

# Sotkamo Silver

Laaja raportti

6.1.2025 22.30 EET



Aapeli Pursimo  
+358 40 719 6067  
aapeli.pursimo@inderes.fi

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde  
res.

# Kohti markkinatilanteen täyttä hyödyntämistä

Sotkamo Silver on kärsinyt viime vuosina heilahdelleesta tuotannosta, mutta Q3'24:n loppupuolella suunta oli jälleen oikea H1:llä kohdattujen haasteiden jälkeen. Tuotantomäärien onnistunut kasvattaminen mahdollistaisi sille myös nykyisen väkivahvan markkinan täysimääräisen hyödyntämisen kassavirran luonnin näkökulmasta. Ennen pidempiaikaista ehjää tuotantojaksoa riskitaso tähän liittyen säilyy kuitenkin yllä. Näemme osakkeen tuotto/riski-suhteen silti varovaisen houkuttelevana nousseiden ennusteiden ja osien summan saattelemana. Siten nostamme osakkeen suosituksemme lisää-tasolle (aik. vähennä) ja tarkistamme tavoitehintamme 1,4 SEK:iin (aik. 1,3 SEK).

## Sotkamo Silver keskittyy tuotantoon ja malminetsintään Sotkamon Hopeakaivoksella

Yhtiön päähanke on ollut jo vuosia Sotkamon Hopeakaivos, eikä tähän ole lähtökohtaisesti tulossa muutoksia keskipitkällä aikavälillä. Yhtiön metallirikastetuotannon päämetalli on sen nimen mukaisesti hopea, minkä lisäksi sivutuotteina se tuottaa kultaa, sinkkiä ja lyijyä. Ennustemallimme pohjautuu nykyisten mineraalivarantojen jäljellä olevaan arvioimaamme 6-7 vuoden elinkaareen, mikä on myös linjassa yhtiön omien nykyisten odotusten kanssa. Kaivoksen nykyistä rajallista elinkaarta peilaten yhtiö onkin aloittanut Hopeakaivoksella tutkimuskairausohjelman, jonka kautta se tavoittelee kaivoksen elinkaaren pidentämistä vuoteen 2035. Tähän liittyen se tavoittelee virallisen mineraalivarantopäivityksen julkistamista kuluvan vuoden loppupuolella. Yhtiö on myös kertonut selvittävänsä parhaillaan rahoitusvaihtoehtoja eri investointiskenaarioille (ml. Kainuun alueen muut kohteet) ja tiedottavansa investoinneista ja rahoituksesta suunnitelmien valmistuttua.

## Tuotantoennusteet käytännössä ennallaan, markkinaparametreista tukea ennusteille

Emme ole tehneet muutoksia tuotantoennusteisiimme ja odotammekin yhtiön vuoden 2024 hopean tuotantomäärän asettuneen 1,26 miljoonaan unssiin (ohjeistus 1,2-1,4 Moz). Vastaavasti lähivuosina odotamme tuotannon nousevan ja vakiintuvan noin 1,4 miljoonaan unssin vuositasolle syöttövolyymien kasvun tukemana. Nähdäksemme yhtiöllä pitäisi olla edellytyksiä hieman korkeammille tasoille, mutta viime vuosina ilmenneiden tuotantohaasteiden myötä jäämme odottamaan yhtiöltä pidempiä ehjiä tuotantojaksoja ennen mahdollisia pidemmän aikavälin tuotantoennusteiden nostoja. Vastaavasti metallimarkkina on yhtiön näkökulmasta tällä hetkellä väkivahvassa asennossa dollarin vahvistumistakin heijastellen. Siten yhtiöllä pitäisi olla myös kaikki edellytykset luoda hyvää kassavirtaa ja vahvistaa omaa rahoitusasemaa tulevia investointejakin silmällä pitäen. Ennusteemme saivat kokonaisuutena tukea markkinaparametrien päivityksistä, jotka pohjautuvat Bloombergin konsensuksen ennusteisiin. Edelliseen päivitykseemme nähden metallin hintaennusteissa nähtiin laskua, mutta tämän kompensoi dollarin ennusteiden selkeä vahvistuminen. Markkinatilannettakin heijastellen odotamme yhtiön kannattavuuden olevan lähivuosina vahvoilla tasoilla (2024e-2026e EBITDA-%: 32-42 %).

## Osien summa nousussa, arvostus on varovaisen houkutteleva

Positiivisia ennustemuutoksia mukaillen osien summa -mallimme nousi myös ja asettuu noin 1,5 SEK:iin osakkeelta (aik. ~1,3 SEK). On kuitenkin huomattava, että tulosennusteemme ja tätä kautta osien summamme ovat erittäin herkkiä markkinaparametrien kehitykselle. Samalla viime vuosina useampaan kertaan takkuillut tuotanto pitää mielestämme riskejä toistaiseksi koholla, mutta toisaalta emme odota tuotannon yltävän myöskään täyteen potentiaalin. Siten nykyisen odottamamme tuotannon lievän kasvun sekä markkinan myötätuulen saattelemana arvioimmekin osakkeen riskikorjatun tuotto-odotuksen kipuavan lievästi tuottovaatimustamme korkeammalle.

## Suositus

### Lisää

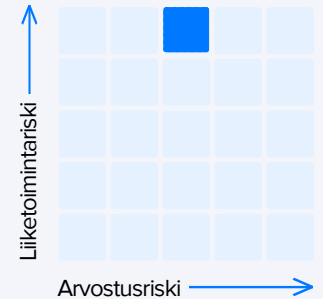
(aik. Vähennä)

### 1,40 SEK

(aik. 1,30 SEK)

### Osakekurssi:

1,20



## Avainluvut

	2023	2024e	2025e	2026e
<b>Liikevaihto</b>	406,8	443,4	555,1	496,7
<b>kasvu-%</b>	10 %	9 %	25 %	-11 %
<b>EBIT oik.</b>	66,7	65,1	151,5	90,7
<b>EBIT-% oik.</b>	16,4 %	14,7 %	27,3 %	18,3 %
<b>Nettotulos</b>	27,2	17,3	135,4	77,0
<b>EPS (oik.)</b>	0,10	0,06	0,47	0,27

<b>P/E (oik.)</b>	8,3	19,9	2,5	4,5
<b>P/B</b>	0,8	1,1	0,8	0,7
<b>Osinkotuotto-%</b>	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
<b>EV/EBIT (oik.)</b>	6,4	7,7	2,3	2,7
<b>EV/EBITDA</b>	3,1	3,5	1,5	1,4
<b>EV/Liikevaihto</b>	1,1	1,1	0,6	0,5

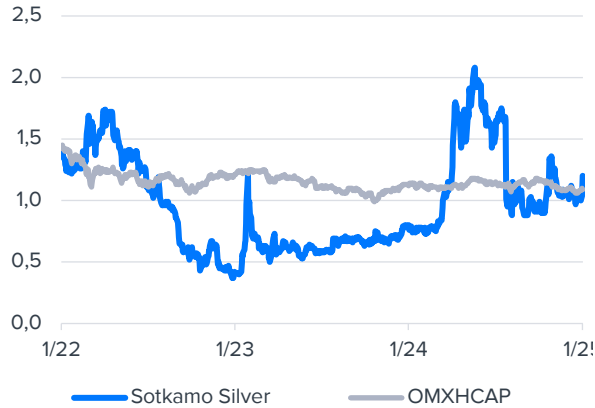
Lähde: Inderes

## Ohjeistus

(Ennallaan)

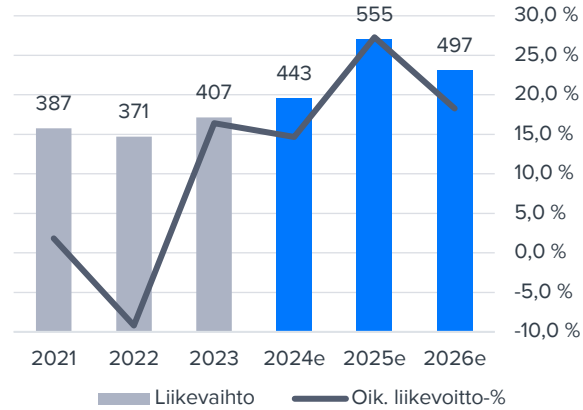
Yhtiö arvioi, että sen vuoden 2024 hopeatuotanto tulee olemaan 1,2-1,4 miljoonaa unssia (2023: 1,41 Moz). Lisäksi yhtiö odottaa käyttökate-%:n olevan vähintään 28 % ja nettovelka/käyttökate-suhteen olevan alle 2,0x.

## Osakekurssi



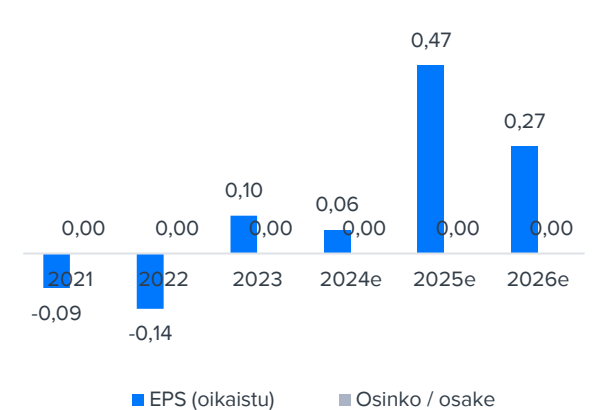
Lähde: Millistream Market Data AB

## Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

## Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



### Arvoajurit

- Hyväksyttävän arvostuksen nousu
- Hopeakaivoksen elinkaaren pidentyminen onnistuneiden malminetsintäinvestointien kautta
- Muut kehitysprojektit Kainuun alueella



### Riskitekijät

- Hopean hintakehitys (+/-)
- EUR/USD-valuuttakurssin kehitys (+/-)
- Geologia (+/-)
- Tuotantoriski ja vaihtelut tuotannossa
- Tuotantokustannusten taso on ollut esiselvitysten odotuksia korkeampi
- Taseasema vahvistunut, mutta arviomme mukaan yhtiö voi tarvita lisäpääomia mahdolliseen laajempaan malminetsintään Kainuun alueella tai Hopeakaivoksen eliniän pidentämiseksi (sis. diluutoriski)

Arvostustaso	2024e	2025e	2026e
Osakekurssi	1,20	1,20	1,20
Osakemäärä, milj. kpl	285,8	285,8	285,8
Markkina-arvo	343	343	343
Yritysarvo (EV)	499	345	241
P/E (oik.)	19,9	2,5	4,5
P/E	19,9	2,5	4,5
P/B	1,1	0,8	0,7
P/S	0,8	0,6	0,7
EV/Liikevaihto	1,1	0,6	0,5
EV/EBITDA	3,5	1,5	1,4
EV/EBIT (oik.)	7,7	2,3	2,7
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %

Lähde: Inderes

# Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	<b>5-10</b>
Louhintapotentiaali ja kulurakenne	<b>11-15</b>
Suomussalmen malminetsintähanke	<b>16</b>
Taloudellinen tilanne	<b>17-18</b>
Markkinat ja kilpailijat	<b>19-25</b>
Ennusteet	<b>26-32</b>
Sijoitusprofiili	<b>33-34</b>
Arvonmääritys ja suositus	<b>35-40</b>
Taulukot	<b>41-45</b>
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	<b>46</b>

# Sotkamo Silver lyhyesti

Yhtiön tärkein omaisuuserä on Sotkamon Hopeakaivos, jossa se aloitti rikastetuotannon vuonna 2019. Tuotannossa olevan kaivoksen lisäksi yhtiöllä on merkittävää malminetsintäpotentiaalia Sotkamossa ja projektisalkkuun kuuluu monimetalliesiintymän kehitysprojekti Suomussalmella

## 2-3 vuotta

Malmivarojen mukainen Hopeakaivoksen nyt jäljellä oleva elinkaari

**68 % / 13 % / 6 % / 14 %**

Hopean, kullan, lyijyn ja sinkin arvioidut osuudet Hopeakaivoksen liikevaihdosta

## ~6-7 vuotta

Mineraalivarantoarvioihin pohjautuva Hopeakaivoksen elinkaariarvio (Inderes)

**1 kpl**

Muut malminetsintä- ja kehitysprojektit

**50**

Henkilöstö Q3'24:n lopussa



- Esiintymän löytö 1980
- Geologisia selvityksiä 1980-1988
- Tunnelin louhiminen 1988-1990
- Kaivos todettu kannattamattomaksi 1991
- Investoinnit yhteensä noin 15 MEUR

- Kaivoksen kehitys ja suunnittelu jäissä 1991-2004
- Outokummun ja UPM:n yhteisyrityksen valtausoikeus raukeaa 2004
- Valtausoikeudet Sotkamo Silverille 2005
- Geologisia esiselvityksiä 2006-2011
- Toteutettavuusselvitykset 2012-2017

- Investointipäätös tehty Q1'18:lla, investoinnit yli 40 MEUR
- Rikastetuotannon aloitus Q1'19:llä
- Tuotanto vakaantui 2020, mutta haasteet (malmin laatu) alkoivat Q4'20:n aikana ja louhintasuunnitelman muutos Q3'21:llä
- Rahoituksen uudelleenjärjestely H1'22:lla, mutta tuotantohaasteiden sekä heikon markkinan takia yhtiö joutui toteuttamaan merkintäoikeusannin Q1'23:lla
- Tuotantomäärät nousevat Q2'23:lla ja markkinan tukemana rahoitusasema vahvistunut tähän päivään

# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/4

## Sotkamo Silver on juniorikaivosyhtiö

Sotkamo Silver on pieni yhden kaivoksen operointiin ja kahden varhaisen vaiheen sivuprojektin hallinnointiin keskittyvä kaivosyhtiö (ns. junior mining company). Konserni koostuu Ruotsiin rekisteröidystä emoyhtiö Sotkamo Silver AB:stä ja sen täysin omistamasta suomalaisesta Sotkamo Silver Oy:stä. Näistä jälkimmäinen sisältää konsernin operatiivisen toiminnan, mutta emoyhtiön kotipaikan myötä Sotkamo Silver on listattu Tukholman NGM Equity -pörssissä ja yhtiö raportoi taloudellisen tuloksensa Ruotsin kruunuissa. Lisäksi osake on rinnakkaislistattu Suomessa Helsingin pörssin päälistalle.

Yhtiön selvästi tärkein omaisuuserä on Sotkamon Hopeakaivos, jossa se aloitti metallirikastetuotannon vuoden 2019 alkupuolella. Se ei ole kuitenkaan puhdas tuotantoyhtiö, vaan keskittyy myös pienemmissä määrin malminetsintään erityisesti Hopeakaivoksen ympäristössä, mihin myös sen merkittävien malminetsintäpotentiaali kohdistuu. Lisäksi sen portfolioon kuuluu varhaisen vaiheen monimetallihanke Suomussalmella. Odotamme yhtiön keskittävän kehitysresurssinsa lähivuosina kuitenkin Hopeakaivokselle ja sen välittömään läheisyyteen.

## Tuotanto keskittyy jalometalleihin

Taloudellisesti hyödynnettäviä malmivaroja Tipasjärven viherkivivöhykkeeseen kuuluvalla Hopeakaivoksella oli vuoden 2023 lopun mineraalivaranto- ja malmivara-arvion mukaan yhteensä 4,4 miljoonaa unssia (noin 3 vuoden tuotantomäärä). Tämän lisäksi alueella oli yhtiön

arvion mukaan noin 4-5 vuoden tuotantoa vastaava määrä taloudellisesti louhittavissa olevia mineraalivarantoja. Eritasoisten geologisten tutkimusten antamien indikaatioiden valossa hopeapitoisia mineraalivarantoja voi kuitenkin olla huomattavasti pidemmäksikin aikaa yhtiön valtaamilla alueilla. Koko potentiaalisen alueen laajuus huomioiden yhtiön tutkimukset ovat toistaiseksi raapaisseet vain pintaa. Hopean sivutuotteena yhtiö louhii Hopeakaivokselta kultaa, lyijyä ja sinkkiä, mutta kokonaisuutena Sotkamo Silver on selkeästi jalometalliyhtiö, sillä hopean osuus kaivoksen elinkaaren liikevaihdosta on arviomme mukaan 60-70 % ja kullan noin 10-15 %.

Yhtiön tuotantovaiheen liiketoimintamalli on pienelle pohjoismaiselle kaivosyhtiölle tyypillinen. Sotkamo Silverin ydinprosesseja ovat malmin etsintä, louhinnan suunnittelu ja malmin rikastamon operointi. Kaivostoiminnasta (louhinta ja murskaus) sen sijaan vastaavat alihankkijat. Tämä antaa yhtiölle joustoa kulurakenteeseen ja laskee tarvittavan pääoman määrää. Yhtiön liiketoiminta sitoo silti kaivosalalle tyypillisesti tuntuvia pääomia etenkin kiinteään omaisuuteen.

Rikastamon lopputuotteita eivät myöskään ole puhtaat metallit, vaan lyijy/hopea/kulta- ja sinkki/hopea-rikasteet. Nämä välituotteet yhtiö myy lähtökohtaisesti pitkäaikaisella sopimuksella Bolidenin kahdelle pohjoismaiselle sulatolle, jotka erottelevat metallit toisistaan. Metallien markkinahinnoista Boliden vähentää käsittelykulut yhtiöiden kaupallisten sopimusten mukaisesti, joten käsittelykuluilla vähennetty metallien markkinahinta on yhtiön liikevaihto.



## Sotkamo Silverin projektisalkku

### Sotkamon Hopeakaivos

- Liikevaihdon kertyminen käynnistyi Q2'19:n alussa
- Malmivaroja vielä noin 2-3 vuoden tuotantoon
- Mineraalivarantoja kanssa tuotannon elinkaari ulottuu nykyisellään noin vuoteen 2030
- 20-30 vuoden tuotantoa vastaava malminetsintäpotentiaali
- Yhtiön pääfokusalue ja merkittävin arvoajuri

### Malminetsintäpotentiaalia Sotkamossa ja Kuhmossa

- Alueiden geologinen luonne on hyvin samantyyppinen kuin Hopeakaivoksella
- Hankkeet ovat varhaisen vaiheen malminetsintähankkeita
- Valtausten oikeudet pysyvät Sotkamo Silverillä pitkään eikä hankkeiden edistämiseen ole välitöntä kiirettä

### Suomussalmen monimetalliesiintymä

- Hankittu portfolioon Bolideniltä todennäköisesti nimellisellä hinnalla Q4'20:llä
- Pieni, mutta melko hyvin tunnettu monimetalliesiintymä
- Mineraalivarannoissa nikkeliä, kuparia, kobolttia, platinaa ja palladiumia
- Tuotannon aloittaminen hyvin epätodennäköistä lyhyellä tai keskipitkällä aikavälillä

# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/4

Myyntisopimusten ehtoja yhtiö ei ole avannut, mutta arviomme mukaan sulaton osuus vaihtelee tyypillisesti noin 10-15 %:n välillä riippuen mm. rikasteen laadusta. Hinnan muodostus on takapainotteinen, sillä jalometallien rikasteen myyntihinnaksi määräytyy markkinahinta 2 kuukautta toimituksen jälkeen kuukauden keskihintana (ts. tammikuun toimituksen hinta on maaliskuun keskihinta). Puolestaan sinkin ja lyijyn osalta lopullinen myyntihinta on toimitusta seuraavan kuukauden keskihinta. Lisäksi tarkka volyyymi varmistuu vasta toimituksen yhteydessä tehtyjen analyysien valmistuessa. Nämä viiveet aiheuttavat Sotkamo Silverin liikevaihtoon, tulokseen ja kassavirtaan volatilitteettiä, sillä provisiopohjalta kirjattua liikevaihtoa tulee usein tarvetta oikaista. Vuoden 2024 aikana tehtyä kirjanpitemuutosta heijastellen yhtiö kirjaa nykyisin sekä metallisisältöön että hintaan liittyvät oikaisut liikevaihtoon (aiemmin hintaoikaisut liiketoiminnan muihin tuottoihin). Kokonaisuutena hyvän metallirikasteen myyntirisikit ovat erittäin pieniä eikä yhtiön tarvitse panostaa myyntiin.

## Historiallinen kehitys

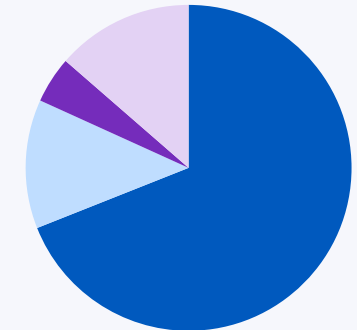
Ensimerkit Sotkamon hopeaesintymästä löydettiin jo vuonna 1980 Oulun yliopiston geologien toimesta. Metsäyhtiö Kajaani Oy aloitti tarkemmat tutkimukset esiintymään liittyen, joita se jatkoi myöhemmin Outokumpun kanssa. Hanke todettiin kannattamattomaksi vuonna 1991 johtuen hopean matalasta hinnasta. 2000-luvun alkupuolella hopean hinta nousi, mutta valtausoikeudet UPM:n kanssa omistanut Outokumpu oli tehnyt päätöksen kaivostoiminnasta luopumisesta eikä se ollut enää kiinnostunut hankkeesta. Kaivospiirin rauettua 2005 Sotkamo Silver (aik. Silver Resources) haki

kiinteistöistä valtausta, jonka se sai vuonna 2006. Tämän jälkeen Sotkamo Silver teki kaivoksella geofysikaalisia ja geokemiallisia analyysejä sekä koeporauksia ja -kairauksia selvittääkseen alueen mineraalivarantojen määrää ja laatua.

Tutkimukset antoivat lupaavia tuloksia esiintymän laadusta. Kun vielä hopean hintakehitys oli suotuisaa 2000-luvun alkupuolella yhtiön vuonna 2012 teettämä ensimmäinen toteutettavuus selvitys (Bankable Feasibility Study, BFS) puolsi hankkeen viemistä tuotantovaiheeseen (2012 BFS: NPV 8 % 37 MEUR, takaisinmaksu 2 vuotta). Alkuperäisen toteutettavuus selvityksen suositus oli, että merkittävä osa hankkeesta rahoitettaisiin vieraalla pääomalla. Tämä osoittautui vaikeasti toteutettavaksi malliksi yhtiölle, mihin arviomme mukaan vaikutti useita tekijöitä aina kaivossyklistä pankkisääntelyyn. Siten yhtiö jatkoi vuosina 2012-2017 hankkeen geologista ja kaivosteknistä suunnittelu- ja kehitysvaihetta, jossa tavoitteena oli muun muassa tuotantokustannusten alentaminen.

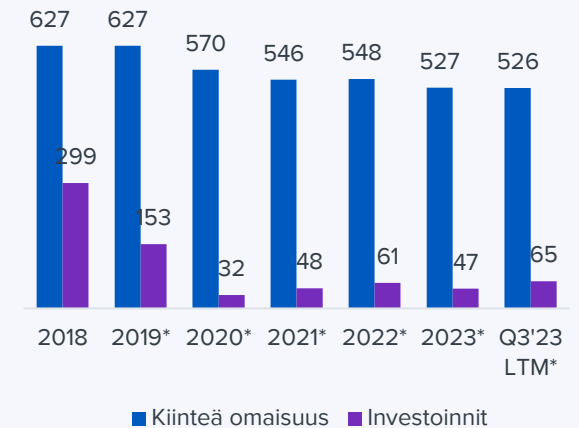
Kaivoksen toteutettavuus selvityksen Sotkamo Silver päivitti vuosina 2014 (2014 BFS: NPV 8 % takaisinmaksu 2 vuotta) ja 2016 (2016 BFS: NPV 5 % 50 MEUR, takaisinmaksu 2,7 vuotta), jotka puolsivat edelleen kaivoksen viemistä tuotantoon. Myös vuoden 2017 Tekninen raportti päättyi samaan lopputulokseen (NPV 8 % 49 MEUR, takaisinmaksu 3 vuotta). Siten yhtiö teki sitovan investointipäätöksen Hopeakaivoksesta rahoituspaketin varmistumisen jälkeen Q1'18:lla ja investointivaihe saatiin päätökseen aivan Q1'19:n lopussa. Hopeakaivoksen kassavirta käynnistyi Q2'19:n alkupuolella, kun ensimmäiset rikastetoimitukset päästiin laskuttamaan sulatoilta.

## Hopeakaivoksen elinkaaren arvioitu liikevaihtojakauma



■ Hopea ■ Kulta ■ Lyijy ■ Sinkki

## Kiinteä omaisuus ja investoinnit (MSEK)



\* Sisältää leasing-omaisuuden

Lähde: Sotkamo Silver, Inderes

# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 3/4

Yhtiön tuotanto vaikutti vakautuneen suhteellisen hyvälle ja vakaille tasolle (~400 000 unssia hopeaa / kvartaali) kunnes Q4'20:n eteenpäin malmin hopeapitoisuus jäi odotuksia heikommalle tasolle. Kehitystä heijastellen yhtiö vaihtoi myös omaa louhintasuunnitelmaansa Q3'21:llä. Tämän jälkeen heikentynyt metallien markkinatilanne, kustannusinflaatio (etenkin energian hinta) ja tuotantoa edelleen rasittaneet haasteet (etenkin malmin laatu) ajoivat yhtiön kassatilanteen erittäin heikoksi, minkä myötä se järjesti Q1'23:lla merkintäoikeusannin, jonka kautta se sai vahvistettua tasettaan jonkin verran. Vastaavasti vahvistuneen tuotannon ja väkivahvan metallimarkkinan myötä yhtiön taloudellinen liikkumatila on kasvanut viimeisen reilun vuoden aikana huolimatta tuotannossa edelleen esiintyneistä ajoittaisista haasteista (esim. H1'24:n tuotantohaasteet). Tästä huolimatta tuotannossa on kuitenkin otettu askel parempaan suuntaan, minkä pitäisi myös mahdollistaa tulevien investointien rahoittamisen ainakin osin tulo-rahoituksen kautta markkinan myötätuulen jatkuessa pidempään.

## Strategiassa Hopeakaivoksen kehittäminen

Yhtiön nykyisen strategian kulmakiviä ovat Hopeakaivoksen kehittäminen ja vakaan pohjan varmistaminen yhtiön laajentumiselle, Kainuun alueen malminetsintä sekä vastuullisuus.

Hopeakaivoksen kehittämisen osalta lyhyellä aikavälillä keskeinen elementti on P700-projekti, jossa yhtiö tutkii nykyistä mineralisaatiota ja pyrkii nostamaan mineraalivarantoja malmivaroiksi täydennyskairausten kautta ja tätä kautta varmistamaan tuotantoaan vuoteen 2030 asti.

Lisäksi se tavoittelee erillisillä tutkimuskairauksilla, jotka kohdistuisivat 700 metrin tason alapuolelle, kaivoksen eliniän pidentämistä edelleen vuoteen 2035. Käytännössä yhtiö siis selvittää ja varmistaa kaivoksella nykyisten tuotantoalueiden alapuolella olevien mineralisaatioiden tuotantopotentiaalia. Yhtiö ei ole vielä tarkemmin avannut vaadittavien investointien kokoluokkaa, mutta on kertonut, että se pyrkii tähän vuosina 2024-2025 toteuttavien tutkimuskairausten kautta (ts. kasvattaa mineraalivarantoja näiden kautta). Käsitksemme mukaan investointien voi kuitenkin odottaa säilyvän seuraavien kvartaalien aikana melko vakailta tasoilta vuoden Q1-Q3'24:n toteutumaan peilattuna (46 MSEK).

Yhtiö on myös kertonut selvittävänsä parhaillaan rahoitusvaihtoehtoja eri investointiskenaarioille (ml. Kainuun alueen muut kohteet) ja tiedottavansa investoinneista ja rahoituksesta tarkemmin suunnitelmien valmistuttua.

Mielestämme strategia on pienen yhtiön rajallisiin resursseihin peilattuna sopivan rajattu ja näemme selvimmän potentiaaloin olevan Hopeakaivoksen elinkaaren jatkamisessa. Yhtiön viestinnän perusteella Hopeakaivos on myös sen prioriteettilistalla ensimmäisenä, kun taas muissa Kainuun alueen hankkeissa potentiaali on ajallisesti selvästi kauempana ja on muutenkin epävarmempi. Alueella vaikuttaa olevan kuitenkin geologian puolesta aihetta tutkimuksiin ja uusien malmilöydösten jalostamisessa Hopeakaivoksen olemassa olevasta infrasta (etenkin rikastamo) voi olla hyötyä nykyaikaisen ulkopuolisille omaisuuserille, sillä malmia voi kuljettaa pitkiäkin (jopa > 100 km) matkoja rikastettavaksi. Paikalliselle strategialle onkin mielestämme hyvin

selkeät perusteet, vaikka suurempia kehitysaskelaita varten arvioimme yhtiön tarvitsevan nykytilanteessa vielä melko selvästi ulkopuolista lisärahoitusta.

Yhtenä vaihtoehtoisena tienä näemme yhtiölle pyrkimyksen myydä Hopeakaivoksen alan suurelle pelurille, jonka käsissä se voisi olla lopulta arvokkaampi (mm. skaalaetujen ja rahoituksen hinnan myötä). Toisaalta tämän todennäköisyyttä mielestämme rajaa Hopeakaivoksen tähän mennessä epävakaa tuotanto ja kaivoksen nykyinen rajallinen elinkaari.

## Keskipitkän aikavälin tavoitteet

Vastaavasti Sotkamo Silverin keskipitkän aikavälin tavoitteet vuoteen 2025 asti ovat:

- Vuositason hopean tuotanto > 1,5 Moz
- Vuositason käyttökate > 30 %
- Nettovelan suhde käyttökatteeseen < 2,0x
- Kaivoksen eliniän pidentäminen viidellä vuodelta vuoteen 2035
- A-tason saavuttaminen kaikissa [Kaivosvastuujärjestelmän](#) osa-alueissa riippumattoman tarkastajan toteamana vuonna 2024

Nähdäksemme tavoitteista selvimmin yhtiön omissa käsissä on vuositason tuotantotavoite, vaikkakin tämäkin on osaltaan riippuvaista ulkoisista tekijöistä (mm. energian hinta) sekä esimerkiksi malmin laadun vaihtelusta. Tähän yhtiö toki pystyy vaikuttamaan tietyissä määrin louhintasuunnitelman kautta.



# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 4/4

Sen sijaan viime vuosina tavoitetason saavuttaminen on ollut yhtiölle vaikeaa valitettavan usein tuotannossa esiintyneiden vähintään lyhytaikaisten haasteiden vuoksi, mitä peilaten se on yltänyt tasolle aikaisemmin ainoastaan vuonna 2020. Viime vuosien kehitys onkin nostanut pintaan hieman huolia rakenteellisista ongelmista (ts. malmin odotettua heikompi hopeapitoisuus). Nähdäksemme tähän liittyvän epävarmuuden poistamiseksi ainoa keino on, että yhtiö onnistuisi saavuttamaan jälleen pidempijaksoisesti nykyisen tavoitetasonsa.

Vastaavasti etenkin kannattavuustavoitteen saavuttaminen on vahvasti sidoksissa ulkoisiin tekijöihin (mm. metallien hinnat, valuuttakurssit, energian hinta), kuten yhtiö on itsekin korostanut. Toisaalta yhtiö pystyy vaikuttamaan kustannustasoonsa tuotantotehokkuuttaan parantamalla muun muassa louhintasuunnitelman kautta, jossa se voi hyödyntää täydennyskairauksista saatavaa tietoa. Kokonaisuutena vahvasti ulkoisista tekijöistä riippuvaista kannattavuuden tavoiteasetantaa ei mielestämme voi pitää kuitenkaan täysin optimaalisena sen yksinkertaisuudesta huolimatta. Lähtökohtaisesti näkisimmekin perustellumpana tavoiteasennan olevan sidottuna esimerkiksi kustannustasoon (esim. käteiskustannus) kuten alan suurimmat toimijat tai vaihtoehtoisesti kassavirtaan. Sen sijaan nykyisillä metallien hintatasoilla yhtiöllä pitäisi olla kaikki edellytykset yltää kannattavuustavoitteeseen.

Puolestaan velkaantuneisuuden osalta tavoite on

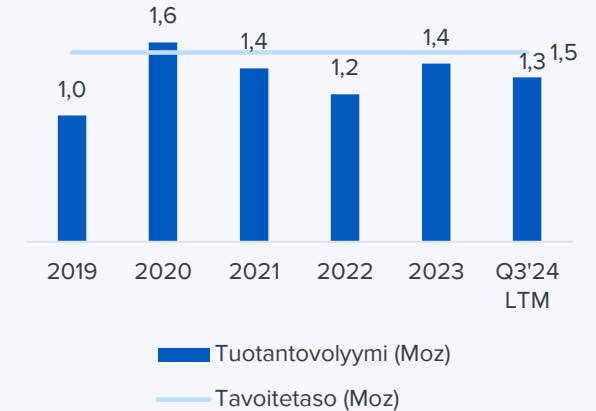
mielestämme perustellulla tasolla ja yhtiö myös oli selvästi tavoitetason alapuolella Q3'24:n lopussa (1,4x). Sen sijaan tason saavuttaminen tulevaisuudessa on nähdäksemme pitkälti riippuvainen kannattavuustavoitteen saavuttamisesta ja rahoitusrakenteen kehityksestä (kts. tarkemmin [Taloudellinen tilanne -kappale](#)).

Kaivoksen nykyisen rajallisen elinkaaren vuoksi myös tavoitteet elinkaaren pidentämisestä ovat mielestämme luonnollisia ja välttämättömiä, mutta lopulliset askelmerkit ja tähän vaadittavat pääomat ovat vielä osin epäselviä.

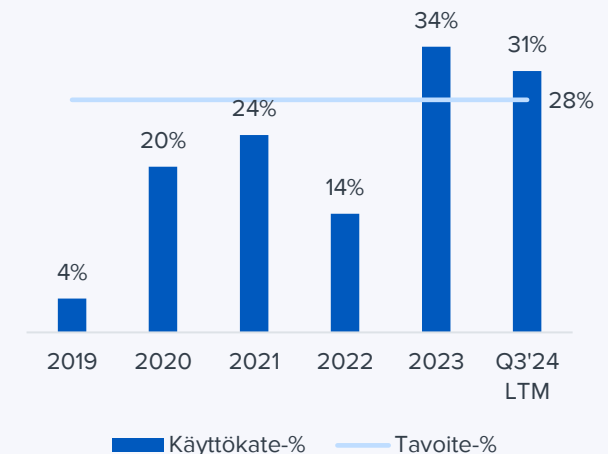
## Omistajat, hallitus ja johto

Johdossa ja hallituksessa yhtiöllä on runsaasti kaivosalan substanssiosaamista, mikä on mielestämme tärkeää tämän tyyppiselle yhtiölle. Yhtiön omistajarakenne on varsin hajautunut. 10 suurimman omistajan osuus Sotkamo Silveristä on noin 16 %, joten vapaasti vaihdettavien osakkeiden määrä (ns. free-float) on hyvä. Johdon ja hallituksen omistukset yhtiössä ovat sen sijaan vähäisiä, joten sisäpiirin omistus ei tarjoa vahvaa luottamussignaalia muille.

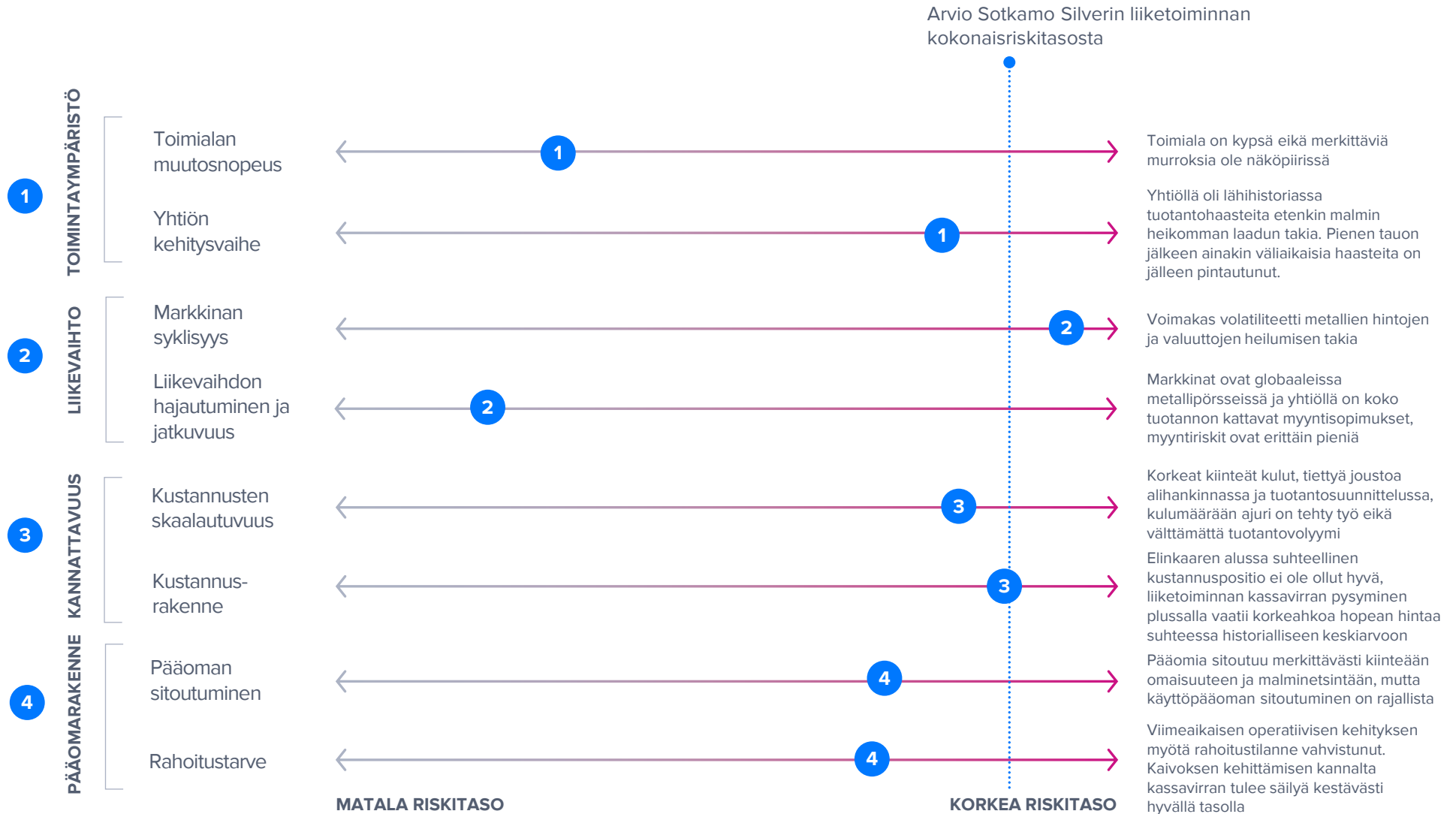
## Vuositason hopean tuotannon kehitys



## Käyttökate-%:n kehitys



# Liiketoimintamallin riskiprofiili



# Louhintapotentialiaali ja kulurakenne 1/5

## Malmivaroja on 2-3 vuoden tuotantoa vastaava määrä

Aiemmin todetusti Hopeakaivoksen esiintymä on tunnettu jo pitkään ja alueella on tehty laajoja geologisia tutkimuksia alueen malmivarojen ja mineraalivarantojen selvittämiseksi. Yhtiö julkaisi edellisen mineraalivarantopäivityksen kesäkuussa 2022 ja vastaavasti malmivara-arvion joulukuussa 2023. Viimeisimmän mineraalivarantopäivityksen laati Afry Finland alan parhaita käytäntöjä noudattavan JORC 2012 -koodin pohjalta, kun taas malmivara-arvion se päivitti sisäisesti. Vastaavasti seuraavan laajemman mineraalivarantopäivityksen julkaisua yhtiö tavoittelee käsityksemme mukaan vuoden 2025 loppupuolelle, kun taas malmivara-arvion se tulee julkaisemaan viimeistään vuoden 2024 vuosikertomuksen yhteydessä.

Viimeisimmän tilannetiedon (2023 vuosikertomus) mukaan Hopeakaivoksen mitatut ja osoitetut mineraalivarannot olivat yhteensä 4,9 miljoonaa tonnia keskipitoisuudella 56 g/t hopeaa, 0,24 g/t kultaa, 0,22 % lyijyä ja 0,52 % sinkkiä. Mineraalivarannot sisältävät myös malmivarat. Mineraalivarantoarvioissa on huomioitu mineralisoituma 550-700 metriin asti.

Vastaavasti vuoden 2023 lopussa malmivarat olivat yhteensä 1,5 miljoonaa tonnia sisältäen todetut ja todennäköiset (proven & probable) malmivarat keskipitoisuudella 94 g/t hopeaa, 0,20 g/t kultaa, 0,23 % lyijyä ja 0,55 % sinkkiä. Malmivaroilla tarkoitetaan taloudellisesti hyödynnettävissä olevaa osuutta koko mineraalivarannoista. Taloudelliseen

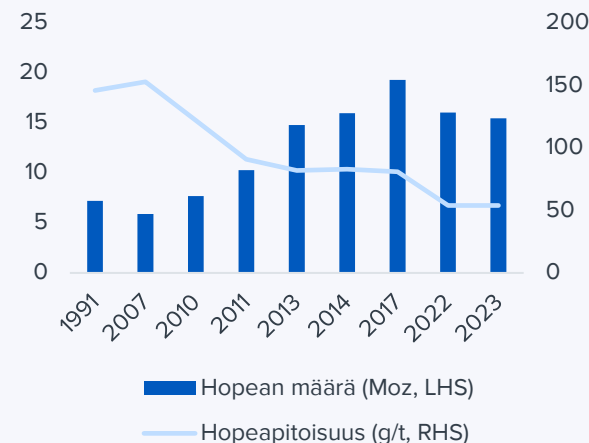
hyödynnettävyyteen vaikuttaa oleellisesti hopean hintataso, sillä periaatteessa hopean hinnan nousu mahdollistaa köyhemmän tai vaikeammin louhittavan (ts. korkeamman tuotantokustannuksen) aineksen hyödyntämisen. Nähdäksemme edellinen malmivara-arvio on tukevalla pohjalla nykyisessä metallien väkivahvassa metallien markkinatilanteessa, mutta mahdolliset negatiiviset käänneet metallimarkkinalla tai valuutoissa voivat aiheuttaa painetta rajoittaa mineraalivarantojen nostamista malmivaroiksi. Viimeisintä malmivara-arviota ei ole verifioinut JORC-koodin mukainen ulkopuolinen pätevä henkilö, mutta muilta osin ne on laadittu noudattaen JORC 2012 -koodin mukaisia periaatteita. Yhtiö ei ole tarkemmin kommentoinut mihin alueelle asti nykyiset malmivarat ulottuvat.

Viimeisimmät malmivarat vastaavat itsessään viime vuosien tuotantotasolla (1,2-1,6 Moz hopeaa, jalometallimarkkinoiden troy-unssi on 31,1g) noin 2-3 vuoden tuotantoa, jos Q1-Q3'24 tuotanto vähennetään yhtälöstä. Vastaavasti yhtiön johto ja hallitus arvioivat, että olennainen osa nykyisistä mineraalivarannoista, jotka eivät sisälly malmivarioihin, voidaan tulevaisuudessa sisällyttää niihin jatkuvalla täydennyskairauksella. Näiden myötä yhtiö onkin indikoinut Hopeakaivoksen nykyisiin varantoihin perustuvan elinkaaren ulottuvan karkeasti kuluvan vuosikymmenen loppuun. Yhteensä Hopeakaivoksella oli JORC-luokiteltuja mineraalivarantoja 8,9 miljoonaa tonnia (sis. mitatut, indikoidut ja otaksutut varannot) hopeapitoisuudella 54 g/t.

## Hopeakaivoksen malmivarat sekä mitatut ja osoitetut mineraalivarannot (12/2023)

Parametri	Malmivarat	Mineraalivarannot
<b>Luokka</b>	Todettu / todennäköinen	Mitatut / osoitettu
<b>Tonnimäärä (kt)</b>	1 455	4 876
<b>Hopeapitoisuus (g/t)</b>	94	56
<b>Kultapitoisuus (g/t)</b>	0,20	0,24
<b>Lyijypitoisuus (%)</b>	0,23 %	0,22 %
<b>Sinkkipitoisuus (%)</b>	0,55 %	0,52 %

## Hopeakaivoksen mineraalivarannot 1991-2023



# Louhintapotentialiaali ja kulurakenne 2/5

Malmin todelliseen tonnimäärään sekä jalometallipitoisuuksiin liittyvää epävarmuutta ja vaihtelua perusteellisetkaan esiselvitykset eivät pysty täysin eliminoimaan. Tästä kertoo myös osaltaan viime vuosina vaihdellut malmin hopeapitoisuus, minkä myötä riskiä rakenteellisesta ongelmasta (ts. malmin odotettua heikompi hopeapitoisuus) ei voi sulkea täysin pois.

## Kairauksilla kaivoksen elinkaarta on mahdollista pidentää

Hopeakaivoksella tehdyt geologiset tutkimukset ovat osoittaneet, että esiintymä jatkuu nykyisiä mineraalivarantoja syvemmälle ainakin 1000 metriin asti. Lyhyellä aikavälillä yhtiön strategisena tavoitteena onkin jatkaa Hopeakaivoksen elinkaarta aiemmin mainitun P700-projektin kautta. Vastaavasti kaivoksen elinkaaren pidentämiseen tähtääviä tutkimuskairauksia (noin 700-1000 metrin alueelle) yhtiö on suorittanut ja tulee suorittamaan vuosien 2024-2025 aikana strategiansa mukaisesti. Lisäksi yhtenä potentiaalisena tutkimuskohteena yhtiöllä on aiemmassa [kairausohjelmassa](#) havaittu tulos yhden kairareian osalta, joka lävisti mineralisaation 700 metrin syvyydessä olemassa olevien malmilinsien sivuilla.

Ennustemme ja pääosa arvonmäärityksestä pohjautuu tähän vielä noin 6-7 vuoden tuotantomäärää vastaavaan skenaarioon, jossa käytännössä olemme odottaneet P700-ohjelman onnistuvan varsin hyvin (ts. mitatut ja osoitetut mineraalivarannot sekä osa mahdollisista mineraalivarannoista nousee malmivaroiksi täydennyskairausten kautta).

## Potentiaalia on vielä syvemmällä tuntemattomalla alueella

Malmivarojen ja mineraalivarantojen lisäksi geologiset tutkimukset ovat indikoineet, että esiintymä jatkuu mahdollisesti jopa 1500-2000 metriin asti syvyysuunnassa, minkä lisäksi on myös mahdollista, että esiintymä jatkuu maan alla vaakasuuntaisena. Siten kaivoksen todellisen esiintymän koko voi olla selvästi nykyisiä varantoja suurempi, mutta näillä alueilla kairaamiseen menee lähtökohtaisesti vielä useampi vuosi.

Yhtiön aiempien kommenttien mukaan Hopeakaivoksen alueella on yli 20 miljoonan malmitonnin etsintäpotentiaali. Arviot tunnistetusta etsintäpotentiaalista perustuvat kuitenkin suppeaan aineistoon eikä yhtiö ole vielä päässyt kunnolla selvittämään Hopeakaivoksen koko esiintymän potentiaalia. Arviomme mukaan nykyisten tuotantoalueiden alapuolella olevat alueet ovat yhtiön merkittävimpiä kehitysalueita lähivuosina, mutta kairaukset etenevät askel kerrallaan syvemmälle tuotannon mukana eikä jättipottia (kaivoksen elinkarren yhtäkkäinen jatkuminen yli 10 vuodella) ole todennäköisesti tulossa. Lähtökohtaisesti odotamme yhtiön pyrkivän rahoittamaan täydennyskairaukset nyt ja jatkossa liiketoimintansa kassavirralla, kun taas mahdollisiin laajempiin tutkimuskairauksiin se voi tarvita myös ulkopuolista rahoitusta.

## Myös Hopeakaivoksen ympäristössä on kohteita

Yhtiöllä on myös Hopeakaivoksen lähellä useampia valtauksia, jotka kuuluvat Hopeakaivoksen tavoin laajempaan Tipasjärven viherkivialueeseen. Nämä muut esiintymät ovat

geologiselta luonteeltaan hyvin saman tyyppisiä kuin Hopeakaivoksen esiintymä, joten muiden valtausten malminetsintäpotentiaali on ilmeinen.

Siten alueella on Sotkamo Silverin mukaan malminetsintäpotentiaalia yhteensä 20-30 vuoden tuotantoa vastaava määrä, mutta epävarmuus varsinkin Hopeakaivoksen mineraalivarantojen jälkeisestä potentiaalista on vielä erittäin korkealla. Yhtiö kuitenkin jatkaa malminetsintätöitä asteittain Tipasjärven sekä läntisen Kuhmon alueella, mutta selvitykset ovat vielä hyvin varhaisessa vaiheessa. Yhtiön pääfokus lähivuosien malminetsintätöissä on kuitenkin Hopeakaivoksen alueella ja lähiympäristössä edessä on paljon valmistelevaa työtä.

Etsintäoikeuksia yhtiö ei kuitenkaan arviomme mukaan menetä, joten varsinainen kiire etenemiseen ei ole. Pidämme kuitenkin alueellista malminetsintää järkevänä, sillä geologian puolesta malmin löytämiselle on edellytyksiä ja toisaalta Hopeakaivoksen valmistusta rikastamoinfraa olisi varsin helppo hyödyntää alueen muiden kaivosten operoinnissa lyhyiden kuljetusmatkojen takia (ts. muiden kaivosten käynnistäminen lähi-alueilla olisi suhteellisen pääomakevyttä).

## Ympäristölupa mahdollistaa kehitystyön

Nykyinen ympäristölupa mahdollistaa 1,8 miljoonaa malmitonnin kokonaislouhintaan (sis. malmi- ja sivukivi) ja 0,6 miljoonan tonnin rikastamokapasiteetin. Lupa oli edellytys myös esirikastimen käyttöönotolle, mikä voisi teoriassa kasvattaa louhintavolyymejä.

# Louhintapotentiaali ja kulurakenne 3/5

Toistaiseksi yhtiö ei ole kuitenkaan löytänyt taloudellisesti kannattavaa ratkaisua esirikastimen käyttöönotolle, emmekä nykyisellään usko tämän olevan tulossa tuotantokäyttöön lyhyellä tai keskipitkällä aikavälillä. Toisaalta tässä onnistuminen voisi nähdäksemme olla mahdollinen askel Suomussalmen monimetalliesiintymän taloudelliseen hyödyntämiseen. Jäämme kuitenkin odottamaan yhtiön toimenpiteitä tämän osalta.

Sotkamo Silver ei ole avannut tarkemmin ympäristöluvan tai rahoitussopimuksen (kts. tarkemmin [Taloudellinen tilanne -kappale](#)) yhtiölle mahdollisesti aiheuttamia velvoitteita. Trendinomaisesti tietyiltä osin (esim. typpi) kiristyvät lupaehdot vaativat yhtiöltä käsityksemme mukaan tietyjä jatkuvia investointeja, mutta näiden investointien kokoluokan emme usko olevan yhtiön mittakaavassa kohtuuttoman suuria. Sen sijaan selkeämpänä investointina yhtiöllä on tiedossa suoran kaivoksen elinkaaren jatkamisen (ts. kairaukset) lisäksi rikastushiekka-altaan laajennus, jonka aloitusta se suunnittelee käsityksemme mukaan vuodelle 2026. Yhtiö ei ole vielä tarkemmin kommentoinut investoinnin kokoluokkaa, mutta arvioimme investoinnin maksavan lähtökohtaisesti joitain miljoonia euroja (~3-5 MEUR).

## Kulurakenne pohjautuu pitkiin sopimuksiin

Hopeakaivoksen kustannusrakenne pohjautuu lähtökohtaisesti pitkiin alihankintasopimuksiin, tuotannossa tarvittaviin raaka-aineisiin, omaan jatkuvaan henkilöstöön ja liiketoiminnan muihin kuluihin. Alihankintasopimukset sisältävät käsityksemme mukaan inflaatioehtoja muun muassa energiaan ja palkkoihin liittyen.

Louhinnan, murskauksen ja esirikastuksen osalta alihankinta on perustunut vuoden 2023 alusta asti Veljekset Toivanen Oy:n kanssa tehtyyn kolmivuotiseen sopimukseen, joka sisältää myös kaksi optiovuotta. Käsityksemme mukaan kyseessä on tuotetun volyymiyksikön osalta kiinteähintainen sopimus. Sen sijaan sopimuksessa ei käsityksemme mukaan ole kiinteitä volyymitakuuta, mikä tuo joustavuutta.

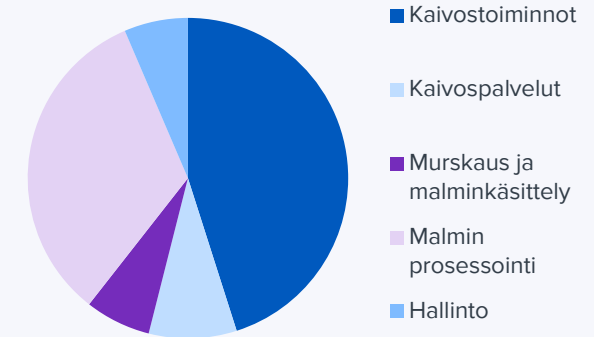
Samalla on kuitenkin huomattava, että louhinnan kulutason ja siten koko kulutason pääajuri on tehty työ (sis. valmisteleva tunnelin louhinta ja peränajo) eikä lopullinen toteutunut tuotantovolyymi.

## Operaatioiden vastuut jakaantuvat alihankkijoille ja omalle henkilöstölle

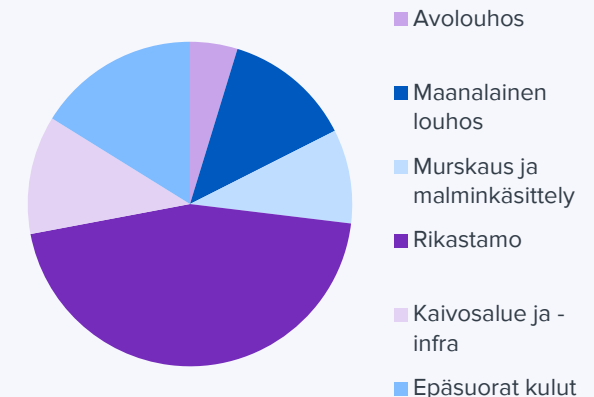
Lähivuodet yhtiö louhii malmia pääasiallisesti maanpinnan alapuolelta ja pieniä määriä myös avolouhoksesta. Vastaavasti tämän jälkeen louhinta siirtyy kokonaan maanpinnan ala-puolelle (mineraalivarannot syvemmillä). Vastaavasti malmin louhinnasta, malmin ja sivukiven kuljetuksista sekä malmin murskauksesta vastaavat paikalliset alihankkijat, jotka operoivat Sotkamo Silverin valvonnan alaisuudessa (sis. louhintasuunnitelma).

Mielestämme prosessin alkupään ulkoistaminen on järkevä liike, sillä sen ansiosta yhtiön pääoman käyttö tehostuu ja toisaalta alihankkijoiden tehokkuus heidän ydinliiketoiminnassaan voi olla Sotkamo Silveriä parempi. Kaivostoiminnan ulkoistaminen alihankkijoille on myös Pohjoismaissa hyväksi havaittu ja vakiintunut toimintamalli etenkin pienillä kaivoksilla. Metallit malmista erottavaa rikastamo operoi puolestaan yhtiön oma henkilökunta.

## Kaivoksen arvioitu kulurakenne kululajeittain



## Kaivoksen arvioitu kulurakenne prosesseittain



# Louhintapotentiaali ja kulurakenne 4/5

## Suurimmat kuluerät ovat kaivostoiminnassa

Hopeakaivoksen toimintakustannuksista arviomme mukaan noin puolet tulee louhinnasta, kuljetuksesta ja murskauksesta, mikä on pääosin alihankkijoiden palvelukustannusta (materiaalit ja palvelut) ja pienemmiltä osin energia- ja ylläpitokuluja (muut kulut). Kokonaisuutena kuluylitykset ovat mielestämme louhinnan ja murskauksen osalta mahdollisia, jos malmin tonnimäärät ja pitoisuudet vaihtelevat ja/tai tuotannon suunnittelu ei ole täysin optimaalista.

## Rikastamo on toinen suuri kustannuserä

Louhittu ja murskattu malmi kuljetetaan rikastuslaitokseen, jossa rikastamon tuottamat metallikonsentraatit erotellaan malmista perinteisellä vaahdotusprosessilla. Rikastamo on Hopeakaivoksen toiseksi suurin kuluerä, jonka osuus tuotantokustannuksista on arviomme mukaan vajaat 30 %. Rikastamokulut koostuvat arviomme mukaan henkilöstökuluista, kemikaaleista (materiaalit ja palvelut), energiasta (muut kulut) sekä kunnossapidosta (muut kulut) sekä pieneltä osin myös ulkopuolisilta ostettavista palveluista (materiaalit ja palvelut tai muut kulut).

## Konsernin kuluja nostavat emoyhtiön kulut

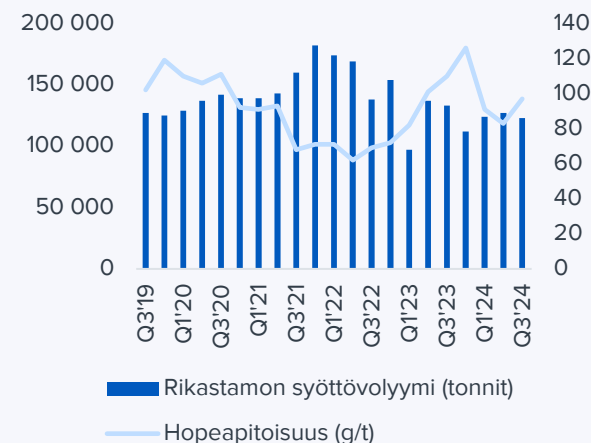
Loput kaivoksen operatiivisista kustannuksista ovat hallinto- ympäristö- ja yleiskustannuksia (muut kulut ja henkilöstökulut). Näiden kuluja osuus on pieni verrattuna louhinta- ja rikastuskuluihin, mutta suhteellisesti ne ovat pienelle yhtiölle skaalaetujen puutteen takia melko korkeita. Lisäksi kulutasoa

nostaa hieman vuoden 2024 alusta voimaan astunut kaivosmineraalivero (kirjataan muihin kuluihin). Veron vaikutus on kuitenkin käsityksemme mukaan melko vähäinen (alle 0,5 MEUR / vuosi) ja vero maksetaan seuraavan kalenterivuoden alkupuolella.

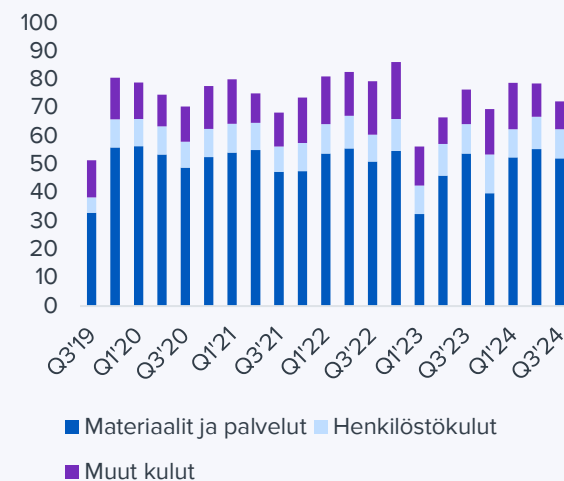
Konsernilla on myös kannettavana emoyhtiön yleiskulussa, joka koostuu pitkälti erilaisista hallinnollisista kuluista (mm. johdon palkat, IT-kulut, pörssilistaukseen liittyvät kulut). Nykyiseen kaksoislistaukseen liittyviä kuluja voisi laskea hieman yhtiön aikaisemmin tavoittelema listauksen keskittäminen yhteen paikkaan (todennäköisesti Suomeen). Emoyhtiön kulumassa on arviomme mukaan karkeasti noin 15-25 MSEK/v eli ~3-6 % liikevaihdosta. Näiden varsin kiinteiden kuluerien suhteen ennustettavuus on hyvä, joten merkittävien yllätyksien mahdollisuus on arviomme mukaan vähäinen.

Kokonaisuutena kulurakenne on mielestämme tyypillinen pienelle kaivosyhtiölle ja sitä värittää toimialan luonteen ja yhtiön skaalan takia kiinteiden kuluja melko suuri osuus kokonaiskuluista. Arviomme mukaan lyhyellä tähtäimellä kiinteitä kuluja yhtiön kokonaiskuluista on noin 35-40 %, kun taas loput 60-65 % ovat muuttuvia. Näin ollen yhtiön tuloksessa on tuntuva vipu liikevaihtotason muutoksille, joita muun muassa metallien hinnat voivat aiheuttaa. Lisäksi tämä antaa yhtiölle tiettyä joustovaraa lyhyellä aikavälillä esimerkiksi tuotannollisen tilanteen vaatiessa (esim. rikastamon jaksottainen ajaminen poikkeuksellisen korkean sähkön hinnan vuoksi).

## Rikastamon syöttövolyyymi ja hopeapitoisuus



## Kulurakenne (MSEK)



# Louhintapotentiaali ja kulurakenne 5/5

Normaalioloissa erittäin lyhyellä tähtämellä tilanne voi kuitenkin poiketa kulurakenteen osalta rajustikin tästä riippuen tehdyn valmistelevan työn (sis. mm. suoraan kuluksi kirjattava tunnelin rakennus ja peränajo) määrästä. Valmistelevan työn määrän ja siten kulurakenteen vaihtelu voivat aiheuttaa kvartaalitason yllätyksiä suhteellisen kannattavuuden osalta eikä kulurakenteessa periaatteessa oleva tulosvipu toimi siten välttämättä aina täysin symmetrisesti. Samasta syystä Sotkamo Silverin tulos ja kassavirta eivät välttämättä kerro kvartaalitasolla aina samaa tarinaa ja mielestämme sijoittajien kannattaa seurata molempia lukuja hieman pidemmällä perspektiivillä.

Lähtökohtaisesti arvioimme Sotkamo Silverin pyrkivän tekemään valmistelevaa työtä tasaisesti, sillä lyhyen ajan kannattavuuden optimointi tätä kautta voisi aiheuttaa melko nopeastikin haasteita louhintasuunnitelman pitkän ajan kustannustehokkaalle toteuttamiselle.

## Tuotantokustannukset jääneet korkealle tasolle

Yhtiön kustannustaso on jäänyt toistaiseksi varsin kauas vuoden 2017 Teknisessä raportissa kaavauiluista tasoista (cash cost 7,1 USD/hopeaunssi, AISC 8,8 USD/hopeaunssi ensimmäiselle kuudelle vuodelle). Mielestämme tätä kehitystä korostaa myös esimerkiksi liiketoiminnan kassavirran kehitys. Viime vuosien kohonneen inflaation myötä emme myöskään pidä perusteltuna oletuksena, että yhtiöllä olisi mahdollisuuksia yltää aiemmin arvioiduille tasoille.

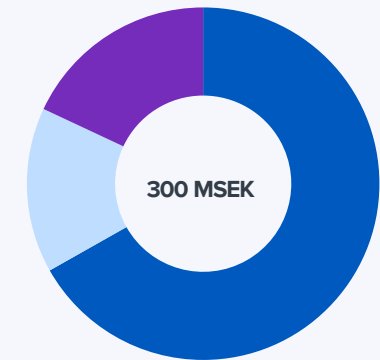
Arviomme kuitenkin kulutehokkuudessa olevan vielä parantamisen varaa mm. tulevien kairausten kautta saatavilla tiedoilla, joilla louhintasuunnitelmaa voidaan optimoida ja vastaavasti kustannustehokkuutta parantaa.

Kokonaisuutena yhtiön varsin vakaille korkeille tasoille jäänyt kustannuspositio on mielestämme ollut korkeintaan tyydyttävä, mihin toisaalta osaltaan on voinut vaikuttaa mm. malmin laadun vaihtelu ja tämän vaikutukset rikastamon kustannustehokkuuteen. Kulutaso on pysynyt kuitenkin jokseenkin vakaana (ts. töitä tehty melko vakaasti), minkä myötä liikevaihtotason muutokset ovat heiluttaneet yhtiön tulostasoa.

Nykyisen erittäin vahvan metallimarkkinan ja vahvana säilyneen dollarin myötä kustannuspositio ei tulisi kuitenkaan aiheuttaa yhtiölle ainakaan lyhyellä aikavälillä ongelmia. Vastavuoroisesti näemmekin nykyisen markkinatilanteen yhtiölle erinomaisena tilanteena vahvistaa taloudellista asemaansa (ml. investointien rahoittaminen ainakin osin tulorahoituksen kautta).

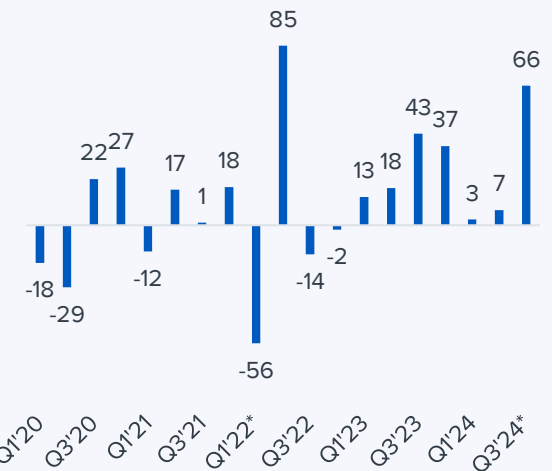
Sen sijaan kroonista riskitasoa vakaille korkeahkoille tasoille jämähtänyt kulutaso on kuitenkin nostanut, sillä käytännössä yhtiö tarvitsee tämän myötä korkeampia metallien hintoja tai dollaria positiivisen kassavirran saavuttamiseen. Samalla on kuitenkin hyvä huomata kulurakenteen osalta, että kaivoksen koko elinkaareen peilattuna kulukertymä syntyy arviomme mukaan jossain määrin etupainoisesti.

## Kulurakenne Q3'24 LTM



- Materiaalit ja palvelut
- Henkilöstökulut
- Muut kulut

## Liiketoiminnan rahavirta (MSEK)



\*Q1-Q2'22:n taitteessa tehty rahoitusjärjestely sekoitti kassavirtalaskelman luettavuutta. Q3'24:n operatiivista rahavirtaa tuki ympäristövakuuden vapautuminen (3,5 MEUR) 15



# Suomussalmen malminetsintähanke

## Suomussalmella on monimetalliesiintymä

Sotkamo Silver hankki lokakuussa 2020 Bolidenilta Suomussalmella sijaitsevien Hietaharjun ja Peura-ahon kaivospiirien sekä Hietaharju North -malminetsintäalueen kaivos- ja malminetsintäoikeudet. Esiintymien hankkiminen oli osa yhtiön strategiaa keskittyä Kainuun alueen mineraalivarantojen kehittämiseen ja vahvistaa Sotkamo Silverin asemaa ja raaka-ainepohjaa.

Esiintymistä on tehty aikaisemman omistajan Altona Miningin toimesta JORC-koodin mukaiset mineraalivarantoarviot. Yhteensä esiintymissä on nykyarvioiden mukaan noin 1,6 miljoonaa tonnia mineraalipitoista kiveä, joka sisältää sekä nikkeliä, kuparia, kobolttia, platinaa ja palladiumia. Mineraalivarantoarviot perustuvat alueelle kairattujen timanttikairausreikien (yhteensä noin 21 km) tuloksiin. Laboratoriomittakaavaisten rikastuskokeiden perusteella esiintymistä voidaan valmistaa kaupapakelpoiset rikasteet.

Suomussalmen mineraalivarantojen metallisisällön arvo maassa nykyisillä spot-hinnoilla noin 303 MUSD. Suurin osa arvosta (58 %) kohdistuu nikkeliille, kun taas kuparin osuus on toiseksi suurin (~16 %) ja palladiumin kolmanneksi suurin (14 %). Muut kaksi metallia ovat nykyhinnoilla karkeasti tasapainoilla. Metallien hintataso näyttelee arviomme mukaan tärkeää roolia koko hankkeen taloudellisen potentiaalin kannalta.

## Esiintymä on pieni ja suunnitelmat vielä epäselviä

Metallien hintojen merkitystä korostaa myös, että nykyisillä mineraalivarannoilla (noin 3 vuoden tuotantopotentiaali) rikastamon rakentaminen tai siirtäminen Suomussalmelle ei ole kannattavaa.

Arvioimme aiemmin yhtiön suunnitelmana olleen louhitun malmin esirikastamisen Suomussalmella ja esirikastetun malmin kuljettamisen Hopeakaivokselle varsinaista rikastusta varten. Emme kuitenkaan näe tätä todennäköisenä seuraavien vuosien aikana yhtiön vetäytyttyä ainakin toistaiseksi ajatuksista esirikastuksen aloittamisesta Hopeakaivoksella. Lisäksi yhtiö on kommentoinut lähitulevaisuudessa keskittyvänsä nykyisen kaivoksen välittömässä läheisyydessä sijaitsevien kohteiden kehittämiseen. Tämän myötä arvioimme suunnitelmien Suomussalmen esiintymän osalta olevan melko varhaisessa vaiheessa ja tätä kautta niihin epävarmuutta.

Alueella on myös kairattu edellisten omistajien toimesta, mikä mielestämme korostaa sitä, että Suomussalmen esiintymien kehitys painottunee korkeintaan kairaamista vähemmän taloudellisia resursseja vaativan suunnittelu- ja luvitustyöhön. Kokonaisuutta peilaten arvioimme alueen selkeämmän edistämisen olevan vielä useamman vuoden päässä ja mahdollisen tuotannon aloittamisen tämän myötä mahdollista aikaisintaan vuosikymmenen loppupuolella.

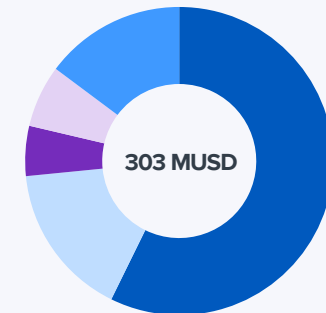
## Muiden projektien arvostus

Kuten todettua Suomussalmen projekti ja Sotkamo/Kuhmon malminetsintä ovat varhaisessa kehitysvaiheessa ja tästä syystä niiden taloudellisen arvon määrittäminen on hyvin vaikeaa. Mielestämme pelkällä malminetsintäpotentiaalilla on kuitenkin pieni arvo, mutta kokonaisuutena muiden projektien arvo on alhainen suhteessa Hopeakaivokseen. Näin ollen muilla projekteilla on vain hyvin rajallinen vaikutus sijoittajien perspektiivistä toistaiseksi.

## Suomussalmen mineraalivarannot (12/2023)

Luokka	Tonni- määrä (Mt)	Ni (%)	Cu (%)	Co (%)	Pt (g/t)	Pd (g/t)
Osoitettu	0,40	0,63	0,29	0,04	0,28	0,62
Mahdollinen	0,09	0,48	0,23	0,04	0,21	0,42
<b>Yhteensä Peura-Aho</b>	<b>0,49</b>	<b>0,60</b>	<b>0,27</b>	<b>0,03</b>	<b>0,27</b>	<b>0,58</b>
Osoitettu	0,85	0,85	0,44	0,06	0,53	1,25
Mahdollinen	0,24	0,59	0,27	0,04	0,34	0,89
<b>Yhteensä Hietaharju</b>	<b>1,09</b>	<b>0,80</b>	<b>0,40</b>	<b>0,05</b>	<b>0,49</b>	<b>1,17</b>

## In-situ arvon jakaantuminen (1/2025)



■ Nikkeli ■ Kupari ■ Koboltti ■ Platina ■ Palladium



# Taloudellinen tilanne 1/2

## Varat koostuvat pääosin kiinteästä omaisuudesta

Sotkamo Silverin taseen varat olivat lähes kokonaan pitkäaikaisia Q3'24:n lopussa. Taseen omaisuuseristä valtaosa (n. 78 %) muodostuu kiinteästä omaisuudesta (sis. leasing-omaisuus, rikastamo ja maa-alueet). Tämän lisäksi taseen vastaavaa-puoli muodostui lähinnä saamista, kassavaroista sekä pienemmissä määrin vaihto-omaisuudesta. Kassassa yhtiöllä oli Q3'24:n lopussa 76 MSEK, mikä on hyvällä tasolla operatiivisen pyörittämiseen huomioiden myös kevään 4,0 MEUR:n seniorilainan lyhennys (kts. tarkemmin seuraava sivu).

## Vastattavat koostuvat valtaosin omasta pääomasta ja korollisista veloista

Omaa pääoma yhtiöllä oli Q3'24:n lopussa 288 MSEK. Vastaavasti korollista pitkäaikaista velkaa (sis. leasingvastuut) sillä oli 191 MSEK ja lyhytaikaista korollista velkaa 63 MSEK. Tätä kokonaisuutta peilaten korollista nettovelkaa yhtiöllä oli kvartaalin lopussa 177 MSEK.

Korottomia velkoja ja varauksia (jälkihoitovelvoite) yhtiöllä oli puolestaan yhteensä 133 MSEK. Näistä suurimman osan muodostivat lyhytaikaiset ostovelat ja muut velat (92 MSEK).

## Nykyiset rahoituspaketit

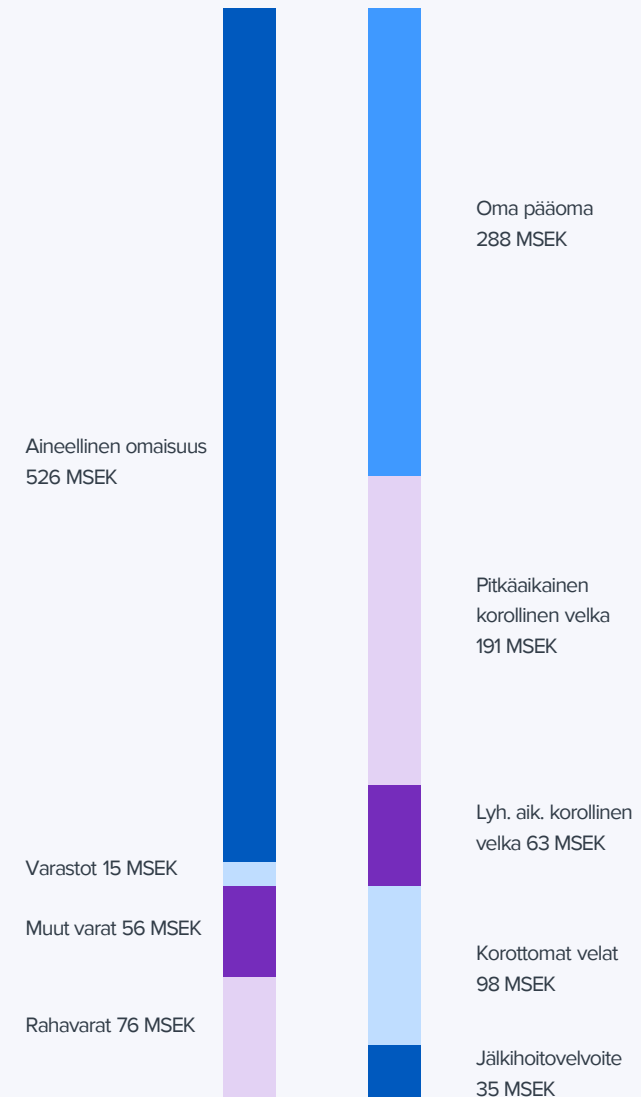
Tällä hetkellä Sotkamo Silverin velkarahoitus muodostuu kahdesta komponentista. Suurempi niistä on 12,1 MEUR:n (alun perin 14,6 MEUR) tai nykykurssilla noin 141 MSEK:n seniorilainasopimus, jonka vuotuinen korko on 6,5 % + 12 kuukauden Euribor (väh. 0 %). Lainan marginaali on sidoksissa tiettyihin kestävyyskriteereihin (ml. vuotuiset

tavoitteet veden typpipitoisuuden vähentämiseksi, uusiutuvan sähköenergian käytön suhteellisen osuuden kasvattamiseksi ja kierrättämisen edistäminen), joiden mittareita ei ole tarkemmin avattu. Lainaa lyhennetään vuosittain ja se erääntyy 3/2026.

Toisena eränä yhtiöllä on 6,3 MEUR:n vvk-laina (alun perin 6,4 MEUR, johon tehty ~0,1 MEUR:n konversio), joka kerryttää vuotuista 8 %:n korkoa. Tämä laina erääntyy maksettavaksi 9/2026, jos lainan haltijat eivät käytä oikeuttaan konvertoida lainapääoma osakkeiksi. Vaihtokurssi on 0,1538 euroa per osake (ennen osakeantia 0,175 euroa), mikä on selvästi nykyisen pörssikurssin yläpuolella. Siten emme näe lainan konversiota ainakaan lyhyellä aikavälillä todennäköisenä. On myös hyvä huomata, että kyseinen laina koostuu kahdesta komponentista: muunto-optio-osasta, joka kirjataan käypään arvoon Black-Scholes-mallilla (alun perin 34 MSEK) sekä velkakomponentista (alun perin 32 MSEK), joka kirjataan jaksotettuun hankintamenuon efektiivisen koron menetelmää käyttäen. Osakekurssin laskusta johtuen muunto-optio-osan arvo oli Q3'24:n lopussa 6 MSEK ja velkakomponentin puolestaan 48 MSEK.

Lisäksi yhtiö oli nostanut vuoden 2023 lopussa Business Finlandilta 5,5 MEUR (nykykurssilla 64 MSEK, mahdollisia vuoden 2024 lyhennyksiä ei ole avattu) tuotekehityslainaa, mutta tämä laina on korvamerkitty eräästä tuotekehitysohjelmasta syntyvien kulujen vastineeksi eikä se ole siten vapaassa käytössä. Lainan korko on peruskorko vähennettynä 3 %-yksiköllä, mutta vähintään 1 %. Käsitksemme mukaan lainaa lyhennetään vuosittain ja sen maturiteetti on pitkä.

## Taserakenne Q3'24:n lopussa



# Taloudellinen tilanne 2/2

Arviomme mukaan korollinen velka (ilman leasing-velkoja) vastasi kohtuullisen hyvin komponenttien nimellisarvojen summia tietyllä valuuttavetoisella heilunnalla oikaistuna Q3'24:n lopussa. Vastaavasti arvioimme mukaan yhtiön kokonaisrahoituskulujen rasituksen vastaavan pitkälti korkokuluja sekä vvk-lainan käyvän arvon muutoksia, sillä yhtiö käyttää vain vähäisissä määrin suojauksia (sähkö).

## Rahoituksen uudelleenjärjestelyyn on valmistauduttava hiljalleen

Yhtiön nykyisen seniorilainan lyhennykset tapahtuvat vuosittain maaliskuun lopussa. Sotkamo Silverillä on jäljellä vielä kaksi lyhennyserää, jotka ovat suuruudeltaan 4,0 MEUR (2025) ja loppuerä 8,1 MEUR (2026). Lyhennysten yhteydessä yhtiö maksaa myös vuoden aikana kertyneet korot. Lyhennyksiä ja korkojen maksua peilaten yhtiön täytyykin siirtää operatiivisesta toiminnastaan kassavirtaa sivuun lyhennyksiä varten.

Vastaavasti lainan lyhenevää maturiteettia peilaten arvioimme yhtiön jo hiljalleen valmistautuvan rahoituksen uudelleenjärjestelyyn seniorilainan viimeisen lyhennyserän kokoluokkaa ja toisaalta Hopeakaivoksen elinkaaren sekä lähialueiden mahdollisia investointitarpeita peilaten. Lähtökohtaisesti arvioimme yhtiön tähtäävän siihen, että sillä olisi ainakin osittain uudelleenjärjestelty rahoituspaketti valmiina vuoden 2025 lopussa huomioiden, että sen vvk-laina erääntyy vasta syksyllä 2026.

## Taseasema hyvällä tasolla

Seniorilainan kovenanttiehtoina ovat 1) vähintään 25 %:n omavaraisuusaste ja 2) nettovelan ja käyttökatteen suhde enintään 4x ensimmäisenä kahtena vuotena ja tämän jälkeen enintään 3,5x. Sotkamo Silverin omavaraisuusaste oli Q3'24:n lopussa hyvällä tasolla noin 43 %:ssa kun huomioidaan myös 76,4 MSEK:n kassavarat. Vastaavasti nettovelka / käyttökate -suhde sillä oli noin 1,4x, mikä oli myös selvästi mukavuusalueella vahvan markkinan tukeman tulostuksen myötä. Nykyisen markkinatilanteeseen peilaten yhtiön rahoitusasemaan liittyvä riskitaso onkin varsin kohtuullinen.

Sen sijaan rahoituksen uudelleenjärjestelyyn liittyy luonnollisesti aina epävarmuuksia, mutta nykytilanteessa pidämme yhtiön lähtökohtia neuvotteluihin selvästi viime vuosia parempina. Edellisten rahoitusneuvottelujen jälkeen nousseiden korkotasojen myötä emme kuitenkaan oleta yhtiön pystyvän ainakaan olennaisesti painamaan rahoituskulujaan alaspäin ilman korkojen selkeämpää laskua. Tämän taustalla on nähdäksemme liiketoiminnan kroonisesti korkea riskitaso (vrt. yhtiö joutui tekemään merkintäoikeusannin Q1'23:lla) ja edellisten rahoitusneuvottelujen aikaan vallinnut markkinatilanne (mm. nollakorko-aika).



## Sotkamo Silverin velkarahoitus

### Seniorilainasopimus

- Lainapääoma 12,1 MEUR, vuotuinen korko 6,5 % + 12 kk Euribor (väh. 0 %)
- Marginaali sidoksissa tiettyihin kestävyyskriteereihin (ml. vuotuiset tavoitteet veden typpipitoisuuden vähentämiseksi, uusiutuvan sähköenergian käytön suhteellisen osuuden kasvattamiseksi ja kierrättämisen edistäminen), joiden mittareita ei tarkemmin avattu.
- Laina erääntyy 3/2026
- Jäljellä olevat lyhennykset 4,0 MEUR (3/2025) ja loppuerä (3/2026)
- Kovenanttiehdot: 1) vähintään 25 % omavaraisuusaste ja 2) nettovelan ja käyttökatteen suhde enintään 4x ensimmäisenä kahtena vuotena ja tämän jälkeen enintään 3,5x.

### Vaihtovelkakirjalaina

- Lainapääoma 6,3 MEUR, kuponkikorko 8 %/v
- Erääntyy maksettavaksi 9/2026, voidaan konvertoida osakkeiksi kurssilla 0,1538 euroa per osake

### Luottolimiitti

- 1,5 MEUR, korko 1,45 % + 3 kk Euribor (väh. 0 %)

# Markkinat ja kilpailijat 1/5

## Hopeamarkkina on suuri Sotkamo Silverin kokoon nähden

Arviomme mukaan Sotkamo Silverin liikevaihdosta karkeasti noin 60-70 % kertyy hopean myynnistä Hopeakaivoksen tuotannon aikana, minkä myötä se on sille selvästi tärkein metallimarkkina. Vuosina 2022-2023 hopeaa on kulutettu globaalisti noin 1,2-1,3 miljardia unssia, kun taas tätä ennen kysyntä säilyi melko vakaalla tasolla noin miljardissa unssissa. Vastaavasti markkinan rahallinen arvo vaihtelee hopean hinnan mukana melko voimakkaasti, mutta viimeisen vuoden keskimääräisellä 28,4 dollarin unssihinnalla kyseessä olisi noin 35 mrd. dollarin markkina.

Sen sijaan maailman tunnetut primäärihopean malmivarat olivat Silver Surveyn (2024) mukaan noin 3,5 miljardia unssia vuoden 2023 lopussa, jotka laskivat 5 %:lla vuoteen 2022 verrattuna. Nykyisillä kysyntämäärillä malmivarat riittäisivätkin noin 3 vuoden kysynnän täyttämiseen. Vastaavasti primäärihopean mineraalivarannot (ei sisällä malmivaroja) olivat noin 7,6 miljardia unssia, joten nykyiset mineraalivarannot riittäisivät vielä lisäksi noin 6 vuoden kulutusta vastaavaksi ajaksi. Kun vielä huomioidaan muiden metallien sivutuotteena louhittava hopea, kierrätys sekä malminetsintä, ei hopea ole loppumassa maailmasta lähiaikoina. Pitkällä aikavälillä heikompien esiintymien taloudellinen hyödyntäminen voi kuitenkin vaatia hopean hinnan nousua.

Kokonaisuutena hopeamarkkina onkin yhtiön kokoluokkaan suhteutettuna valtavan suuri, joskin tärkeimpään jalometallimarkkinaan eli kultamarkkinaan suhteutettuna häviävän pieni.

Selkeänä erona näillä jalometalleilla on myös se, että hopeaa käytetään fyysisiin loppukäyttöihin selvästi suurempi osa kuin kullasta. Siten myös spekulatiivisia maailman talouteen, rahapolitiikkaan ja maailmanpolitiikkaan liittyviä elementtejä sisältävän sijoituskysynnän vaikutus hopeamarkkinaan ja -yhtiöihin on pienempi.

## BKT:n kehityksen ajama teollisuussektori on tärkein hopean käyttäjä

Fyysisen hopean loppukysyntä jakautuu sekä teollisuus-, kuluttaja- ja sijoituskysyntään, minkä lisäksi todelliseen hopean kysyntään vaikuttavat lisäksi arvopaperisoitujen hopeainstrumenttien kysyntä ja tuottajien suojaukset.

Ylivoimaisesti tärkein makroajuri fyysisen hopean kysynnälle on globaalin BKT:n kasvu, jonka kanssa fyysisen hopean kysynnän kasvu on historiallisesti korreloinut varsin hyvin. Tämä koskee etenkin teollisuuden ja kuluttajakysynnän osuutta. Sijoituskysynnän ansiosta hopean kysyntä voidaan mieltää myös osin defensiiviseksi, sillä tyypillisesti jalometallien sijoituskysyntä lisääntyy talouteen liittyvän epävarmuuden kasvaessa ja/tai BKT:n kasvun hidastuessa.

Suurin yksittäinen hopeaa käyttävä sektori on teollisuus, joka kattaa tyypillisesti hieman yli puolet hopean kysynnästä. Hopeaa käytetään etenkin elektroniikka- ja aurinkopaneeliteollisuudessa sen fyysisten ominaisuuksien takia (esim. hopea on parhaiten sähköä johtava metalli), joiden kysynnän kasvu on myös pääasiallisesti ajanut viime vuosien hopean kysynnän kasvua.

Mielestämme hopean teollisuussektorin

kysyntänäkymät vaikuttavat positiivisilta myös jatkoa ajatellen huomioiden teollisuustuotantoa (ml. elektroniikka- ja aurinkopaneeliteollisuuden odotettu kasvu) ja sen taustalla olevaa maailmantalouden kasvua tukevat pitkän aikavälin ajurit. Hopea on kuitenkin teollisuustuotannossa kallis komponentti, minkä myötä sen osuutta pyritään minimoimaan. Tämä luo taas jossain määrin epävarmuutta kasvun kulmakertoimen ylle. Teollisuuskysynnän kasvu heijastellee myös jatkossa globaalin BKT:n kasvua ja painottunee globaalin talouden ajurien myötä selvästi kehittyville markkinoille. Teollisuuskysynnän kannalta tärkeimmät maat ovat toistaiseksi melko selvällä marginaalilla USA, Kiina ja Japani.

## Hopeakorujen ja -astioiden kysyntä on asteen defensiivisempää

Hopeakorujen ja -astioiden kysyntä vastaa noin 20-25 % hopean vuotuisesta kysynnästä. Tässä suhteessa merkittäviä ajureita ovat kotitalouksien käytettävissä olevat tulot, joita ajaa niin ikään pitkällä aikavälillä BKT:n kasvu. Myös koru- ja astiakysynnän kasvu painottuu jatkossa kehittyville markkinoille (tällä hetkellä etenkin Intia), sillä näillä markkinoilla ollaan vasta saavuttamassa BKT:n absoluuttinen taso, jolla ihmiset alkavat ostamaan hopeakoruja ja/tai -astioita. Toisaalta mahdollisella hopean hinnan selkeämmällä nousulla olisi todennäköisesti ainakin lyhyellä aikavälillä negatiivinen vaikutus kuluttajakysyntään ostovoiman vahvistumisen viiveestä johtuen. Kokonaisuutena arvioimme kuluttajakysynnän olevan kuitenkin asteen teollisuuskysyntää defensiivisempää.

# Markkinat ja kilpailijat 2/5

## Sijoituskysyntä on vastasyklistä

Nettosijoitukset hopearahoihin, -tankoihin ja -harkkoihin kattavat 20-30 % fyysisestä kysynnästä. Historiallisesti sijoituskysyntä on ollut etenkin turvasatamakysyntää, joka tyypillisesti kasvaa maailmantalouteen liittyvän epävarmuuden ja/tai heikon kasvun myötä.

Sijoituskysynnän voimakkuus on jossain määrin spekulatiivinen elementti, sillä kysynnän taustalla on konkreettisen käyttötarpeen tai -halun sijaan lähinnä ajatus hopeasta arvon säilyttäjänä. Siten sijoituskysyntä antaa hopean kysynnälle defensiivistä luonnetta (vrt. kullan kysyntä). Usein erityisesti keskuspankkien elvytystoimet (rahamäärän lisääminen) nostavat hopean sijoituskysyntää, kun taas rahapolitiikan kiristämisen vaikutus on päinvastainen.

Fyysiseen hopean kysyntään vaikuttaa mainittujen sektorien lisäksi suojaoperaatiot, joissa hopean

ostajat voivat pyrkiä esimerkiksi ostamaan etukäteen hopeaa kiinteään hintaan. Viime vuosina suojausten vaikutus on kuitenkin ollut vähäinen, sillä vuosina 2015-2023 suojaukset kattoivat keskimäärin alle prosentin kysynnästä. Suhteessa hopean kysynnän kasvuun suojausten osuus voi kuitenkin olla merkittävä, joten niiden mahdollisia vaikutuksia hintaan ei sovi aliarvioida.

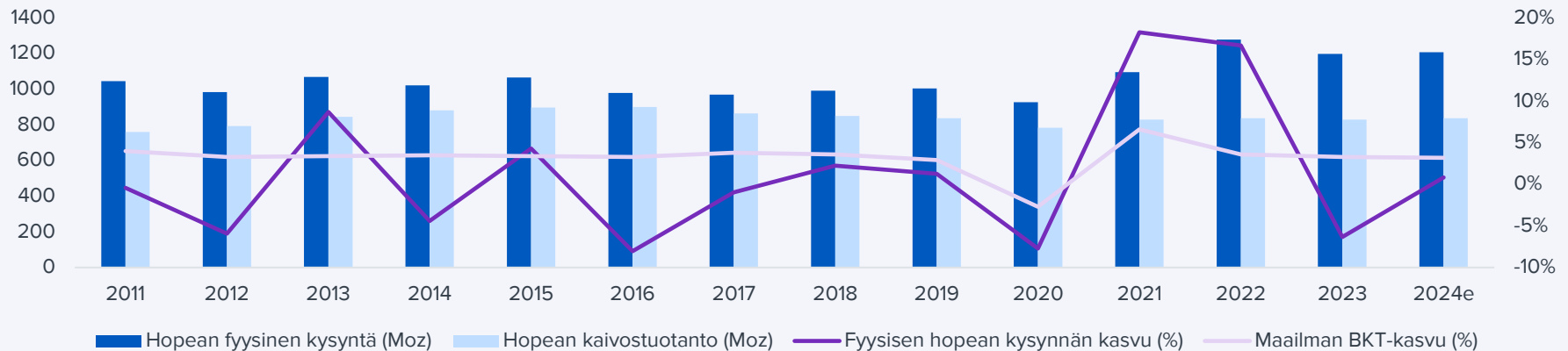
Varsinaisen fyysisen hopean kysynnän lisäksi hopeamarkkinoiden kysyntäpuoleen vaikuttaa arvopaperihopean eli käytännössä ETF-rahastojen netto-ostot. ETF-rahastojen taustalla on tyypillisesti fyysistä hopeaa noin 10-15 % rahaston arvosta ja käytännössä varastotarpeen koko riippuu siis jossain määrin rahastojen koosta eli käytännössä siitä ostavatko vai myyvätkö sijoittajat rahasto-osuuksia. Siten ETF-kysyntä riippuu olennaisesti yleisestä sijoitusilmapiiristä ja sen trendeistä. Vuonna 2023 ETF-varastoissa nähtiin toista vuotta peräkkäin laskua aikaisempien

vuosin kasvun jälkeen. Tätä peilaten vuoden 2023 lopussa varastoissa oli 964 miljoonaa unssia (vrt. 2021 ennätys: 1132 Moz). Siten ETF-rahastojen vaikutus hopean kysyntään ja tätä kautta hintaan voi olla hyvinkin huomattava.

## Kaivokset kattavat valtaosan tarjonnasta

Maailman vuotuisesta hopean tarjonnasta valtaosa eli reilu 80 % tulee kaivoksista. Loput vajaat 20 % hopean tarjonnasta tulee pääosin kierrätyksestä, sillä hopea on verrattain helppo ottaa talteen sekä vanhoista teollisuustuotteista ja varsinkin koruista ja astioista. Huomioitavaa kuitenkin on, että hopean hintataso ja muutamat muut tekijät vaikuttavat kierrätysasteeseen huomattavasti, mikä on historiallisesti heijastunut kierrätyshopean tarjontamääriin. Viime vuosina tarjonta on kuitenkin jälleen vakiintunut melko stabiileille tasoille. Pitkällä aikavälillä odotamme kuitenkin kierrätyksen tarjonnan kääntyvän nousukäyrälle kiertotaloutta tukevien ajurien takia.

## Hopean kysynnän, kaivostuotannon ja maailman BKT:n kehitys 2011-2024e



# Markkinat ja kilpailijat 3/5

Lisäksi suojausoperaatiot voivat luoda hopea-markkinoille myös tarjontaa, kun tuottajat ovat valmiita myymään tulevien vuosien tuotantoaan etukäteen tulevien vuosien hintatasojen luitsemiseksi. Tämän vaikutus markkinaan on kuitenkin ollut viime vuosina vähäinen. Vastaava tarjontaa luova vaikutus voisi periaatteessa olla myös valtioiden nettomyynneillä, mutta käytännössä valtioiden varannot eivät arviomme mukaan mahdollista merkittävää markkinatasapainoon vaikuttamista.

## Markkina on ollut viime vuosina alijäämäinen

Vuosien 2011-2020 ajan hopeamarkkina oli varsin hyvin tasapainossa, sillä esimerkiksi World Silver Surveyn lukujen mukaan kuutena vuonna markkina oli lievästi ylijäämäinen ja neljänä lievästi alijäämäinen. Sen sijaan vuosien 2021-2023 ajan hopeamarkkina oli alijäämäinen kasvaneen teollisuuskysynnän ja toisaalta käytännössä ennallaan säilyneen kaivostuotannon myötä.

Vastaavasti World Silver Surveyn (2024) ja Silver Institutun viimeisimpien arvioiden (11/2024) mukaan markkinan odotetaan jatkavan alijäämäisenä vuonna 2024 etenkin teollisuuskysynnän vetämänä. Viime vuosien kehitys on myös luonnollisesti positiivista hopean hintakehitykselle.

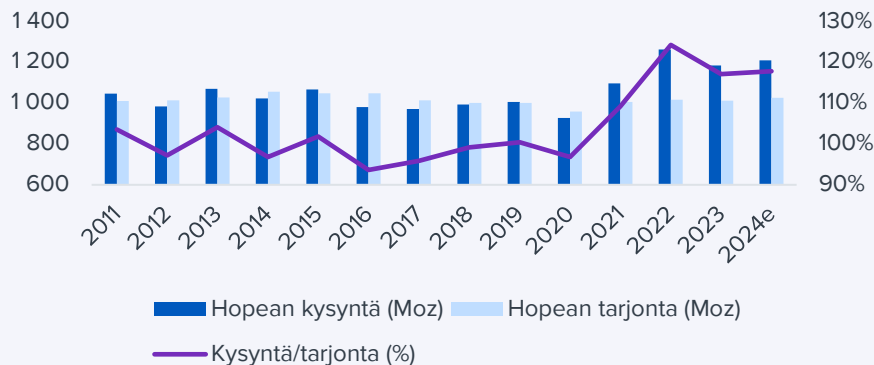
Vastaavasti keskipitkällä aikavälillä arvioimme kehityksen olevan riippuvaista talouskehityksestä. Nykyiseen näkymän ja vuoden 2024 ennusteen myötä kysynnän voi mielestämme kuitenkin odottaa pysyvän suhteellisen vakaalla tasolla suhteessa viime vuosiin. Siten korkeintaan rauhallinen kaivostuotannon kasvu pitäisi hopeamarkkinan tasapainon jokseenkin alijäämäisenä. Puolestaan pitkän aikavälin suuntaviivoja viime vuosien kehityksen perusteella on kuitenkin mielestämme vielä vaikea vetää esimerkiksi teollisuuden teknologiakehityksen myötä. Aiemmin todetusti myöskään merkittävää

pulaa hopeasta ei vaikuta olevan tulossa niin kuin jossain vaiheessa pelättiin, vaikka isoja hopeaeesiintymiä ei viime vuosina olekaan löydetty ja/tai viety tuotantoon. Mielestämme markkinatasapainon terve näkymä on Sotkamo Silverin kannalta joka tapauksessa suhteellisen suotuista asia.

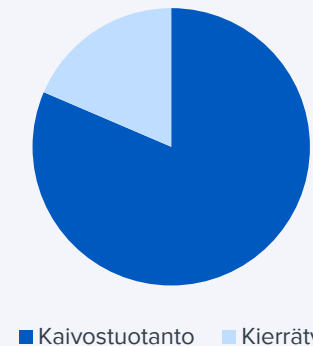
## Hopean hinta ollut kovassa nosteessa

Markkinan verrattain hyvästä tasapainosta huolimatta hopean hinta oli pitkään laskukäyrällä vuoden 2011 keväällä haetun huipun jälkeen (~46,5 USD/oz). Vastaavasti 2010-luvun pohjan hopean hinta haki joulukuussa 2015 (vajaa 14 USD/oz). Vastaavasti tämän jälkeen hinta jäi sahaamaan 15-20 USD/unssi tasoille 2010-luvun loppuun asti.

### Hopeamarkkinan kysynnän ja tarjonnan kehitys 2011-2024e



### Hopean tarjonnan jakautuminen 2023



# Markkinat ja kilpailijat 4/5

Koronapandemian iskettyä lähti hopean hinta myös jyrkkään laskuun ja otti pohjakosketuksen hieman alle 12 USD/unssi. Sen sijaan hinta nousi alle vuodessa lähelle 30 USD/unssi voimakkaasti elvyttäneen rahapolitiikan tukemana ja pysyikin suhteellisen korkeilla tasoilla vuoden 2022 kevääseen asti. Tällöin voimakkaasti kiihtyneen inflaation ja korkotasojen ja -odotusten nousun myötä hopean hinta laski loppukesästä alimmillaan noin 18 USD/unssilta. Tämän jälkeen hinta jäi sahaamaan vuoden 2024 alkuun asti noin 19-24 USD/unssi tasolle. Vastaavasti vuoden 2024 aikana hopean hinnassa nähtiin varsin reipasta nousua inflaatio- ja korkotasojen laskun tukemana ja hopean hinta kävi syksyn aikana jo kolkuttelemassa 35 USD/unssi tasoa.

Pidemmällä vuosikymmenien perspektiivillä hopean hinta on kuitenkin ottanut selvän tasokorjauksen ylöspäin, sillä lukuun ottamatta 1980-luvun alkupuolen piikkiä hopean hinta liikkuu pääosin tasolla 5-7 USD/unssi aina vuoteen 2004 asti. Kehitystä kuluvalle vuosituuhannella tuki aluksi etenkin maailmantalouden vahva veto vuoteen 2008 asti ja myöhemmin Kiinan teollisuuden voimakas kasvu. Osansa on myös ETF-tuotteiden luoman sijoituskysynnän pysyvällä voimistumisella. Lisäksi finanssikriisin jälkeen keskuspankkien (etenkin USA) elvyttävä rahapolitiikka on vahvistanut nousua, kun markkinoilla on luultavasti epäilty historiallisen löysän ja pitkäaikaisesti löysänä pysyneen rahapolitiikan vaikutuksia valuuttojen arvoihin.

Historiallisesti hyvin volatiilin hopean hinnan ennustaminen on varsinkin lyhyellä tähtämellä erittäin vaikeaa ja myös pitkällä tähtämellä hintatasoon vaikuttaa useita ulkoisia ajureita.

Sotkamo Silverin ennusteissamme nojaammekin tätä peilaten Bloombergin konsensusennusteisiin jalometallien osalta. Mielestämme sijoittajien on kuitenkin tärkeää ymmärtää silti hopean ajurien todennäköinen kehityssuunta ja olemme käyneet näitä tarkemmin läpi seuraavalla sivulla.

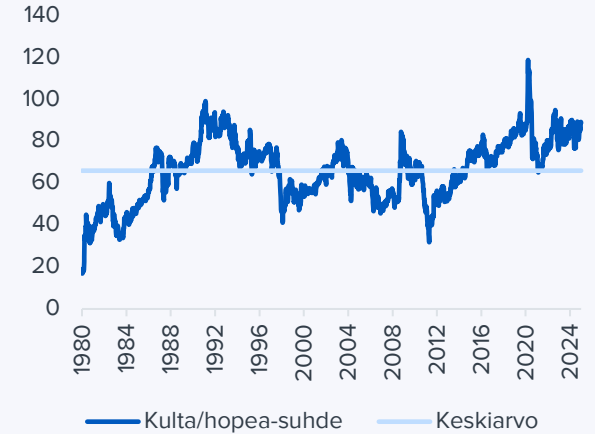
## Kaivoshopean tuotanto on hajautunut

Globaaleille pääomavaltaisille toimialoille tyypillisesti hopeakaivossektori on kokonaisuutena erittäin hajautunut toimiala. Maailman viiden suurimman tuotannolla mitatun hopeayhtiön (Fresnillo, KGHM, Hindustan Zinc, Pan American Silver ja Glencore) vuosituotanto on ollut viime vuosina 18-53 miljoonaa unssia per yhtiö. Tätä peilaten viidellä suurimmalla yhtiöllä on ollut yhteensä reilun 15 %:n markkinaosuus koko hopeamarkkinasta ja noin 20 %:n osuus kaivoshopean tuotannosta. Maantieteellisesti tuotanto on kuitenkin keskittynyt varsin suppealle alueelle, sillä 10 suurinta tuottajamaata tuottaa karkeasti vajaat 85 % maailman kaivoshopeasta. Vuonna 2023 merkittävimpiä hopean tuottajia olivat Meksiko, Kiina, Peru, Chile ja Bolivia. Sotkamo Silver on luonnollisesti marginaalinen peluri suhteutettuna hopeamarkkinan kokoluokkaan tai alan suuriin toimijoihin.

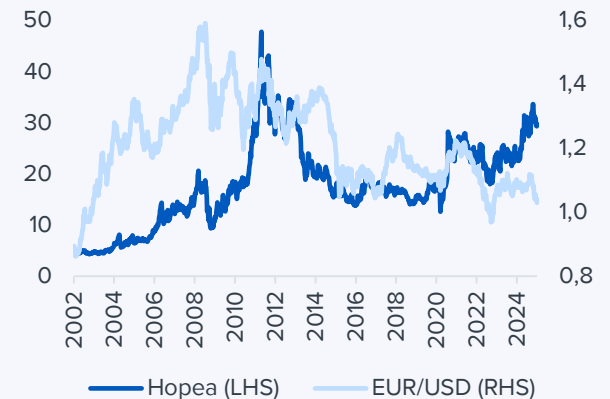
## Sotkamo Silverin kilpailijoita ovat primäärihopeakaivokset

Markkinan globaalien luonteen takia Sotkamo Silverin relevantteja kilpailijoita ovat kaikki maailman hopeakaivokset. Tarkastelu täytyy viedä mielestämme yhtiötason alapuolelle kaivostasolle, sillä Sotkamo Silverin suhteellisen kilpailukyvyyn markkinoilla määrittää etenkin tuotantokustannus suhteessa muihin kaivoksiin.

## Historiallinen kulta/hopea-suhde



## Hopean hinnan (USD/oz) ja EUR/USD-valuuttakurssin kehitys



# Hopean hinta-ajurit ja niiden näkymät

Ajuri	Näkymä	Inderesin kommentti
Kullan hinta		Hopean hinta suhteessa kultaan on selvästi pitkän aikavälin keskiarvon alapuolella ja kullan hintaennusteet ovat suhteellisen stabiilit tälle ja ensi vuodelle
USA:n dollari		Valuuttamarkkinoilla nähty viime aikoina nopeita ja suhteellisen voimakkaita liikkeitä kohonneen epävarmuuden myötä (mm. geopolittiset jännitteet, USA:n presidentinvaalit, alueellinen inflaatio- ja korkokehitys). Puolestaan dollarin viimeaikainen vahvistuminen vaikuttanut osaltaan negatiivisesti hopean hintaan. Lyhyellä aikavälillä liikkeet molempiin suuntiin mahdollisia.
USA:n korkotaso		Myös koroissa nähty verrattain voimakkaita liikkeitä viime aikoina (etenkin markkinakoroissa), minkä myötä lyhyen aikavälin suuntaa vielä etsitään.
Teollinen kysyntä		Globaalin BKT:n kasvu tukee teollista kysyntää. Kasvun odotetaan olevan kuitenkin suhteellisen maltillista lyhyellä aikavälillä.
Koru- ja astiakysyntä		BKT:n kasvu ja kehittyvät markkinat tukevat, mutta ostovoiman palautuminen vie aikaa huomioiden myös kohonnut hopean hinta.
Sijoituskysyntä		Keventynyt ja elvyttävämpään suuntaan siirtynyt rahapolitiikka tukee hopean houkuttelevuutta sijoituskohteena.
Hopean tarjonta		Kasvunäkymä maltillinen primääri- ja sivutuotehopean rajallisten investointien myötä.
Tuotantokustannus		Tuotantokustannuksissa voi olla inflaation nousun takia edelleen lievää lyhyen ajan painetta ylös, mutta pidemmän aikavälin näkymä on suhteellisen vakaa.



# Markkinat ja kilpailijat 5/5

Tuotantokustannusten kannalta keskeisessä roolissa on taas malmivarojen ja mineraalivarantojen määrä ja laatu, sillä merkittävä tuotantokustannuksiin vaikuttaminen prosessiteknisillä ratkaisulla on mielestämme toimialalla melko vaikeaa. Näin ollen parhaan malmin omaavilla yhtiöillä tai kaivoksilla on mielestämme kestävä kilpailuetu suhteessa heikommat esiintymät omaaviin kaivoksiin. Nämä taas painuvat korkeiden tuotantokustannuksiensa takia ensimmäisenä kassavirralltaan negatiiviseksi lopputuotteiden hintojen laskiessa (ts. paine leikata tuotantoa kohdistuu etenkin niihin).

Tämä vielä korostuu Sotkamo Silverin kaltaisten pienten yhtiöiden kohdalla, joiden kassavirta tulee kokonaan yhdestä tai muutamasta lähteestä ja joiden tuotannon ulkopuoliset SGA-kulut ovat suhteellisesti korkeita (ts. skaalahaitta). Sotkamo Silverin suhteellista kilpailukykyä pitää myös peilata mielestämme ensisijaisesti etenkin muihin primäärihopeakaivoksiin, sillä sivutuotteena hopeaa tuottavien kaivosten tuotannon määrä (ts. hopean tarjonta) riippuu pääosin muista tekijöistä kuin hopean hinnasta.

## Yhtiöllä on vaikea nähdä olevan suhteellisia kilpailuetuja keskimääräisiin kaivoksiin nähden

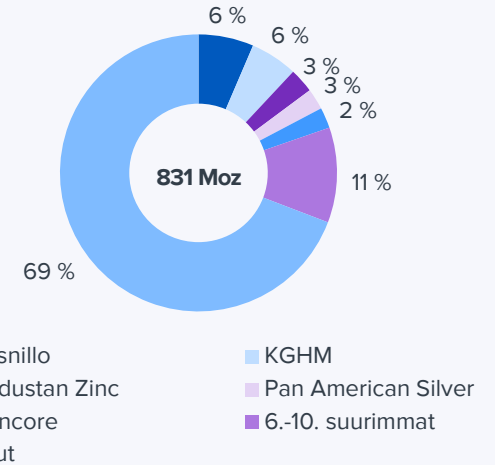
Metals Focusin vuoden 2023 tuotantokustannusarvion mukaan keskimääräinen ylläpitoinvestoinnin huomioiva primäärihopean tuotantokustannus oli 17,18 USD/unssi (AISC all-in sustaining cash cost) sivutuotteet huomioituina. Parhaan neljänneksen tuotantokustannuksen

yläraja oli noin 13-14 USD/unssi (2022: 12-13 USD/oz), kun taas viimeisen neljänneksen tuotantokustannukset olivat 22-40 USD/unssi (2022 17-40 USD/oz).

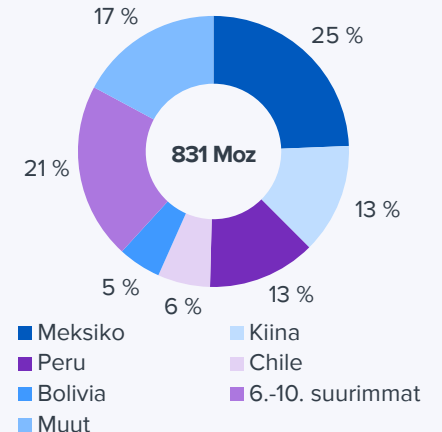
Näin ollen Sotkamo Silver olisi vuoden 2017 toteutettavuusselvityksen mukaisella 8,8 USD/oz - tuotantokustannuksella kuulunut toimialan eliittiin. Arviomme mukaan tämän tason saavuttamiseen yhtiöllä ei ole kuitenkaan realistista reittiä yltää, kun huomioidaan myös viime vuosien inflaatiopaineet, jotka ovat heijastuneet myös kaikkiin alan toimijoihin. Todellisen tason arviointi on myös haastavaa tuotantoa valitettavan usein piinanneiden ongelmien vuoksi. Tuotannon kestävä vakautuminen myötä näkisimme Hopeakaivoksen kustannuskilpailukyvyssä kuitenkin edellytyksiä parantua noin globaalien kustannuskäyrän puoliväliin.

Näemme tuotantokustannusten asteittaisen alaspäin painamisen olevan erittäin tärkeää Sotkamo Silverille, sillä tällöin yhtiö ei olisi ensimmäisenä ajautumassa kassavirtansa kanssa vaikeuksiin, jos matala hopean hinta ajaisi tuottajat pudotuspeliin. Tähänastista historiallista kehitystä peilaten on Sotkamo Silverillä mielestämme vaikea nähdä olevan myöskään suhteellisia kilpailuetuja keskimääräiseen kaivokseen verrattuna.

## Suurimmat hopean tuotantoyhtiöt (2023)

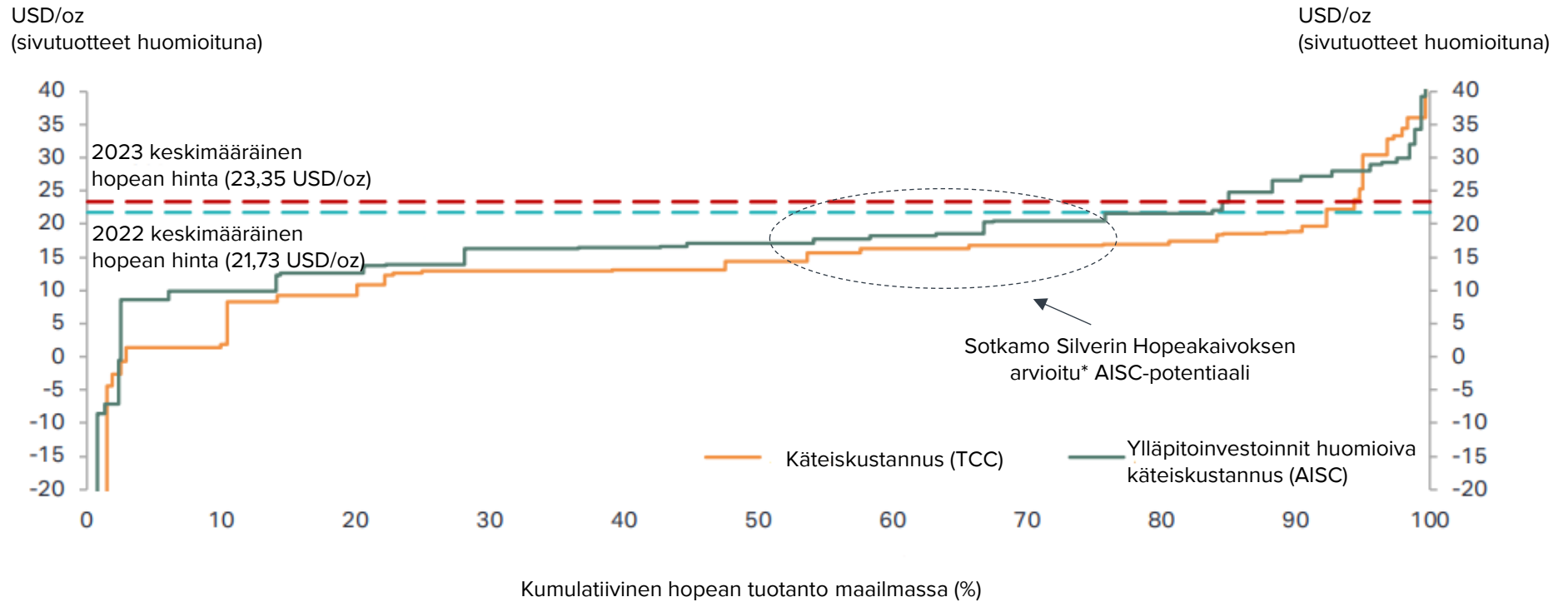


## Suurimmat hopean tuottajamaat (2023)





# Primärihopeakaivosten globaali kustannuskäyrä 2023



# Ennusteet 1/6

## Ennustemalli

Sotkamo Silverin tulos on huomattavan herkkä hopean ja muiden metallien hinnoille sekä valuuttakurssien muutoksille. Siten myös näiden parametrien muutokset vaikuttavat oleellisesti tulosennusteidemme tasoon. Mallimme nojaa metallien hintojen osalta Bloombergin konsensusennusteisiin ennustevuoden ja 2-4 seuraavan vuoden osalta (riippuen ennusteiden lukumäärästä loppupäässä), jotka olemme päivittäneet raportin yhteydessä. Ennusteista olemme hyväksyneet mukaan vain alle 3 kuukautta sitten päivitettyt ennusteet. Tämän jälkeen odotamme yleensä hintojen pysyvän vakiona, mutta nykyisten selvästi historiallisia tasoja korkeampien metallihintojen myötä olemme ottaneet hieman turvamarginaalia ennusteisiimme ja odotamme esimerkiksi hopean hinnan asettuvan vuosikymmenen loppupuolella noin 25 USD/oz, mikä sekin on selvästi pidemmän aikavälin hintatason yläpuolella.

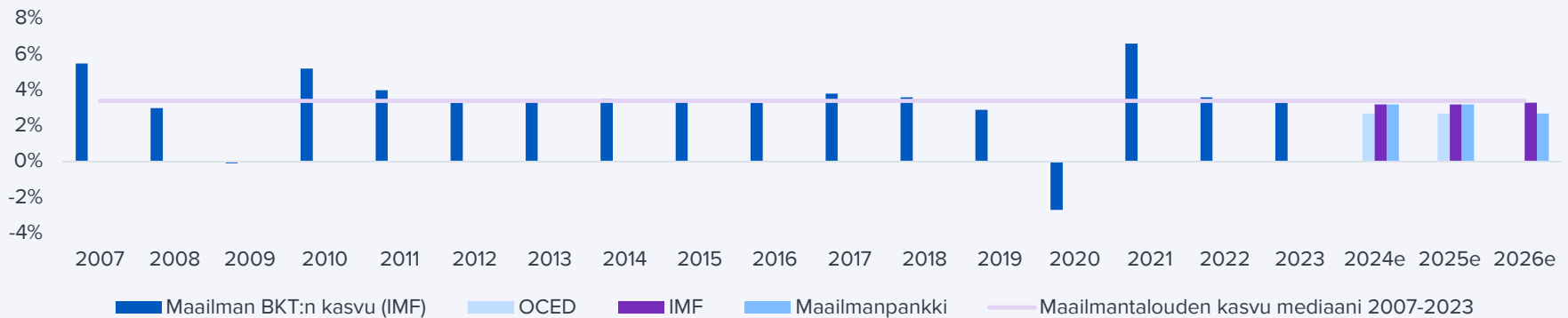
Käytämme myös valuuttakurssien osalta (EUR/USD, EUR/SEK) Bloombergin konsensusennusteita ensimmäiselle ennustevuodelle ja siitä seuraavalle kolmelle vuodelle. Tämän jälkeen odotamme valuuttaparien hiljalleen asettuvan kohti pidemmän aikavälin keskiarvoaan (~EUR/USD 1,15, EUR/SEK ~10-11).

Tuotantovolyymien osalta ennusteemme perustuvat olemassa oleviin malmivaroihin ja osin mineraalivarantoihin (rajoittava tekijä) sekä omiin Hopeakaivoksen elinkaaren toteutumien pohjalta tekemiimme arvioihin louhintasuunnitelman mahdollisesta kehittämisestä. Sen sijaan kuluennusteemme pohjautuvat historiallisiin toteutumiin ja niiden pohjalta tekemiimme omiin arvioihin tulevasta kehityksestä. Lähivuosien investointien osalta nojaamme omiin arvioihimme yhtiön tähän mennessä julkistamien suunnitelmiin pohjautuen. Samalla on hyvä huomata, että varsin todennäköisesti yhtiön investoinnit tulevat

olemaan suuremmat ennustejaksolla Hopeakaivoksen elinkaaren jatkamiseen tähtäävien toimenpiteiden sekä lähialueiden malminetsinnän myötä. Emme ole kuitenkaan vielä sisällyttäneet näitä vastaavaa mahdollista tuotannon elinkaaren jatkumista, minkä myötä emme myöskään ole huomioineet näitä investointeja täysimääräisesti ennusteissamme. Ennustemallimme huomioi myös emoyhtiön kulut, jotka olemme kohdistaneet täysimääräisesti Hopeakaivokselle. Tarkemmat ennusteparametrit on esitetty sivulla [32](#).

Tuotantoennusteemme ovat pitkälti ennallaan edelliseen [päivitykseemme](#) nähden. Tarkistimme myös markkinaparametrien ennusteet, joista metallien hintaennusteet laskivat hieman, kun taas dollarin selkeä vahvistuminen tuki kokonaisuudessaan ennusteitamme (kts. tarkemmat lähivuosien ennustemuutokset s. [31](#)). Sen sijaan pidemmän aikavälin ennusteissa teimme vain pienempää hienosäätöä.

## Maailmantalouden kasvu ja kasvuennusteet



# Ennusteet 2/6

## Makrotalouden ennusteet

Makrotalouden jännitteet ovat edelleen koholla (mm. geopoliittiset riskit, edelleen osin koholla oleva inflaatio, korkotasot, globaali teollisuustaantuma). Useat instituutiot ennustavat maailmantalouden kuitenkin kasvavan vuosina 2024-2026 noin 3 %:n vuosivauhtia, mitkä ovat melko hyvin linjassa viimeisen 17 vuoden mediaanitason kanssa. Riskinä Sotkamo Silverin ja muiden hopeayhtiöiden kannalta makrokuva ovat mielestämme kuitenkin edelleen paikoin koholla oleva inflaatio ja keskuspankkien tämän taklaamiseksi mahdollisesti tulevaisuudessa tekemät toimet (mm. ohjaukorkojen nostot/odotuksia hitaammat laskut). Toisaalta samanaikaisesti etenkin teollisuuden puolella ollaan ajautettu taantumattunelmiin (varsinkin Euroopassa), minkä myötä keskuspankeilla voi olla myös vastavetoa toiseen suuntaan. Toistaiseksi maailmantalouden epävarmuudet ovat olleet pitkittyneesti koholla mm. geopoliittisten riskien takia (ml. USA:ssa vaihtuva hallinto, Ukrainan sota, Lähi-idän tilanne), minkä myötä kehityksen ennakointi on vaikeaa. Hopean teollisen kysynnän osalta kysymysmerkkejä nostaa myös Kiinan talouskehityksen hidastuneet näkymät, mutta kokonaisuutena etenkin jalometallien hinnat ja hintaennusteet ovat varsin korkealla tasolla historiaan peilaten. Siten markkinatilanne yhtiön kannalta on edelleen erittäin hyvällä tasolla.

## Vuoden 2024 ennusteet

Yhtiön syksyllä päivittämän vuoden 2024 tuotanto-ohjeistuksensa mukaan se odotti hopean tuotantonsa olevan 1,2-1,4 miljoonaa unssia (2023:

1,41 Moz). Tämän lisäksi yhtiö odotti käyttökate-%:n olevan vähintään 28 % (2023: 34 %) ja nettovelan suhteessa käyttökatteeseen alle 2,0x vuoden lopussa.

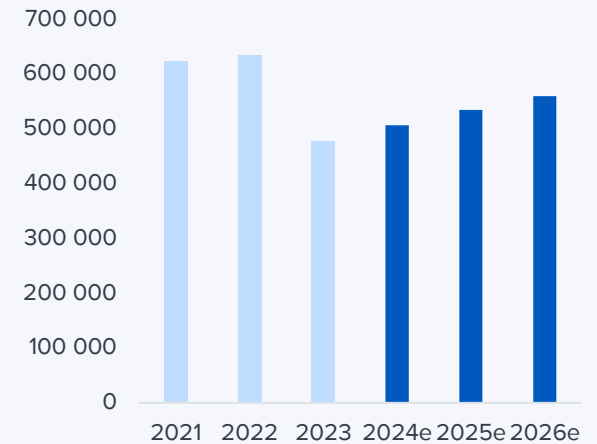
Ensimmäisen yhdeksän kuukauden jälkeen yhtiön hopean tuotanto oli noin 0,9 miljoonaa unssia, minkä kehitykseen vaikutti H1:n tuotantohaasteet maanalaisen kaivoksen suunnitelmien venymisen takia, minkä myötä se päivitti myös vuoden 2024 louhintasuunnitelmaansa. Käsityksemme mukaan tämän taustalla oli etenkin haasteet peränajossa, joita se ei ole vielä ehtinyt kuromaan umpeen täysimääräisesti. Sen sijaan viivästysten vaikutusten tulisi kuitenkin heijastua vain kuluvaan vuoteen ja yhtiö kommentoikin edistyneensä ongelmien ratkomisessa Q3:n lopulla. Tämän myötä peränajon ja louhinnan etenemät olivat vastaavasti päivitetyn suunnitelman tasolla.

Vastaavasti ensimmäisen yhdeksän kuukauden käyttökate-% sillä oli 28 %:ssa ja Q3:n lopussa sen nettovelka suhteessa käyttökatteeseen oli 1,4x.

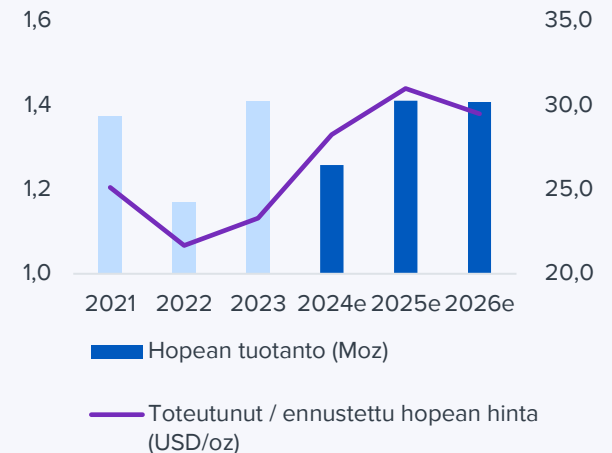
Toteutunutta kehitystä mukaillen ennustamme yhtiön rikastamon syöttövolyymin nousseen Q4:llä hieman alkuvuoden tasoilta ja asettuvan koko vuoden tasolla noin 507 000 tonniin (2023: 478 000 tonnia). Malmin hopeapitoisuuden odotamme sen sijaan asettuneen Q4:llä noin yhtiön aiemmin indikoiman haarukan (90-110 g/tonni) keskikohdalle. Tätä kokonaiskuvaa mukaillen odotamme yhtiön hopean tuotannon asettuneen vuonna 2024 noin 1,26 miljoonaa unssiin.

Vastaavasti muiden metallien ja rikastesaanotojen odotamme pysyneen melko vakaina historiallisiin tasoihin nähden.

## Rikastamon syöttövolyyymi tonneissa



## Hopean tuotanto- ja hintaennusteet



# Ennusteet 3/6

Bloombergin metallien ja valuuttakurssein hintaennusteita peilaten odotamme vuoden 2024 liikevaihdon asettuneen nyt 443 MSEK:iin (aik. 451 MSEK). Yleisesti Sotkamo Silverin liikevaihdon osalta on hyvä huomata, että kvartaalitasolla sitä voi heiluttaa reippaastikin jalometallien hinnanmuodostusmekanismi ja siksi suosittellemekin sijoittajaa tarkastelemaan liikevaihtokertymää hieman pidemmällä aikahorisontilla kaksisuuntaisen kohinan sulkemiseksi.

Ennustamaamme tuotantovolyymiä ja arvioimaamme kokonaisuutena historiaan nähden melko vakaalla tasolla säilyvää korkeaa kulutasoa peilaten odotamme yhtiön käyttökattteen asettuneen vuonna 2024 nyt noin 142 MSEK:iin (aik. 150 MSEK). Käyttökatemarginaalina tämä vastaa noin 32 %:n tasoa, mikä ylittää yhtiön ohjeistuksen alarajan. Mielestämme marginaalitaso on kaivosalan liiketoimintalogiikka huomioiden tyydyttävällä tasolla, mutta samanaikaisesti on hyvä huomata, että sen taustalla on etenkin väkivahva markkinatilanne. Vastaavasti markkinan täysimääräiseksi hyödyntämiseksi tai mahdolliseen markkinatilanteen heikkenemiseen sopeutuakseen yhtiön täytyisi onnistua ratkomaan tuotantohaasteensa kestäväällä tavalla ja tätä kautta saada jälleen alle pidempiä yhtenäisiä ehjiä tuotantopakkeja hyvillä volyyymeillä.

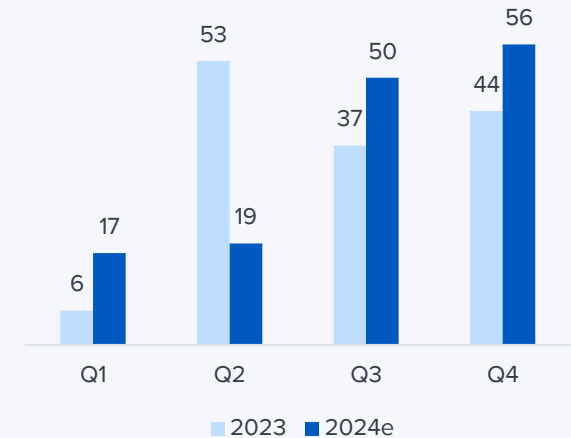
Tuloslaskelman alemmilla riveillä odotamme Sotkamo Silverin poistotahdin pysyneen jokseenkin vakailta tasoilla historiaan peilaten. Siten liikevoittoennusteemme tälle vuodelle on nyt noin 65 MSEK (aik. 73 MSEK). Rahoituskulujen

arvioimme olleen puolestaan noin vuoden 2023 tasolla 34 MSEK:ssä. Kulujen osalta on kuitenkin hyvä huomata, että näiden absoluuttiseen tasoon vaikuttaa vvk-lainan optio-osan käyvän arvon muutokset, joilla ei ole kassavirtavaikutusta. Tästä aiheutuvien kirjausten suunta ja summa ovatkin täysin riippuvaisia osakkeen kurssikehityksestä (kurssinousu kasvattaa optio-osan arvoa, josta syntyy rahoituskulua). Emme ole kuitenkaan sisällyttäneet näiden vaikutusta ennusteisiimme.

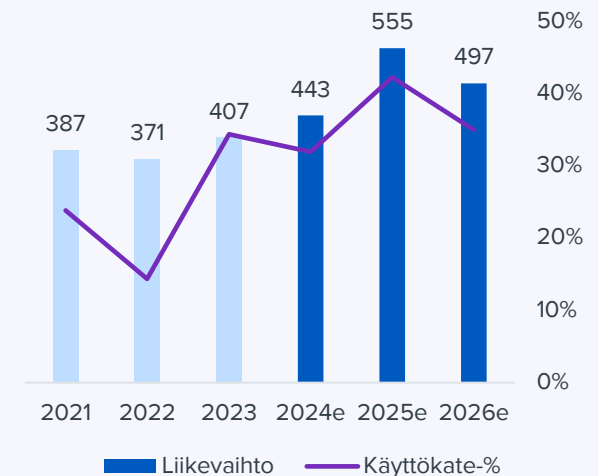
Vastaavasti tuloveroja yhtiö ei lähtökohtaisesti maksa (kaivosmineraalivero liiketoiminnan muissa kuluissa), mutta vuonna 2024 yhtiö joutui kirjaamaan 15 MSEK:n kuluerän veroihin korkeimman hallinto-oikeuden hylättyä yhtiön vaatimuksen realisoitumattomien valuuttakurssivoittojen verotuksesta (lähinnä konsernin sisäisiin velkoihin liittyen). Tätä kokonaiskuvaa heijastellen odotamme osakekohtaisen tuloksen asettuneen vuonna 2024 0,06 SEK:iin. Aiemmin todetusti emme ole sisällyttäneet mallimme osakemäärään vvk-lainan konversiota, sillä konversiokurssi on selvästi nykykurssin yläpuolella.

Puolestaan ensimmäisen yhdeksän kuukauden jälkeen yhtiön liiketoiminnan kassavirta oli noin 76 MSEK ja sen kehitystä tuki osaltaan ympäristövakuuden käteisvakuuden vapautuminen (3,5 MEUR) yhtiön vaihdettua vakuuden myöntäjää. Vapaata kassavirtaa se oli sen sijaan samalla ajanjaksolla tehnyt noin 30 MSEK investointien myötä (ml. maanalainen kaivos, täydennys- ja tutkimuskairaukset, ympäristöinvestoinnit).

## Käyttökattteen kehitys kvartaaleittain



## Liikevaihto ja kannattavuus



# Ennusteet 4/6

Koko vuoden tasolla arvioimme yhtiön pystyneen tekemään vapaata kassavirtaa (mallisamme ympäristövakuuden vapautuminen näkyy investointien kassavirrassa) noin 68 MSEK ennustamaamme tuloskehitystä sekä investointeja mukaillen.

Kokonaiskehitystä mukaillen odotamme yhtiön nettovelan olleen vuoden lopussa noin 156 MSEK ja nettovelan ja käyttökatteen suhteen noin 1,1x. Samalla on hyvä muistaa, että yhtiön kannalta on tärkeää, että kassavirta pysyy hyvällä tasolla seuraavina kvartaaleina, kun huomioidaan Q1'25:n lopussa tehtävä 4,0 MEUR:n seniorilainan lyhennys sekä korkojen maksu, investoinnit sekä riittävät kassapuskurit operatiiviseen toimintaan.

## Odotamme tuotannon kasvavan hieman lähivuosina

Odottamaamme Q4'24:n nousevaa tuotantoa peilaten ennustamme Hopeakaivoksen tuotannon nousevan jälleen tästä vuodesta eteenpäin hieman yli 1,4 miljoonaan unssiin lähivuosina. Odotamme kehityksen taustalla olevan syöttövolyymien asteittaisen nousun kohti noin karkeasti arvioimiamme noin 560 000 tonnin normaaleja vuositasoja. Vastaavasti malmin hopeapitoisuuden odotamme säilyvän yhtiön indikoiman haarukan sisällä, mutta lähempänä haarukan alalaitaa nykyisiä malmivarojakin peilaten.

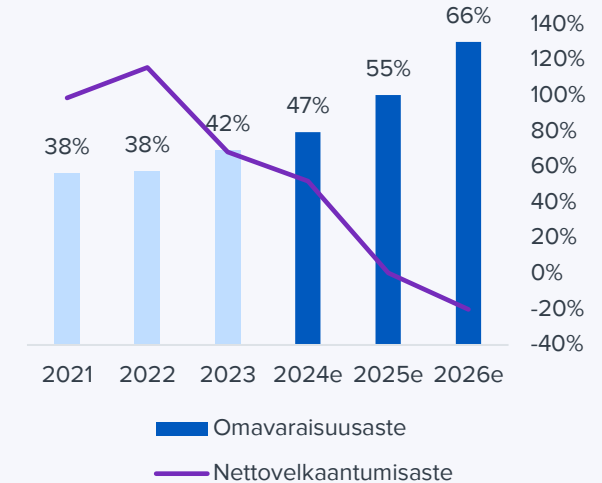
Sen sijaan hopean vuositason hintatasossa saavutetaan huippu Bloombergin konsensusennusteiden mukaan tänä vuonna (31,0 USD/oz), mikä on myös melko selvästi nykyisen spot-hinnan yläpuolella (3.1.2025: ~29,6 USD/oz). Lisäksi hopean hinnasta saadaan myös vetoapua

vuonna 2026 vuoteen 2024 verrattuna. Myös vahvemmassa dollarista odotetaan tulevan myötätuulta kuluvaan vuoden ennusteisiin, kun taas EUR/SEK-kurssin (ei-kassavirtavaikutusta) odotetaan pysyvän vakaalla tasolla. Sen sijaan vuonna 2026 valuutoista odotetaan tulevan lievää vastatuulta. Sivumetallit ja käsittelymaksut huomioiden odotamme yhtiön liikevaihdon kasvavan kuluvaan vuonna 555 MSEK:iin (aik. 516 MSEK) ja palautuvan vuonna 2026 497 MSEK:iin (aik. 482 MSEK).

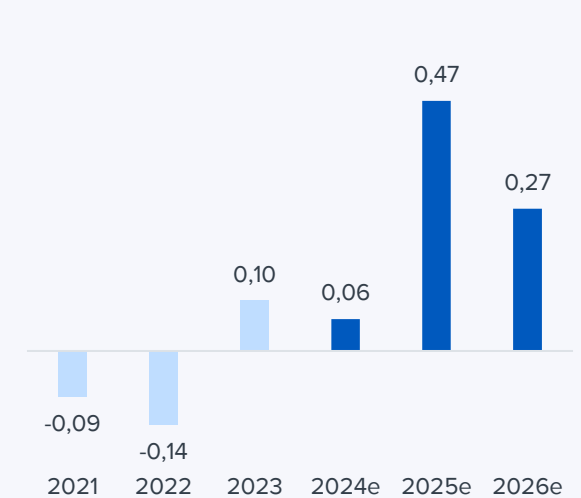
Kustannuspuolella odotamme kehityksen pysyvän suhteellisen vakaana, vaikkakin periaatteessa näemme yhtiöllä edellytyksiä lieviin tehokkuusparannuksiin mm. täydennyskairausten kautta. Jäämme kuitenkin odottamaan yhtiöltä näyttöjä tämän osalta. Tätä peilaten odotamme, että yhtiön käyttökate asettuu tänä vuonna 234 MSEK:iin ja vuonna 2026 174 MSEK:iin. Ennusteemme vastaavat noin 35-42 %:n käyttökatemarginaalia ja ovat edellä kuvatusti riippuvaisia väkivahvan markkinatilanteen jatkumisesta. Tasot ovat myös melko selvästi yhtiön keskipitkän aikavälin tavoitetason yläpuolella.

Vastaavasti poistotason odotamme säilyvän suhteellisen vakaalla tasolla sekä rahoituskulujen laskevan kuluvaan vuoteen nähden (ei sisällä vvk-lainan optio-osan mahdollisesti tuomia heilahduksia). Tähän liittyy kuitenkin ainakin lievää epävarmuutta, kun huomioidaan investointitarve kaivoksen kehittämiseksi. Veroja emme odota yhtiön maksavan ja tämän myötä odotamme osakekohtaisen tuloksen asettuvan vuosina 2025-2026 0,27-0,47 SEK:iin.

## Taseen avainlukujen kehitys



## Osakekohtainen tulos



# Ennusteet 5/6

Emme odota yhtiön maksavan osinkoja, vaan keskittyvän Hopeakaivoksen kehittämiseen ja elinkaaren pidentämiseen (ml. mahdolliset malminetsintäinvestoinnit lähialueilla).

Vapaan kassavirran (ml. korkojen maksut) oletamme vahvaa tuloskehitystä ja investointeja peilaten olevan reippaasti plussalla. Arvioimme lähivuosien investointien kohdistuvan etenkin kairauksiin sekä vuonna 2026 myös rikastushiekka-altaan laajennukseen ja vähemmissä määrin tuotannon ylläpitoon (~10-15 MSEK/v). Tehtävien kairausten perusteella odotamme yhtiön julkistavan päivitetyn mineraalivarantopäivityksen kuluvan vuoden lopulla, jonka odotamme tuovan jälleen lisävaloa kaivoksen elinkaaren jatkumiseen (selkeää tiekarttaa vuoteen 2035 voi olla kuitenkin vielä vaikea piirtää pelkästään näiden tulosten myötä).

## Odotamme yhtiön jatkavan vielä vajaat 5 vuotta malmivarojen jälkeen

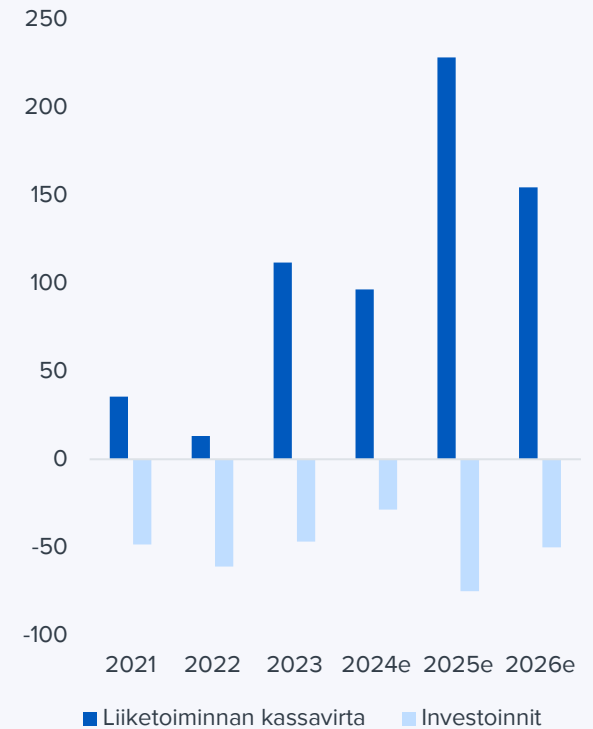
Perusskenaariossamme odotamme, että osa Hopeakaivoksen mineraalivarannoista on taloudellisesti hyödyntämiskelpoista malmia. Ennusteemme perustuvat nykyisiin noin 6,5 vuoden tuotantoon, mikä kattaa Hopeakaivoksen tämän hetkisistä mineraalivarannoista kaikkienensa reilut 2/3. Odotammekin yhtiön pystyvän hyödyntämään melko hyvin varantojaan (elinkaari jatkuu vuoden 2031 alkupuolelle). Odotamme myös varantojen hopeapitoisuuden nousevan tulevien kairausten myötä ja vastavuoroisesti pidämme tätä välttämättömänä taloudellisen kannattavuuden kannalta.

Sen sijaan tämän tason alapuolisten

mineralisaatioiden tuotantopotentiaalin varmistaminen vaatii arviomme mukaan joidenkin miljoonien eurojen malminetsintäinvestoinnit, joista ensimmäiset ajoittuvat vuosille 2024-2025. Arvioimme yhtiön kuitenkin olevan tämänkin jälkeen olevan pakotettu tekemään vähintäänkin jatkuvia vuosittaisia täydennyskairauksia (myös tutkimuskairauskampanjat mahdollisia) esiintymän ulottuvuuksien ja louhintasuunnitelman määrittelemiseksi. Lähtökohtaisesti näemme kuitenkin noin vuoden päästä julkaistavan mineraalivarantopäivityksen tulevan tarjoamaan ainakin osittain tarkempia suuntaviivoja pidemmän aikavälin ennusteille.

Vastavuoroisesti malmin hopeapitoisuuden odotamme olevan viime aikoina indikoidun haarukan alalaidassa (90 g/t), kun taas hopean tuotantotasojen olevan noin 1,4 miljoonassa unssissa. Nykyisellään oletamme tuotannon loppuvan kesken vuoden 2031 yhtiönkin kommentteja mukaillen (elinkaari nykyisellään noin vuoteen 2030). Vastaavasti tuotantokustannusten odotamme syvemmälle mentäessä kasvavan hieman syvälouhinnan vaativuuden aiheuttamista kulurasitteista johtuen (mm. kuljetusmatkat), mutta tätä osaltaan tasoittavan toiminnan tehokkuuden parantumisen. Lisäksi arvioimme valmistelevan työn tarpeen asteittain vähenevän. Rikastamon kustannustasossa emme odota tapahtuvan isoja muutoksia, vaikka käsityksemme mukaan myös sen tehokkuudessa on vielä mahdollista saavuttaa ainakin pieniä parannuksia. Näemme kuitenkin kaivoksen kulutehokkuuden riippuvan etenkin malmin laadusta ja sitä peilaten louhinnan kulutasosta.

## Liiketoiminnan kassavirta ja investoinnit\*



\*Liiketoiminnan kassavirran ennusteissa on käytetty vuosien 2024-2026 tuloslaskelman ennustettuja rahoituskuluja (pl. Q1-Q3'24:n aikaiset vvk-lainan optio-osan käyvän arvon muutokset). Siten ne voivat erota taulukoiden luvuista. Vastaavasti vuoden 2024 kassavirtojen osalta on hyvä huomata, että ympäristövakuuden vapautuminen näkyy mallissamme investointien kassavirrassa (yhtiön raportoinnissa liiketoiminnan kassavirrassa).

# Ennusteet 6/6

Arviomme mukaan yhtiö pystyy tekemään vuosina 2028-2031 17-35 %:n käyttökatemarginaalia (etenkin vuonna 2031 korkeampi louhinnan jarruttaessa ennen rikastamoa). Taso jää kuitenkin viimeisiä vuosia lukuun ottamatta kohtalaisen vaatimattomalle tasolle ja keskimäärin alle yhtiön tavoitteleman 30 %:n käyttökatemarginaalin.

Nykyennusteidemme mukaisen Hopeakaivoksen elinkaaren lopussa odotamme yhtiön myös ajavan kaivoksen alas vuonna 2031. Samalla odotamme taseen tyhjentyvän, kun Sotkamo Silver myy ylimääräiset omaisuuseränsä (mm. rikastamon) ja siivoaa alueen sekä jakaa ylimääräiset varat omistajille (emme odota yhtiön maksavan osinkoja ennen tätä).

Vuonna 2024 vapautunutta ympäristövakuuden vapautumista ei ole enää mallissamme, mutta käsityksemme nykyiselläkin vakuudella on katettu noin 70 MSEK:n ympäristövaraus (mielestämme varaus on viranomaisiin liittyvistä syistä hyvin

konservatiivinen).

Sen sijaan yhtiöllä ei ole perusskenaarion ennusteessamme ajasta ikuisuuteen ulottuvaa terminaalirahavirtaa- ja arvoa. Perusskenaariomme on laadittu yhtiön arvonmäärittelyn perspektiivistä ja se tulee suurella todennäköisyydellä muuttumaan suuntaan tai toiseen, kun yhtiön malminetsinnästä saadaan tuloksia ja alueen mineralisaation todellinen laatu selkiytyy. Pidämme Hopeakaivoksen malminetsinnän jatkamista myös jo julkistettujen kairausohjelmien jälkeen erittäin todennäköisenä, mutta nämä investoinnit ja niitä vastaavat tuotto-odotukset olemme huomioineet Hopeakaivoksen alueen ja Tipasjärven viherkiviwyöhykkeen arvoa haarukoidessamme.

Vastaavasti Suomussalmen hanketta emme odota yhtiön edistävän ainakaan lähivuosina merkittäville panostuksilla. Sen sijaan Hopeakaivoksen lähialueiden tai muun Sotkamon/Kuhmon

alueellista malminetsintää ei voi pitää poissuljettuna, mutta suuremmat panostukset malminetsintään tarkoittavat myös suuria investointeja. Tätä heijastellen odotamme yhtiön tulevan tarkentamaan suunnitelmiaan ja niihin vaadittavaa rahoitusta tulevaisuudessa (mahdollisesti jo vuoden 2025 aikana). Nykyisellään näitä ei ole kuitenkaan huomioitu konsernin ennusteissamme liikevaihto- tai kulupuolella vaan olemme käsitelleet ne erikseen. Tilanne eri hankkeiden osalta voi kuitenkin muuttua ja tulemme tarkastelemaan ennusteitamme näiltä osin uudelleen projektien edetessä selkeämmin kohti tuotantoa tai laajempia malminetsintäpanostuksia.

Ennustemuutokset MSEK / SEK	2024e	2024e	Muutos	2025e	2025e	Muutos	2026e	2026e	Muutos
	Vanha	Toteutunut	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	451	443	-2 %	516	555	8 %	482	497	3 %
Käyttökate	150	142	-5 %	198	234	18 %	162	174	7 %
Liikevoitto	73,1	65,1	-11 %	115	151	32 %	79,4	90,7	14 %
Tulos ennen veroja	40,0	31,4	-22 %	99,7	135	36 %	71,5	77,0	8 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,09	0,06	-33 %	0,35	0,47	36 %	0,25	0,27	8 %
Osakekohtainen osinko	0,00	0,00		0,00	0,00		0,00	0,00	

Lähde: Inderes

# Kvartaaliennusteet

Tuloslaskelma	2022	Q1'23	Q2'23	Q3'23	Q4'23	2023	Q1'24	Q2'24	Q3'24	Q4'24e	2024e	2025e	2026e	2027e
<b>Liikevaihto</b>	<b>371</b>	<b>67</b>	<b>120</b>	<b>110</b>	<b>109</b>	<b>407</b>	<b>85</b>	<b>105</b>	<b>114</b>	<b>140</b>	<b>443</b>	<b>555</b>	<b>497</b>	<b>468</b>
Sotkamo Silver	371	67	120	110	109	407	85	105	114	140	443	555	497	468
<b>Käyttökate</b>	<b>53</b>	<b>6</b>	<b>53</b>	<b>37</b>	<b>44</b>	<b>140</b>	<b>17</b>	<b>19</b>	<b>50</b>	<b>56</b>	<b>142</b>	<b>234</b>	<b>174</b>	<b>152</b>
Poistot ja arvonalennukset	-87	-16	-19	-20	-18	-73	-18	-19	-19	-20	-77	-83	-83	-85
<b>Liikevoitto ilman kertaeriä</b>	<b>-34</b>	<b>-10</b>	<b>34</b>	<b>17</b>	<b>25</b>	<b>67</b>	<b>-1</b>	<b>0</b>	<b>30</b>	<b>36</b>	<b>65</b>	<b>151</b>	<b>91</b>	<b>67</b>
<b>Liikevoitto</b>	<b>-34</b>	<b>-10</b>	<b>34</b>	<b>17</b>	<b>25</b>	<b>67</b>	<b>-1</b>	<b>0</b>	<b>30</b>	<b>36</b>	<b>65</b>	<b>151</b>	<b>91</b>	<b>67</b>
Sotkamo Silver	-34	-10	34	17	25	67	-1	0	30	36	65	151	91	67
Nettorahoituskulut	6	-8	-15	-6	-8	-37	-10	-20	2	-5	-34	-16	-14	-11
<b>Tulos ennen veroja</b>	<b>-28</b>	<b>-18</b>	<b>19</b>	<b>11</b>	<b>18</b>	<b>30</b>	<b>-11</b>	<b>-20</b>	<b>32</b>	<b>31</b>	<b>31</b>	<b>135</b>	<b>77</b>	<b>57</b>
Verot	0	-1	-2	0	0	-3	0	-14	0	0	-14,1	0,0	0,0	0,0
Vähemmistöosuudet	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Nettotulos</b>	<b>-28</b>	<b>-19</b>	<b>17</b>	<b>11</b>	<b>18</b>	<b>27,2</b>	<b>-11</b>	<b>-34</b>	<b>32</b>	<b>31</b>	<b>17</b>	<b>135</b>	<b>77</b>	<b>57</b>
<b>EPS (oikaistu)</b>	<b>-0,14</b>	<b>-0,07</b>	<b>0,06</b>	<b>0,04</b>	<b>0,06</b>	<b>0,10</b>	<b>-0,04</b>	<b>-0,12</b>	<b>0,11</b>	<b>0,11</b>	<b>0,06</b>	<b>0,47</b>	<b>0,27</b>	<b>0,20</b>
<b>EPS (raportoitu)</b>	<b>-0,14</b>	<b>-0,07</b>	<b>0,06</b>	<b>0,04</b>	<b>0,06</b>	<b>0,10</b>	<b>-0,04</b>	<b>-0,12</b>	<b>0,11</b>	<b>0,11</b>	<b>0,06</b>	<b>0,47</b>	<b>0,27</b>	<b>0,20</b>
<b>Ennusteparametrit</b>	<b>2022</b>	<b>Q1'23</b>	<b>Q2'23</b>	<b>Q3'23</b>	<b>Q4'23</b>	<b>2023</b>	<b>Q1'24</b>	<b>Q2'24</b>	<b>Q3'24</b>	<b>Q4'24e</b>	<b>2024e</b>	<b>2025e</b>	<b>2026e</b>	<b>2027e</b>
Rikastamon syöttövolyyymi (Mt)	635 000	97 000	136 000	133 000	112 000	478 000	124 000	127 000	123 000	133 000	507 000	535 000	560 000	560 000
Hopean tuotanto (Moz)	1,17	0,21	0,38	0,41	0,41	1,41	0,31	0,27	0,31	0,36	1,26	1,41	1,41	1,41
Kullan tuotanto (koz)	3,28	0,52	0,84	0,79	0,90	3,05	0,72	0,59	0,68	0,66	2,65	2,65	2,90	2,90
Lyijyn tuotanto (t)	1536	232	317	183	177	908	197	167	211	232	807	1000	1047	1047
Sinkin tuotanto (t)	3336	515	662	393	287	1857	338	359	507	539	1743	2215	2 268	2 520
Hopean hinta (USD/oz)	21,2	22,2	24,1	23,4	23,2	23,2	23,3	28,8	29,6	31,3	28,3	31,0	29,5	28,0
Kullan hinta (USD/oz)	1795	1800	2000	1900	1975	1919	2073	2350	2480	2662	2 391	2711	2 500	2 225
Lyijyn hinta (USD/t)	2 109	2000	2500	2050	2000	2138	2060	2800	2050	2000	2 228	2044	2 080	2 080
Sinkin hinta (USD/t)	3 427	3000	2800	2175	2200	2544	2470	3000	2850	3040	2 840	2994	2 750	2 700
EUR/USD	1,05	1,07	1,09	1,09	1,08	1,08	1,09	1,08	1,10	1,07	1,08	1,04	1,08	1,08
EUR/SEK	10,63	11,20	11,47	11,76	11,47	11,48	11,28	11,47	11,76	11,47	11,49	11,41	11,00	10,80
Materiaalit ja palvelut (MSEK)	-215	-33	-46	-54	-40	-172	-53	-55	-52	-55	-215	-219	-222	-225
Henkilöstökulut (MSEK)	-43	-10	-11	-10	-14	-45	-10	-12	-10	-13	-45	-46	-47	-48
Muut kulut (MSEK)	-71	-14	-9	-12	-16	-51	-16	-12	-10	-15	-53	-56	-57	-57



# Sijoitusprofiili 1/2

## Sotkamo Silver pyrkii tuloskäänteeseen jälkeen profiloitumaan jälleen kasvuyhtiöksi

Sotkamo Silver hinnoitellaan markkinoilla lähtökohtaisesti juniorikaivosyhtiönä Hopeakaivoksen potentiaalin mukaan. Lisäksi yhtiö keskittyy myös selvästi pienemmissä määrin malminetsintään, mutta pidämme tämän roolin kasvua todennäköisenä keskipitkällä aikavälillä vahvistuneen rahoitusaseman ja Hopeakaivoksen nykyisen rajallisen elinkaaren myötä. Luonnollisesti näihin tekijöihin vaikuttaa myös huomattavasti metallien, ja etenkin hopean, hintakehitys.

Arvioimme yhtiön pyrkivän aikaansaadun tuloskäänteeseen myötä myös pyrkivän profiloitumaan kasvuyhtiönä lähivuosina ja kohdentamaan pääomat malminetsintään voitonjaon sijaan. Tästä huolimatta osakkeen riskiprofiili on mielestämme kroonisen korkea ja vaatii sijoittajalta riskinsietokykyä, sillä yhden kaivoksen varassa ja syklisillä markkinoilla operoivan yhtiön riskit ovat käytännössä aina absoluuttisesti korkeita. Toisaalta juniorikaivosyhtiöllä on tyypillisesti selvästi suoraan metallien tai vakiintuneempiin yhtiöihin sijoittamista voimakkaampi vipu metallien (ts. hopean) hinnalle sekä mahdollisten malminetsintähankkeiden tutkimustuloksille. Siten Sotkamo Silver tarjoaa sijoittajille hyvin erityyppisen sijoitusprofiilin suhteessa moniin muihin pörssi-yhtiöihin.

## Potentiaali

Näkemyksemme mukaan yhtiön arvoajurit ovat:

**Hyväksyttävän arvostuksen nousu** on yhtiölle mahdollisuus tuotantotasojen mahdollisen kestävänsä nousun sekä rahoitusaseman vahvistuttua kautta. Selvempi arvostuksen korjaus ylöspäin vaatisi arviomme mukaan kuitenkin vielä huomattavia lisänäyttöjä Hopeakaivoksen kassavirtapotentiaalin osoittamisesta pidemmällä aikavälillä (ts. vakaat tuotantotasot ilman suurempia heilahteluja). Lisäksi Hopeakaivoksen elinkaaren pidentyminen laskisi osakkeen riskitasoa.

**Hopeakaivoksen mineraalivarantoarvion nousu** voisi olla osakkeelle positiivinen ajuri lyhyelläkin tähtäimellä, mikäli tulokset indikoisivat selvästi Hopeakaivoksen elinkaaren jatkuvan esimerkiksi yhtiön tavoittelemaan vuoteen 2035 asti. Samalla on kuitenkin hyvä huomioida, että arviomme mukaan yhtiön täytyy tehdä vielä täydennyskairauksia käynnissä olevien tutkimuskairauksien lisäksi mineralisaation ulottuvuuksien varmistamiseksi. Sen sijaan lähitulevaisuudessa julkaistavan malmivara-arvion oletamme ennen kaikkea tukevan yhtiön aiempia kommentteja nykyisten mineraalivarantojen taloudellisesta hyödynnettävyydestä ja toimivan korkeintaan lievänä kurssiajurina.

**Sotkamon alueen malminetsintäpotentiaali** on mahdollisuus, sillä alueella saattaa olla hopeavaroja jopa 20-30 vuoden tuotantoa vastaava määrä, kun taas nyt yhtiön suunnitelmat

perustuvat pääosin malmivarojen ja osin mineraalivarantojen mukaiseen noin 6-7 vuoden tuotantoon. Kaivoksen elinkaaren pitenemisellä tai uusien esiintymien löytämisellä voisi olla merkittävä positiivinen vaikutus yhtiön arvoon. Tätä potentiaalia yhtiö on päässyt toistaiseksi kartoittamaan vain hyvin pintapuolisesti, joten mahdollisuus on aiempaa selvästi konkreettisempi lähivuosien aikana yhtiön rahoitusaseman vahvistuttua (suuremmat malminetsintäinvestoinnit edellyttävät silti lähtökohtaisesti ulkopuolista lisärahoitusta). Yhtiön kommenttien perusteella arvioimme mahdollisten malminetsintäinvestointien kohdistuvan alkuvaiheessa kuitenkin Hopeakaivoksen läheisyyteen.

## Riskit

Yhtiön pääriskit ovat näkemyksemme mukaan:

**Hopean hinta** on yleisesti suurin yksittäinen riski ja toisaalta mahdollisuus yhtiölle. Karkeasti yhden dollarin muutos hopean hinnassa muuttaa Sotkamo Silverin vuosittaista käyttökatetta keskimääräisellä historiallisella volyyymillä noin 15 MSEK:llä, jos kaikki muut tekijät pysyvät ennallaan. Siten hopean hinnan muutokset heiluttavat Sotkamo Silverin liikevaihtoa ja tulosta voimalla. Tuloksen volatilitteettia pidämme kuitenkin osakkeen riskiprofiilia nostavana tekijänä, vaikka esimerkiksi viimeisen vuoden aikana yhtiö on toiminut yhtiön kannalta positiiviseen suuntaan.

## Sijoitusprofiili 2/2

**Valuuttakurssit** ovat myös merkittävä riski ja mahdollisuus, koska yhtiön tulovirta on dollareissa ja kulut ovat valtaosin euroissa. Lisäksi raportointivaluuttana toimii Ruotsin kruunu. Arviomme mukaan 10 %:n muutos EUR/USD-valuuttakurssissa nostaa/laskee yhtiön vuositason käyttökatetta nykyisillä metallien hinnoilla ja volyymeillä noin 35-50 MSEK:llä, joten herkkyyks on tuntuva. Yhtiö ei ole ainakaan tähän mennessä suojannut valuuttojen muutoksia johdannaisilla, vaikka tämä olisi jossain määrin hopean hinnan suojaamista edullisempaa. Riskejä silti rajoittaa osin molempiin suuntiin se, että EUR/USD-valuuttapari ja hopean hinta muodostavat osittain luonnollisen suojan toisilleen negatiivisen historiallisen korrelaation ansiosta. Siten toisen parametrin negatiivisen muutoksen pitäisi johtaa toisen parametrin positiiviseen muutokseen.

**Tuotantoriski** on Sotkamo Silverin kannalta merkittävä, sillä konsernin koko kassavirta tulee yhdestä kaivoksesta. Tämä tekee yhtiöstä myös erityisen haavoittuvan tuotantohäiriöille.

**Geologia** on riski yhtiölle, sillä kattavienkaan esiselvitysten jälkeenkään täyttä varmuutta malmin ja mineraalivarantojen määrästä ja laadusta ei voida saavuttaa. Odotettua suurempi malmin kivitonnimäärä ja matalampi hopeapitoisuus heikentäisivät kaivoksen ja rikastuksen kustannustehokkuutta ja vaikuttaisivat siten yhtiön kannattavuuteen negatiivisesti. Tähänkin riskiin liittyy vastaava positiivinen mahdollisuus.

**Ympäristöongelmat** ovat riski yhtiölle, sillä se

käyttää erilaisia tuotantopanoksia ja johtaa puhdistettuja materiaaleja luontoon. Prosessien hallinnassa epäonnistuminen voisi johtaa ylimääräisiin päästöihin, mikä taas voisi aiheuttaa yhtiölle suoraa taloudellista haittaa sekä epäsuoria maineriskejä. Haasteet ympäristön kanssa voisivat johtaa sanktioihin ja/tai kiristyviin lupaehtoihin, mikä taas voisi lisätä yhtiön investointitarpeita. Yhtiön prosessit ovat kuitenkin vakiintuneita ja ympäristön hallinta on vahvasti johdon agendalla ja yhtiö mm. investoi vapaaehtoisesti vedenpuhdistamoon Hopeakaivoksella ennen tuotannon aloittamista (lisäksi vastuullisuus on yksi yhtiön strategian kulmakiviä).

**Osakesarjan laimentuminen** on ollut Sotkamo Silverissä historiallisesti voimakasta, mikä johtuu kehitys- ja investointirahoituksen keräämisestä, investointivaiheen budjettilylyksistä ja vuosina 2020-2022 heikoksi jääneestä kassavirrasta. Arviomme mukaan laimennusriskejä ei päästä myöskään karkuun vielä lähitulevaisuudessa, kun huomioidaan mahdolliset suuretkin investoinnit ja niitä varten tarvittava lisärahoitus. Pidämme myös varsin todennäköisenä, että ainakin osa seuraavan rahoituspaketin kokonaisuudesta tulee sisältämään mahdollisuuksia osakekonversioihin. Sen sijaan nykyisen vvk-lainan konvertoituminen edellyttäisi reipasta kurssinousua.

# Arvonmääritys 1/6

## Tavoitehintamme taustalla on osien summa

Mielestämme oikea tapa määrittää Sotkamo Silverin osakkeen arvo on osien summa -menetelmä, joka ottaa huomioon yhtiön kaikkien projektien nykyarvot, konsernin nettovelat ja konsernikulut. Hopeakaivoksen nykyarvo voidaan mineraalivarantojen osalta määrittää kassavirta-analyysillä, mutta Suomussalmen ja Sotkamon/Kuhmon projektien sekä Hopeakaivoksen syvien osien malminetsintäpotentiaalille kassavirta-analyysi ei ole kelvollinen menetelmä niiden hyvin varhaisen kehitysvaiheen takia. Hopeakaivoksen ulkopuolisten omaisuuserien arvon määrittämme arvioimalla malminetsintään sijoitettuja varoja, metallien maassa olevaa arvoa (in-situ) ja tuotantopotentiaalin todennäköisyyttä (sis. Edistämismahdollisuudet) arvioimalla, mitkä ovat varhaisen kehitysvaiheen hankkeille nähdäksemme soveltuvia menetelmiä.

Konsernitasolla projektien nykyarvojen lisäksi arvonmäärityksessä on huomioitava emoyhtiön konsernikulut ja konsernin nettovelat. Nämä olemme kuitenkin sisällyttäneet Hopeakaivoksen kassavirtalaskelmaamme, sillä Hopeakaivos muodostaa valtaosan konsernin arvosta ja toisaalta Hopeakaivos on vielä pitkään konsernin ainoa kassavirtaa tuottava yksikkö. Siten konsernin kaikki yleiskulut ja velat voidaan kohdistaa ongelmitta sille.

Ennusteemme Hopeakaivoksen nykyarvosta perustuvat edellisessä kappaleessa esittämiimme konsernin tulos- ja investointiennusteisiimme, joita

diskonttaamme nykyhetkeen. Vastaavasti tähän nykyennusteidemme perusskenaarioon lisäämme muiden projektien arvon.

On kuitenkin hyvä huomata, ettei tavoitehintamme seuraa aina täysin suoraviivaisesti osakkeen laskennallista arvoa seuraa, sillä laskennallisen arvon saavuttaminen vuoden tähtäimellä ei kaikissa skenaarioissa ole mielestämme realistista.

Kassavirta-analyysin lisäksi vertailemme Sotkamo Silverin arvoa ja louhintapotentiaalia suhteessa muihin pieniin primäärihopeayhtiöihin. Tämän teemme suhteuttamalla yhtiöiden yritysarvot niiden mineraalivarantoihin, sillä perinteinen tulostulokertoimien vertailu ei sovellu erityisen hyvin erilaisia elinkaaria ja erilaatuisia malmivaroja omaaville pienille kaivosyhtiöille.

## Pääoman kustannus vaihtelee huomattavasti kaivosyhtiöiden välillä

Kassavirta-analyysi on herkkä käytetylle diskonttauskorolle, vaikka herkkyyttä pienentääkin kassavirtojen diskonttaaminen vain seuraavalle 6-7 vuodelle (ts. ei terminaaliarvoa). Diskonttauskoron pitäisi mielestämme heijastella sijoittajien riskit huomioivaa tuottovaatimusta. Määritämme diskonttauskoron käyttämällä yhtiön pääomarakenteen keskimääräistä kustannusta (WACC), joka muodostuu oman ja vieraan pääoman kustannuksista niiden painotettuna keskiarvona. Oman pääoman kustannuksen määrittämisessä elementtejä ovat riskitön korko, arvioidut projekti- ja maariskit (riskipreemio) sekä osakkeen volatilitteetti (beta-kerroin). Vieraan pääoman kustannus taas muodostuu yhtiön

velkarahoituksen hinnasta ja velan verokilvestä.

Kaivosyhtiöiden pääoman kustannus vaihtelee huomattavasti projektin kehitysvaiheen ja vastaavasti riskien mukaan. Karkeasti kustannus on korkeimmillaan nuorissa ja kehittyvissä maissa sijaitsevista malminetsintäprojekteista, kun taas alimmillaan pääomakustannukset ovat kypsissä vakaiden maiden tuotantoprojekteissa. Tämä heijastuu sekä oman että vieraan pääoman kustannukseen, joskin suuren velkaosuuden saaminen nuoriin kaivoskehitysprojekteihin on usein vaikeaa ja siten oman pääoman kustannuksen rooli korostuu niissä.

Vaihteluväli eri projektien välillä voi olla huomattava, sillä esimerkiksi kanadalainen CIM on arvioinut oman pääoman kustannuksen liikkuvan 5,0-32,5 %:n välillä kaivosinvestointiprojekteissa. Lisäksi huomioitavaa on, että yhtiötasolla pääoman kustannukset eri projekteille (eri kaivoksille) ovat erilaiset. Tämä heijastuu myös Sotkamo Silveriin, mutta jätämme tämän huomioimatta, koska muiden projektien arvot on määritetty pääosin projekteihin sijoitettuihin kustannuksiin perustuen.

## Riskitön korko on matala ja Suomessa maariski on kohtuullinen

Käytämme riskittömänä korkona Sotkamo Silverille USA:n ja Saksan 10 vuoden valtion-velkakirjalainojen keskiarvoa. Nykyisillä korkotasolla riskittömäksi koroksi muodostuu 3,5 %. Suhteessa pitkän aikavälin historialliseen keskiporkotasoon nähden riskitöntä korkoa ei voi pitää vielä erityisen korkeana.

# Arvonmääritys 2/6

Subjektiviisempi osa oman pääoman kustannusta ovat maa- ja projektiriskipreemiot, joiden summasta koko yhtiön riskipreemio muodostuu. Näistä ensimmäinen tekijä huomioi maakohtaisia riskejä liittyen sosiaalisiin, taloudellisiin ja poliittisiin tekijöihin. Maariskit vaihtelevat CIM:n mukaan tyypillisesti 0,0-14,0 %:n välillä. CIM:n tutkimuksessa matalimmat 1 %:n maariskipreemiot annettiin kanadalaisille, australialaisille ja chileiläisille projekteille, kun taas Euroopassa ja USA:ssa maariskipreemio oli noin tasolla 2,5 %. Suomen vakaa toimintaympäristö huomioiden asetamme edelleen Sotkamo Silverin maariskipreemion 2,0 %:iin. Tämä tekijä ei myöskään lähtökohtaisesti muutu kaivoksen suunnitellun elinkaaren aikana, ellei Suomessa tapahdu fundamentaalisia taloudellisia, poliittisia, geopoliittisia tai sosiaalisia muutoksia. Toistaiseksi emme näe kuitenkaan painetta tehdä muutoksia tähän oletukseen.

## Projektiriski voi muuttua Hopeakaivoksen elinkaaren aikana

Projektiriskipreemio sisältää geologiset malmin määrään ja laatuun liittyvät riskit, tuotantoon ja prosessiin liittyvät tekniset riskit, rakennusriskit, ympäristöriskit, uuden teknologian toimivuuteen liittyvät riskit sekä taloudellisiin ennusteisiin liittyvät riskit. Sotkamo Silverin osalta projektiriski tiivistyy mielestämme etenkin geologiaan (malmin todellinen määrä ja laatu) sekä ennusteisiin hopean hinnan sekä valuuttakurssien pitkän ajan kehityksestä. Sen sijaan teknologiset riskit ovat pääosin vakiintuneen teknologian käytön myötä

rajallisia. Puolestaan ympäristöön liittyvät riskit ovat mielestämme maltillisia, kun huomioidaan yhtiön nykyinen ympäristölupa ja toimet mm. typpipäästöjen osalta.

Kokonaisuus huomioiden asetamme projektiriskipreemion vuosille 2024-2026 6,0 %:iin. Vuosille 2027-2031 nostamme projektiriskipreemion 8,5 %:iin, sillä mineraalivarantoihin liittyvä geologinen riski on näkemyksemme mukaan selvästi malmivaroja suurempi. Tulemme kuitenkin tarkentamaan oletuksiamme malmivara-arvion ja etenkin virallisen mineraalivarantopäivityksen myötä.

Jos ottaisimme mallissamme huomioon myös Sotkamon alueen myöhemmän malminetsintäpotentiaalin 20-30 toimintavuoteen asti, projektiriskipreemio pitäisi nostaa mielestämme vielä selvästi korkeammalle. Aikaviiveiden kasvaessa ja riskipreemioiden leventyessä kaivoksen elinkaaren loppupään paino kassavirtamallissa jäisi siten joka tapauksessa vähäiseksi.

## Pääoman kustannus on pörssiyhtiölle korkea liiketoiminnan riskiprofiiliin takia

Osakkeen riskitasoa kuvaavana beta-kertoimena käytämme mallissa arvoa 1,5x mukaillen kaivos-yhtiöiden beta-kertoimista tehtyyn tutkimukseen (NYU Business School 2016). Nämä tekijät huomioiden oman pääoman kustannukseksi muodostuu vuosille 2024-2026 15,5 % ja vuosille 2027-2031 19,3 %, jotka ovat pitkälti linjassa edellisen päivityksemme kanssa.

## Sotkamo Silverin pääoman kustannus (WACC)

	2023e- 2026e	2027e- 2031e
Riskitön korko	3,5 %	3,5 %
USA 10 vuoden valtiolainakorko	4,6 %	4,6 %
Saksa 10 vuoden valtiolainakorko	2,4 %	2,4 %
Beta	1,5	1,5
Riskipreemio	8,0 %	10,5 %
Maariskipreemio (Suomi)	2,0 %	2,0 %
Projektiriskipreemio (Hopeakaivos)	6,0 %	8,5 %
<b>Oman pääoman kustannus</b>	<b>15,5 %</b>	<b>19,3 %</b>
Velkaosuus	20 %	20 %
Velan kustannus	10,0 %	10,0 %
Veroaste	20 %	20 %
<b>WACC</b>	<b>14,0 %</b>	<b>17,0 %</b>

# Arvonmääritys 3/6

Projektin tavoitellun velka-asteen (velan osuus kokonaispääomasta) arvioimme olevan 20 %. Vastaavasti velan keskikoron odotamme olevan tulevaisuudessa noin 10 %:ssa ennen kestäviä merkkejä yhtiön kassavirran tuottokyvystä ja elinkaaren pidentymisestä tai korkotasojen vielä selkeämmästä laskusta. Yhtiön veroaste on Suomen yritysveroaste 20 %. Siten nykyiseksi keskimääräiseksi pääomankustannukseksi (WACC) ja diskonttauskoroksi muodostuu seuraavien vuosille 2024-2026 14,0 % ja vuosille 2027-2031 17,0 %.

Yhtiölle arvioimamme keskimääräiset pääoman kustannukset ovat korkeita pörssiyhtiölle, mikä johtuu pienen kaivosyhtiön sijoittajien vinkkelistä korkeasta riskiprofiilista. Toisaalta tuottovaadetta nostaa myös vielä toistaiseksi tuotannossa esiintyneet ainakin ajoittaiset haasteet. Vastaavasti näemmekin tuottovaateessa asteittaista laskuvaraa tuotannon mahdollisen kestävän vakautumisen myötä. Sama koskee malmivarojen ja mineraalivarantojen määrän kasvua, joka on malminetsintäinvestointien tavoitteena.

## Hopeakaivoksen kassavirtamalli

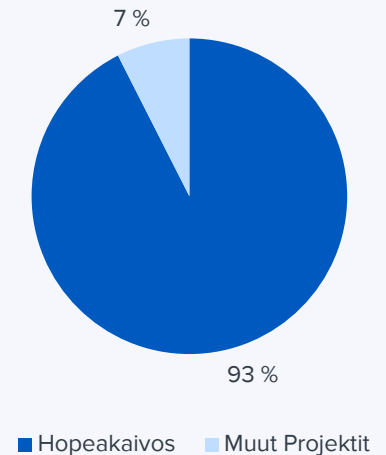
Kun edellisessä kappaleessa esitetyt ennusteemme diskontataan nykyhetkeen määritetyillä diskonttauskoroilla Sotkamo Silverin diskontatun vapaan kassavirran arvoksi jäljellä olevalla vajaalla noin 6,5 vuoden tuotantopotentialilla muodostuu noin 610 MSEK. Kun tästä vähennetään yhtiön korolliset velat ja lisätään rahavarat, saadaan oman pääoman

arvoksi 408 MSEK. Nykyisellä osakemäärällä osakekohtaiseksi arvoksi muodostuu sen sijaan 1,43 SEK. Aiemmin todetusti osakemäärässä ei ole huomioitu vvk-lainan mahdollista konversiota, sillä tällä hetkellä osakkeen kurssitaso on melko selvästi konversiokurssin alapuolella.

## Muiden projektien arvostus

Muiden projektien osalta arvotamme Suomussalmen malminetsintähankkeen maassa olevan metallisisällön arvon (in situ) ja projektiin uponneiden varojen mukaan. Suomussalmen mineraalivarontojen arvo maassa on nykyisillä metallien hinnoilla ja valuuttakursseilla noin 300 MUSD. Sen sijaan Sotkamo Silverin investoinnit projektiin ovat arvioimme mukaan vähäiset (hankittu käsityksemme mukaan nimellisellä hinnalla), mikä puoltaa toistaiseksi maltillista arvostusta hankkeelle. Tämän lisäksi sisällytämme muihin projekteihin Hopeakaivoksen sekä Tipasjärven alueiden muun malminetsintäpotentiaalin. Näiden potentiaaliin liittyvän epävarmuuden (ml. taloudellinen hyödyntäminen ja siihen liittyvät riskit) takia arvotamme ne nykyisellään 30 MSEK:iin tai 0,10 SEK:iin osakkeelta. Tähän osaltaan vaikuttaa yhtiön nykyiset suunnitelmat keskittyä Hopeakaivoksen välittömän läheisyyden kehittämiseen, minkä myötä muiden projektien edistämissuunnitelmat ovat arvioimme mukaan melko pitkällä tulevaisuudessa.

## Osien summan jakautuminen



## Hopeakaivos ja konsernikulut (DCF-malli)

Velaton arvo: 610 MSEK

Konsernin nettovelka (2023): 203 MSEK

Osakemäärä: 285,8 miljoonaa kappaletta

Yhteensä 408 MSEK tai 1,43 SEK / osake

## Muut projektit (Inderes arvio)

Yhteensä 30 MSEK tai 0,10 SEK / osake

## Osien summa 438 MSEK tai 1,53 SEK/osake

# Arvonmääritys 4/6

## Osien summa nykykurssin yläpuolella

Komponentit yhteenlaskettuna Sotkamo Silverin osien summa on arviomme mukaan 438 MSEK tai 1,53 SEK/osake. Siten osien summamme on melko selvästi nykykurssin yläpuolella, minkä myötä näemmekin osakkeen arvostuksen varovaisen houkuttelevana. Samanaikaisesti on huomattava, että tulosenusteemme ja tätä kautta osien summamme ovat erittäin herkkiä hopean hintakehitykselle (vrt. kuluvan vuoden osalta hopean hintaennusteet spot-hinnan yläpuolella).

Mielestämme tiettyä turvamarginaalia tällä hetkellä tuo kuitenkin se, että Hopeakaivoksen nykyinen tuotantopotentiaali kattaa konsernille arvioimastamme arvosta selvästi yli 90 %. Tätä heijastellen nykyistä osakekurssia korkeampi taso onkin perusteltu jo pelkästään tunnistetulla tuotantopotentiaalilla ja ennustamillamme markkinaparametreilla. Tämä mielestämme osaltaan nostaa tuotto/riski-suhdetta, sillä huomattavasti epävarmimmalle

malminetsintäpotentiaalille jää vain pieni arvo kannettavaksi nykyisellään.

## Osien summan herkkyyksianalyysi

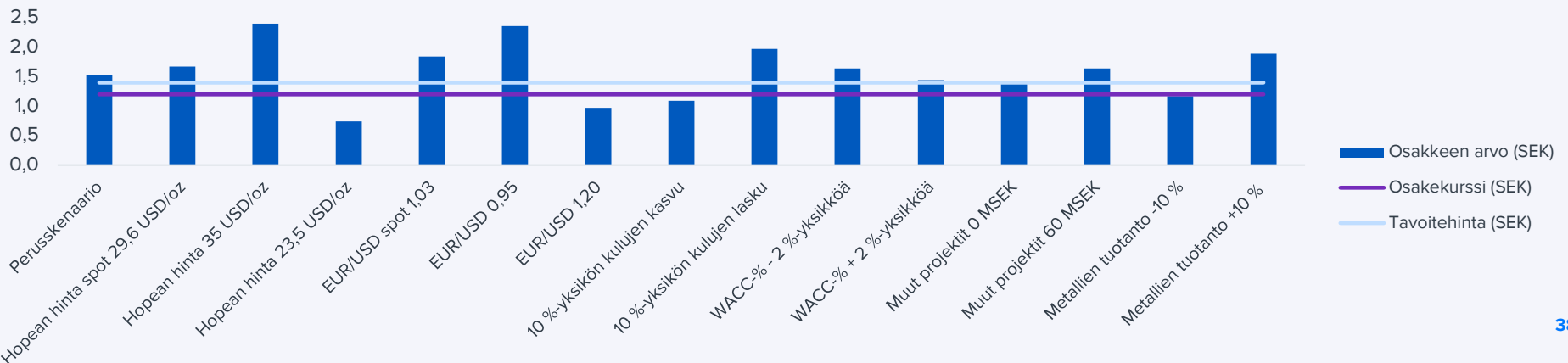
Koska Hopeakaivoksen kassavirta-analyysi on huomattavan herkkä keskeisten ennusteparametrien suhteen, testaamme kassavirta-analyysin antamaa osakkeen arvoa, hopean hintaa, EUR/USD-kurssia, diskonttauskorkoa ja muiden projektien arvoa herkkyyksianalyysissä muuttamalla yhtä parametria kerrallaan. Tämä taas mahdollistaa erilaisten skenaarioiden huomioimisen keskeisissä parametreissa. Herkkyyksianalyysiin kannattaa kuitenkin suhtautua kriittisesti, sillä ainoastaan yhden parametrin muuttaminen kerrallaan ei ole mielestämme todennäköistä (vrt. esim. hopean hinnan ja EUR/USD-kurssin historiallisesti selvästi negatiivinen korrelaatio). Mielestämme tämä kuitenkin havainnollistaa olennaisimpien parametrien vaikutusta pidemmän aikavälin arvonluonnin kannalta.

Herkkyyksianalyysin kautta voidaan huomata, että laskelma reagoi selkeästi voimakkaimmin ulkoisten markkinaparametrien muutoksiin. Hopean hinnan noustessa ja pysyessä 35 USD/unssi-tasolla, osake tarjoaisi selkeää nousupotentiaalia, mutta viimeisen viiden vuoden keskimääräisellä hintatasolla (23,5 USD/oz) osakkeessa olisi melko selvää laskuvaraa.

Vastaavasti EUR/USD-kurssin muutoksilla olisi myös selkeä vaikutus, sillä dollarin jatkaessa viimeaikaista vahvistumistaan olisi osakkeen tuottopotentiaali varsin hyvä, kun taas noin pitkän aikavälin keskiarvolla (1,20) osien summan arvon painuisi nykykurssin alapuolelle.

Käytännössä historiallisesti melko vakaila kulutasoilla voidaankin havaita, että malli on herkkä liikevaihdon parametreille ja etenkin markkinaparametrien muutoksille. Samalla, jos yhtiö pystyisi painamaan kulutusaan alaspäin, tukisi tämä laskelman lopputulosta.

## Osien summa herkkyyksianalyysi



# Arvonmääritys 5/6

Sen sijaan tuottovaatimuksen muutoksilla on nykyisen rajallisen elinkaaren ja kroonisesti korkean riskitason myötä melko rajallinen vaikutus lopputuloksen kannalta. Muiden projektien rajallisen arvon myötä, muutokset näissä johtavat myös vastaaviin lopputuloksiin.

Samalla herkkyysanalyysi mielestämme myös kuvastaa osakkeen riskitasoa sekä mahdollisia melko isoja heilahduksia Sotkamo Silverin käyvässä arvossa.

## Indikatiivinen kerroinarvostus on kaksijakoinen

Seuraamme Sotkamo Silverissä myös perinteisiä arvostuskertoimia (P/E, EV/EBITDA, P/B), vaikka lähtökohtaisesti rajallisen elinkaaren omaavien kaivosyhtiöiden hinnoitteluun arvostuskertoimet sopivat mielestämme melko huonosti.

Tulospohjainen arvostuskuva on tällä hetkellä hieman kaksijakoinen, sillä nykyennusteillamme odotamme yhtiön P/E-kertoimen olevan vuonna

2024 20x, mutta taas kuluvaan vuonna laskevan noin 3x tasolle (2026e-2027e: 4x-6x). Tämä myös osaltaan kuvastaa nykyisiä väkivahvoja odotuksia metallimarkkinan sekä dollarin suhteen.

Vastaavasti EV/EBITDA-kertoimet ovat lähivuosille noin 1-4x, joita voi pitää matalina huolimatta liiketoiminnan mittavista investointitarpeista ja poistotasoista huolimatta. Toisaalta korostamme, että arvostuksen pitääkin olla matala suhteessa yleisiin arvostuksiin, yhtiön perusskenaarion lyhyen elinkaaren, markkinaparametreihin liittyvän volatilitteen sekä viime vuosien tuotantoheilahdusten myötä.

Yhtiön P/B 1,1x (2024e) on mielestämme myös varsin kohtuullinen huomioiden väkivahva markkinatilanne ja tämän mahdollistamat korkeat pääoman tuotot. Sen sijaan pidemmälle aikavälille näemme tason suhteellisen neutraalina.

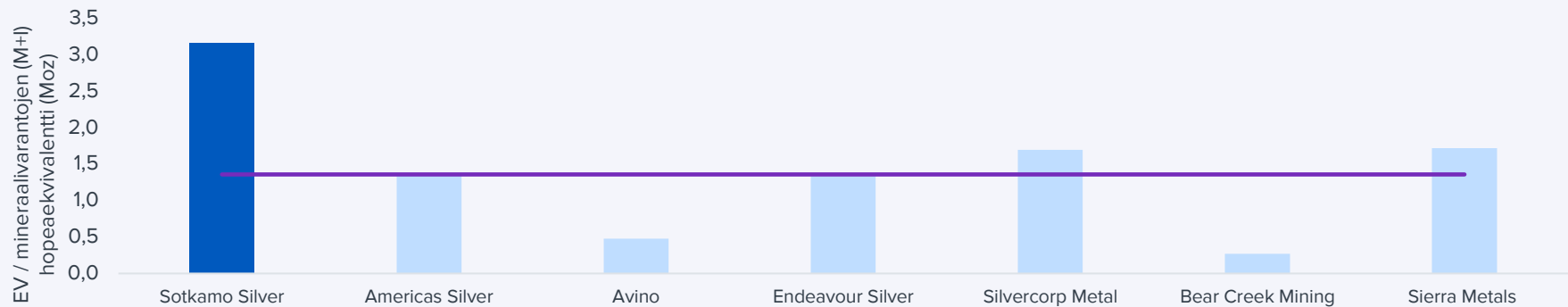
Sen sijaan osinkoa emme oleta yhtiön maksavan

lähivuosina yhtiön panostaessa malminetsintäinvestointeihin. Siten sijoittajan tuotto-odotuksen on tultava kurssinousun kautta.

## Suhteellinen arvostus

Koska perinteinen arvostuskertoimien vertailu sopii huonosti kaivosyhtiölle niiden elinkaarten ja lyhyen tähtäimen tuotantosuunnitelmien erojen takia, peilaamme Sotkamo Silverin arvostustasoa muihin pienempiin hopeayhtiöihin suhteuttamalla yhtiöiden yritysarvoja (EV) todettuihin ja todennäköisiin (M+I) mineraalivarantoihin sekä yhtiöiden omien pääomien tasearvostuksia toisiinsa. Tämäkään mittari ei ole aukoton, koska se ei huomioi mineraalivarantojen laatua, joka taas antaa kohtuullisen indikaation mineraalivarantojen tuotantokuluista ja siten kassavirtapotentialista. Kohtuullinen kuva arvostustasoista on silti saatavilla tällä tavalla ja siten nämä mittarit ovat hyviä realiteettitarkastuksia Hopeakaivoksen DCF-mallin oletuksille.

## Mineraalivarantojen (M+I) arvostus





# Arvonmääritys 6/6

Pääomamarkkinoilla hopeakaivosyhtiöiden mineraalivarantojen hopeaekvivalenttiunssia vastaava metallimäärä (ts. malmin kaikki metallit on muutettu hopeaksi nykyisillä metallien spot-hinnoilla ja valuuttakursseilla) on arvostettu mediaanina noin 1,4 USD:n arvoiseksi yhtiöiden EV:ssä. Sotkamo Silverillä vastaava luku on 3,2 USD / hopeaekvivalenttiunssia. Siten yhtiö on tästä kulmasta selvästi yliarvostettu suhteessa verrokkiryhmään. Suoraa vertailua tosin vaikeuttaa verrokkiryhmän suppeus ja suuret yhtiökohtaiset arvostuserot. Lisäksi Sotkamo Silverin suhdelukua tulee todennäköisesti muuttamaan käynnissä oleva tutkimuskairausohjelma.

Puolestaan yhtiön tasepohjainen P/B-luku (2024e) on noin 1,1x, mikä on linjassa verrokkiryhmän nykyisen P/B-luvun kanssa (lähde: Bloomberg). Siten tasepohjaista arvostusta voi pitää varsin järkevänä suhteessa verrokkeihin. Emme näe suhteellisen arvostuksen kuitenkaan ajavan osaketta ainakaan lyhyellä aikavälillä. Tärkeimpinä lyhyen aikavälin ajureina näemme tuotantotasojen vakaantumisen ja tätä kautta nykyisen väkivahvan metallimarkkinan täysimääräisen hyödyntämisen (ml. kassavirta) sekä toisaalta metallien ja valuuttakurssien kehityksen. Lisäksi ajurina voi toimia myös vuoden lopulla näillä näkymin julkaistava mineraalivarantopäivitys.

## Arvostuksen yhteenveto

Nykyisiin ennusteisiimme suhteutettuna osake on mielestämme varovaisen houkuttelevasti hinnoiteltu, kun huomioidaan myös Q3'24:n loppupuolella oikeaan suuntaan liikkunut tuotanto. Toisaalta viime vuosina useampaan kertaan takkuillut tuotanto pitää riskejä edelleen koholla ennen pidempiaikaista ehjää tuotantojaksoa.

Samalla on huomattava, että Hopeakaivoksen nykyisen rajallisen elinkaaren sekä sen nykyistä rahoitusasemaa peilaten kerrytettäviä pääomia täytyy vielä ohjata merkittävästi velkojen lyhentämiseen sekä malminetsintään, jonka tuloksiin liittyy työn luonteesta johtuen kroonista epävarmuutta. Vastaavasti malminetsintäohjelmien onnistuminen voisi tarjota selvempää nousuvaraa, jos kairaukset jatkaisivat Hopeakaivoksen elinkaarta tavoitellusti vuoteen 2035.

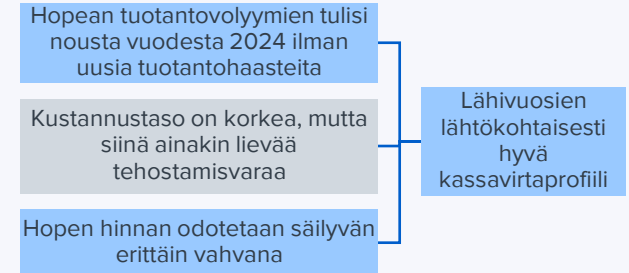
Kokonaisuutena arvioimme osakkeen seuraavan 12 kuukauden riskikorjatun tuotto-odotuksen kuitenkin kipuavan lievästi tuottovaatimustamme korkeammalle odottamamme tuotannon lievän kasvun sekä markkinamyötätuulen saattamana. Nousseita ennusteitamme ja osien summa - malliamme peilaten nostamme suosituksemme lisää-tasolle (aik. vähennä) ja tavoitehintamme 1,4 SEK:iin (aik. 1,3 SEK). Emme nojaa tavoitehinnan asetannassa täysin nykyiseen osien summamme indikoimaan arvoon kuluvaan vuoden ennusteita matalamman hopean spot-hinnan takia.

Vastaavasti osakkeen käyvän arvon arvioimme olevan tällä hetkellä tekemäämme herkkyyksianalyysiin pohjautuen noin 0,8-2,4 SEK/osake. Laajaa vaihteluväliä selittää edellä kuvatusti etenkin mahdolliset ja historiaan pohjautuen todennäköiset markkinaparametrien muutokset. Tämän myötä pidämme myös osakkeen arvon melko isojakini heilahduksia todennäköisinä. Kokonaisuutena onkin hyvä pitää mielessä Sotkamo Silverin kroonisen korkea riskiprofiili (mm. hopeapitoisuuden luonnollinen vaihtelu, metallien hinnat, malminetsintä, pitkän aikavälin rahoitus), minkä myötä se sopii ainoastaan korkeaa riskiä sietävälle sijoittajalle.

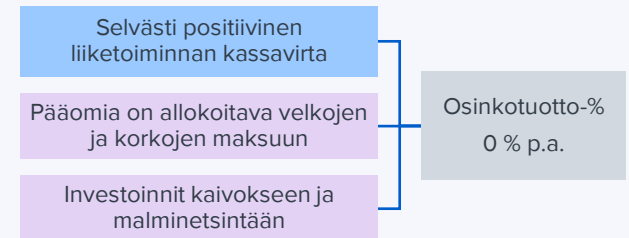
## Osaketuoton ajurit Q3'24-2026e

■ Positiivinen ■ Neutraali ■ Negatiivinen

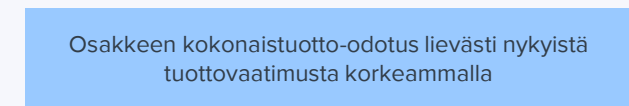
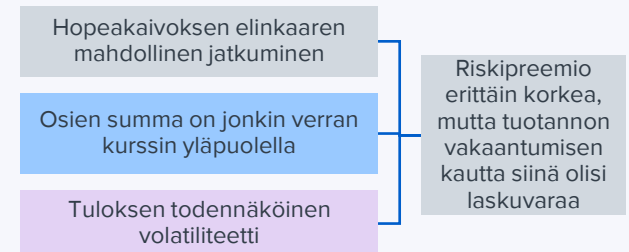
### Tulostuoton ajurit



### Osinkotuoton ajurit



### Arvostuskertoimien ajurit



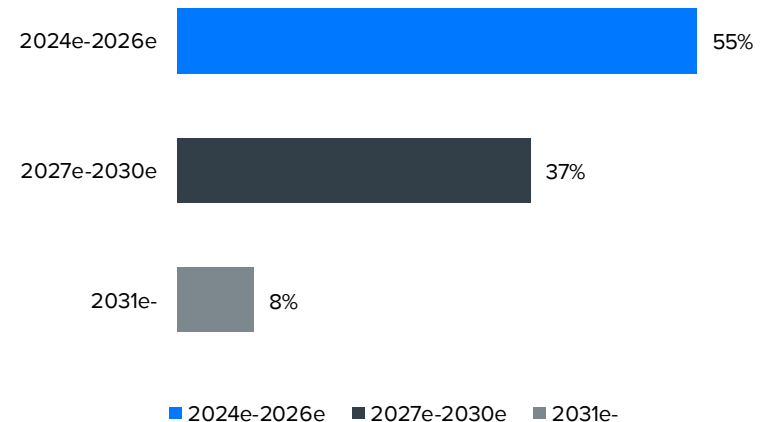


# Hopeakaivoksen DCF-laskelma (sis. konsernikulut ja verot, ei muita projekteja)

Kassavirtalaskelma (MSEK)	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e
<b>Liikevoitto</b>	<b>65</b>	<b>151</b>	<b>91</b>	<b>67</b>	<b>35</b>	<b>28</b>	<b>32</b>	<b>28</b>
+ Kokonaispoistot	77	83	83	85	85	83	71	57
- Maksetut verot	-14	0	0	0	0	0	-2	-6
- verot rahoituskuluista	-7	0	0	0	0	0	0	0
+ verot rahoitustuotoista	0	0	0	0	0	0	0	0
- Käyttöpääoman muutos	-3	10	-5	-3	-1	-2	8	-32
<b>Operatiivinen kassavirta</b>	<b>117</b>	<b>245</b>	<b>168</b>	<b>149</b>	<b>119</b>	<b>108</b>	<b>109</b>	<b>47</b>
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0	0	0	0	0	0	0	-34
- Bruttoninvestoinnit	-29	-75	-50	-20	-10	-10	-2	134
<b>Vapaa operatiivinen kassavirta</b>	<b>89</b>	<b>170</b>	<b>118</b>	<b>129</b>	<b>109</b>	<b>98</b>	<b>107</b>	<b>148</b>
+/- Muut	2	2	0	1	1	1	1	1
Vapaa kassavirta	91	172	119	130	109	99	107	148
Diskontattu vapaa kassavirta	91	151	91	81	58	45	42	49
Diskontattu kumulatiivinen vapaa kassavirta	<b>610</b>	<b>520</b>	<b>369</b>	<b>278</b>	<b>196</b>	<b>138</b>	<b>93</b>	<b>51</b>
<b>Velaton arvo DCF</b>	<b>610</b>							
- Korolliset velat	-282							
+ Rahavarat	79							
-Vähemmistöosuus	0							
-Osinko/pääomapalautus	0							
<b>Oman pääoman arvo DCF</b>	<b>408</b>							
<b>Oman pääoman arvo DCF per osake</b>	<b>1,43</b>							

	2024e- 2026e	2027e- 2031e
<b>Pääoman kustannus (WACC)</b>		
Vero-% (WACC)	20,0 %	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	20,0 %	20,0 %
Vieraan pääoman kustannus	10,0 %	10,0 %
Yrityksen Beta	1,50	1,50
Markkinoiden riskipreemio	8,00 %	10,50 %
Likviditeettipreemio	0,00 %	0,00 %
Riskitön korko	3,5 %	3,5 %
Oman pääoman kustannus	15,5 %	19,3 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	14,0 %	17,0 %

## Rahavirran jakauma jaksoittain



# Arvostustaulukko

Arvostustaso	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	2027e
Osakekurssi	4,04	3,14	1,57	0,44	0,79	<b>1,20</b>	<b>1,20</b>	<b>1,20</b>	<b>1,20</b>
Osakemäärä, milj. kpl	134,4	180,0	200,4	200,4	285,8	<b>285,8</b>	<b>285,8</b>	<b>285,8</b>	<b>285,8</b>
Markkina-arvo	545	565	315	88	227	<b>343</b>	<b>343</b>	<b>343</b>	<b>343</b>
Yritysarvo (EV)	860	843	561	370	429	<b>499</b>	<b>345</b>	<b>241</b>	<b>122</b>
P/E (oik.)	neg.	neg.	neg.	neg.	8,3	<b>19,9</b>	<b>2,5</b>	<b>4,5</b>	<b>6,0</b>
P/E	neg.	neg.	neg.	neg.	8,3	<b>19,9</b>	<b>2,5</b>	<b>4,5</b>	<b>6,0</b>
P/B	2,5	2,7	1,3	0,4	0,8	<b>1,1</b>	<b>0,8</b>	<b>0,7</b>	<b>0,6</b>
P/S	2,8	1,5	0,8	0,2	0,6	<b>0,8</b>	<b>0,6</b>	<b>0,7</b>	<b>0,7</b>
EV/Liikevaihto	4,4	2,3	1,5	1,0	1,1	<b>1,1</b>	<b>0,6</b>	<b>0,5</b>	<b>0,3</b>
EV/EBITDA	>100	11,5	6,1	7,0	3,1	<b>3,5</b>	<b>1,5</b>	<b>1,4</b>	<b>0,8</b>
EV/EBIT (oik.)	neg.	neg.	79,0	neg.	6,4	<b>7,7</b>	<b>2,3</b>	<b>2,7</b>	<b>1,8</b>
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	<b>0,0 %</b>	<b>0,0 %</b>	<b>0,0 %</b>	<b>0,0 %</b>
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	<b>0,0 %</b>	<b>0,0 %</b>	<b>0,0 %</b>	<b>0,0 %</b>

Lähde: Inderes

# Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
	MEUR / SEK	MEUR / SEK	2024e	2025e	2024e	2025e	2024e	2025e	2024e	2025e	2024e	2025e	2024e
Americas Silver	113	133		3,5	3,6	3,3	1,3	0,9			19,4		
Endeavour	1018	1046	22,8	8,6	56,1	5,5	4,9	2,6			12,3		
Fortuna	1365	1407	6,1	6,0	2,9	3,0	1,4	1,5	8,2	6,5			
Silvercorp Metals	668	561	9,9	5,2	6,4	3,7	2,8	2,1	15,0	8,3	1,0	1,0	
Pan American Silver	7550	7862	13,0	7,4	7,8	5,5	2,9	2,5	26,1	13,6	1,9	2,3	1,6
Avino	132	128	9,3	5,1	6,3	3,6	2,2	1,6	20,5	8,8			
Fortuna Majestic Silver	1365	1407	6,1	6,0	2,9	3,0	1,4	1,5	8,2	6,5			
Hecla Mining	3261	3765	33,6	20,3	12,0	8,5	4,2	3,9	54,8	18,5	0,7	0,7	
Mag Silver	1449	1345	23,0	16,6	12,9	12,5	32,1	36,9	19,0	18,1			2,5
Bear Creek Mining	62	126	7,1	4,6	5,8	3,2	1,3	1,2					
Sierra Metals	117	189	5,2	2,2	2,5	1,5	0,7	0,6	6,3	2,8			
<b>Sotkamo Silver (Inderes)</b>	<b>343</b>	<b>499</b>	<b>7,7</b>	<b>2,3</b>	<b>3,5</b>	<b>1,5</b>	<b>1,1</b>	<b>0,6</b>	<b>19,9</b>	<b>2,5</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>1,1</b>
<b>Keskiarvo</b>			<b>13,6</b>	<b>7,8</b>	<b>10,8</b>	<b>4,8</b>	<b>5,0</b>	<b>4,6</b>	<b>19,8</b>	<b>11,5</b>	<b>1,2</b>	<b>1,3</b>	<b>2,1</b>
<b>Mediaani</b>			<b>9,6</b>	<b>6,0</b>	<b>6,3</b>	<b>3,6</b>	<b>2,2</b>	<b>1,6</b>	<b>17,0</b>	<b>10,5</b>	<b>1,0</b>	<b>1,0</b>	<b>2,1</b>
<b>Erotus-% vrt. mediaani</b>			<b>-20 %</b>	<b>-62 %</b>	<b>-44 %</b>	<b>-59 %</b>	<b>-48 %</b>	<b>-60 %</b>	<b>17 %</b>	<b>-76 %</b>	<b>-100 %</b>	<b>-100 %</b>	<b>-44 %</b>

Lähde: Refinitiv / Inderes

# Tase

Vastaavaa	2022	2023	2024e	2025e	2026e
<b>Pysyvät vastaavat</b>	<b>585</b>	<b>561</b>	<b>513</b>	<b>505</b>	<b>472</b>
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aineettomat hyödykkeet	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0
Käyttöomaisuus	548	527	511	503	470
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	36,4	33,6	2,2	2,2	2,2
Muut pitkäaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verosaamiset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Vaihtuvat vastaavat</b>	<b>58,0</b>	<b>137</b>	<b>130</b>	<b>291</b>	<b>301</b>
Vaihto-omaisuus	6,9	4,2	6,7	8,3	7,5
Muut lyhytaikaiset varat	11,4	16,0	16,0	16,0	16,0
Myyntisaamiset	39,0	37,6	42,1	52,7	44,7
Likvidit varat	0,8	78,9	65,3	214	232
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>643</b>	<b>697</b>	<b>643</b>	<b>796</b>	<b>772</b>

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2022	2023	2024e	2025e	2026e
<b>Oma pääoma</b>	<b>244</b>	<b>296</b>	<b>299</b>	<b>434</b>	<b>511</b>
Osakepääoma	275	276	276	276	276
Kertyneet voittovarot	-243,7	-231,0	-213,7	-78,4	-1,4
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	213	252	237	237	237
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Pitkäaikaiset velat</b>	<b>283</b>	<b>270</b>	<b>210</b>	<b>145</b>	<b>134</b>
Laskennalliset verovelat	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1
Varaukset	31,4	34,1	34,1	34,1	34,1
Korolliset velat	180	165	105	40,0	100,0
Vaihtovelkakirjalainat	71,2	71,0	71,0	71,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Lyhytaikaiset velat</b>	<b>116</b>	<b>131</b>	<b>134</b>	<b>216</b>	<b>127</b>
Korolliset velat	31,4	46,1	45,0	105	30,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	84,3	85,2	88,7	111	96,9
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>643</b>	<b>697</b>	<b>643</b>	<b>796</b>	<b>772</b>

# Yhteenveto

Tuloslaskelma	2021	2022	2023	2024e	2025e	Osakekohtaiset luvut	2021	2022	2023	2024e	2025e
Liikevaihto	386,6	370,9	406,8	443,4	555,1	EPS (raportoitu)	-0,09	-0,14	0,10	0,06	0,47
Käyttökate	92,1	53,2	139,8	141,6	234,5	EPS (oikaistu)	-0,09	-0,14	0,10	0,06	0,47
Liikevoitto	7,1	-34,1	66,7	65,1	151,5	Operat. kassavirta / osake	0,43	0,19	0,47	0,41	0,86
Voitto ennen veroja	-17,4	-27,8	30,0	31,4	135,4	Vapaa kassavirta / osake	0,01	-0,32	0,31	0,32	0,60
Nettovoitto	-17,4	-27,8	27,2	17,3	135,4	Omapääoma / osake	1,24	1,22	1,04	1,05	1,52
Kertaluontoiset erät	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	Osinko / osake	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>Tase</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024e</b>	<b>2025e</b>	<b>Kasvu ja kannattavuus</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024e</b>	<b>2025e</b>
Taseen loppusumma	664,0	642,5	697,4	642,9	795,6	Liikevaihdon kasvu-%	6 %	-4 %	10 %	9 %	25 %
Oma pääoma	249,0	243,7	296,3	299,0	434,3	Käyttökateen kasvu-%	25 %	-42 %	163 %	1 %	66 %
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	Liikevoiton oik. kasvu-%	-174 %	-581 %	-295 %	-2 %	133 %
Nettovelat	246,0	282,3	202,8	155,7	2,3	EPS oik. kasvu-%	-67 %	60 %	-168 %	-36 %	685 %
<b>Kassavirta</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024e</b>	<b>2025e</b>	Käyttökate-%	23,8 %	14,4 %	34,4 %	31,9 %	42,2 %
Käyttökate	92,1	53,2	139,8	141,6	234,5	Oik. Liikevoitto-%	1,8 %	-9,2 %	16,4 %	14,7 %	27,3 %
Nettokäyttöpääoman muutos	-6,7	-15,9	0,3	-3,5	10,1	Liikevoitto-%	1,8 %	-9,2 %	16,4 %	14,7 %	27,3 %
Operatiivinen kassavirta	85,4	37,4	133,8	117,3	244,5	ROE-%	-7,5 %	-11,3 %	10,1 %	5,8 %	36,9 %
Investoinnit	-84,9	-90,9	-49,3	-28,6	-75,0	ROI-%	1,3 %	-6,4 %	12,1 %	11,9 %	25,9 %
Vapaa kassavirta	2,4	-65,1	87,2	90,7	171,5	Omavaraisuusaste	37,5 %	37,9 %	42,5 %	46,5 %	54,6 %
						Nettovelkaantumisaste	98,8 %	115,8 %	68,4 %	52,1 %	0,5 %
<b>Arvostuskertoimet</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024e</b>	<b>2025e</b>						
EV/Liikevaihto	1,5	1,0	1,1	1,1	0,6						
EV/EBITDA	6,1	7,0	3,1	3,5	1,5						
EV/EBIT (oik.)	79,0	neg.	6,4	7,7	2,3						
P/E (oik.)	neg.	neg.	8,3	19,9	2,5						
P/B	1,3	0,4	0,8	1,1	0,8						
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 luotettavina. 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 (välttämät 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 12 kuukauden kokonaistuotto-odotukseen (sis. kurssinousu ja osingot) ja huomioi Inderesin näkemyksen tuotto-odotukseen liittyvästä riskistä. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituksiin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään 2-4 kertaa vuodessa yhtiöiden osavuosikatsausten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvion mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmääritysmenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmääritysmenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

Inderesin suosituspolitiikka perustuu seuraavaan jakaumaan suhteessa osakkeen 12 kuukauden riskikorjattuun kokonaistuotto-odotukseen.

Osta	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on erittäin houkutteleva
Lisää	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on houkutteleva
Vähennä	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on heikko
Myy	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on erittäin heikko

Osakkeen 12 kuukauden riskikorjatun kokonaistuotto-odotuksen yllä esitettyjen määritelmien mukainen arviointi on yhtiökohtaista ja subjektiivista. Siten eri osakkeilla samansuuruiset 12 kk kokonaistuotto-odotukset voivat johtaa eri suosituksiin eikä eri osakkeiden suosituksia ja 12 kk kokonaistuotto-odotuksia tule verrata keskenään. Tuotto-odotuksen vastapuolena toimii sijoittajan Inderesin näkemyksen mukaan ottama riski, joka vaihtelee voimakkaasti eri yhtiöiden ja tilanteiden välillä. Korkea tuotto-odotus ei siis välttämättä johda positiiviseen suositukseen riskien ollessa poikkeuksellisen suuria, eikä matala tuotto-odotus johda vastaavasti negatiiviseen suositukseen riskien ollessa Inderesin näkemyksen mukaan maltillisia.

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 Oyj voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoitavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oyj:n omistukset esitetään yksilöityinä mallisalkussa. Inderes Oyj:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin laatineen analyytikon palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oyj:llä ei ole investointipankkiliikeytoimintaa.

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 sijoittajaviestinnän palveluita, joiden tavoitteena on parantaa yhtiön ja pääomamarkkinoiden välistä kommunikaatiota. Näitä palveluita ovat sijoittajatalaisuuksien ja -tapahtumien järjestäminen, sijoittajaviestinnän liittyvä neuvonanto, sijoitustutkimusraporttien laatiminen.

Kaikki Inderes Oyj:n osakeomistukset sen seurannassa olevissa kohdeyhtiöissä esitetään yksilöityinä oikeaa rahaa sijoitavassa Inderes Oyj:n [mallisalkussa](#).

Lisätietoa Inderesin tutkimuksesta: <http://www.inderes.fi/research-disclaimer/>

Inderes on tehnyt tässä raportissa suosituksen kohteena olevan liikkeeseen laskijan kanssa sopimuksen, jonka osana on tutkimusraporttien laatiminen.

## Suositushistoria (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
30.4.2021	Lisää	3,50 SEK	2,91 SEK
4.6.2021	Lisää	3,50 SEK	2,78 SEK
16.7.2021	Lisää	3,50 SEK	2,79 SEK
23.9.2021	Lisää	2,80 SEK	2,22 SEK
15.10.2021	Vähennä	2,10 SEK	1,95 SEK
13.12.2021	Vähennä	1,70 SEK	1,56 SEK
18.2.2022	Vähennä	1,70 SEK	1,65 SEK
27.4.2022	Vähennä	1,90 SEK	1,79 SEK
1.8.2022	Vähennä	1,10 SEK	1,20 SEK
18.10.2022	Myy	0,55 SEK	0,62 SEK
31.10.2022	Myy	0,40 SEK	0,51 SEK
27.12.2022	Myy	0,27 SEK	0,50 SEK
3.1.2023	Myy	0,27 SEK	0,49 SEK
15.2.2023	Myy	0,27 SEK	0,81 SEK
27.2.2023	Myy	0,27 SEK	0,62 SEK
21.3.2023	Myy	0,27 SEK	0,55 SEK
27.4.2023	Myy	0,40 SEK	0,58 SEK
31.7.2023	Vähennä	0,75 SEK	0,69 SEK
26.10.2023	Lisää	0,90 SEK	0,75 SEK
15.2.2024	Lisää	0,90 SEK	0,77 SEK
12.4.2024	Vähennä	1,60 SEK	1,71 SEK
2.5.2024	Vähennä	1,60 SEK	1,60 SEK
29.7.2024	Vähennä	1,15 SEK	1,01 SEK
3.9.2024	Vähennä	1,00 SEK	0,88 SEK
28.10.2024	Vähennä	1,30 SEK	1,34 SEK
7.1.2025	Lisää	1,40 SEK	1,20 SEK

Inderesin tehtävä on yhdistää sijoittajat ja pörssiyritykset. Asiakkainamme on yli 400 pörssiyritystä, jotka haluavat palvella omistajiaan ja sijoittajayhteisöä tarjoamalla parempaa sijoittajaviestintää. Sijoittajayhteisöömme kuuluu yli 70 000 aktiivista osakesijoittamisesta kiinnostunutta jäsentä.

Inderesin yhteiskunnallisena tavoitteena on demokratisoida sijoittajatieta. Uskomme sijoittajien yhtäläisiin mahdollisuuksiin saada tietoa, jonka avulla säästää ja sijoittaa tulevaisuuteensa.

Pörssiyrityksille tuotamme ratkaisuja, joiden avulla toteuttaa tehokasta ja avointa sijoittajaviestintää. Inderesin tuotetarjooma kattaa kaikki keskeiset pörssiyrityksen sijoittajaviestinnän tarvitsemat ratkaisut. Päätuotteitamme ovat osakeanalyysi, IR-tapahtumat, IR-ohjelmistot ja yhtiökokoukset.

Sijoittajayhteisölle tarjoamme palveluita, joiden avulla yhteisön jäsenet voivat kehittyä paremmiksi sijoittajiksi, verkostoitua muiden sijoittajien kanssa sekä saada ajantasaista tietoa sijoituspäätösten tueksi.

Inderes on listattu Nasdaq First North -markkinapaikalle ja se toimii Suomessa, Ruotsissa, Tanskassa ja Norjassa.

### Inderes Oyj

Porkkalankatu 5  
00180 Helsinki  
+358 10 219 4690

Palkittua analyysia osoitteessa [inderes.fi](https://www.inderes.fi)



STARMINE  
ANALYST AWARDS  
FROM REFINITIV



THOMSON REUTERS  
ANALYST AWARDS



Juha Kinnunen  
2012, 2016, 2017, 2018, 2019, 2020



Mikael Rautanen  
2014, 2016, 2017, 2019



Sauli Vilén  
2012, 2016, 2018, 2019, 2020



Antti Viljakainen  
2014, 2015, 2016, 2018, 2019, 2020



Olli Koponen  
2020



Joni Grönqvist  
2019, 2020



Erkki Vesola  
2018, 2020



Petri Gostowski  
2020



Atte Riikola  
2020



**Analyysi kuuluu  
kaikille.**