

Sotkamo Silver

Yhtiöpäivitys

15/3/2020

- Laskemme Sotkamo Silverin suosituksemme vähennä-tasolle (aik. lisää) ja leikkaamme tavoitehintamme 2,60 Ruotsin kruunuun (aik. 4,20 SEK)
- Yhtiön tuotanto vaikuttaa toimivan hyvin, mutta osakkeen riskitaso on kohonnut kattoon viime viikkojen ja päivien markkinaturbulenssissa
- Pitkällä perspektiivillä osakkeessa voi olla jo merkittävä tuottopotentiaali, mutta lyhyen ajan vapaaseen kassavirtaan ja rahoitukseen liittyvän epävarmuuden takia olemme valmiita luopumaan tästä potentiaalista nyt

Tuotanto pelaa, mutta riskitaso on noussut kattoon

Laskemme Sotkamo Silverin tavoitehintamme 2,60 Ruotsin kruunuun (aik. 4,20 SEK) ja suosituksemme vähennätasolle (aik. lisää). Yhtiön tuotanto vaikuttaa toimivan melko hyvin, mutta finanssi- ja metallimarkkinoiden sakkaus ja edessä olevan osakeannin auki olevat ehdot ovat kohottaneet osakkeen riskiprofiilia rajusti viime aikoina. Nykymarkkinassa pelko voittaa korkeariskisten yhtiöiden kohdalla nyt ahneuden ja vetäydymme seuraamaan osakeannin etenemistä ja markkinatilanteen kehitystä viime aikojen tuntuvista tappioista huolimatta sivuun.

Tuotanto vaikuttaa toimivan hyvin, mutta rajua markkinaturbulenssi tulee yhtiön kannalta herkällä hetkellä

Sotkamo Silver kertoi perjantaina alkuvuoden tuotantovolyyminsa ja antoi tässä myös koko vuodelle 2020 ohjeistuksen. Sen mukaan rikastamolle syötetään tänä vuonna 480 000 - 540 000 malmia ja tuotanto on noin 1,4 - 1,7 miljoonaa unssia hopeaa. Alkuvuoden tuotantovauhti oli hopean osalta jokseenkin linjassa ennusteidemme kanssa, kun taas kullan tuotanto on jäänyt ennusteitamme alhaisemmaksi ja teollisuusmetallien tuotanto ylittänyt odotuksemme. Koko vuoden osalta hopean tuotantoennusteemme oli yhtiön antaman haarukan ylälaidalla, mutta kokonaisuutena päivitys ja ohjeistus vahvistivat tuotannon rullaavan raiteillaan toistaiseksi. Alkuvuoden tuotantotasoa on mielestämme hyvä, mutta tälläkin tuotantotasolla yhtiöllä voi olla jo haasteita riittävän vuolaan vapaan kassavirran tuottamisen kanssa, jos viime viikolla 15 % romahtanut hopean hinta ei elvy. Elpyminen on sinänsä mahdollista, sillä äkkipudotus liittyi arviomme mukaan osin osakemarkkinoiden syöksykierteeseen. Markkinan turbulenssi tulee Sotkamo Silverin kannalta silti hermoja kiristävään paikkaan, sillä yhtiön velkamäärä on Hopeakaivoksen investointi- ja ylösajovaiheen jäljiltä korkea (2019: nettovelkaantumisaste yli 140 %). Sotkamo Silver kaipaisi kipeästi vuolasta vapaata kassavirtaa yhtiön rahoitustarpeiden täyttämiseksi seuraavan vuoden aikana. Huomioitavaa lisäksi on, että yleinen riskirahoituksen saatavuus ja ehdot ovat todennäköisesti heikentyneet vauhdilla viime viikkoina ja päivinä.

Osakeannin auki olevat ehdot nostavat osakkeen riskiprofiilia selvästi

Sotkamo Silver tiedotti helmikuussa, että yhtiö suunnittelee 60 MSEK:n merkintäoikeusantia keväälle. Kommentti osakeannista on luettavissa [täältä](#). Pääomien käyttötarkoituksen osalta näkemyksemme on yhä paikkansa pitävä. Sotkamo Silverin osakekurssi on kuitenkin romahtanut kuukaudessa yli 35 %. Näin ollen osakeannista on tullut mielestämme kuukaudessa selvästi kalliimpi vaihtoehto nykyisille omistajille. Näin ollen sinänsä pienestä annista voi seurata merkittävä laimentuminen nykyisten omistajien omistuksiin. Siten suhtaudumme antiin aikaisempaa jossain määrin varautuneemmin ja edessä oleva anti nostaa mielestämme oleellisesti osakkeen riskiprofiilia tällä hetkellä.

Osake on hinnoiteltu alle perusskenaarion arvonsa, mutta korkeat riskit puoltavat silti pääoman suojelua

Päivitymme Sotkamo Silverin tavoitehintamme taustalla olleen osien summa -mallimme. Liikevaihto- ja tulosenusteemme laskivat hieman, kun lisäsimme hieman turvamarginaalia lyhyen ajan volyymiennusteisiimme. Lisäksi nostimme riskipreemiota ja sitä kautta mallimme diskonttauskerroja selvästi (noin 5 %-yksiköllä) mainittujen riskien takia. Päivitykset laskivat mallimme osakkeelle indikoimaa arvoa vajaat 30 % noin 2,95 SEK:iin osakkeelta. Näin ollen kurssi on edelleen osien summan alapuolella ja osake on houkuttelevasti hinnoiteltu, jos lyhyen ajan riskeistä mikään ei realisoitu. Lisäksi osakkeessa voisi mielestämme olla jo huomattavaa nousuvaraa keskipitkällä tähtäimellä, jos yhtiö onnistuu Hopeakaivoksen kehitystyössä. Toisaalta vaakakupissa on yhtiön ajautumisesta vaikeuksiin lyhyen ajan rahoituksensa kanssa, jos riskejä realisoituu. Pelko on tällä hetkellä ahneutta suurempi ajuri korkeariskisissä osakkeissa, joten luovumme tuottopotentialista suojellaksemme jäljellä olevia pääomia.

Analytiikot



Antti Viljakainen

+358 44 591 2216

antti.viljakainen@inderes.fi

Suositus ja tavoitehintaa

Vähennä

(aik. Lisää)



2,60 SEK

(aik. 4,20 SEK)

Osakekurssi: 2,41 SEK

Potentiaali: 7,9 %

Ohjeistus

(Uusi ohjeistus)

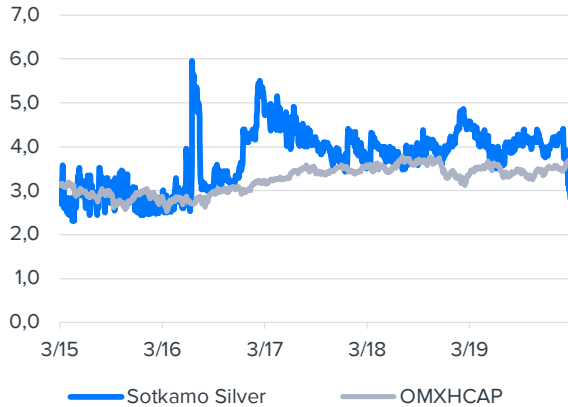
Sotkamo Silver odottaa, että vuonna 2020 rikastamolle syötetään 480 – 540 kt malmia. Vastaavasti Sotkamo Silver arvioi, että vuonna 2020 tuotetaan noin 1,4 – 1,7 miljoonaa unssia hopeaa. Tuotantotavoitteen saavuttaminen edellyttää päivitetyn ympäristöluvan saamista

Avainluvut

	2019	2020e	2021e	2022e
Liikevaihto	197,1	341,2	370,1	377,9
kasvu-%	-	73 %	8 %	2 %
EBIT oik.	-75,0	61,3	49,7	65,8
EBIT-% oik.	-38,1 %	18,0 %	13,4 %	17,4 %
Nettotulos	-101,1	33,3	23,8	44,9
EPS (oik.)	-0,75	0,25	0,18	0,33
P/E (oik.)	neg.	9,8	13,7	7,2
P/B	2,5	1,3	1,2	1,0
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %	2,1 %
EV/EBIT (oik.)	neg.	9,4	10,7	6,4
EV/EBITDA	>100	4,1	3,9	2,6
EV/Liikevaihto	4,4	1,7	1,4	1,1

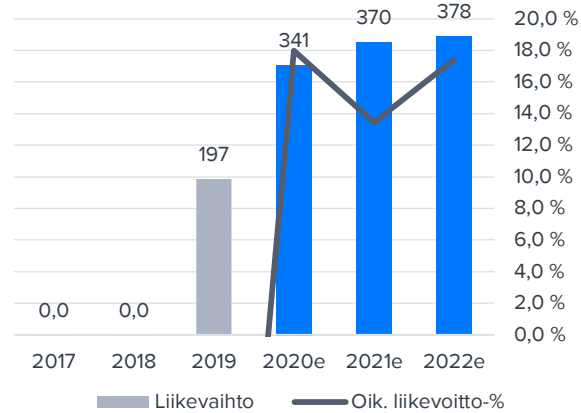
Lähde: Inderes

Osakekurssi



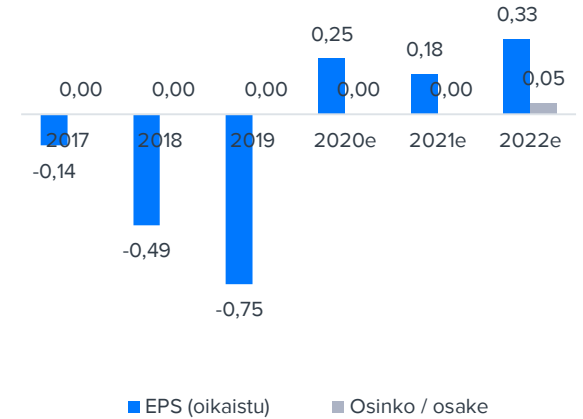
Lähde: Thomson Reuters

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



Arvoajurit

- Hyväksyttävän arvostuksen nousu
- Hopeakaivoksen elinkaaren pidentyminen onnistuneiden malminetsintäinvestointien kautta
- Muut kehitysprojektit
- Hopeakaivoksen uusi ympäristöluipa

Riskitekijät

- Hopean hintakehitys (+/-)
- EUR/USD-valuuttakurssin kehitys (+/-)
- Geologia (+/-)
- Tuotantoriski
- Läpinäkyvyys yhtiön tuloksen kassavirran muodostumiseen on heikko (informaatoriski)

Arvostus

- Osien summa on osakekurssin yläpuolella ja arvostus vaikuttaa pitkältä perspektiivillä edulliselta, mutta lyhyen ajan riskitaso on silti liian korkea useiden tekijöiden takia
- Tase- ja mineraalivarantopohjaiset kertoimet ovat karkeasti linjassa verrokkiyhtiöiden kanssa
- Piilevää pitkän ajan malminetsintäpotentiaalia ei ole hinnoiteltu juurikaan osakkeeseen

Tuotanto vaikuttaa toimivan hyvin

Volyymi pysyy hyvällä tasolla myös tänä vuonna

Sotkamo Silver kertoi perjantaina syöttäneensä tammikuun ja helmikuun aikana Hopeakaivoksen rikastamolle noin 82 000 tonnia malmia. Tästä tuotettiin rikasteisiin noin 264 000 unssia hopeaa, 353 tonnia lyijyä, 741 tonnia sinkkiä ja 634 unssia kultaa. Sotkamo Silver antoi tässä vaiheessa myös koko vuodelle 2020 ohjeistuksen, jonka mukaan rikastamolle syötetään tänä vuonna 480 000 - 540 000 malmia ja tuotanto on noin 1,4 - 1,7 miljoonaa unssia hopeaa. Tuotantotavoitteen saavuttaminen edellyttää päivitetyn ympäristöluvan saamista. Lisäksi yhtiö kertoi, että yksi tavoite on pienentää rikastamon syötteen metallipitoisuuksien vaihtelua, mikä parantaisi metallisaantoja rikastamalla ja varmistaisi tasaisen kassavirran. Alkuvuoden tuotantovauhti oli hopean osalta jokseenkin linjassa ennusteidemme kanssa, kun taas kullan tuotanto on jäänyt ennusteitamme alhaisemmaksi ja teollisuusmetallien tuotanto ylittänyt odotuksemme. Koko vuoden osalta hopean tuotantoennusteemme oli yhtiön antaman haarukan ylälaidalla, mutta kokonaisuutena päivitys ja

-ohjeistus vahvistivat tuotannon rullaavan raiteillaan toistaiseksi. Odotamme myös Sotkamo Silverin saavan melko pitkään käsittelyssä olleen ja hyvän tuotantotason ylläpitämisen mahdollistavan ympäristöluvan kesän aikana, mutta etenkin luvan ehtoihin liittyä epävarmuutta.

Metallimarkkinoiden sakkaus kiristää hermoja

Alkuvuoden tuotantotaso on mielestämme hyvä, mutta tälläkin tuotantotasolla yhtiöllä saattaa olla haasteita vapaan kassavirran tuottamisen kanssa, jos viime viikolla lähes 15 % alle tason 15 USD/unssi romahtanut hopean hinta ei elvy vauhdilla. Hopean hinnan nopea elpyminen on sinänsä mahdollista, sillä äkkipudotus liittyi arviomme mukaan osin osakemarkkinoiden syöksykierteeseen, kun osa sijoittajista joutui myymään kaikkia mahdollisia omaisuuseriä osakkeiden tappioita kattaakseen. Varsinaisia takeita hopean hinnan elpymisestä ei kuitenkaan ole, vaikka lähtökohtaisesti jalometallien turvasatamaluonteen pitäisi palata, kun yleinen finanssimarkkinoiden myllerrys rauhoittuu. Markkinan turbulenssi tulee Sotkamo Silverin kannalta kuitenkin

hermoja kiristävään paikkaan, sillä yhtiön velkamäärä on Hopeakaivoksen investointi- ja ylösajovaiheen jäljiltä korkea (2019: nettovelkaantumisaste yli 140 %). Arviomme mukaan yhtiön juoksevan toiminnan pitäisi pärjätä tänä vuonna siedettävästi nykyisilläkin metallien hinnoilla, mutta korkokulujen ja pakollisten investointien jälkeinen vapaan kassavirran tuottokyky olisi arviomme mukaan nykyisellä spot-hinnalla jo melko vaatimaton. Sotkamo Silver kaipaisi kuitenkin kipeästi vapaata kassavirtaa, sillä kuluvan vuoden aikana yhtiön pitäisi lyhentää tai neuvotella uusiksi velkoja noin 55 MSEK:llä. Todennäköisesti myös vuoden lopun korkeita ostovelkoja (Q4'19 lopussa ostovelat noin 100 MSEK) lankeaa tai on jo langennut jossain määrin maksuun alkuvuodesta eikä kassa ollut vuoden vaihteessa erityisen pullea (Q4'18: kassa 30 MSEK). Huomioitavaa lisäksi on, että yleinen riskirahoituksen saatavuus ja ehdot ovat todennäköisesti heikentyneet vauhdilla viime viikkoina ja päivinä. Tälle yhtiö ei tietenkään mahda mitään, mutta Sotkamo Silverin riskitasoa finanssimarkkinoiden heikentyminen on kohottanut rajusti.

Ennustemuutokset	2019	2020e	Muutos	2021e	2021e	Muutos	2022e	2022e	Muutos
MSEK / SEK	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	352	341	-3 %	383	370	-3 %	391	378	-3 %
Käyttökate	147	141	-4 %	142	136	-4 %	167	160	-4 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	66,9	61,3	-8 %	55,2	49,7	-10 %	72,1	65,8	-9 %
Liikevoitto	66,9	61,3	-8 %	55,2	49,7	-10 %	72,1	65,8	-9 %
Tulos ennen veroja	46,9	33,3	-29 %	36,1	23,8	-34 %	53,1	44,9	-15 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,35	0,25	-29 %	0,27	0,18	-34 %	0,39	0,33	-15 %
Osakekohtainen osinko	0,00	0,00		0,00	0,00		0,05	0,05	0 %

Lähde: Inderes

Pelko voittaa nyt ahneuden

Yhtiö suunnittelee osakeantia investointien rahoittamiseksi ja kassan vahvistamiseksi

Sotkamo Silver tiedotti helmikuussa, että yhtiö suunnittelee 60 MSEK:n merkintäoikeusantia keväälle. Kommentti osakeannista on luettavissa [täältä](#). Pääomien käyttötarkoituksen osalta näkemyksemme on yhä paikkansa pitävä. Nyt riskinä kuitenkin on, että investointeihin ja kairauksiin alkuperäisen suunnitelman mukaan allkoitavia pääomia joudutaan siirtämään käyttöpääomarahoitukseen, jos metallien hinnat eivät elvy. Sotkamo Silverin osakekurssi on kuitenkin romahtanut kuukaudessa yli 35 %, mikä heijastelee arviomme mukaan 1) yleistä pörssikurssien ja metallien hintojen laskua 2) annin ehtoihin liittyvää epävarmuutta 3) osakkeeseen hinnoiteltua informaatioalennusta. Näin ollen osakeannista on tullut mielestämme kuukaudessa selvästi kalliimpi vaihtoehto nykyisille omistajille, sillä yhtiö joutuu kurssilaskun takia laskemaan liikkeelle odotettua enemmän uusia osakkeita. Näin ollen sinänsä pienestä annista voi seurata merkittävä laimentuminen niiden omistajien omistuksiin, jotka eivät pysty tai halua lisärahoittaa yhtiötä. Tästä syystä suhtaudumme antiin aikaisempaa jossain määrin varautuneemmin ja edessä oleva anti nostaa mielestämme oleellisesti osakkeen riskiprofilia tällä hetkellä.

Osake on hinnoiteltu alle arvonsa, jos riskit eivät realisoidu, mutta riskien realisoituminen voisi johtaa nykyomistajien kannalta epäedullisiin seurauksiin

Päivitimme Sotkamo Silverin tavoitehintamme taustalla olleen osien summa-mallimme. Liikevaihto- ja tulosennusteemme laskivat hieman, kun lisäsimme hieman turvamarginaalia lyhyen ajan volyyminnusteisiimme. Lisäksi nostimme riskipreemiota ja sitä kautta mallimme diskonttauskorkoja selvästi (noin 5 %-yksiköllä), sillä 1)

osakeannin ehdoista ei ole vielä tietoa ja edessä oleva laimennusvaikutus on todennäköisesti aiempia odotuksiamme selvästi suurempi, 2) koronaviruksen leviäminen on yhdestä tuotantolaitoksesta riippuvaiselle yhtiölle keskimääräistä selvästi merkittävämpi (joskin edelleen epätodennäköinen) riski, 3) yleisen pääomamarkkinoiden tilanteen heikentyminen on nostanut korkealla velkatasolla operoivien yhtiöiden riskiprofileja, ja 4) metallien hintojen sakkkaus uhkaa rokottaa vapaata kassavirtaa. Jalometallien hintojen osalta mallimme perustuu konsensusennusteisiin, jotka ovat lähivuosina hopealle edelleen tasolla 17-19 USD/oz. Siten myös parametreihin liittyvät riskit ovat taipuneet selvästi negatiivisiksi, vaikka perusskenaariossamme odotammekin hintojen nousevan.

Päivitykset laskivat mallimme osakkeelle indikoimaa arvoa vajaat 30 % noin 2,95 SEK:iin osakkeelta. Näin ollen osake on maltillisesti hinnoiteltu suhteessa osien summaan, mutta emme silti pidä enää lyhyen ajan riskikorjattua tuotto-odotusta riittävänä. Sen sijaan osake on houkuttelevasti hinnoiteltu, jos lyhyen ajan riskeistä mikään ei realisoidu. Lisäksi osakkeessa voisi mielestämme olla jo huomattavaa nousuvaraa keskipitkällä tähtäimellä, jos 1) yhtiö saa palautettua viime aikoina iskuja saaneen sijoittajaluottamuksen ehjillä operatiivisilla suorituksella ja 2) osittain osakeantirahoilla rahoitettavat kairaukset jatkavat Hopeakaivoksen elinkaarta tavoitellusti 10-15 vuoteen (vrt. nykyiset malmivarat mahdollista 6 vuoden tuotannon). Toisaalta vaakakupissa on yhtiön mahdollisuus ajautumisesta vaikeuksiin lyhyen ajan rahoituksensa kanssa tai riski epäedullisin ehdoin tehtävistä rahoitusjärjestelyistä, jos riskejä realisoituu. Pelko on nyt ahneutta suurempi ajuri korkeariskisissä osakkeissa, joten luovumme tuottopotentialista suojellaksemme jäljellä olevia pääomia.

Arvostustaso	2020e	2021e	2022e
Osakekurssi	2,41	2,41	2,41
Osakemäärä, milj. kpl	135,0	135,0	135,0
Markkina-arvo	325	325	325
Yritysarvo (EV)	574	532	420
P/E (oik.)	9,8	13,7	7,2
P/E	9,8	13,7	7,2
P/Kassavirta	3,5	4,8	2,5
P/B	1,3	1,2	1,0
P/S	1,0	0,9	0,9
EV/Liikevaihto	1,7	1,4	1,1
EV/EBITDA (oik.)	4,1	3,9	2,6
EV/EBIT (oik.)	9,4	10,7	6,4
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0,0 %	15,0 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	2,1 %

Lähde: Inderes

Arvostustaulukko

Arvostustaso	2015	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e	2023e
Osakekurssi	4,25	4,30	3,84	3,90	4,04	2,41	2,41	2,41	2,41
Osakemäärä, milj. kpl	20,6	104,6	109,9	128,3	134,4	135,0	135,0	135,0	135,0
Markkina-arvo	88	450	458	512	545	325	325	325	325
Yritysarvo (EV)	100	304	310	683	860	574	532	420	281
P/E (oik.)	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	9,8	13,7	7,2	4,4
P/E	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	9,8	13,7	7,2	4,4
P/Kassavirta	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	3,5	4,8	2,5	2,2
P/B	0,7	1,6	1,4	1,7	2,5	1,3	1,2	1,0	0,8
P/S		>100	>100	>100	2,8	1,0	0,9	0,9	0,9
EV/Liikevaihto		>100	>100	>100	4,4	1,7	1,4	1,1	0,7
EV/EBITDA (oik.)	neg.	neg.	neg.	neg.	>100	4,1	3,9	2,6	1,6
EV/EBIT (oik.)	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	9,4	10,7	6,4	3,0
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	15,0 %	18,4 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	2,1 %	4,1 %

Lähde: Inderes

Verrokkiarvostus

Verrokkiryhmän arvostus	Osakekurssi	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
Yhtiö		MEUR	MEUR	2020e	2021e	2020e	2021e	2020e	2021e	2020e	2021e	2020e	2021e	2020e
Americas Silver	2,01	112	123		5,9		8,0	3,0	1,5		10,9			
Endeavour	20,33	1458	2029	15,1	8,7	7,2	5,0	3,0	2,4	25,3	10,7			1,9
Fortuna	2,57	269	347	8,9	3,8	4,0	2,2	1,5	0,9	10,9	5,4			
Excellon	0,42	30	23								7,5			
Great Panther	0,39	79	101								5,6			
Pan American Silver	19,17	2625	2700	29,3	15,3	11,0	7,4	3,8	2,5	24,0	18,4	1,2	1,0	1,2
Avino	0,41	21	19								15,9			
Fortuna Majestic Silver	2,57	269	347	8,9	3,8	4,0	2,2	1,5	0,9	10,9	5,4			
Hecla Mining	1,69	796	1206		35,3	8,4	6,5	2,1	2,0		121,2	0,6	0,6	
Mag Silver	7,09	397	312								334,4			
Sotkamo Silver (Inderes)	2,41	325	574	9,4	10,7	4,1	3,9	1,7	1,4	9,8	13,7	0,0	0,0	1,3
Keskiarvo				15,6	12,1	6,9	5,2	2,5	1,7	17,8	53,6	0,9	0,8	1,5
Mediaani				12,0	7,3	7,2	5,8	2,5	1,7	17,4	10,8	0,9	0,8	1,5
Erotus-% vrt. mediaani				-22 %	46 %	-43 %	-32 %	-33 %	-16 %	-44 %	27 %	-100 %	-100 %	-16 %

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

Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2018	Q1'19	Q2'19	Q3'19	Q4'19	2019	Q1'20e	Q2'20e	Q3'20e	Q4'20e	2020e	2021e	2022e	2023e
Liikevaihto	0,0	0,0	29,7	81,7	85,8	197	84,2	83,4	87,2	86,4	341	370	378	378
Sotkamo Silver	0,0	0,0	29,7	81,7	85,8	197	84,2	83,4	87,2	86,4	341	370	378	378
Käyttökate	-32,1	-10,8	-19,8	33,1	5,4	7,9	33,7	34,5	37,7	35,4	141	136	160	180
Poistot ja arvonalennukset	-21,8	-3,5	-12,6	-29,7	-37,2	-82,9	-20,0	-20,0	-20,0	-20,0	-80,0	-86,6	-94,6	-87,2
Liikevoitto ilman kertaeriä	-53,9	-14,2	-32,4	3,5	-31,8	-75,0	13,7	14,5	17,7	15,4	61,3	49,7	65,8	92,6
Liikevoitto	-53,9	-14,2	-32,4	3,5	-31,8	-75,0	13,7	14,5	17,7	15,4	61,3	49,7	65,8	92,6
Sotkamo Silver	-53,9	-14,2	-32,4	3,5	-31,8	-75,0	13,7	14,5	17,7	15,4	61,3	49,7	65,8	92,6
Nettorahoituskulut	-9,0	-1,1	-3,4	-2,6	-18,9	-26,0	-7,0	-7,0	-7,0	-7,0	-28,0	-26,0	-20,9	-6,3
Tulos ennen veroja	-63,0	-15,4	-35,8	0,9	-50,7	-101,1	6,7	7,5	10,7	8,4	33,3	23,8	44,9	86,4
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	-13,0
Vähemmistöosuudet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	-63,0	-15,4	-35,8	0,9	-50,7	-101,1	6,7	7,5	10,7	8,4	33,3	23,8	44,9	73,4
EPS (oikaistu)	-0,49	-0,12	-0,27	0,01	-0,38	-0,75	0,05	0,06	0,08	0,06	0,25	0,18	0,33	0,54
EPS (raportoitu)	-0,49	-0,12	-0,27	0,01	-0,38	-0,75	0,05	0,06	0,08	0,06	0,25	0,18	0,33	0,54

Tase

Vastaavaa	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Pysyvät vastaavat	448	648	598	546	479
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aineettomat hyödykkeet	27,2	0,1	0,1	0,1	0,1
Käyttöomaisuus	406	627	577	526	459
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	14,4	20,0	20,0	20,0	20,0
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	148	60,7	89,0	135	198
Vaihto-omaisuus	0,0	5,9	10,2	11,1	11,3
Muut lyhytaikaiset varat	24,9	10,5	10,5	10,5	10,5
Myyntisaamiset	0,0	14,7	44,4	48,1	49,1
Likvidit varat	123	29,6	23,9	65,4	127
Taseen loppusumma	595	708	687	681	678

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Oma pääoma	303	219	252	276	321
Osakepääoma	410	185	185	185	185
Kertyneet voittovarot	-106,7	-65,5	-32,2	-8,5	36,5
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	99,0	99,0	99,0	99,0
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	229	304	302	301	251
Laskennalliset verovelat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Varaukset	0,1	29,5	29,5	29,5	29,5
Lainat rahoituslaitoksilta	179	179	193	192	192
Vaihtovelkakirjalainat	50,0	65,0	50,0	50,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,0	29,9	29,9	29,9	29,9
Lyhytaikaiset velat	64,9	186	133	104	106
Lainat rahoituslaitoksilta	64,9	100,0	30,2	30,0	30,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	0,0	85,9	102	74,0	75,6
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	597	708	687	681	678

DCF-laskelma

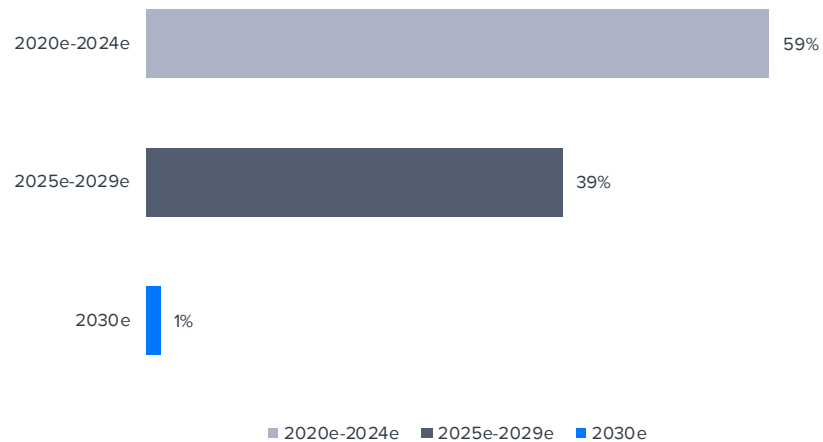
DCF-laskelma	2019	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e
Liikevoitto	-75,0	61,3	49,7	65,8	92,6	71,7	149	160	160	170	103	
+ Kokonaispoistot	82,9	80,0	86,6	94,6	87,2	77,3	67,1	61,5	53,0	45,7	78,6	
- Maksetut verot	0,0	0,0	0,0	0,0	-13,0	-13,5	-29,1	-31,1	-31,2	-33,2	-19,8	
- verot rahoituskuluista	0,0	0,0	0,0	0,0	-1,0	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	
- Käyttöpääoman muutokset	79,7	-17,5	-33,0	0,3	0,0	0,0	3,8	0,0	0,0	0,0	-12,3	
Operatiivinen kassavirta	87,6	124	103	161	166	135	190	189	181	181	148	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	59,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoninvestoinnit	-282,7	-30,0	-35,0	-28,0	-15,0	-10,0	-15,0	-15,0	-15,0	-10,0	-10,0	
Vapaa operatiivinen kassavirta	-135,7	93,8	68,3	133	151	125	175	174	166	171	138	
+/- Muut	96,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	-39,0	93,8	68,3	133	151	125	175	174	166	171	138	0,0
Diskontattu vapaa kassavirta		84,3	53,7	91,3	90,8	65,6	71,7	61,0	49,7	44,1	30,5	8,2
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		651	567	513	422	331	265	194	133	82,8	38,7	8,2
Velaton arvo DCF		651										
- Korolliset velat		-344,3										
+ Rahavarat		29,6										
- Vähemmistöosuus		0,0										
- Osinko/pääomapalautus		0,0										
Oman pääoman arvo DCF		336										
Oman pääoman arvo DCF per osake		2,5										

Pääoman kustannus (wacc)

Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	20,0 %
Vieraan pääoman kustannus	7,0 %
Yrityksen Beta	1,50
Markkinoiden riski-preemio	11,00 %
Likviditeettipremio	0,00 %
Riskitön korko	0,0 %
Oman pääoman kustannus	16,5 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	14,3 %

Lähde: Inderes

Rahavirran jakauma jaksoittain



■ 2020e-2024e ■ 2025e-2029e ■ 2030e

Yhteenveto

Tuloslaskelma	2017	2018	2019	2020e	2021e	Osakekohtaiset luvut	2017	2018	2019	2020e	2021e
Liikevaihto	0,0	0,0	197,1	341,2	370,1	EPS (raportoitu)	-0,14	-0,49	-0,75	0,25	0,18
Käyttökate	-21,4	-32,1	7,9	141,3	136,3	EPS (oikaistu)	-0,14	-0,49	-0,75	0,25	0,18
Liikevoitto	-21,4	-53,9	-75,0	61,3	49,7	Operat. kassavirta / osake	-0,27	-0,37	0,65	0,92	0,77
Voitto ennen veroja	-15,2	-63,0	-101,1	33,3	23,8	Vapaa kassavirta / osake	-0,50	-2,58	-0,29	0,69	0,51
Nettovoitto	-15,2	-63,0	-101,1	33,3	23,8	Omapääoma / osake	2,99	2,36	1,63	1,87	2,04
Kertaluontoiset erät	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	Osinko / osake	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Tase	2017	2018	2019	2020e	2021e	Kasvu ja kannattavuus	2017	2018	2019	2020e	2021e
Taseen loppusumma	341,1	595,5	708,3	686,5	681,2	Liikevaihdon kasvu-%	0 %	0 %	-	73 %	8 %
Oma pääoma	328,5	303,1	218,6	252,0	275,7	Käyttökateen kasvu-%	-	-	-125 %	1691 %	-4 %
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	Liikevoiton oik. kasvu-%	-	-	39 %	-182 %	-19 %
Nettovelat	-148,3	171,4	314,7	248,9	206,6	EPS oik. kasvu-%	-	-	53 %	-133 %	-29 %
Kassavirta	2017	2018	2019	2020e	2021e	Käyttökate-%	-	-	4,0 %	41,4 %	36,8 %
Käyttökate	-21,4	-32,1	7,9	141,3	136,3	Oik. Liikevoitto-%	-	-	-38,1 %	18,0 %	13,4 %
Nettokäyttöpääoman muutos	-8,1	-15,6	79,7	-17,5	-33,0	Liikevoitto-%	-	-	-38,1 %	18,0 %	13,4 %
Operatiivinen kassavirta	-29,5	-47,8	87,6	123,8	103,3	ROE-%	-4,9 %	-19,9 %	-38,7 %	14,2 %	9,0 %
Investoinnit	-26,6	-302,0	-282,7	-30,0	-35,0	ROI-%	-6,6 %	-11,4 %	-12,9 %	11,3 %	9,3 %
Vapaa kassavirta	-55,4	-330,6	-39,0	93,8	68,3	Omavaraisuusaste	96,3 %	50,9 %	30,9 %	36,7 %	40,5 %
						Nettovelkaantumisaste	-45,1 %	56,6 %	143,9 %	98,8 %	74,9 %
Suurimmat omistajat			%-osakkeista			Arvostuskertoimet	2017	2018	2019	2020e	2021e
Ilmarinen Keskinäinen eläkevakuutusyhtiö			8,9 %			EV/Liikevaihto	>100	>100	4,4	1,7	1,4
Hexof Oy			3,9 %			EV/EBITDA (oik.)	neg.	neg.	>100	4,1	3,9
Timo Lindborg			2,7 %			EV/EBIT (oik.)	neg.	neg.	neg.	9,4	10,7
Suomen malminjalostus Oy			2,0 %			P/E (oik.)	neg.	neg.	neg.	9,8	13,7
Arto Hartikainen			1,1 %			P/B	1,4	1,7	2,5	1,3	1,2
						Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %

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 prosenttiero. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituksen myy, vähennä, lisää ja

osta. Inderesin sijoitus-suosituksia 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 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
15.5.2019	Vähennä	4,10 SEK	4,10 SEK
27.8.2019	Vähennä	3,90 SEK	4,00 SEK
18.11.2019	Lisää	4,40 SEK	4,10 SEK
28.11.2020	Lisää	4,55 SEK	4,23 SEK
17.2.2020	Lisää	4,20 SEK	3,75 SEK
16.3.2020	Vähennä	2,60 SEK	2,40 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. Pörssiyhtiöille varmistamme, että yhtiöstä on jatkuvasti sijoittajien ja omistajien saatavilla laadukasta tietoa päätöksentekoon. Inderes-yhteisöön kuuluu yli 35 000 aktiivista sijoittajaa ja yli 100 kotimaista pörssiyhtiötä, jotka haluavat pitää omistajiensa tietotarpeista huolta. Palvelemme yhteisöämme yli 20 työntekijän tiimillä intohimosta osakesijoittamiseen.

Inderes Oy

Itämerentori 2
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

Palkittua analyysiä osoitteessa www.inderes.fi

Palkinnot



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.**