

# Endomines

## Yhtiöpäivitys

1/9/2020

- Laskemme Endominesin tavoitehintamme 5,30 Ruotsin kruunun (aik. 6,35 SEK) ja toistamme yhtiön vähennäsuosituksemme
- Fridayssä tekniset haasteet ja koronapandemia ovat lyöneet kapuloita rattaisiin tuotannon nostovauhdin suhteen ja rahoitustilanne on erittäin kireä
- Osien summa malliimme muutokset olivat negatiivisia, kun riskitason nousu, tuotantoennusteiden lasku, kehitysvauhdin hidastuminen ja nettovelkaennusteiden kohoaminen ylittivät kullan hintaennusteiden nousun mallille antaman tuen
- Osake on hinnoiteltu noin osien summansa tasolle eikä valuaatio siten houkuttele kantamaan erittäin korkeita lyhyen ajan rahoitus- ja tuotantoriskejä

# Rahoituksen kanssa on ajaututtu nurkkaan

Endominesin H1-raportti oli pettymys, sillä tuotantotasot Fridayssä jäi alhaiseksi ja samalla yhtiö on ajautunut syvälle nurkkaan rahoituksensa kanssa. Osien summa-mallimme laskenutta arvoa heijastellen leikkaamme Endominesin tavoitehintamme 5,30 SEK (aik. 6,35 SEK). Osake on hinnoiteltu noin osien summansa tasolle, eikä arvostus siten houkuttelee sietämään erittäin korkeita lyhyen ajan rahoitus- ja tuotantoriskejä. Heinäkuussa julkaistu laaja raportti Endominesista on edelleen ajankohtainen ja luettavissa [täältä](#).

## H1:n tappio oli odotuksiamme suurempi eikä tuotanto-ohjeistusta saatu

Fridayssä Q2:n alussa startattu kaupallinen tuotanto lähti hitaasti käyntiin, kun rikastamon tekniset haasteet, koronapandemia (ml. rekrytoinnit ja varaosat) ja heikkolaatuisen malmin käyttö rajoittivat tuotantoa. Alhaisen volyymin (H1: kullin tuotanto 326 oz) takia liikevaihto oli H1:llä matalalla ja ennusteitamme selvästi alemmalla tasolla 10,5 MSEK:ssä. Alhaisen liikevaihdon ja ylösajovaiheen odotuksia suurempien kulujen takia yhtiön käyttökate putosi H1:llä 45 MSEK tappiolle (sis. tiedossa ollut -27 MSEK negatiivinen käyttökate Q1:ltä), joka alitti ennusteemme reippaasti. Heikkoa käyttökate heijastellen myös kassavirta oli raskaasti miinuksella ja Q2:n lopussa yhtiöllä oli kassassa vain 3 MSEK kvartaalin aikana kerätystä siltarahoituksesta huolimatta. Siten yhtiön rahoitustilanne on erittäin kireä ja nykykassalla sekä Fridayn tuotannon ylösajo että etenkin muiden projektien kehittäminen on mahdotonta. Neuvotteluissa olevasta lisärahoituksesta yhtiöllä ei ollut kerrottavaa raportissa.

## Tuotanto-ohjeistusta ei saatu, korona lyö kapuloita rattaisiin volyymien noston suhteen

Endomines ei odotustemme vastaisesti antanut H1-raportissa tuotanto-ohjeistusta tälle vuodelle. Koronapandemia vaikeuttaa yhä ylösajoa, minkä lisäksi prosessissa on myös tiettyjä tuotantoa rajoittavia pullonkauloja. Yhtiö arvioikin täyden tuotantokapasiteetin (arviolta 2000-2500 unssia/Q) olevan saavutettavissa Q4:n aikana, mutta arviomme mukaan tämä vaatisi rahoitustilanteen parantumista ja pandemian rajoitteiden helpottamista. Näkemyksemme mukaan Fridayn volyymin selvä nousu on edellytys yhtiön kassavirran käänteelle positiiviseksi ja arviomme mukaan tämä on kultamarkkinan vahvasta tilanteesta huolimatta mahdollista vasta ensi vuonna. Yksin pienehkön Fridayn kaivoksen kassavirta ei riitä yhtiön hyvin kunnianhimoisten suunnitelmien rahoittamiseen (mm. 100 000 kultaunssin tuotanto 18-24 kk:n tähtäimellä) vaan Endomines tarvitsee ehdottomasti kehitysohjelmansa toteutukseen myös ulkoista rahoitusta sekä lyhyellä aikavälillä että keskipitkällä tähtäimellä. Nyt Endominesin neuvotteluasema on huono suhteessa potentiaalsiin rahoittajiin, joiden löytäminen emme pidä kultamarkkinan vahvan tilanteen takia kuitenkaan täysin mahdottomana. Arviomme mukaan kaikissa rahoitusmalleissa pääoman hinta lienee yhtiölle ja sen nykyisille omistajille kuitenkin korkea.

## Osake hinnoiteltu osien summansa tasolle ja merkittävät lyhyen ajan riskit hydyttävät ostoinnon

Päivitimme Endominesin tavoitehintamme taustalla olevan osien summa-mallin raportin jälkeen. Mallin osakkeelle indikoimaa arvoa tukivat nousseet kullin lähiaikojen konsensusennusteet (H2'20e-2022e: kullin hinta 1840-1900 USD/oz vs. spot 1950 USD/oz). Diskonttauskorkoja nostimme kohonneen riskitason (rahoitus ja tuotanto) takia noin 1%-yksiköllä ja myös nettovelkaennusteisiin sekä lyhyen ajan tuotantovolyyymiennusteisiimme tekemämme muutokset olivat negatiivisia. Siten mallimme osakkeelle indikoima arvo laski vajaat 20 % noin 5,30 SEK:iin osakkeelta. Yhtiön osakekurssi on yhä osien summan tasolla, mikä ei houkuttelee kantamaan erittäin korkeita lyhyen ajan rahoitus- ja tuotantoriskejä, vaikka markkinatilanne onkin kultakaivosyhtiöille nyt historiallisen vahva.

## Analyytikot



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

## Suositus ja tavoitehintaa

### Vähennä

(aik. Vähennä)



### 5,30 SEK

(aik. 6,35 SEK)

Osakekurssi: 5,54 SEK

Potentiaali: -4,3 %

### Ohjeistus

Ei ohjeistusta

(Ei ohjeistusta)

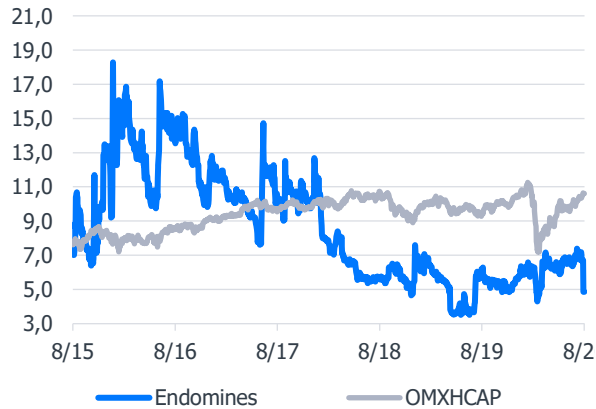
## Avainluvut

|                    | 2019  | 2020e    | 2021e  | 2022e  |
|--------------------|-------|----------|--------|--------|
| <b>Liikevaihto</b> | 6,0   | 52,0     | 182,4  | 432,5  |
| <b>kasvu-%</b>     | -94 % | 762 %    | 250 %  | 137 %  |
| <b>EBIT oik.</b>   | -52,5 | -85,9    | -3,1   | 94,4   |
| <b>EBIT-% oik.</b> | -     | -165,1 % | -1,7 % | 21,8 % |
| <b>Nettotulos</b>  | -76,7 | -97,5    | -23,0  | 69,5   |
| <b>EPS (oik.)</b>  | -1,09 | -0,76    | -0,18  | 0,54   |

|                       |       |       |       |       |
|-----------------------|-------|-------|-------|-------|
| <b>P/E (oik.)</b>     | neg.  | neg.  | neg.  | 10,2  |
| <b>P/B</b>            | 1,6   | 1,7   | 1,8   | 1,5   |
| <b>Osinkotuotto-%</b> | 0,0 % | 0,0 % | 0,0 % | 0,0 % |
| <b>EV/EBIT (oik.)</b> | neg.  | neg.  | neg.  | 10,1  |
| <b>EV/EBITDA</b>      | neg.  | neg.  | 20,5  | 5,9   |
| <b>EV/Liikevaihto</b> | >100  | 17,0  | 5,3   | 2,2   |

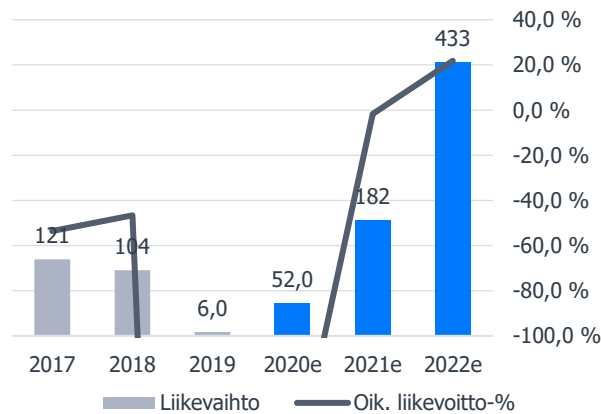
Lähde: Inderes

## Osakekurssi



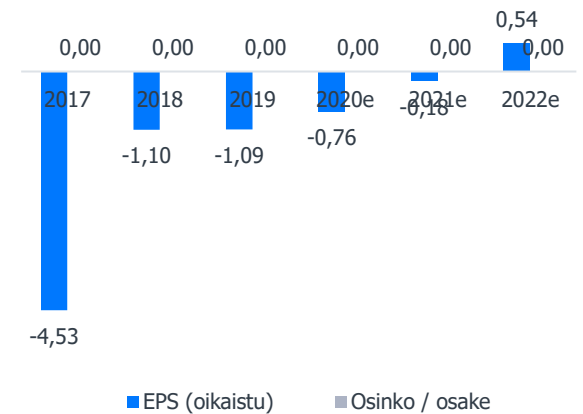
Lähde: Thomson Reuters

## 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 kullan hintaskenaariolla noin osien summansa tasolle
- Mineraalivarantojen ja oman pääoman arvostus suhteessa verrokkeihin ei ole erityisen alhainen
- Tuotto-odotus ei saa tukeaa osingosta
- Riskitaso on koholla Fridayn rikastamon ylösajon viivästymisen ja kireän kassatilanteen takia

MCAP

**707**

MSEK

EV

**884**

MSEK

EV/EBIT

**neg.**

2021e

P/E (oik.)

**neg.**

2021e

# Kompurointi Fridayssä jatkui teknisten ja koronasta johtuneiden syiden takia

## Kassavirta pyöri raskaasti väärään suuntaan

Endomines sai kaupallisen rikastetuotannon käyntiin Fridayssä H1:n puolivälissä, mutta vielä Q2:n lopussa kaivoksen tuotantovauhti oli rajusti täyden kapasiteettinsa alapuolella. H1:llä (ts. Q2:lla) Endominesin kulan tuotanto oli 326 unssia, mikä alitti moninkertaisesti ennusteemme. Tuotannossa oli haasteita etenkin rikastamolla, sillä syöttövolyyymi ja saanto jäivät mataliksi, minkä lisäksi yhtiö käytti ylösajon alkupuolella edelleen erittäin matalan kultaipitoisuuden malmia. Siten vertailukauden matalalta tasolta (H1'19:lla ei rikastetuotantoa) 10,5 MSEK:iin noussut H1:n liikevaihto alitti ennusteemme tuntuvasti.

Käyttökate Endominesilla oli H1:llä -45 MSEK. Tappioista noin puolet syntyi jo Q1:n puolella, mutta myös Q2:lla Fridayn oltua tuotannossa käyttökate oli selvästi tappiollinen ja ennusteitamme heikompi. Suurehkojen tappioiden taustalla oli etenkin alhainen liikevaihto ja ylösajokulut. Aiemmillä riveillä EPS oli odotuksiamme suurempien poistojen ja ennusteiden mukaisten rahoituskulujen takia -0,61 SEK pakkasella. Myös liiketoiminnan kassavirta oli H1:llä -60 MSEK eli kassavirta pyöri H1:llä (ja myös Q2:lla) rajusti väärään suuntaan tappiollisen tuloksen, maksettujen rahoituskulujen ja ylösajosta johtuneen käyttöpääoman sitoutumisen takia. Investointeja myös kertyi lähes 20 MSEK:llä H1:llä.

## Rahoitusratkaisusta ei ollut uutta kerrottavaa

Työn alla olevasta pitkän ajan rahoituksesta Endominesilla ei ollut vielä H1-raportissa uutta kerrottavaa, joskin yhtiö liputti sinänsä yllätyksettömästi, että käyttöpääomarahaus ei riitä seuraavalle 12 kuukaudelle (myös tilintarkastajan

lausunnossa huomautettiin asiasta). Raportti ei edelleenkään avannut yhtiön lyhyen ja keskipitkän ajan rahoitustarvetta, mutta Fridayn alhaisen tuotantotason takia rahoitustarpeet eivät ole ainakaan laskusuunnassa keskipitkällä aikavälillä. Lyhyellä aikavälillä kehityspanostusten siirto voi antaa hieman liikkumavaraa, mutta tämä nakertaa tietysti lähivuosien kasvun ja tulokertymän odotusarvoja. Jo lyhyellä aikavälillä eli lähikuukausina yhtiö tarvitsee rahaa ainakin sinänsä houkuttelevan ja vielä kesken olevan Transatlantic-järjestelyn loppuun saattamiseen (käteismaksuja jäljellä vielä 1,5 MUSD kaupan toteutumisen yhteydessä) sekä lokakuussa erääntyvän 30 MSEK:n siltalainakomponentin takaisinmaksuun. Myös Fridayn tuotantovauhdin parantaminen voi vaatia kassaa.

Näin ollen tilanne rahoituksen suhteen on hyvin akuutti jo lyhyellä aikavälillä, vaikka Endomines onkin ilmeisesti onnistunut selviämään heinäkuusta ja elokuusta Q2:n lopun ohuella kassalla, sillä uusista rahoitusjärjestelyistä ei ole tiedotettu kesän aikana. Tämä on toki voinut vaatia erityisjärjestelyitä eikä liian pienen pääoman varassa roikkuminen ole missään tapauksessa kestävä (ts. ei mahdollista arvoa luovaa kehitystyötä). Näin ollen vähintään siltarahoituksen lisääminen lähiviikkoina on minimivaatimus.

Yhtiön julkaisema potentiaalinen mahdollisuus yltää vain 18-24 kuukauden päästä jopa 100 000 unssin kultatuotantoon (liikevaihto olisi 1500-2000 MSEK nykyisillä kulan hinnoilla) on erittäin kunnianhimoinen ja tämän tuotantotason saavuttaminen vaatii Endominesin mittakaavassa merkittäviä pääomia laiteinvestointeihin, ylläpitoinvestointeihin ja malminetsintään. Nämä investoinnit ajoittuisivat luonnollisesti useammalle vuodelle 2020-luvun

puoliväliin asti, mutta luonnollisesti yhtiön tilanne helpottuisi, jos Endomines pystyisi keräämään lähiaikoina siltarahoituksen sijaan kestävämmän ja pitkäaikaisemman rahoituspaketin. Todennäköisesti sekä omaa että vierasta pääomaa vaativan kasvurahoituksen saatavuus ja hinta ovat mielestämme yksi yhtiön keskeisiä riskejä. Luonnollisesti myös yhtiön neuvotteluasema on erittäin heikko nyt, kun kassavirta on negatiivinen, kassa on lähes tyhjä ja rahoitustarve on akuutti.

## Kuluvan vuoden tuotanto-ohjeistusta ei saatu

Endomines ei odotustemme vastaisesti antanut H1-raportissa tuotanto-ohjeistusta kuluvalla vuodelle. Koronapandemia vaikeuttaa edelleen ylösajoa (mm. rekrytoinnit ja varaosien saatavuus), minkä lisäksi prosessissa on myös tiettyjä tuotantoa rajoittavia pullonkauloja. Yhtiön kommentoikin täyden tuotantokapasiteetin (arviolta noin 2000-2500 unssia/Q) olevan mahdollista saavuttaa Q4:n aikana, mutta arviomme mukaan tämä vaatii rahoitus-tilanteen parantumista ja pandemian rajoitteiden helpottamista ja näihin molempiin tekijöihin liittyvät epävarmuudet ovat korkealla. Arviomme mukaan Fridayn volyymin selvä nousu olisi edellytys yhtiön kassavirran käänteelle positiiviseksi ja näkemyksemme mukaan tämä on kultamarkkinan vahvasta tilanteesta huolimatta mahdollista vasta ensi vuonna. Siten tilanne on yhtiölle varsin hankala.

# Tappio oli odotuksiamme suurempi alhaisen liikevaihdon takia

| Ennustetaulukko      | H1'19    | H1'20      | H1'20e  | H1'20e    | Konsensus |      | Erotus (%)       | 2020e   |
|----------------------|----------|------------|---------|-----------|-----------|------|------------------|---------|
|                      | Vertailu | Toteutunut | Inderes | Konsensus | Alin      | Ylin | Tot. vs. inderes | Inderes |
| Liikevaihto          | 3,5      | 10,5       | 27,2    |           |           |      | -61 %            | 52,0    |
| Käyttökate           | -20,8    | -45,3      | -30,0   |           |           |      |                  | -55,3   |
| Liikevoitto          | -22,3    | -56,9      | -37,4   |           |           |      |                  | -85,9   |
| Tulos ennen veroja   | -30,1    | -68,1      | -64,5   |           |           |      |                  | -97,6   |
| EPS (raportoitu)     | -0,85    | -0,61      | -0,57   |           |           |      |                  | -0,76   |
|                      |          |            |         |           |           |      |                  |         |
| Liikevaihdon kasvu-% | -95 %    | 200,3 %    | 676 %   |           |           |      |                  | 762 %   |
| Liikevoitto-% (oik.) | -635 %   |            | -138 %  |           |           |      |                  | -165 %  |

Lähde: Inderes

# Osien summa putosi, vaikka kullan hintaennusteet nousivat jälleen

## Useiden parametrien negatiiviset muutokset laskivat osien summaa

Endominesin arvonmäärityksemme taustalla on osien summa-malli, joka muodostuu yhtiön kaikkien projektien ja konsernikulujen arvioimistamme nykyarvoista sekä nettovelosta. Yhtiön USA:n malminetsintähankkeille antamiamme arvoja laskimme kullan hinnan noususta huolimatta vajaat 10 %, sillä arvioimme yhtiön kehitysvauhdin hidastuvan rahoitusrajoitteiden takia. Suomen portfolioille antamamme arvon pidimme ennallaan, sillä yhtiö väläytteli H1-raportissa mahdollisuutta Pampalon tuotannon käynnistämiseen nykyisillä korkeilla kullan hinnoilla. Arviomme mukaan investointi voisi olla kannattava ja tuoda kassavirtaa Endominesille ensi vuoden puolella (Pampalossa on valmis infra tuotannon varsin pikaiseen aloittamiseen), mutta tämänkin hankkeen rahoitus on toki täysin auki ja siten koko investoinnin toteutuminen on epävarmaa.

Jo tunnistettua tuotantopotentiaalia (ts. luokiteltuja

mineraalivarantoja) omaavien Friday ja Buffalo Gulch -projektien arvoja tuki kullan hinnan nousu. Mallimme pohjautuu kullan hinnan osalta Bloombergin konsensuksen kullan hintaennusteeseen, joka on noussut vuosien H2'20-2022 osalta tuoreimmassa päivityksessä tasolle 1840-1900 USD/oz (aik. 1670-1760 USD/oz). Tämä on johtunut arviomme mukaan kullan spot-hinnan rallista, minkä taustalla ovat taas taloudellisen ja poliittisen epävarmuuden nousu sekä keskuspankkien ultrakevyt rahapolitiikka ja dollarin heikkous (nämä tekijät ovat ruokkineet sijoittajakysyntää). Näin ollen markkinatilanne on nyt yhtiön kannalta äärimmäisen suotuista eikä markkinan vahvistuminen edelleen ole lainkaan poissuljettu tilanne. Vahvan markkinan suoraksi hyödyntämiseksi Endominesin pitäisi saada Fridayn tuotantoa nostettua vauhdilla ja rahoitusneuvotteluja eteenpäin eikä kehitys ole ollut näillä rintamilla toistaiseksi erityisen rohkaisevaa.

Toisaalta leikkasimme ennusteitamme Fridayn lyhyen

ajan tuotantomäärästä ja nostimme tuotantokustannusten ennusteitamme (johtuen osin tuotantomäärän laskusta). Myös vuoden 2020 lopun nettovelkaennusteemme nousivat laskeneiden kassavirtaennusteiden takia, vaikka siirsimme mallissamme joitakin investointeja ajallisesti eteenpäin vuosille 2021-2022. Diskonttaus korkoja nostimme noin 1%-yksiköllä kohonneiden lyhyen ajan rahoitus- ja tuotantoriskien takia. Myös jo Transatlantic-järjestelyssä liikkeelle laskettavien osakkeiden määrän arviomme nousi yhtiön pörssikurssin viime aikojen laskun takia, mikä rokkoi mallin osakekohtaista arvoa lievästi.

Kokonaisuutena mallimme osakkeelle indikoima arvo laski lopulta muutosten yhteisvaikutuksen takia vajaat 20 % noin 5,30 kruunuun osakkeelta. Tarkemmin olemme käyneet mallin logiikka läpi heinäkuussa 2020 julkaistussa laajassa raportissamme, joka on luettavissa [täältä](#).

Karjalan kultalinjan  
malminetsintä 12%

Idaho muu  
omaisuus 25%

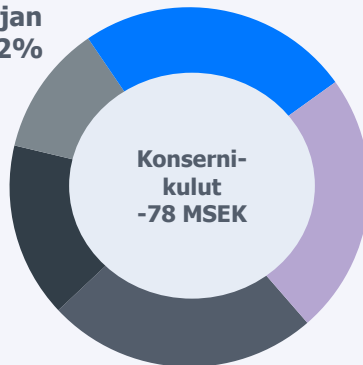
Yritysarvo (EV) 857 MSEK

Nettovelka vuoden 2020 lopussa -176 MSEK

Osakekannan käypä arvo täysin laimennettuna\*  
681 MSEK, 5,33 SEK/osake

\*Osakemäärässä on huomioitu Transatlantic-kaupan osakemäärää nostava vaikutus Indresin arvion mukaisesti (arvio tarkentuu kaupan toteutumisen yhteydessä, mutta osakkeen kokonaiskuvan kannalta toteuman ja ennusteet välinen ero on todennäköisesti vähäinen)

Buffalo Gulch  
tuotanto 16%



Fridayn tuotanto 24%

# Riskien vastineeksi tarvittaisiin pullea tuotto-odotus

## Tuotto-odotus jää epätydyttäväksi arvostukseen ja riskitasoon peilattuna

Endominesin osakekurssi on nyt osien summan tasolla, joten emme pidä osakkeen hinnoittelua alhaisena tai tuotto-odotusta hyvänä. Lyhyellä aikavälillä rahoitukseen liittyvä erittäin korkea epävarmuus (etenkin rahoitusehdot) ei myöskään puolla riskinottoa tässä vaiheessa, vaikka markkinatilanne kultamarkkinalla onkin nyt väkivahva.

## Odotamme yhtiön saavan rahoitusta, mutta hinta voi olla kova

Arviomme mukaan yhtiön ensisijainen rahoitusvaihtoehto on omaa ja vierasta pääomaa yhtiöön sijoittava ulkoinen sijoittaja, jollaisen löytäminen voi olla kultamarkkinan erittäin suotuisan tilanteen takia mahdollista, vaikka Endomines onkin vaikeassa taloudellisessa asemassa tällä hetkellä (rajannee potentiaalisten sijoittajien joukkoa). Ulkoisiin rahoittajiin nähden heikon neuvotteluaseman takia pääoman hinta on kuitenkin Endominesille luultavasti korkea (ts. karkeasti velkarahoituksen korot kaksinumeroisia ja uusien osakkeiden liikkeellelaskuhinta > 15 % nykyisen pörssikurssin alapuolella). Toissijainen vaihtoehto on arviomme mukaan merkintäoikeusanti, joka luultavasti toisi mukanaan tuntuvan (ts. kymmenissä prosenteissa mitattavan) laimennuksen nykyisille omistajille, jotka eivät haluaisi tai voisi sijoittaa yhtiöön lisää rahaa.

Yhtiöllä on kuitenkin joitakin suuria omistajia, joten arviomme Endominesin pystyvän keräämään tavalla tai toisella ainakin lyhyen ajan tarpeet kattavaa rahoitusta, mutta pääoman hinnan osalta riskit ovat suuret kaikissa skenaarioissa. Näiden riskien kantamisen vastineeksi tuotto-odotuksen pitäisi olla

nyt huomattava, mikä tilanne ei mielestämme yhtiön nykyinen kurssitaso ja osien summa huomioiden mielestämme ole tällä hetkellä. Pitkän ajan potentiaalista kuvaa antava indikaatiivinen DCF-mallimme) on nyt melko selvästi osakekurssin yläpuolella, mutta yksin tähän mittariin on korkeiden epävarmuuksien ja monien projektien vähäisten tietojen takia vaikea nojata. Mallissa on myös diskontattu historiallisista varannoista kertyvää tuotantoa, mikä ei kestä täysin kriittistä tarkastelua.

## Myöskään suhteelliset mittarit eivät indikoi osakkeen olevan huomattavan edullinen

Myöskään Endominesin osakkeen tase- tai mineraalivarapohjainen arvostus ei indikoi osakkeen olevan selvästi aliarvostettu (2020e: P/B 1,7x vs. ydinverrokkiryhmä 1,4x vs. laaja verrokkiryhmä 2,0x, mineraalivarantopohjainen suhteellinen yliarvostus). Kokonaiskuva huomioiden jatkamme Endominesissa paremman tuotto/riski-profiilin kyttäämistä (ts. operaatioihin ja rahoitukseen liittyvien riskien laskemista tai houkuttelevampaa hinnoittelua suhteessa osien summaan).

Endominesin osakkeessa voisi olla mielestämme nousuvaraa, jos kullan hinta asettuisi pysyvästi vähintäänkin nykyiselle tai nykyistä korkeammalle tasolle ja/tai yhtiö pystyisi päivittämään mineraalivarantoarvioitaan positiivisemmaksi. Nämä eivät ole mahdollisia skenaarioita 12 kuukauden tähtäimellä, mutta todennäköisimpinä lopputulemina emme niitä pidä. Lisäksi rahoitustilanne pitäisi saada ratkaistua ainakin lyhyellä ja myös keskipitkällä tähtäimellä, jotta riskitaso pysyisi kurissa ja mahdollistaisi sijoituksen yhtiöön myös ”normaalimmalla” tuotto-odotuksella.

| Arvostustaso          | 2020e | 2021e | 2022e |
|-----------------------|-------|-------|-------|
| Osakekurssi           | 5,54  | 5,54  | 5,54  |
| Osakemäärä, milj. kpl | 127,7 | 127,7 | 127,7 |
| Markkina-arvo         | 707   | 707   | 707   |
| Yritysarvo (EV)       | 884   | 973   | 949   |
| P/E (oik.)            | neg.  | neg.  | 10,2  |
| P/E                   | neg.  | neg.  | 10,2  |
| P/Kassavirta          | neg.  | neg.  | 14,7  |
| P/B                   | 1,7   | 1,8   | 1,5   |
| P/S                   | 13,6  | 3,9   | 1,6   |
| EV/Liikevaihto        | 17,0  | 5,3   | 2,2   |
| EV/EBITDA (oik.)      | neg.  | 20,5  | 5,9   |
| EV/EBIT (oik.)        | neg.  | neg.  | 10,1  |
| Osinko/tulos (%)      | 0,0 % | 0,0 % | 0,0 % |
| Osinkotuotto-%        | 0,0 % | 0,0 % | 0,0 % |

Lähde: Inderes

# Arvostustaulukko

| Arvostustaso          | 2015  | 2016  | 2017  | 2018  | 2019  | 2020e | 2021e | 2022e | 2023e |
|-----------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Osakekurssi           | 3,60  | 12,6  | 16,5  | 5,96  | 5,64  | 5,54  | 5,54  | 5,54  | 5,54  |
| Osakemäärä, milj. kpl | 15,3  | 15,3  | 15,3  | 35,4  | 70,1  | 127,7 | 127,7 | 127,7 | 127,7 |
| Markkina-arvo         | 55    | 192   | 252   | 211   | 545   | 707   | 707   | 707   | 707   |
| Yritysarvo (EV)       | 118   | 246   | 320   | 405   | 751   | 884   | 973   | 949   | 778   |
| P/E (oik.)            | neg.  | neg.  | neg.  | neg.  | neg.  | neg.  | neg.  | 10,2  | 5,3   |
| P/E                   | neg.  | neg.  | neg.  | neg.  | neg.  | neg.  | neg.  | 10,2  | 5,3   |
| P/Kassavirta          | neg.  | neg.  | neg.  | 6,4   | neg.  | neg.  | neg.  | 14,7  | 3,7   |
| P/B                   | 0,3   | 1,7   | 5,6   | 0,8   | 1,6   | 1,7   | 1,8   | 1,5   | 1,2   |
| P/S                   | 0,5   | 1,9   | 2,1   | 2,0   | 90,3  | 13,6  | 3,9   | 1,6   | 1,1   |
| EV/Liikevaihto        | 1,0   | 2,4   | 2,6   | 3,9   | >100  | 17,0  | 5,3   | 2,2   | 1,2   |
| EV/EBITDA (oik.)      | neg.  | neg.  | neg.  | neg.  | neg.  | neg.  | 20,5  | 5,9   | 2,8   |
| EV/EBIT (oik.)        | neg.  | neg.  | neg.  | neg.  | neg.  | neg.  | neg.  | 10,1  | 4,5   |
| 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



# Verrokkiryhmän arvostus

| Verrokkiryhmän arvostus       | Osakekurssi | Markkina-arvo | Yritysarvo | EV/EBIT       |                | EV/EBITDA     |              | EV/Liikevaihto |              | P/E           |               | Osinkotuotto-% |               | P/B         |
|-------------------------------|-------------|---------------|------------|---------------|----------------|---------------|--------------|----------------|--------------|---------------|---------------|----------------|---------------|-------------|
| Yhtiö                         |             | MEUR          | MEUR       | 2020e         | 2021e          | 2020e         | 2021e        | 2020e          | 2021e        | 2020e         | 2021e         | 2020e          | 2021e         | 2020e       |
| Westgold Resources            | 2,13        | 554           | 492        | 14,2          | 5,9            | 4,5           | 3,1          | 1,6            | 1,2          | 21,7          | 8,9           |                |               | 1,7         |
| Hocschild Mining              | 240,60      | 1371          | 1481       | 10,3          | 4,6            | 5,7           | 2,9          | 2,7            | 1,7          | 31,2          | 8,7           | 0,4            | 0,9           | 2,2         |
| Eldorado Gold                 | 14,88       | 1659          | 1843       | 6,3           | 5,5            | 3,7           | 3,5          | 2,0            | 2,1          | 11,1          | 14,1          |                |               | 0,5         |
| New Gold                      | 2,11        | 913           | 1251       | 55,7          | 3,5            | 5,4           | 2,0          | 2,1            | 1,1          |               | 9,1           |                |               | 1,3         |
| Coeur Mining                  | 8,35        | 1710          | 1943       | 20,6          | 6,0            | 8,9           | 5,1          | 3,0            | 2,4          | 49,8          | 16,7          |                |               |             |
| Argonaut Gold                 | 2,69        | 500           | 451        | 5,5           | 2,6            | 3,2           | 1,1          | 1,2            | 0,5          | 8,7           | 5,0           |                |               | 0,8         |
| Centerra Gold                 | 17,00       | 3204          | 3030       | 6,7           | 2,5            | 4,1           | 2,1          | 1,9            | 1,1          | 10,1          | 6,4           | 1,1            | 1,3           | 1,6         |
| <b>Endomines (Inderes)</b>    | <b>5,54</b> | <b>707</b>    | <b>884</b> | <b>-10,3</b>  | <b>-315,4</b>  | <b>-16,0</b>  | <b>20,5</b>  | <b>17,0</b>    | <b>5,3</b>   | <b>-7,3</b>   | <b>-30,8</b>  | <b>0,0</b>     | <b>0,0</b>    | <b>1,7</b>  |
| <b>Keskiarvo</b>              |             |               |            | <b>17,1</b>   | <b>4,4</b>     | <b>5,1</b>    | <b>2,8</b>   | <b>2,1</b>     | <b>1,4</b>   | <b>22,1</b>   | <b>10,2</b>   | <b>0,8</b>     | <b>1,1</b>    | <b>1,4</b>  |
| <b>Mediaani</b>               |             |               |            | <b>10,3</b>   | <b>4,6</b>     | <b>4,5</b>    | <b>2,9</b>   | <b>2,0</b>     | <b>1,2</b>   | <b>16,4</b>   | <b>9,0</b>    | <b>0,8</b>     | <b>1,1</b>    | <b>1,4</b>  |
| <b>Erotus-% vrt. mediaani</b> |             |               |            | <b>-200 %</b> | <b>-6942 %</b> | <b>-455 %</b> | <b>608 %</b> | <b>766 %</b>   | <b>360 %</b> | <b>-144 %</b> | <b>-442 %</b> | <b>-100 %</b>  | <b>-100 %</b> | <b>22 %</b> |

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

# Tuloslaskelma

| Tuloslaskelma                      | H1'18        | H2'18        | 2018         | H1'19        | H2'19        | 2019         | H1'20        | H2'20e       | 2020e        | 2021e        | 2022e       | 2023e       |
|------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-------------|-------------|
| <b>Liikevaihto</b>                 | <b>71,5</b>  | <b>32,5</b>  | <b>104</b>   | <b>3,5</b>   | <b>2,5</b>   | <b>6,0</b>   | <b>10,5</b>  | <b>41,5</b>  | <b>52,0</b>  | <b>182</b>   | <b>433</b>  | <b>669</b>  |
| Konserni                           | 71,5         | 32,5         | 104          | 3,5          | 2,5          | 6,0          | 10,5         | 41,5         | 52,0         | 182          | 433         | 669         |
| <b>Käyttökate</b>                  | <b>0,0</b>   | <b>-5,5</b>  | <b>-5,5</b>  | <b>-20,8</b> | <b>-28,1</b> | <b>-48,8</b> | <b>-45,3</b> | <b>-10,0</b> | <b>-55,3</b> | <b>47,4</b>  | <b>161</b>  | <b>274</b>  |
| Poistot ja arvonalennukset         | -23,1        | -19,9        | -43,0        | -1,5         | -2,1         | -3,6         | -11,7        | -19,0        | -30,7        | -50,4        | -66,3       | -99,2       |
| <b>Liikevoitto ilman kertaeriä</b> | <b>-23,1</b> | <b>-25,3</b> | <b>-48,5</b> | <b>-22,3</b> | <b>-30,2</b> | <b>-52,5</b> | <b>-56,9</b> | <b>-29,0</b> | <b>-85,9</b> | <b>-3,1</b>  | <b>94,4</b> | <b>174</b>  |
| <b>Liikevoitto</b>                 | <b>-23,1</b> | <b>-25,3</b> | <b>-48,5</b> | <b>-22,3</b> | <b>-30,2</b> | <b>-52,5</b> | <b>-56,9</b> | <b>-29,0</b> | <b>-85,9</b> | <b>-3,1</b>  | <b>94,4</b> | <b>174</b>  |
| Konserni                           | -23,1        | -25,3        | -48,5        | -22,3        | -30,2        | -52,5        | -56,9        | -29,0        | -85,9        | -3,1         | 94,4        | 174         |
| Nettorahoituskulut                 | 19,6         | -8,7         | 11,0         | -7,8         | -16,5        | -24,3        | -11,2        | -0,5         | -11,7        | -19,9        | -24,9       | -24,9       |
| <b>Tulos ennen veroja</b>          | <b>-3,5</b>  | <b>-34,0</b> | <b>-37,5</b> | <b>-30,1</b> | <b>-46,7</b> | <b>-76,8</b> | <b>-68,1</b> | <b>-29,5</b> | <b>-97,6</b> | <b>-23,0</b> | <b>69,5</b> | <b>150</b>  |
| Verot                              | 0,0          | 0,1          | 0,1          | 0,0          | 0,1          | 0,1          | 0,2          | 0,0          | 0,2          | 0,0          | 0,0         | -15,0       |
| Vähemmistöosuudet                  | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0         | 0,0         |
| <b>Nettotulos</b>                  | <b>-3,5</b>  | <b>-33,9</b> | <b>-37,3</b> | <b>-30,1</b> | <b>-46,6</b> | <b>-76,7</b> | <b>-68,0</b> | <b>-29,5</b> | <b>-97,5</b> | <b>-23,0</b> | <b>69,5</b> | <b>135</b>  |
| <b>EPS (oikaistu)</b>              | <b>-0,10</b> | <b>-0,96</b> | <b>-1,05</b> | <b>-0,85</b> | <b>-0,67</b> | <b>-1,09</b> | <b>-0,53</b> | <b>-0,23</b> | <b>-0,76</b> | <b>-0,18</b> | <b>0,54</b> | <b>1,05</b> |
| <b>EPS (raportoitu)</b>            | <b>-0,10</b> | <b>-0,96</b> | <b>-1,05</b> | <b>-0,85</b> | <b>-0,67</b> | <b>-1,09</b> | <b>-0,53</b> | <b>-0,23</b> | <b>-0,76</b> | <b>-0,18</b> | <b>0,54</b> | <b>1,05</b> |

| Tunnusluvut                          | H1'18   | H2'18    | 2018    | H1'19    | H2'19   | 2019     | H1'20    | H2'20e   | 2020e    | 2021e   | 2022e     | 2023e  |
|--------------------------------------|---------|----------|---------|----------|---------|----------|----------|----------|----------|---------|-----------|--------|
| <b>Liikevaihdon kasvu-%</b>          | 6,1 %   | -39,3 %  | -14,0 % | -95,1 %  | -92,2 % | -94,2 %  | 200,3 %  | 1542,3 % | 762,1 %  | 250,4 % | 137,2 %   | 54,6 % |
| <b>Oikaistun liikevoiton kasvu-%</b> | 14,4 %  | -43,1 %  | -25,2 % | -3,6 %   | 19,2 %  | 8,3 %    | 155,5 %  | -4,0 %   | 63,7 %   | -96,4 % | -3161,1 % | 84,8 % |
| <b>Käyttökate-%</b>                  | 0,0 %   | -16,8 %  | -5,3 %  | -591,7 % | -1111 % | -809,0 % | -429,5 % | -24,1 %  | -106,2 % | 26,0 %  | 37,1 %    | 40,9 % |
| <b>Oikaistu liikevoitto-%</b>        | -32,3 % | -77,9 %  | -46,6 % | -634,9 % | -1195 % | -869,5 % | -540,0 % | -69,9 %  | -165,1 % | -1,7 %  | 21,8 %    | 26,1 % |
| <b>Nettotulos-%</b>                  | -4,8 %  | -104,1 % | -35,9 % | -856,2 % | -1846 % | -1270 %  | -644,7 % | -71,1 %  | -187,3 % | -12,6 % | 16,1 %    | 20,1 % |

Lähde: Inderes

# Tase

| Vastaavaa                      | 2018        | 2019        | 2020e       | 2021e       | 2022e      |
|--------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|------------|
| <b>Pysyvät vastaavat</b>       | <b>476</b>  | <b>573</b>  | <b>612</b>  | <b>676</b>  | <b>720</b> |
| Liikearvo                      | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0        |
| Aineettomat hyödykkeet         | 355         | 371         | 391         | 400         | 408        |
| Käyttöomaisuus                 | 116         | 196         | 215         | 271         | 307        |
| 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       | 5,4         | 5,5         | 5,4         | 5,4         | 5,4        |
| Laskennalliset verosaamiset    | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0        |
| <b>Vaihtuvat vastaavat</b>     | <b>24,5</b> | <b>17,1</b> | <b>20,0</b> | <b>60,4</b> | <b>121</b> |
| Vaihto-omaisuus                | 1,8         | 0,0         | 1,6         | 5,5         | 13,0       |
| Muut lyhytaikaiset varat       | 0,8         | 0,6         | 0,3         | 0,3         | 0,3        |
| Myyntisaamiset                 | 3,0         | 0,8         | 7,8         | 27,4        | 64,9       |
| Likvidit varat                 | 18,9        | 15,7        | 10,4        | 27,4        | 43,3       |
| <b>Taseen loppusumma</b>       | <b>501</b>  | <b>590</b>  | <b>632</b>  | <b>737</b>  | <b>841</b> |

Lähde: Inderes

| Vastattavaa                    | 2018        | 2019        | 2020e       | 2021e      | 2022e      |
|--------------------------------|-------------|-------------|-------------|------------|------------|
| <b>Oma pääoma</b>              | <b>252</b>  | <b>336</b>  | <b>414</b>  | <b>391</b> | <b>460</b> |
| Osakepääoma                    | 281         | 241         | 241         | 241        | 241        |
| Kertyneet voittovarot          | -601,9      | -678,8      | -776,3      | -799,3     | -729,8     |
| 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                 | 572         | 774         | 950         | 950        | 950        |
| Vähemmistöosuus                | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0        | 0,0        |
| <b>Pitkäaikaiset velat</b>     | <b>180</b>  | <b>232</b>  | <b>142</b>  | <b>216</b> | <b>211</b> |
| Laskennalliset verovelat       | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0        | 0,0        |
| Varaukset                      | 9,0         | 12,7        | 12,7        | 12,7       | 12,7       |
| Lainat rahoituslaitoksilta     | 2,4         | 43,7        | 130         | 204        | 199        |
| Vaihtovelkakirjalainat         | 169         | 175         | 0,0         | 0,0        | 0,0        |
| Muut pitkäaikaiset velat       | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0        | 0,0        |
| <b>Lyhytaikaiset velat</b>     | <b>68,9</b> | <b>21,9</b> | <b>75,5</b> | <b>129</b> | <b>170</b> |
| Lainat rahoituslaitoksilta     | 41,7        | 2,5         | 57,0        | 88,8       | 86,6       |
| Lyhytaikaiset korottomat velat | 25,6        | 9,9         | 8,8         | 31,0       | 73,5       |
| Muut lyhytaikaiset velat       | 1,6         | 9,6         | 9,6         | 9,6        | 9,6        |
| <b>Taseen loppusumma</b>       | <b>501</b>  | <b>590</b>  | <b>632</b>  | <b>737</b> | <b>841</b> |

# Konsernin indikatiivinen DCF-laskelma

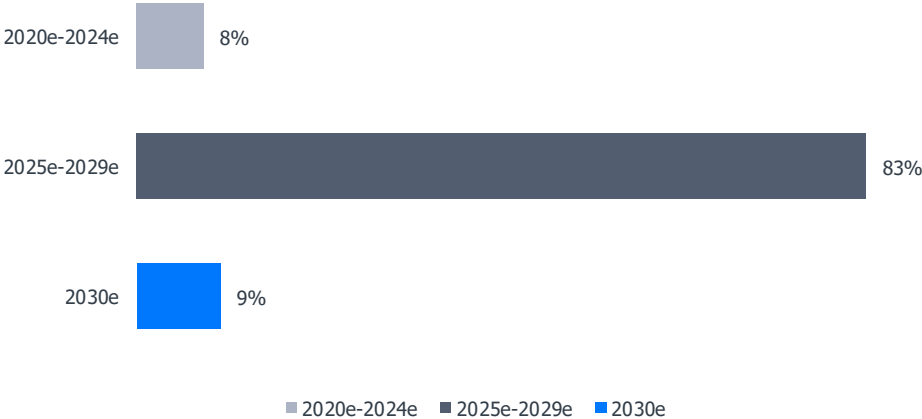
| DCF-laskelma                            | 2019   | 2020e  | 2021e  | 2022e  | 2023e | 2024e  | 2025e | 2026e  | 2027e | 2028e | 2029e | 2030e |
|-----------------------------------------|--------|--------|--------|--------|-------|--------|-------|--------|-------|-------|-------|-------|
| Liikevoitto                             | -52,5  | -85,9  | -3,1   | 94,4   | 174   | 310    | 486   | 559    | 480   | 463   | 446   |       |
| + Kokonaispoistot                       | 3,6    | 30,7   | 50,4   | 66,3   | 99,2  | 101    | 119   | 117    | 115   | 108   | 90,8  |       |
| - Maksetut verot                        | 0,1    | 0,2    | 0,0    | 0,0    | -15,0 | -60,6  | -96,8 | -111,5 | -95,6 | -92,2 | -88,8 |       |
| - verot rahoituskuluista                | 0,0    | 0,0    | 0,0    | 0,0    | -2,5  | -1,3   | -0,5  | -0,4   | -0,4  | -0,4  | -0,4  |       |
| + verot rahoitustuotoista               | 0,0    | 0,0    | 0,0    | 0,0    | 0,0   | 0,0    | 0,0   | 0,0    | 0,0   | 0,0   | 0,0   |       |
| - Käyttöpääoman muutokset               | -3,6   | -9,3   | -1,3   | -2,5   | -2,4  | -1,6   | -3,8  | -0,5   | 1,7   | 0,4   | 0,6   |       |
| Operatiivinen kassavirta                | -52,3  | -64,4  | 46,1   | 158    | 254   | 347    | 504   | 564    | 500   | 479   | 448   |       |
| + Korottomien pitkä aik. velk. lis.     | 3,7    | 0,0    | 0,0    | 0,0    | 0,0   | 0,0    | 0,0   | 0,0    | 0,0   | 0,0   | 0,0   |       |
| - Bruttoninvestoinnit                   | -99,7  | -69,9  | -115,0 | -110,0 | -60,0 | -150,0 | -30,0 | -40,0  | -40,0 | -30,0 | -30,0 |       |
| Vapaa operatiivinen kassavirta          | -148,4 | -134,3 | -68,9  | 48,1   | 194   | 197    | 474   | 524    | 460   | 449   | 418   |       |
| +/- Muut                                | 0,0    | 0,0    | 0,0    | 0,0    | 0,0   | 0,0    | 0,0   | 0,0    | 0,0   | 0,0   | 0,0   |       |
| Vapaa kassavirta                        | -148,4 | -134,3 | -68,9  | 48,1   | 194   | 197    | 474   | 524    | 460   | 449   | 418   | 0,0   |
| Diskontattu vapaa kassavirta            |        | -128,1 | -57,1  | 34,6   | 121   | 107    | 223   | 214    | 163   | 138   | 112   | 97,2  |
| Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta |        | 1122   | 1250   | 1307   | 1272  | 1151   | 1044  | 821    | 607   | 443   | 305   | 193   |
| Velaton arvo DCF                        |        | 1122   |        |        |       |        |       |        |       |       |       |       |
| - Korolliset velat                      |        | -221,5 |        |        |       |        |       |        |       |       |       |       |
| + Rahavarat                             |        | 15,7   |        |        |       |        |       |        |       |       |       |       |
| -Vähemmistöosuus                        |        | 0,0    |        |        |       |        |       |        |       |       |       |       |
| -Osinko/pääomapalautus                  |        | 0,0    |        |        |       |        |       |        |       |       |       |       |
| Oman pääoman arvo DCF                   |        | 916    |        |        |       |        |       |        |       |       |       |       |
| Oman pääoman arvo DCF per osake         |        | 7,2    |        |        |       |        |       |        |       |       |       |       |

## Pääoman kustannus (wacc)

|                                     |         |
|-------------------------------------|---------|
| Vero-% (WACC)                       | 21,0 %  |
| Tavoiteltu velkaantumistaso D/(D+E) | 10,0 %  |
| Vieraan pääoman kustannus           | 8,0 %   |
| Yrityksen Beta                      | 1,50    |
| Markkinoiden riski-premio           | 10,00 % |
| Likviditeettipremio                 | 1,00 %  |
| Riskitön korko                      | 0,2 %   |
| Oman pääoman kustannus              | 16,2 %  |
| Pääoman keskim. kustannus (WACC)    | 15,2 %  |

Lähde: Inderes

## Rahavirran jakauma jaksoittain



# Yhteenveto

| Tuloslaskelma        | 2017  | 2018  | 2019  | 2020e | 2021e |
|----------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Liikevaihto          | 121,0 | 104,0 | 6,0   | 52,0  | 182,4 |
| Käyttökate           | -5,7  | -5,5  | -48,8 | -55,3 | 47,4  |
| Liikevoitto          | -64,8 | -48,5 | -52,5 | -85,9 | -3,1  |
| Voitto ennen veroja  | -69,2 | -37,5 | -76,8 | -97,6 | -23,0 |
| Nettovoitto          | -69,2 | -37,3 | -76,7 | -97,5 | -23,0 |
| Kertaluontoiset erät | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   |

| Tase              | 2017  | 2018  | 2019  | 2020e | 2021e |
|-------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Taseen loppusumma | 160,6 | 500,9 | 589,6 | 631,8 | 736,8 |
| Oma pääoma        | 45,4  | 251,7 | 336,0 | 413,9 | 390,9 |
| Liikearvo         | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   |
| Nettovelat        | 67,7  | 194,1 | 205,8 | 176,4 | 265,2 |

| Kassavirta                | 2017  | 2018   | 2019   | 2020e  | 2021e  |
|---------------------------|-------|--------|--------|--------|--------|
| Käyttökate                | -5,7  | -5,5   | -48,8  | -55,3  | 47,4   |
| Nettokäyttöpääoman muutos | 9,5   | 12,0   | -3,6   | -9,3   | -1,3   |
| Operatiivinen kassavirta  | 3,8   | 6,6    | -52,3  | -64,4  | 46,1   |
| Investoinnit              | -18,6 | -388,9 | -99,7  | -69,9  | -115,0 |
| Vapaa kassavirta          | -9,2  | 32,9   | -148,4 | -134,3 | -68,9  |

| Suurimmat omistajat       | %osakkeista |
|---------------------------|-------------|
| TVL Gold 1 LLC            | 28,4 %      |
| Joensuu Kauppa ja Kone Oy | 9,3 %       |
| Mariatorp Oy              | 5,9 %       |
| Wipunen Varainhallinta Oy | 5,8 %       |
| Petri Suokas              | 1,3 %       |

Lähde: Inderes

| Osakekohtaiset luvut       | 2017  | 2018  | 2019  | 2020e | 2021e |
|----------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| EPS (raportoitu)           | -4,53 | -1,10 | -1,09 | -0,76 | -0,18 |
| EPS (oikaistu)             | -4,53 | -1,10 | -1,09 | -0,76 | -0,18 |
| Operat. kassavirta / osake | 0,25  | 0,19  | -0,75 | -0,50 | 0,36  |
| Vapaa kassavirta / osake   | -0,60 | 0,93  | -2,12 | -1,05 | -0,54 |
| Omapääoma / osake          | 2,97  | 7,11  | 4,79  | 3,24  | 3,06  |
| Osinko / osake             | 0,00  | 0,00  | 0,00  | 0,00  | 0,00  |

| Kasvu ja kannattavuus    | 2017    | 2018    | 2019     | 2020e    | 2021e  |
|--------------------------|---------|---------|----------|----------|--------|
| Liikevaihdon kasvu-%     | 20 %    | -14 %   | -94 %    | 762 %    | 250 %  |
| Käyttökateen kasvu-%     | -38 %   | -3 %    | 789 %    | 13 %     | -186 % |
| Liikevoiton oik. kasvu-% | -37 %   | -25 %   | 8 %      | 64 %     | -96 %  |
| EPS oik. kasvu-%         | -45 %   | -76 %   | -1 %     | -30 %    | -76 %  |
| Käyttökate-%             | -4,7 %  | -5,3 %  | -809,0 % | -106,2 % | 26,0 % |
| Oik. Liikevoitto-%       | -53,5 % | -46,6 % | -869,5 % | -165,1 % | -1,7 % |
| Liikevoitto-%            | -53,5 % | -46,6 % | -869,5 % | -165,1 % | -1,7 % |
| ROE-%                    | -86,6 % | -25,1 % | -26,1 %  | -26,0 %  | -5,7 % |
| ROI-%                    | -38,6 % | -16,3 % | -10,2 %  | -14,8 %  | -0,5 % |
| Omavaraisuusaste         | 28,3 %  | 50,2 %  | 57,0 %   | 65,5 %   | 53,1 % |
| Nettovelkaantumisaste    | 149,3 % | 77,1 %  | 61,2 %   | 42,6 %   | 67,8 % |

| Arvostuskertoimet | 2017  | 2018  | 2019  | 2020e | 2021e |
|-------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| EV/Liikevaihto    | 2,6   | 3,9   | >100  | 17,0  | 5,3   |
| EV/EBITDA (oik.)  | neg.  | neg.  | neg.  | neg.  | 20,5  |
| EV/EBIT (oik.)    | neg.  | neg.  | neg.  | neg.  | neg.  |
| P/E (oik.)        | neg.  | neg.  | neg.  | neg.  | neg.  |
| P/B               | 5,6   | 0,8   | 1,6   | 1,7   | 1,8   |
| 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 suosituksen myy, vähennä, lisää ja

osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään neljä kertaa vuodessa yhtiöiden osavuositarkastusten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvion mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia 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 laatiineilla analytikoilla tai Inderesin työntekijöillä ei voi olla 1) merkittävän taloudellisen edun ylittäviä omistuksia tai 2) yli 1 %:n omistusosuuksia missään tutkimuksen kohteena olevissa yhtiössä. Inderes Oy voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoittavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oy:n omistukset esitetään yksilöitynä mallisalkussa. Inderes Oy:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin laatieneen 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    |
| 26.11.2019 | Myy      | 4,15 SEK | 4,80 SEK    |
| 14.2.2020  | Myy      | 5,10 SEK | 6,50 SEK    |
| 17.3.2020  | Vähennä  | 4,60 SEK | 4,30 SEK    |
| 15.5.2020  | Vähennä  | 5,80 SEK | 6,20 SEK    |
| 29.6.2020  | Vähennä  | 6,66 SEK | 6,35 SEK    |
| 1.9.2020   | Vähennä  | 5,54 SEK | 5,30 SEK    |



Inderes on alusta, joka yhdistää pörssiyhtiöt ja sijoittajat. Tuotamme laadukasta analyysia ja sisältöä yli 60 000 aktiiviselle Inderes-yhteisön jäsenelle.

Me uskomme, että avoin tieto on jokaisen sijoittajan perusoikeus. Takaamme sijoittajille vapaan pääsyn palkitun analyysin, näkemyksellisten videosisältöjen ja interaktiivisen yhteisön pariin. Yhteisömme tukee jäseniensä kasvua paremmiksi sijoittajiksi.

Pörssiyhtiöille varmistamme, että yhtiöstä on jatkuvasti sijoittajien ja omistajien saatavilla laadukasta tietoa päätöksentekoon, ja että sijoittajilta kerätty tieto on yhtiöiden hyödynnettävissä.

Jo yli 100 suomalaista pörssiyhtiötä haluaa palvella omistajiaan ja sijoittajia kauttamme hyödyntämällä tarjoamiamme yhtiöseurantapalveluita, datapohjaisia sijoittajaviestinnän palveluita, sisältötuotantoa ja konsultointia.

### Inderes Oy

Itämerentori 2  
00180 Helsinki  
+358 10 219 4690

**Palkittua analyysiä osoitteessa [www.inderes.fi](http://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.**