osakekurssin tasolla. Sotkamo Silverin osakkeen kurssinousu nykytasolta vaatisikin mielestämme 1) metallien hintojen nousun jatkumista (hopea tasolle 19-20 USD/oz) ilman EUR/USD-kurssin oleellista vahvistumista ja/tai 2) Hopeakaivoksen odotuksia korkeampaa mineraalien metallipitoisuutta 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. Nykyisellä kurssitasolla osakkeella ei myöskään ole mielestämme tukitasoja negatiivisia riskejä vastaan, mikä rokottaa sijoittajan tuotto/riski-profiilia. 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, 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 perusteleminen 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 nykyisiä arvioitamme ylemmäs.

## Myöskään suhteellinen arvostus ei indikoi osakkeen olevan virheellisesti hinnoiteltu

Kokonaiskuvaa Sotkamo Silverin neutraalista arvostuksesta tukee mielestämme myös tasepohjainen P/B-luku 1,6x (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, mutta toisaalta alkuvuoden sisäisten ja ulkoisten tekijöiden suotuisan kehityksen takia osake ei näytä mielestämme enää myöskään selvästi yliarvostetulta suhteessa omaan tuotto/riski-profiiliinsa tai verrokkiyhtiöihin.

| Arvostustaso          | 2019e | 2020e  | 2021e  |
|-----------------------|-------|--------|--------|
| Osakekurssi           | 4,42  | 4,42   | 4,42   |
| Osakemäärä, milj. kpl | 131,2 | 131,2  | 131,2  |
| Markkina-arvo         | 580   | 580    | 580    |
| Yritysarvo (EV)       | 738   | 638    | 569    |
| P/E (oik.)            | 10,5  | 5,9    | 13,9   |
| P/E                   | 10,5  | 5,9    | 13,9   |
| P/Kassavirta          | 19,3  | 4,9    | 6,1    |
| P/B                   | 1,6   | 1,3    | 1,2    |
| P/S                   | 2,0   | 1,9    | 1,5    |
| EV/Liikevaihto        | 2,6   | 2,1    | 1,5    |
| EV/EBITDA (oik.)      | 6,6   | 3,8    | 4,8    |
| EV/EBIT (oik.)        | 10,1  | 5,5    | 8,7    |
| Osinko/tulos (%)      | 0,0 % | 10,0 % | 30,0 % |
| Osinkotuotto-%        | 0,0 % | 1,7 %  | 2,2 %  |

Lähde: Inderes

# Arvostustaulukko

| Arvostustaso          | 2014  | 2015  | 2016  | 2017  | 2018  | 2019e        | 2020e         | 2021e         | 2022e         |
|-----------------------|-------|-------|-------|-------|-------|--------------|---------------|---------------|---------------|
| Osakekurssi           | 5,90  | 4,25  | 4,30  | 3,84  | 3,90  | <b>4,42</b>  | <b>4,42</b>   | <b>4,42</b>   | <b>4,42</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>580</b>   | <b>580</b>    | <b>580</b>    | <b>580</b>    |
| Yritysarvo (EV)       | 110   | 100   | 304   | 310   | 683   | <b>738</b>   | <b>638</b>    | <b>569</b>    | <b>498</b>    |
| P/E (oik.)            | neg.  | neg.  | neg.  | neg.  | neg.  | <b>10,5</b>  | <b>5,9</b>    | <b>13,9</b>   | <b>12,6</b>   |
| P/E                   | neg.  | neg.  | neg.  | neg.  | neg.  | <b>10,5</b>  | <b>5,9</b>    | <b>13,9</b>   | <b>12,6</b>   |
| P/Kassavirta          | neg.  | neg.  | neg.  | neg.  | neg.  | <b>19,3</b>  | <b>4,9</b>    | <b>6,1</b>    | <b>5,9</b>    |
| P/B                   | 0,9   | 0,7   | 1,6   | 1,4   | 1,7   | <b>1,6</b>   | <b>1,3</b>    | <b>1,2</b>    | <b>1,1</b>    |
| P/S                   |       |       | >100  | >100  | >100  | <b>2,0</b>   | <b>1,9</b>    | <b>1,5</b>    | <b>1,5</b>    |
| EV/Liikevaihto        |       |       | >100  | >100  | >100  | <b>2,6</b>   | <b>2,1</b>    | <b>1,5</b>    | <b>1,3</b>    |
| EV/EBITDA (oik.)      | neg.  | neg.  | neg.  | neg.  | neg.  | <b>6,6</b>   | <b>3,8</b>    | <b>4,8</b>    | <b>3,8</b>    |
| EV/EBIT (oik.)        | neg.  | neg.  | neg.  | neg.  | neg.  | <b>10,1</b>  | <b>5,5</b>    | <b>8,7</b>    | <b>6,5</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>1,7 %</b>  | <b>2,2 %</b>  | <b>3,2 %</b>  |

Lähde: Inderes

# Verrokkiryhmän arvostus

| Verrokkiryhmän arvostus<br>Yhtiö | Osakekurssi | Markkina-arvo<br>MEUR | Yritysarvo<br>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                  | 2,39        | 112                   | 121                |              |              | 7,0        | 2,2         | 1,7            | 0,5         | 178,6        | 6,1          |                |              |             |
| Endeavour                        | 19,41       | 1420                  | 1959               | 12,2         | 5,1          | 5,9        | 3,4         | 2,6            | 1,7         | 17,5         | 9,5          |                |              | 1,1         |
| Fortuna                          | 4,51        | 482                   | 406                | 11,2         | 4,4          | 6,2        | 2,9         | 2,4            | 1,3         | 17,6         | 6,0          |                |              |             |
| Excellon                         | 0,78        | 52                    | 46                 |              |              |            |             |                |             | 5,9          | 29,1         |                |              |             |
| Great Panther                    | 1,21        | 221                   | 176                |              |              |            |             |                |             | 27,9         | 45,2         |                |              |             |
| Pan American Silver              | 17,76       | 2479                  | 2300               | 21,9         | 9,8          | 5,9        | 4,0         | 1,7            | 1,3         | 61,0         | 19,8         | 1,2            | 1,2          | 0,9         |
| Avino                            | 0,76        | 33                    | 38                 |              |              |            |             |                |             | 11,4         | 7,8          |                |              |             |
| Fortuna Majestic Silver          | 4,51        | 482                   | 406                | 11,2         | 4,4          | 6,2        | 2,9         | 2,4            | 1,3         | 17,6         | 6,0          |                |              |             |
| Hecla Mining                     | 2,40        | 1034                  | 1496               | 76,7         | 41,4         | 11,1       | 7,9         | 2,9            | 2,3         | 57,4         |              | 0,4            |              | 0,7         |
| Mag Silver                       | 13,49       | 769                   | 653                |              | 16,0         |            | 15,8        |                | 5,3         | 17,5         |              |                |              | 4,1         |
| <b>Sotkamo Silver (Inderes)</b>  | <b>4,42</b> | <b>580</b>            | <b>738</b>         | <b>10,1</b>  | <b>5,5</b>   | <b>6,6</b> | <b>3,8</b>  | <b>2,6</b>     | <b>2,1</b>  | <b>10,5</b>  | <b>5,9</b>   | <b>0,0</b>     | <b>1,7</b>   | <b>1,6</b>  |
| <b>Keskiarvo</b>                 |             |                       |                    | <b>26,6</b>  | <b>13,5</b>  | <b>7,1</b> | <b>5,6</b>  | <b>2,3</b>     | <b>2,0</b>  | <b>42,2</b>  | <b>20,4</b>  | <b>1,2</b>     | <b>0,8</b>   | <b>1,7</b>  |
| <b>Mediaani</b>                  |             |                       |                    | <b>12,2</b>  | <b>7,5</b>   | <b>6,2</b> | <b>3,4</b>  | <b>2,4</b>     | <b>1,3</b>  | <b>17,6</b>  | <b>13,5</b>  | <b>1,2</b>     | <b>0,8</b>   | <b>1,0</b>  |
| <b>Erutus-% vrt. mediaani</b>    |             |                       |                    | <b>-17 %</b> | <b>-27 %</b> | <b>6 %</b> | <b>13 %</b> | <b>10 %</b>    | <b>57 %</b> | <b>-40 %</b> | <b>-56 %</b> | <b>-100 %</b>  | <b>109 %</b> | <b>56 %</b> |

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>90,0</b> | <b>95,0</b> | <b>100,0</b> | <b>285</b>  | <b>311</b>  | <b>377</b>  | <b>377</b>  |
| Sotkamo Silver                     | 0,0          | 0,0         | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 90,0        | 95,0        | 100,0        | 285         | 311         | 377         | 377         |
| <b>Käyttökate</b>                  | <b>-21,4</b> | <b>-5,8</b> | <b>-6,8</b>  | <b>-9,3</b>  | <b>-10,2</b> | <b>-32,1</b> | <b>-13,0</b> | <b>31,0</b> | <b>46,0</b> | <b>48,0</b>  | <b>112</b>  | <b>168</b>  | <b>119</b>  | <b>130</b>  |
| Poistot ja arvonalennukset         | 0,0          | 0,0         | 0,0          | 0,0          | -21,8        | -21,8        | 0,0          | -13,0       | -13,0       | -13,0        | -39,0       | -50,9       | -54,2       | -54,1       |
| <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>-13,0</b> | <b>18,0</b> | <b>33,0</b> | <b>35,0</b>  | <b>73,0</b> | <b>117</b>  | <b>65,0</b> | <b>76,1</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>-13,0</b> | <b>18,0</b> | <b>33,0</b> | <b>35,0</b>  | <b>73,0</b> | <b>117</b>  | <b>65,0</b> | <b>76,1</b> |
| Sotkamo Silver                     | -21,4        | -5,8        | -6,8         | -9,3         | -32,0        | -53,9        | -13,0        | 18,0        | 33,0        | 35,0         | 73,0        | 117         | 65,0        | 76,1        |
| Nettorahoituskulut                 | 6,1          | 9,7         | -1,1         | -7,9         | -9,8         | -9,0         | -4,5         | -4,5        | -4,5        | -4,5         | -18,0       | -18,6       | -18,6       | -18,5       |
| <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>-17,5</b> | <b>13,5</b> | <b>28,5</b> | <b>30,5</b>  | <b>55,0</b> | <b>98,0</b> | <b>46,5</b> | <b>57,6</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         | -4,6        | -11,5       |
| 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>-17,5</b> | <b>13,5</b> | <b>28,5</b> | <b>30,5</b>  | <b>55,0</b> | <b>98,0</b> | <b>41,8</b> | <b>46,1</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>-0,13</b> | <b>0,10</b> | <b>0,22</b> | <b>0,23</b>  | <b>0,42</b> | <b>0,75</b> | <b>0,32</b> | <b>0,35</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>-0,13</b> | <b>0,10</b> | <b>0,22</b> | <b>0,23</b>  | <b>0,42</b> | <b>0,75</b> | <b>0,32</b> | <b>0,35</b> |



# Tase

| Vastaavaa                      | 2017       | 2018       | 2019e      | 2020e      | 2021e      |
|--------------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| <b>Pysyvät vastaavat</b>       | <b>168</b> | <b>448</b> | <b>449</b> | <b>443</b> | <b>415</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        | 407        | 401        | 373        |
| 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>188</b> | <b>295</b> | <b>354</b> |
| Vaihto-omaisuus                | 0,0        | 0,0        | 42,8       | 46,6       | 37,7       |
| Muut lyhytaikaiset varat       | 9,3        | 24,9       | 24,9       | 24,9       | 24,9       |
| Myyntisaamiset                 | 0,0        | 0,0        | 35,6       | 38,9       | 37,7       |
| Likvidit varat                 | 164        | 123        | 84,6       | 184        | 253        |
| <b>Taseen loppusumma</b>       | <b>341</b> | <b>595</b> | <b>637</b> | <b>738</b> | <b>769</b> |

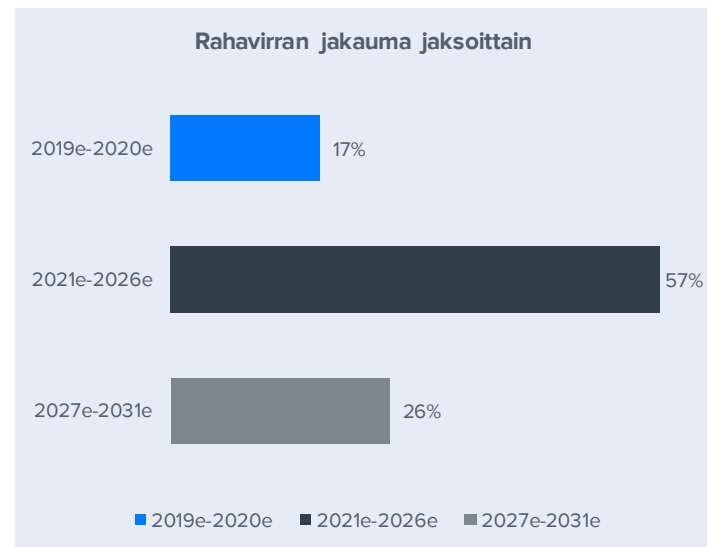
Lähde: Inderes

| Vastattavaa                    | 2017        | 2018        | 2019e       | 2020e       | 2021e       |
|--------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>Oma pääoma</b>              | <b>329</b>  | <b>303</b>  | <b>358</b>  | <b>456</b>  | <b>488</b>  |
| Osakepääoma                    | 370         | 410         | 410         | 410         | 410         |
| Kertyneet voittovarot          | -41,2       | -106,7      | -51,7       | 46,4        | 78,4        |
| 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>35,7</b> | <b>39,0</b> | <b>37,8</b> |
| Lainat rahoituslaitoksilta     | 6,6         | 64,9        | 0,1         | 0,1         | 0,1         |
| Lyhytaikaiset korottomat velat | 0,0         | 0,0         | 35,6        | 38,9        | 37,7        |
| Muut lyhytaikaiset velat       | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| <b>Taseen loppusumma</b>       | <b>345</b>  | <b>597</b>  | <b>637</b>  | <b>738</b>  | <b>769</b>  |

# DCF-laskelma

| Kassavirtalaskelma (MSEK)              | 2019e        | 2020e        | 2021e        | 2022e        | 2023e        | 2024e        | 2025e        | 2026e        | 2027e        | 2028e        | 2029e        | 2030e        | 2031e       | 2032e      |
|--|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-------------|------------|
| <b>Liikevoitto</b>                     | <b>73,0</b>  | <b>116,7</b> | <b>65,0</b>  | <b>76,1</b>  | <b>89,0</b>  | <b>98,9</b>  | <b>127,6</b> | <b>127,6</b> | <b>127,6</b> | <b>127,6</b> | <b>143,2</b> | <b>43,7</b>  | <b>0,0</b>  | <b>0,0</b> |
| + Kokonaispoistot                      | 39,0         | 50,9         | 54,2         | 54,1         | 52,1         | 52,2         | 42,8         | 37,6         | 34,7         | 31,8         | 29,3         | 25,5         | 0,0         | 0,0        |
| - Maksetut verot                       | 0,0          | 0,0          | -4,6         | -11,5        | -16,6        | -19,0        | -24,8        | -24,8        | -24,8        | -24,8        | -27,9        | -7,9         | 0,0         | 0,0        |
| - verot rahoituskuluista               | 0,0          | 0,0          | -1,9         | -3,8         | -1,3         | -0,8         | -0,8         | -0,8         | -0,8         | -0,8         | -0,8         | -0,6         | 0,0         | 0,0        |
| + verot rahoitustuotoista              | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,1          | 0,1          | 0,1          | 0,1          | 0,1          | 0,1          | 0,1          | 0,1          | 0,1          | 0,0         | 0,0        |
| - Käyttöpääoman muutos                 | -42,7        | -3,9         | 8,9          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | -6,3         | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 68,9         | 0,0         | 0,0        |
| <b>Operatiivinen kassavirta</b>        | <b>69,3</b>  | <b>163,6</b> | <b>121,6</b> | <b>115,0</b> | <b>123,4</b> | <b>131,4</b> | <b>138,6</b> | <b>139,7</b> | <b>136,8</b> | <b>133,9</b> | <b>143,9</b> | <b>129,8</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        |
| - Bruttoninvestoinnit                  | -40,0        | -45,3        | -26,0        | -17,3        | -6,0         | 0,0          | -13,9        | -11,3        | -11,3        | 0,0          | 0,0          | 14,4         | 99,8        | 0,0        |
| <b>Vapaa operatiivinen kassavirta</b>  | <b>30,1</b>  | <b>118,3</b> | <b>95,6</b>  | <b>97,7</b>  | <b>117,3</b> | <b>131,4</b> | <b>124,7</b> | <b>128,4</b> | <b>125,5</b> | <b>133,9</b> | <b>143,9</b> | <b>143,2</b> | <b>99,8</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                       | 30,1         | 118,3        | 95,6         | 97,7         | 117,3        | 131,4        | 124,7        | 128,4        | 125,5        | 133,9        | 143,9        | 143,2        | 58,2        | 0,0        |
| Diskontattu vapaa kassavirta           | 28,2         | 101,4        | 74,9         | 70,0         | 76,8         | 78,7         | 68,3         | 54,4         | 47,5         | 45,4         | 43,6         | 38,8         | 14,1        | 0,0        |
|  | <b>742,2</b> | <b>714,0</b> | <b>612,6</b> | <b>537,7</b> | <b>467,8</b> | <b>390,9</b> | <b>312,2</b> | <b>243,9</b> | <b>189,6</b> | <b>142,0</b> | <b>96,6</b>  | <b>53,0</b>  | <b>14,2</b> | <b>0,0</b> |
| <b>Velaton arvo DCF</b>                | <b>742,2</b> |              |              |              |              |              |              |              |              |              |              |              |             |            |
| - Korolliset velat                     | -294,1       |              |              |              |              |              |              |              |              |              |              |              |             |            |
| + Rahavarat                            | 122,7        |              |              |              |              |              |              |              |              |              |              |              |             |            |
| -Vähemmistöosuus                       | 0,0          |              |              |              |              |              |              |              |              |              |              |              |             |            |
| -Osinko/pääomapalautus                 | 0,0          |              |              |              |              |              |              |              |              |              |              |              |             |            |
| <b>Oman pääoman arvo DCF</b>           | <b>570,7</b> |              |              |              |              |              |              |              |              |              |              |              |             |            |
| <b>Oman pääoman arvo DCF per osake</b> | <b>4,35</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                      | 1,3 %  | 1,3 %  |
| Oman pääoman kustannus              | 10,3 % | 13,3 % |
| Pääoman keskim. kustannus (WACC)    | 9,4 %  | 11,8 % |



# Yhteenveto

| Lyhennetty tuloslaskelma    | 2014  | 2015  | 2016  | 2017  | 2018   | 2019e | 2020e | 2021e | 2022e |
|-----------------------------|-------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|-------|
| Liikevaihto                 | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0    | 285   | 311   | 377   | 377   |
| Käyttökate (EBITDA)         | -8,8  | -8,3  | -14,0 | -21,4 | -32,1  | 112   | 168   | 119   | 130   |
| Oikaistu liikevoitto (EBIT) | -9,3  | -8,4  | -14,1 | -21,4 | -53,9  | 73,0  | 117   | 65,0  | 76,1  |
| Liikevoitto (EBIT)          | -9,3  | -8,4  | -14,1 | -21,4 | -53,9  | 73,0  | 117   | 65,0  | 76,1  |
| Tulos ennen veroja          | -5,4  | -11,7 | -10,0 | -15,2 | -63,0  | 55,0  | 98,0  | 46,5  | 57,6  |
| Nettotulos                  | -5,4  | -11,7 | -10,0 | -15,2 | -63,0  | 55,0  | 98,0  | 41,8  | 46,1  |
| Osakekohtainen tulos        | -0,3  | -0,6  | -0,10 | -0,14 | -0,49  | 0,42  | 0,75  | 0,32  | 0,35  |
| Vapaa kassavirta            | -22,9 | -20,7 | -19,1 | -55,4 | -330,6 | 30,1  | 118   | 95,6  | 97,7  |

| Avainluvut            | 2014   | 2015   | 2016    | 2017    | 2018    | 2019e  | 2020e  | 2021e  | 2022e   |
|-----------------------|--------|--------|---------|---------|---------|--------|--------|--------|---------|
| Liikevaihdon kasvu-%  |        |        |         | 0,0 %   | 0,0 %   |        | 9,1 %  | 21,3 % | 0,0 %   |
| Käyttökate-%          |        |        |         |         |         | 39,3 % | 53,9 % | 31,6 % | 34,5 %  |
| Oik. liikevoitto-%    |        |        |         |         |         | 25,6 % | 37,5 % | 17,2 % | 20,2 %  |
| Liikevoitto-%         |        |        |         |         |         | 25,6 % | 37,5 % | 17,2 % | 20,2 %  |
| ROE-%                 | -4,4 % | -8,9 % | -4,9 %  | -4,9 %  | -19,9 % | 16,6 % | 24,1 % | 8,9 %  | 9,1 %   |
| ROI-%                 | -6,9 % | -5,7 % | -6,3 %  | -6,6 %  | -11,4 % | 12,2 % | 18,0 % | 9,1 %  | 10,6 %  |
| Omavaraisuusaste      | 93,3 % | 83,2 % | 96,4 %  | 96,3 %  | 50,9 %  | 56,2 % | 61,8 % | 63,5 % | 69,3 %  |
| Nettovelkaantumisaste | -8,6 % | 9,8 %  | -50,7 % | -45,1 % | 56,6 %  | 44,0 % | 12,7 % | -2,3 % | -15,7 % |

| Osakelukuja        | 2014  | 2015  | 2016  | 2017  | 2018  | 2019e | 2020e | 2021e | 2022e |
|--------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| EPS (oikaistu)     | -0,28 | -0,56 | -0,10 | -0,14 | -0,49 | 0,42  | 0,75  | 0,32  | 0,35  |
| Kassavirta / osake | -1,20 | -1,00 | -0,18 | -0,50 | -2,58 | 0,23  | 0,90  | 0,73  | 0,74  |
| Osinko / osake     | 0,00  | 0,00  | 0,00  | 0,00  | 0,00  | 0,00  | 0,07  | 0,10  | 0,14  |
| Omapääoma / osake  | 7,17  | 6,04  | 2,75  | 2,99  | 2,36  | 2,73  | 3,48  | 3,72  | 3,97  |

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 tulevastä. 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 suosituksen 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 arvion mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmäärittämenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF) ja lisäarvomalli (EVA), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmäärittämenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

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

|         |        |
|---------|--------|
| 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 analytikon 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    |



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](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.**