

Endomines

Yhtiöpäivitys

8/11/2019

- Toistamme Endominesin vähennä-suosituksemme ja tarkastamme yhtiön tavoitehintamme 5,00 Ruotsin kruunuun (aik. 5,30 SEK) osien summa laskelmamme ja riskitason muutoksia heijastellen
- Endominesin Q3 oli pettymys, sillä yhtiö ei saanut rikastetuotantoa käyntiin Fridayssa teknisten ongelmien takia
- Endominesin osien summa laskelmamme arvo on noussut lievästi, kun kullan hintaennusteiden nousu on paikannut lyhyen ajan volyyymiennusteiden laskua ja nettovelkaennusteiden nousua
- Osien summan -mallimme perusteella Endomines on oikein hinnoiteltu eivätkä suhteelliset arvostusmittarit indikoi osakkeessa olevan selvää nousuvaraa

Fridayssa ylösajo etenee kompuroiden

Endominesin Q3-numerot olivat odotuksiamme heikompia, mutta suurin pettymys raportissa oli edelleen tökkivä Fridayn rikastamon ylösajo. Osakkeessa on hinnoiteltu mallimme osien summan tasolle konsensuksen kulan hintaskenaariolla. Näin ollen toistamme Endominesin vähennä-suosituksemme ja tarkastamme tavoitehintamme 5,00 Ruotsin kruunuun (aik. 5,30 Ruotsin kruunua) osien summa -mallimme ja riskitason muutoksia heijastellen.

Fridaysta ei saatu tuotantoa ulos vielä Q3:lla rikastamon starttiongelmiä takia

Endomines kirjasi Q3:lle pienen liikevaihtohännän Pampalon aiemmasta tuotannosta. Sen sijaan ylösajovaiheessa olleen Fridayn kaivoksen osalta raportti tarjosi pettymyksen, kuten pelkäsimme. Endomines ei saanut rikastetuotantoa tai toimituksia Fridayssä käyntiin vielä Q3:lla rikastamon teknisten ongelmien takia. Louhinta sen sijaan on alkanut suunnitelmien mukaan ja yhtiöllä on varastossa nyt 5000 tonnia rikastettavaa malmia odottamassa rikastamon starttia. Positiivista oli, että testaustulokset malmin laadusta (ml. kultapitoisuus) ovat olleet odotusten mukaisia. Louhinnan operointi (pääomia sitoutui keskeneräiseen tuotantoon) ja tulovirtojen puute heijastuivat selvästi yhtiön kassavirtaan, joka oli Q3:lla noin 40 MSEK negatiivinen. Tämä, pienet investoinnit sekä jo tiedossa olleet maksut TVL Gold -järjestelystä (noin 30 MSEK) sekä H1:llä nostetun siltalainan takaisinmaksusta (noin 15 MSEK) rokottivat kassaa. Q3:n lopussa Endominesin kassa oli vain 62 MSEK, vaikka kvartaalin alussa läpi mennyt osakeanti toi yhtiölle 147 MSEK:n nettovarot. Akuuttia likviditeettiongelmaa uhkaa yhtiöllä ei ole, vaikka kassavirta pyörii väärin päin vielä Q4:llä. Liiketoiminnan kehittämiseen pitkällä tähtäimellä vaadittavien investointien (ml. malminetsintä ja tuotantolaitokset) takia rahoitusasiat (saatavuus ja hinta) tulevat osakkeen osalta polttopisteessä.

Tuotanto-ohjeistusta ei vielääkään saatu ja lisäsimme turvamarginaalia lähiaikojen tuotantoennusteisiimme

Endomines ei Q3-raportissa antanut uutta tuotanto-ohjeistusta kuluvalle vuodelle (edellisestä ohjeistuksesta luovuttiin elokuussa). Louhinnan Endomines odottaa saavansa täyteen vauhtiin Q4:n aikana, mutta rikastamon suhteen tilanne vaikutti vielä epäselvältä ongelmien ratkomisesta (ml. resurssien vahvistaminen) huolimatta. Yhtiö ei myöskään kertonut toimitusten alkaneen vielä. Leikkasimme loppuvuoden tuotantoennusteemme mataliksi ja lisäsimme turvamarginaalia myös alkuvuoteen. Muista kehitysprojekteista yhtiöllä ei sinänsä odotetusti ollut oleellista uutta kerrottavaa suhteessa osakeannin aikaan julkaistuihin suunnitelmiin.

Endomines on hinnoiteltu tällä hetkellä osien summan tasolle

Päivitimme Endominesin tavoitehintamme taustalla olleen osien summa -mallin raportin jälkeen. Mallin osakkeelle indikoimaa arvoa tukivat nousseet kulan lähiaikojen konsensusennusteet (2020e: kulan hinta 1533 USD/oz vs. spot 1470 USD/oz). Toisaalta markkinan myötätuulen luomaa tukea laimensivat osin lyhyen ajan tuotantoennusteiden lasku, diskonttauskorkojen lievä nousu (taustalla pitkien korkojen muutokset) ja vuoden lopun oikaistun nettovelan ennusteiden tarkastukset (taustalla mm. odotuksiamme voimakkaammin negatiivinen kassavirta H2:ltä). Yhtiön osakekurssi on nyt osien summan tasolla ja konsensuksen ennusteiden mukaisella kulan hintaskenaariolla pidämme siten osaketta pitkälti järkevästi hinnoiteltuna. Lisäksi lyhyen ajan tuotantotasoon, keskipitkän ajan rahoitusehtoihin sekä vahvan markkinatilanteen kestävyysliittävät riskit puoltavat myös yhä tiettyä varovaisuutta. Myöskään suhteellinen mineraalivarantopohjainen arvostus ei indikoi mielestämme olevan erityisen edullinen.

Analyytikot



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

Suositus ja tavoitehinta

Vähennä

(aik. Vähennä)



5,00 SEK

(aik. 5,30 SEK)

Osakekurssi: 5,08 SEK

Potentiaali: -1,6 %

Ohjeistus

(Ei ohjeistusta)

Endomines julkaisee päivitetyn tuotantoennusteen Fridayn kaivokselle, kun rikastamo on onnistuneesti otettu käyttöön ja tuotannon ylösajo saatu valmiiksi

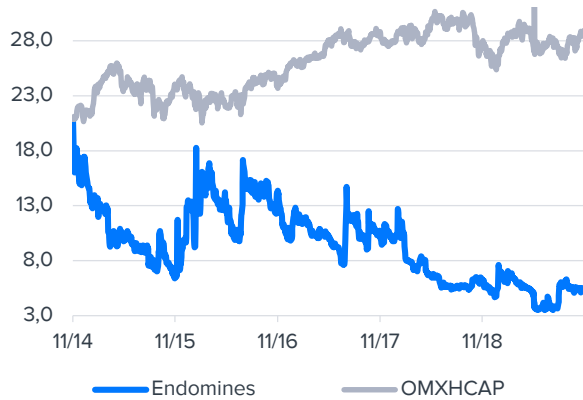
Avainluvut

	2018	2019e	2020e	2021e
Liikevaihto	104,0	20,1	113,4	189,1
kasvu-%	-14 %	-81 %	464 %	67 %
EBIT oik.	-48,5	-53,7	17,2	44,0
EBIT-% oik.	-46,6 %	-267,2 %	15,2 %	23,3 %
Nettotulos	-37,3	-63,9	-0,8	30,1
EPS (oik.)	-1,10	-1,11	-0,01	0,32

P/E (oik.)	neg.	neg.	neg.	15,7
P/B	0,8	1,3	1,0	0,8
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
EV/EBIT (oik.)	neg.	neg.	29,1	9,2
EV/EBITDA	neg.	neg.	10,1	5,0
EV/Liikevaihto	3,9	30,0	4,4	2,1

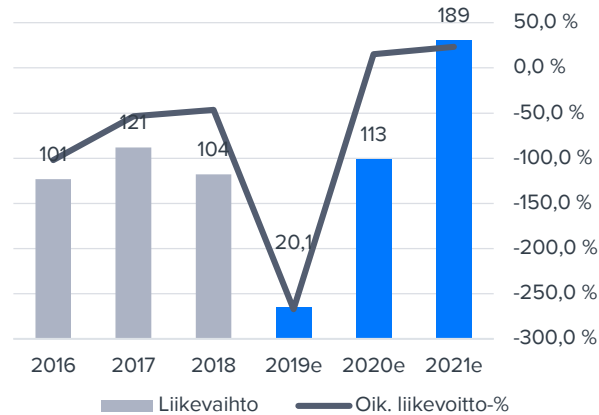
Lähde: Inderes

Osakekurssi



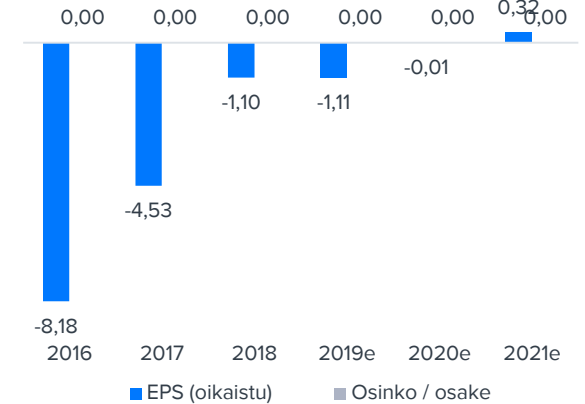
Lähde: Thomson Reuters

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



Arvoajurit

- USA:n projektisalkun vieminen kohti tuotantoa
- Uusien taloudellisesti hyödynnettävien malmivarojen löytäminen Suomesta tai USA:sta
- Kullan hinnan nousu
- Yritysjärjestelyt



Riskitekijät

- Kullan hinnan lasku
- Malminetsintäinvestointien epäonnistuminen / viivästyminen
- Geologia
- Pitkän aikavälin kasvurahoituksen ehdot ja hinta



Arvostus

- Yhtiö on hinnoiteltu konsensuksen kulan hintaskenaariolla osien summansa tasolle
- Mineraalivarantojen ja oman pääoman arvostus suhteessa verrokkeihin ei ole erityisen alhainen
- Tuotto-odotus ei saa tukeaa osingosta, mutta kultamarkkinan vahva tilanne tukee osaketta
- Riskitaso on lievästi koholla Fridayn rikastamon ylösajon viivistymisen ja negatiivisen kassavirran pitkittymisen takia

MCAP

406

MSEK

EV

603

MSEK

EV/EBITDA

10,1

2020e

P/B

1,0

2020e

Fridayssa ylösajo tökkii rikastamon haasteiden takia

Starttivaikkeudet heijastuivat myös kassaan

Endomines kirjasi Q3:lle pienen liikevaihtohännän aiemmasta Pampalon tuotannostaan. Yhtiöllä ei ollut yhtään kaivosta rikastetuotannossa kvartaalilla, kun Fridayn startti myöhästyi. Ennustimme jo pientä myyntiä Fridaystä Q3:lle, joten liikevaihdon kehitys alitti ennusteemme lievästi Q3:lla.

Endominesin tappio asettui käyttökatetasolla 12,9 MSEK:iin Q3:lla, mikä oli ennusteitamme ja positiivista vertailulukua syvempi taso. Tappion taustalla oli lähes olematon liikevaihto ja yhtiön juokseva kulurakenne. Kvartaalin aikana käynnissä olleen Fridayn louhinnan kuluja yhtiö aktivoi arviomme mukaan taseeseen. Tästä johtuen liiketoiminnan kassavirta oli Q3:lla noin 40 MSEK negatiivinen, kun pääomaa sitoutui Q3:lla arviomme mukaan etenkin varastoon. Investoinnit olivat noin 8 MSEK, mikä meni arviomme mukaan etenkin Fridayn kehitystyöhön ja Karjalan kultalinjalle.

Negatiivinen vapaa kassavirta sekä jo tiedossa olleet

maksut TVL Gold -järjestelystä (noin 30 MSEK) ja nostetun siltalainan takaisinmaksusta (noin 15 MSEK) rokkivat kassaa. Q3:n lopussa Endominesin kassa oli vain 62 MSEK, vaikka kvartaalin alussa läpi mennyt osakeanti toi yhtiölle 147 MSEK:n nettovarot. Akuuttia likviditeettiongelman uhkaa yhtiöllä ei ole, mutta liiketoiminnan kehittämiseen pitkällä tähtäimellä vaadittavien investointien (ml. malminetsintä ja tuotantolaitokset) takia rahoitusasiat (saatavuus ja hinta) tulevat pysymään yhtiön osalta polttopisteessä.

Fridayssä rikastamon ylösajon starttailu jatkuu

Endomines ei Q3-raportissa antanut uutta tuotanto-ohjeistusta kuluvalle vuodelle (edellisestä ohjeistuksesta luovuttiin elokuussa). Louhinnan Endomines odottaa saavansa täyteen vauhtiin Q4:n aikana, mutta rikastamon suhteen tilanne vaikutti vielä jokseenkin epäselvältä, eikä yhtiö kertonut toimitusten tai sisään tulevan kassavirran käynnistyneen vielä toistaiseksi. Fridayssä resursseja on kuitenkin vahvistettu kokeneilla kaivosalan

osaajilla eikä laitteita pitäisi olla rikki. Rikastamon ylösajossa tekniset haasteet eivät ole sinänsä poikkeuksellisia, mutta Endominesin tapauksessa viivästys korostuu (ei muita kaivoksia tuotannossa ja kevään viive patoalueen korjauksien takia). Näin ollen odotamme yhtiön saavan rikastamolta myytävää tuotetta ulos ja myynnin käyntiin vielä Q4:llä, mutta hyvään tuotantotasoon Q4:n aikana ei ole aineksia. Myös täyden kapasiteetin saavuttaminen jo Q1:llä on mielestämme viivästyksyet huomioiden jossain määrin epävarmaa, mutta Fridayn pitkän ajan potentiaaliin starttivaikkeudet eivät mielestämme ole vaikuttaneet.

Muista kehitysprojekteista yhtiöllä ei sinänsä odotetusti ollut uutta kerrottavaa. Arviomme mukaan Endomines teki Q3:lla muissa Idahon projekteissa kevyttä kehitystyötä, joten Rescuen ja Unityn tuotannon aloitusaikataulut vuosina 2021 ja 2022 ovat näkemyksemme mukaan vielä realistisia. Tämä vaatii kuitenkin kairausten onnistumista 2020 ja 2021.

Ennustetaulukko	Q3'18	Q3'19	Q3'19e	Q3'19e	Konsensus		Erotus (%)	2019e
MSEK / SEK	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Tot. vs. inderes	Inderes
Liikevaihto	24,3	1,6	7,0				-77 %	20,1
Käyttökate	0,6	-12,9	-8,5					-45,2
Liikevoitto	-11,2	-16,4	-9,0					-53,7
Liikevaihdon kasvu-%	-9,2 %	-93,4 %	-71,1 %					-80,7 %
Liikevoitto-% (oik.)	-46,1 %	-1032,4 %	-142,9 %				-889,5 %-yks.	-267,2 %

Lähde: Inderes

Osien summa nousi kullan hintaennusteiden ajamana lievästi

Osien summa mallin arvon on noussut lievästi

Endominesin arvonmäärityksemme taustalla on osien summa -malli, joka muodostuu yhtiön kaikkien projektien ja konsernikulujen arvioimistamme nykyarvoista sekä kuluvan vuoden lopun vaihtovelkakirjalainalla oikaistuista nettoveloista. Yhtiön malminetsintähankkeille antamamme arvot olemme pitäneet ennallaan. Idahon muulle omaisuudelle (sis. Rescue, Unity, Kimberly ja Deadwood) aiemmin antamamme arvo on myös mielestämme ollut järkevä suhteessa yhtiön osakeannin aikaan julkaisemien lisätietoihin (ml. tuotantopotentiali projektiaikataulut ja tuotannon käteiskulut) sekä kullan hintaennusteiden nousuun. Myös Karjalan kultalinjan omaisuudelle antamamme arvo on pysynyt ennallaan. Emme myöskään usko Endominesin harkitsevan vielä Pampalon kaivoksen avaamista uudelleen. Nykyisellä kullan hintatasolla 1500 USD/unssi syväjatkeinvestointi voisi olla

kannattava, mutta yhtiön rajallisten resurssien (kassa) ja projektin kilpailukykyyn liittyvän epävarmuuden takia investoinnin kanssa ei ole mielestämme kiire ja resurssit on mielestämme viisaampaa keskittää USA:han sekä malminetsintään Karjalan kultalinjalla.

Sen sijaan jo tunnistettua tuotantopotentialia (ts. luokiteltuja mineraalivarantoja) omaavien Friday ja Buffalo Gulch -projektien arvioita tuki kullan hinnan nousu. Mallimme pohjautuu kullan hinnan osalta Reutersin konsensuksen hintaennusteeseen, joka on noussut vuosien 2019-2020 osalta tuoreimmassa päivityksessä tasolle 1400-1533 USD/oz (kullan spot-hinta noin 1470 USD/oz). Tämä on johtunut arviomme mukaan viime vuosia korkeammalle tasolle kesän hintarallin jälkeen vakaantuneesta kullan spot-hinnasta, jota ovat tukeneet taas taloudellisen ja poliittisen epävarmuuden nousu sekä rahapolitiikan keventyminen. Myös pidemmällä tähtäimellä kullan

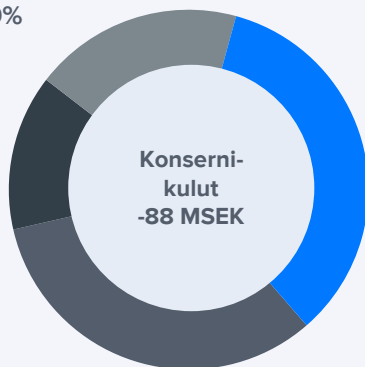
kysyntä/tarjonta-dynamiikka on mielestämme terve ja tukee vähintään vakaata hintakehitystä nykytasoilta.

Tarkastimme kuluvaan vuoden lopun oikaistun nettovelan ennusteitamme ylöspäin Fridayn tuotannon viivästymisen takia (ml. odotuksiamme voimakkaammin negatiivinen kassavirta Q3:ltä sekä edelleen väärään suuntaan ainakin Q4:llä pyörivä rahavirta). Rikastamon viivästymisen takia laskimme myös Fridayn Q4:n sekä myös H1'20:n tuotantoennusteitamme, kun taas diskonttauskorot nousivat marginaalisesti pitkien korkojen lievän elpymisen takia. Kokonaisuutena mallimme osakkeelle indikoima arvo nousi lopulta muutosten yhteisvaikutuksen takia noin 6 % hieman yli 5 kruunuun osakkeelta.

Tarkemmin olemme käyneet mallin logiikka läpi lokakuussa 2018 julkaistussa laajassa raportissamme, joka on luettavissa [täältä](#).

Karjalan kultalinjan
malminetsintä 19%

Buffalo Gulch
tuotanto 14%



Friday tuotanto 33%

Yritysarvo (EV) 496 MSEK

Oikaistu* nettovelka 2019e -25 MSEK

Osakekannan käypä arvo täysin laimennettuna*
471 MSEK, 5,08 SEK/osake

*Vaihtovelkakirjalaina käsitelty pakollisen konversion takia mallissa jo omana pääomana ja osakemäärässä on huomioitu konversiota tulevat uudet osakkeet

Osakekurssi on linjassa osien summan kanssa

Tuotto-odotus ei nouse riittävän hyväksi riskitasoon peilattuna

Endominesin osakekurssi on nyt osien summan tasolla, joten pidämme osaketta melko järkevästi hinnoiteltuna. Lyhyellä tähtäimellä Fridayn ylösajon etenemiseen ja ylösajon kulmakertoimeen edelleen liittyvä epävarmuus, keskipitkän ajan rahoitukseen liittyvä epävarmuus (etenkin rahoitusehdot) sekä lievästi viime aikoina kohonneet markkinariskit (kullan hintaennusteet yli nykyisten spot-tasojen) puoltavat yhä tiettyä varovaisuutta osakkeen suhteen. Näin ollen lyhyen ajan riskitaso on mielestämme koholla ja tietyiltä osin jopa lievässä nousussa.

Myöskään Endominesin osakkeen tase- tai mineraalivarapohjainen arvostus ei indikoi osakkeen olevan selvästi aliarvostettu (2019e: P/B 1,4x vs. verrokkiryhmä 1,3x, mineraalivarantopohjainen suhteellinen yliarvostus). Kokonaiskuva huomioiden jatkamme Endominesissa paremman tuotto/riski-profilin käyttämistä (ts. operaatioihin liittyvien riskien laskemista ja korkeampaa turvamarginaalia suhteessa osien summaan).

Kurssinousu vaatisi kullan hinnan nousun jatkumista ja/tai mineraalivarantoarvioiden päivitystä

Endominesin osakkeessa voisi olla mielestämme nousuvaraa, jos kullan hinta jatkaisi nousuaan ja/tai yhtiö pystyisi päivittämään mineraalivarantoarvioitaan positiivisemmaksi. Nämä eivät ole mahdottomia skenaarioita 12 kuukauden tähtäimellä, mutta todennäköisimpinä lopputulemina emme niitä pidä. Sen sijaan lyhyellä tähtäimellä potentiaalinen positiivinen uutisvirta Fridaystä (toimitusten aloittaminen) sen sijaan on ennusteidemme ”sisällä” eikä se mielestämme tulisi olla enää erityisen

positiivinen ajuri osakkeelle. Sen sijaan ensi vuoden tuotantoennusteen ylittäessä Fridayssä alun perin tavoitellun 9000 unssin vuosituotannon ja/tai kustannustason painuessa tasolla 600-900 USD/oz olevan käteiskustannushaarukan alempaan puoliskoon (2019e: käteiskustannus 900 USD/oz) osakkeessa voisi olla mielestämme nousuvaraa.

Arvostustaso	2019e	2020e	2021e
Osakekurssi	5,08	5,08	5,08
Osakemäärä, milj. kpl	57,7	86,7	92,8
Markkina-arvo	406	406	406
Yritysarvo (EV)	603	500	404
P/E (oik.)	neg.	neg.	15,7
P/E	neg.	neg.	15,7
P/Kassavirta	neg.	11,5	16,6
P/B	1,3	1,0	0,8
P/S	20,2	3,6	2,1
EV/Liikevaihto	30,0	4,4	2,1
EV/EBITDA (oik.)	neg.	10,1	5,0
EV/EBIT (oik.)	neg.	29,1	9,2
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %

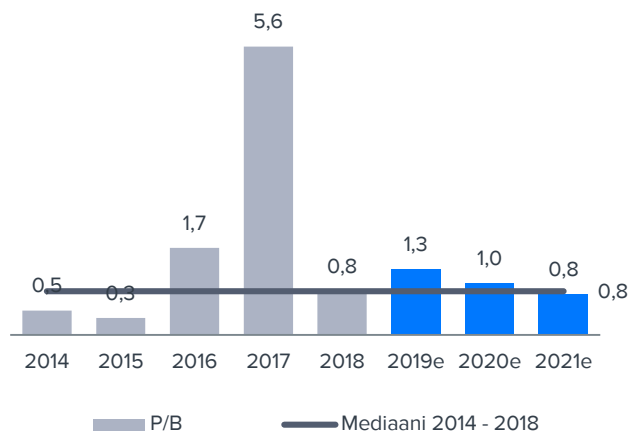
Lähde: Inderes

Arvostustaulukko ja verrokkiryhmän tasearvostus

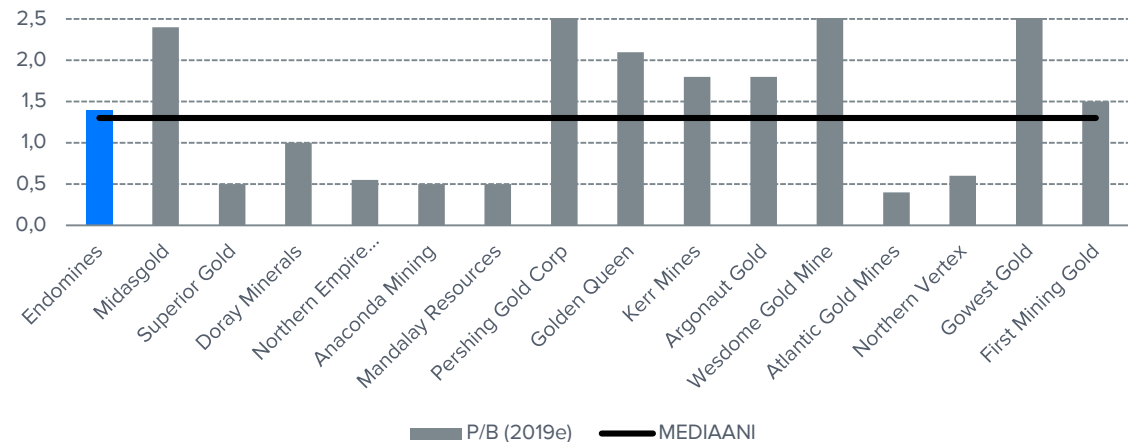
Arvostustaso	2014	2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e	2022e
Osakekurssi	9,78	3,60	12,6	16,5	5,96	5,08	5,08	5,08	5,08
Osakemäärä, milj. kpl	15,3	15,3	15,3	15,3	35,4	57,7	86,7	92,8	92,8
Markkina-arvo	149	55	192	252	211	406	406	406	406
Yritysarvo (EV)	100	118	246	320	405	603	500	404	421
P/E (oik.)	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	15,7	7,5
P/E	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	15,7	7,5
P/Kassavirta	neg.	neg.	neg.	neg.	6,4	neg.	11,5	16,6	neg.
P/B	0,5	0,3	1,7	5,6	0,8	1,3	1,0	0,8	0,7
P/S	0,9	0,5	1,9	2,1	2,0	20,2	3,6	2,1	1,5
EV/Liikevaihto	0,6	1,0	2,4	2,6	3,9	30,0	4,4	2,1	1,6
EV/EBITDA (oik.)	18,4	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	10,1	5,0	3,6
EV/EBIT (oik.)	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	29,1	9,2	5,6
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %

Lähde: Inderes

Endomines P/B



Verrokkiryhmän P/B



Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2017	Q1'18	Q2'18	Q3'18	Q4'18	2018	Q1'19	Q2'19	Q3'19	Q4'19e	2019e	2020e	2021e	2022e
Liikevaihto	121	29,4	42,1	24,3	8,3	104	2,1	1,4	1,6	15,0	20,1	113	189	264
Konserni	121	29,4	42,1	24,3	8,3	104	2,1	1,4	1,6	15,0	20,1	113	189	264
Käyttökate	-5,7	-8,5	8,5	0,6	-6,1	-5,5	-11,5	-9,3	-12,9	-11,5	-45,2	49,6	80,2	117
Poistot ja arvonalennukset	-59,1	-11,3	-11,7	-11,8	-8,1	-43,0	-1,8	0,3	-3,5	-3,5	-8,5	-32,5	-36,2	-41,2
Liikevoitto ilman kertaeriä	-64,8	-19,9	-3,2	-11,2	-14,2	-48,5	-13,3	-9,0	-16,4	-15,0	-53,7	17,2	44,0	75,8
Liikevoitto	-64,8	-19,9	-3,2	-11,2	-14,2	-48,5	-13,3	-9,0	-16,4	-15,0	-53,7	17,2	44,0	75,8
Konserni	-64,8	-19,9	-3,2	-11,2	-14,2	-48,5	-13,3	-9,0	-16,4	-15,0	-53,7	17,2	44,0	75,8
Nettorahoituskulut	-4,5	21,7	-2,1	-4,9	-3,8	11,0	0,3	-8,1	2,1	-4,5	-10,2	-18,0	-13,9	-2,1
Tulos ennen veroja	-69,2	1,9	-5,3	-16,0	-18,0	-37,5	-13,0	-17,1	-14,3	-19,5	-63,9	-0,8	30,1	73,7
Verot	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-11,1
Vähemmistöosuudet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	-69,2	1,9	-5,3	-16,0	-17,9	-37,3	-13,0	-17,1	-14,3	-19,5	-63,9	-0,8	30,1	62,6
EPS (oikaistu)	-4,53	0,05	-0,15	-0,45	-0,50	-1,05	-0,37	-0,48	-0,25	-0,34	-1,11	-0,01	0,32	0,68
EPS (raportoitu)	-4,53	0,05	-0,15	-0,45	-0,50	-1,05	-0,37	-0,48	-0,25	-0,34	-1,11	-0,01	0,32	0,68

Tunnusluvut	2017	Q1'18	Q2'18	Q3'18	Q4'18	2018	Q1'19	Q2'19	Q3'19	Q4'19e	2019e	2020e	2021e	2022e
Liikevaihdon kasvu-%	19,7 %	-12,2 %	24,2 %	-9,2 %	-69,2 %	-14,0 %	-92,9 %	-96,7 %	-93,4 %	81,2 %	-80,7 %	464,0 %	66,8 %	39,4 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	-37,2 %	82,5 %	-65,5 %	69,3 %	-62,7 %	-25,2 %	-33,1 %	179,6 %	46,9 %	5,9 %	10,8 %	-132,0 %	156,2 %	72,2 %
Käyttökate-%	-4,7 %	-29,1 %	20,3 %	2,5 %	-73,4 %	-5,3 %	-547,6 %	-657,2 %	-813,4 %	-76,7 %	-224,9 %	43,8 %	42,4 %	44,4 %
Oikaistu liikevoitto-%	-53,5 %	-67,7 %	-7,6 %	-46,1 %	-171,1 %	-46,6 %	-633,3 %	-637,2 %	-1032,4 %	-100,0 %	-267,2 %	15,2 %	23,3 %	28,7 %
Nettotulos-%	-57,2 %	6,3 %	-12,6 %	-66,1 %	-215,6 %	-35,9 %	-619,0 %	-1209,4 %	-902,4 %	-130,0 %	-317,9 %	-0,7 %	15,9 %	23,8 %

Lähde: Inderes

Tase

Vastaavaa	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Pysyvät vastaavat	130	476	518	518	537
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aineettomat hyödykkeet	63,1	355	365	374	383
Käyttöomaisuus	62,2	116	147	139	149
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset varat	5,2	5,4	5,4	5,4	5,4
Laskennalliset verosaamiset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vaihtuvat vastaavat	30,1	24,5	63,6	32,0	53,2
Vaihto-omaisuus	2,2	1,8	20,1	3,4	5,7
Muut lyhytaikaiset varat	2,5	0,8	0,3	0,3	0,3
Myyntisaamiset	9,6	3,0	3,0	17,0	28,4
Likvidit varat	15,8	18,9	40,2	11,3	18,9
Taseen loppusumma	161	501	582	550	590

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Oma pääoma	45,4	252	322	407	522
Osakepääoma	262	281	281	281	281
Kertyneet voittovarot	-566,1	-601,9	-665,8	-666,6	-636,5
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	349	572	707	792	877
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	83,6	180	242	117	29,5
Laskennalliset verovelat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Varaukset	7,7	9,0	9,0	9,0	9,0
Lainat rahoituslaitoksilta	75,9	2,4	52,0	14,0	12,0
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	169	172	85,4	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,0	0,0	8,6	8,6	8,6
Lyhytaikaiset velat	31,5	68,9	18,0	26,9	38,9
Lainat rahoituslaitoksilta	7,6	41,7	13,0	6,0	5,1
Lyhytaikaiset korottomat velat	19,0	25,6	3,4	19,3	32,1
Muut lyhytaikaiset velat	4,9	1,6	1,6	1,6	1,6
Taseen loppusumma	161	501	582	550	590

Yhteenveto

Tuloslaskelma	2016	2017	2018	2019e	2020e
Liikevaihto	101,1	121,0	104,0	20,1	113,4
Käyttökate	-9,2	-5,7	-5,5	-45,2	49,6
Liikevoitto	-103,1	-64,8	-48,5	-53,7	17,2
Voitto ennen veroja	-104,7	-69,2	-37,5	-63,9	-0,8
Nettovoitto	-125,0	-69,2	-37,3	-63,9	-0,8
Kertaluontoiset erät	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

Tase	2016	2017	2018	2019e	2020e
Taseen loppusumma	222,1	160,6	500,9	581,5	550,5
Oma pääoma	114,5	45,4	251,7	322,0	406,6
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettovelat	54,1	67,7	194,1	196,7	94,1

Kassavirta	2016	2017	2018	2019e	2020e
Käyttökate	-9,2	-5,7	-5,5	-45,2	49,6
Nettokäyttöpääoman muutos	-1,8	9,5	12,0	-40,0	18,6
Operatiivinen kassavirta	-12,1	3,8	6,6	-85,2	68,2
Investoinnit	-44,2	-18,6	-388,9	-50,0	-33,0
Vapaa kassavirta	-60,4	-9,2	32,9	-126,6	35,2

Suurimmat omistajat	%-osakkeista
Handelsbanked Finland standard client A/C	22,0 %
Nordea Bank ABP, Nordea Bank AB (publ)	14,2 %
Joensuu Kauppa ja Kone	10,5 %
Ålandsbanken AB W8IMY	2,7 %
Aktia Bank ABP	2,2 %

Lähde: Inderes

Osakekohtaiset luvut	2016	2017	2018	2019e	2020e
EPS (raportoitu)	-8,18	-4,53	-1,10	-1,11	-0,01
EPS (oikaistu)	-8,18	-4,53	-1,10	-1,11	-0,01
Operat. kassavirta / osake	-0,79	0,25	0,19	-1,48	0,79
Vapaa kassavirta / osake	-3,96	-0,60	0,93	-2,19	0,41
Omapääoma / osake	7,50	2,97	7,11	5,58	4,69
Osinko / osake	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00

Kasvu ja kannattavuus	2016	2017	2018	2019e	2020e
Liikevaihdon kasvu-%	-11 %	20 %	-14 %	-81 %	464 %
Käyttökateen kasvu-%	-85 %	-38 %	-3 %	722 %	-210 %
Liikevoiton oik. kasvu-%	-34 %	-37 %	-25 %	11 %	-132 %
EPS oik. kasvu-%	-24 %	-45 %	-76 %	0 %	-99 %
Käyttökate-%	-9,1 %	-4,7 %	-5,3 %	-224,9 %	43,8 %
Oik. Liikevoitto-%	-102,1 %	-53,5 %	-46,6 %	-267,2 %	15,2 %
Liikevoitto-%	-102,1 %	-53,5 %	-46,6 %	-267,2 %	15,2 %
ROE-%	-88,3 %	-86,6 %	-25,1 %	-22,3 %	-0,2 %
ROI-%	-44,5 %	-38,6 %	-16,3 %	-10,5 %	3,2 %
Omavaraisuusaste	51,6 %	28,3 %	50,2 %	55,4 %	73,9 %
Nettovelkaantumisaste	47,3 %	149,3 %	77,1 %	61,1 %	23,2 %

Arvostuskertoimet	2016	2017	2018	2019e	2020e
EV/Liikevaihto	2,4	2,6	3,9	30,0	4,4
EV/EBITDA (oik.)	neg.	neg.	neg.	neg.	10,1
EV/EBIT (oik.)	neg.	neg.	neg.	neg.	29,1
P/E (oik.)	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.
P/B	1,7	5,6	0,8	1,3	1,0
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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

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

Tuotetut raportit on tarkoitettu informatiiviseen käyttöön, joten raportteja ei tule käsittää tarjoukseksi tai kehotukseksi ostaa, myydä tai merkitä sijoitustuotteita. Asiakkaan tulee myös ymmärtää, että historiallinen kehitys ei ole tae tulevasta. Tehdessään päätöksiä sijoitustoimenpiteistä, asiakkaan tulee perustaa päätöksensä omaan tutkimukseensa, sekä arvioonsa sijoituskohteen arvoon vaikuttavista seikoista ja ottaa huomioon omat tavoitteensa, taloudellinen tilanteensa sekä tarvittaessa käytettävä neuvonantajia. Asiakas vastaa sijoituspäätöksensä tekemisestä ja niiden taloudellisesta tuloksesta. Inderesin tuottamia raportteja ei saa muokata, kopioida tai saattaa toisten saataville kokonaisuudessaan tai osissa ilman Inderesin kirjallista suostumusta. Mitään tämän raportin osaa tai raporttia kokonaisuudessaan ei saa missään muodossa luovuttaa, siirtää tai jakaa Yhdysvaltoihin, Kanadaan tai Japaniin tai mainittujen valtioiden kansalaisille. Myös muiden valtioiden lainsäädännössä voi olla tämän raportin tietojen jakeluun liittyviä rajoituksia ja henkilöiden, joita mainitut rajoitukset voivat koskea, tulee ottaa huomioon mainitut rajoitukset.

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen tämänhetkisen hinnan ja 12 kuukauden tavoitehintamme väliseen prosenttiero. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituskin myy, vähennä, lisää ja

osta. Inderesin sijoitus-suosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään neljä kertaa vuodessa yhtiöiden osavuositarkastusten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvion mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmääritysmenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF) ja lisäarvomalli (EVA), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmääritysmenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

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

Osta	>15 %
Lisää	5-15 %
Vähennä	-5-5 %
Myy	< -5 %

Inderesin tutkimusta laatineilla analyytikoilla tai Inderesin työntekijöillä ei voi olla 1) merkittävän taloudellisen edun ylittäviä omistuksia tai 2) yli 1 %:n omistusosuuksia missään tutkimuksen kohteena olevissa yhtiössä. Inderes Oy voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoittavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oy:n omistukset esitetään yksilöitynä mallisalkussa. Inderes Oy:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin laatineen analyytikon palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oy:llä ei ole investointipankkiliiketoimintaa.

Inderes tai sen yhteistyökumppanit, joiden asiakkuuksilla voi olla taloudellinen vaikutus Inderesiin, voivat liiketoiminnassaan pyrkiä toimeksiantosuhteisiin eri liikkeeseenlaskijoiden kanssa Inderesin tai sen yhteistyökumppanien tarjoamien palveluiden osalta. Inderes voi siten olla suorassa tai epäsuorassa sopimussuhteessa tutkimuksen kohteena olevaan liikkeeseenlaskijaan. Inderes voi yhdessä yhteistyökumppaneineen tarjota liikkeeseen laskijoille Corporate Broking -palveluita, joiden tavoitteena on parantaa yhtiön ja pääomamarkkinoiden välistä kommunikaatiota. Näitä palveluita ovat sijoittajatilaisuuksien ja -tapahtumien järjestäminen, sijoittajaviestintään liittyvä neuvonanto, sijoitustutkimusraporttien laatiminen.

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

Suositus-historia (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
9.10.2018	Vähennä	6,70 SEK	7,00 SEK
15.11.2018	Vähennä	6,35 SEK	6,24 SEK
15.2.2019	Vähennä	6,80 SEK	7,12 SEK
9.5.2019	Myy	5,00 SEK	5,74 SEK
13.5.2019	Vähennä	4,10 SEK	4,25 SEK
19.8.2019	Vähennä	5,30 SEK	5,60 SEK
8.11.2019	Vähennä	5,00 SEK	5,08 SEK



Inderes on kaikille osakesijoittajille avoin analyysipalvelu ja yhteisö. Toimintaamme ohjaavat viisi periaatetta: riippumattomuus, laadukas analyysi, intohimo osakemarkkinoita kohtaan, pääomamarkkinoiden avoimuuden parantaminen sekä toiminta yhteisönä yhteisen hyvän edistämiseksi. Tavoitteemme on vaikuttaa positiivisesti yhteiskuntaan edistämällä kotimaista omistajuutta ja kansankapitalismia.

Yhteisöömme kuuluvat sijoittajat oppivat tuntemaan kohdeyhtiöt paremmin, ymmärtävät omistajuuden merkityksen ja voivat kehittyä paremmiksi sijoittajiksi. Pörssiyhtiöille varmistamme, että yhtiöstä on jatkuvasti sijoittajien ja omistajien saatavilla laadukasta tietoa päätöksentekoon. Inderes-yhteisöön kuuluu yli 35 000 aktiivista sijoittajaa ja yli 100 kotimaista pörssiyhtiötä, jotka haluavat pitää omistajiensa tietotarpeista huolta. Palvelemme yhteisöämme yli 20 työntekijän tiimillä intohimosta osakesijoittamiseen.

Inderes Oy

Itämerentori 2
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

Palkittua analyysiä osoitteessa www.inderes.fi

Palkinnot



**STARMINE
ANALYST AWARDS
FROM REFINITIV**



**THOMSON REUTERS
ANALYST AWARDS
WINNER**



**2012, 2016, 2017, 2018,
2019**

Suositus- ja
ennustetarkkuus



2014, 2016, 2017, 2019

Suositustarkkuus



**2014, 2015, 2016, 2018,
2019**

Suositus- ja
ennustetarkkuus



2012, 2016, 2018, 2019

Suositustarkkuus



2015, 2018

Suositus- ja
ennustetarkkuus



2017, 2019

Suositustarkkuus



2017

Suositustarkkuus



2018

Ennustetarkkuus



2019

Suositustarkkuus

**Analyysi kuuluu
kaikille.**