

Endomines

Laaja raportti

17.1.2022 8:15



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



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

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde
res.

Valoa kohti

Toistamme Endominessin tavoitehintamme 2,50 Ruotsin kruunua ja vähennä-suosituksemme. Endomines on saanut vietyä useiden hankalien vuosien jälkeen moniprojektisalkkunsu ensimmäiset hankkeet lähelle tuotantoa, mikä antaa yhtiölle lisää vapausasteita salkun muiden lupaavien projektien edistämiseen lähivuosien aikana. Odotamme Endominessin liikevaihdon ponnistavan lähivuosina selvään kasvuun, mutta osien summa -mallimme ja muiden arvostusmittarien perusteella osake on edelleen hyvin korkeisiin riskeihinsä nähden täyteen hinnoiteltu.

Endomines on kullan etsimiseen ja tuottamiseen keskittynyt kasvuyhtiö

Endomines on kultaan keskittynyt kaivosyhtiö, joka tavoittelee esiintymiensä kehittämistä kannattaviksi kaivoksiksi. Vuosina 2018-2020 yhtiö on muodostanut yritys- ja vuokrajärjestelyillä 10 kultakaivoshanketta sisältävän projektisalkun. Pidämme portfolioa lupaavana, sillä etenkin USA:n kaivosten kultapitoisuusarviot ovat korkeahkoja. Vastaavasti tuotannon käteiskuluarviot ovat kultakaivosten globaaliin kulukäyrään peilattuna arviomme mukaan kilpailukykyisiä ja etenkin nykyisellä korkealla kullan hinnalla projektien pitäisi olla erittäin kannattavia. Nykyportfolion lisäksi yhtiön pitkän ajan strategiaan kuuluvat yrityskaupat. Arvioimme Endominessin keskittyvän kuitenkin lähivuosina nykyportfolioonsa, jonka kehittämisessä yhteistyöjärjestelyt eivät kuitenkaan ole poissuljettuja. Pidämme strategian kulmakiviä järkevinä, mutta läpinäkyvyys kehityshankkeiden tuotto-odotuksiin ja omistaja-arvoa luovien yritysjärjestelyiden potentiaaliin on kroonisesti heikko. Siten Endomines on korkean riskiprofiiliin sijoituskohde, joka vaatii sijoittajilta erittäin vahvaa luottamusta johdon kykyyn allokoida pääomia oikeisiin kohteisiin ja onnistua operatiivisesti kaivosten ylösajoissa sekä kohtuuhintaisen rahoituksen saamisessa. Kahdessa jälkimmäisessä kategoriassa yhtiöllä on ollut viime vuosina mittavia haasteita, mikä on johtanut Friday-kaivoksen tuotannon startin myöhästymiseen ja useisiin kalliisiin rahoitusjärjestelyihin. Riskien realisoitumisen takia myös Endominessin osakekurssin kehitys on ollut omistajien kannalta murheellista viime vuosina.

Painopiste siirtyy Fridayn ja Pampalon ylösajojen jälkeen nykysalkun kehittämiseen

Endominesilla on omistamissaan hankkeissa 1,3 miljoonan unssit kultamineraalivarannot, jotka koostuvat pääosin historiallisista varannoista ja nykypäivän standardien mukaan luokiteltuja mitattuja ja osoitettuja mineraalivarantoja yhtiöllä on noin 0,3 Moz. Tänä vuonna yhtiön painopiste on Fridayn ja Pampalon kaivosten ylösajoissa ja kassavirran kääntymisen jälkeen odotamme yhtiön jatkavan nykyisen projektisalkkunsu kehitystyötä asteittain. Asteittainen kaivosten ylösajo vaatii näkemyksemme mukaan yhtiöltä yhä tuntevia investointeja malminetsintään, laitteisiin, kaivosinfroihiin ja käyttöpääomaan (ml. ylösajopuskurit). Arviomme mukaan yhtiö tarvitsee uutta ulkoista pääomaa kehitystyön edistämiseen, mutta sen lyhyen ajan rahoitustilanne on jo sovittujen järjestelyiden puitteessa tyydyttävä. Mielestämme rahoitus- ja tuotantoriskit ovat yhtiön pääriskejä kullan hinnan ja geologian ohella.

Riskikorjattu tuottopotentiali ei nouse riittävän korkeaksi tällä hetkellä

Endominessin tavoitehintamme taustalla on yhtiön projektien osien summa -laskelma, joka on pysynyt lähes ennallaan ja asettuu nyt noin osakekurssin tasolle. Mielestämme osakkeen arvosta yli puolet kohdistuu korkean riskiprofiiliin kehityshankkeille ja historiallisille varannoille, kun toinen osa muodostuu Friday-, Pampalo Buffalo Gulch -projektien kassavirroista. Myöskään Endominessin mineraalivarantojen arvostus suhteessa muihin kaivosyhtiöihin tai konsernin indikaatiivinen DCF-malli eivät indikoi osakkeen olevan selvästi väärin hinnoiteltu. Siten kyttäämme Endominesissa vielä parempaa tuotto/riski-suhdetta.

Suositus

Vähennä

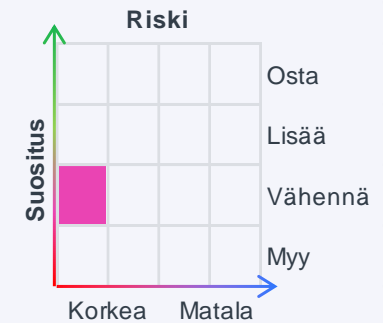
(aik. Vähennä)

2,50 SEK

(aik. 2,50 SEK)

Osakekurssi:

2,75 SEK



Avainluvut

	2020	2021e	2022e	2023e
Liikevaihto	13,1	15,0	196,1	167,1
kasvu-%	117 %	15 %	1206 %	-15 %
EBIT oik.	-184,7	-170,5	-40,7	9,8
EBIT-% oik.	-	-1135,5 %	-20,7 %	5,9 %
Nettotos	-196,9	-215,8	-61,2	-10,1
EPS (oik.)	-1,50	-0,96	-0,27	-0,04

P/E (oik.)	neg.	neg.	neg.	neg.
P/B	1,1	1,7	2,1	1,8
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
EV/EBIT (oik.)	neg.	neg.	neg.	86,2
EV/EBITDA	neg.	neg.	>100	17,8
EV/Liikevaihto	42,8	52,0	4,3	5,1

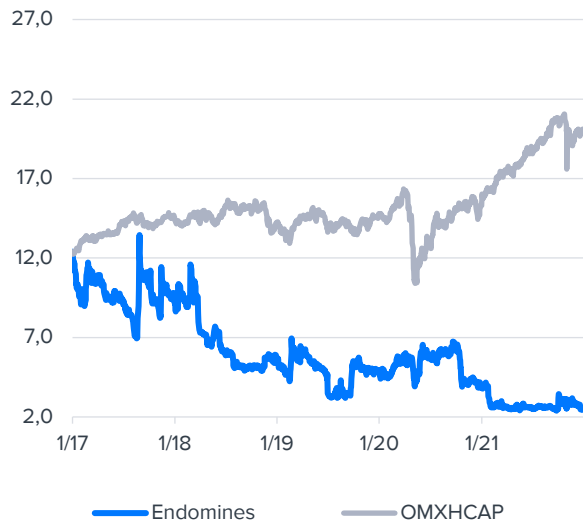
Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

Yhtiö odottaa loppuvuoden kullantuotannon olevan noin 1200 unssia. Lisäksi yhtiö odottaa saavuttavansa täyden tuotantokapasiteetin (7800-9000 oz) Fridayssa Q4'21:n aikana (aik. Q4'21-Q1'22) ja aloittavansa kullantuotannon Pampalossa Q1'22 (aik. Q2'22) aikana (täysi tuotantokapasiteetti 10 000-11 500 oz).

Osakekurssi



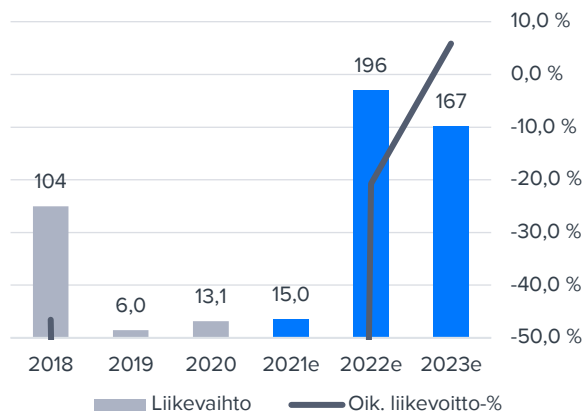
Lähde: Thomson Reuters



Arvoajurit

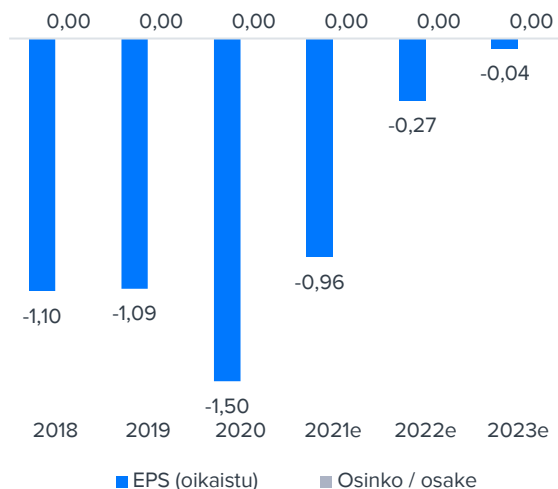
- USA:n projektisalkun vieminen kohti tuotantoa
- Uusien taloudellisesti hyödynnettävien malmivarojen löytäminen Suomesta tai USA:sta
- Kullan hinnan nousu
- Yritysjärjestelyt

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



Riskitekijät

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

Arvostustaso	2021e	2022e	2023e
Osakekurssi	2,73	2,73	2,73
Osakemäärä, milj. kpl	225,8	225,8	225,8
Markkina-arvo	616	616	616
Yritysarvo (EV)	776	848	844
P/E (oik.)	neg.	neg.	neg.
P/E	neg.	neg.	neg.
P/Kassavirta	neg.	neg.	neg.
P/B	1,7	2,1	1,8
P/S	41,1	3,1	3,7
EV/Liikevaihto	51,7	4,3	5,1
EV/EBITDA (oik.)	neg.	>100	17,7
EV/EBIT (oik.)	neg.	neg.	85,7
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %

Lähde: Inderes

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus, liiketoimintamalli ja strategia	5-10
Sijoitusprofiili	11-14
Idahon projektiportfolio	15-17
Montanan projektiportfolio	18
Suomen projektiportfolio	19-21
Taloudellinen tilanne ja investoinnit	22-24
Markkinat ja kilpailukenttä	25-32
Ennusteet	33-38
Arvonmääritys ja suositus	39-46
Taulukot	47-50
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	50

Endomines lyhyesti

Endomines on kullan tuotantoon ja etsimiseen keskittynyt juniorikaivosyhtiö, jolla on useista esiintymistä USA:ssa ja Suomessa koostuva portfolio.

2005

Perustamisvuosi

2007

Listaus Tukholman pörssiin

< 100. markkinaosuus

Globaaleilla kultamarkkinoilla

13,1 MSEK

Liikevaihto 2020

-120 MSEK

Käyttökate 2020

2 / 8

Kaivoksia tuotannossa / kehitysvaiheessa olevia kaivosprojekteja

0,3 Moz / 0,2 Moz / 1,7 Moz

Mitatut ja osoitetut kultamineraalivarannot / mahdolliset varannot / Historialliset varannot (sis. omistetut ja vuokratut kaivokset)

2006-2009

Vuonna 1990 löytyneen ja 1990-luvun kullan hinnalla kannattamattomaksi todetun Pampalon kultaprojektin oikeudet Endominesille

Pampalon investoinnin esiselvitys

2009-2018

Pampalon investointipäätös 2009, tuotanto alkaa 2011

Raskaat kumulatiiviset tappiot ja useita osakeanteja 2011-2018

Pampalon kaivos ajetaan alas 2018 liian alhaisen kullan hinnan ja investointitarpeiden takia

2018-2021

Yhtiö hankkii TVL Gold yritysjärjestelyllä 5 kultaprojektia Idahosta

Friday-kaivokseen aletaan investoida heti, mutta tuotannon aloitus myöhästyy rajusti

Transatlantic-yritysosto 5/2020

Idahon portfolioa vahvistetaan Unity-kaivoksen ja Fridayn avolouhoksen oikeuksien vuokraamisella

Useita rahoitusjärjestelyjä projektien ylösajon ja investointien kattamiseksi

2021-2022

Friday ja Pampalo aloittavat tuotannon Q4'21-H1'22

Korkealla säilyneen kullan hinnan ansiosta markkinatilanne on erittäin hyvä

Yhtiön lyhyen aikavälin rahoitus on turvattu LDA Capitalin kanssa sovitun monimutkaisen rahoitusjärjestelyn myötä

Investoinnit projektisalkun edistämiseksi jatkuvat mm. kairausten muodossa

Kullan hinnan kehitys (USD/oz)



Yhtiökuvaus, liiketoimintamalli ja strategia 1/4

Endomines on kultakaivosten operointiin ja kehittämiseen keskittynyt junior-kaivosyhtiö

Endomines on kultakaivoksiin keskittynyt kaivosteollisuuden tuotanto- ja kehitysyritys (ns. junior mining company). Suomeen loppuvuonna 2021 kotipaikkansa siirtänyt Endomines-konserni koostuu emoyhtiöstä ja sen täysin omistamista suomalaisista ja yhdysvaltalaisista tytäryhtiöistä. Eri tasoille luokiteltuja kultamineraalivarantoja Endominesilla on yhteensä noin 0,5 miljoonaa troy-unssia (jalometallimarkkinoiden troy-unssi on 31,10 g) kolmessa eri projektissa. Lisäksi yhtiöllä on viidessä muussa projektissa selvästi enemmän historiallisia varantoja, jotka eivät vastaa nykystandardien luokittelua. Endomines on listattu Tukholman pörssissä (OMXS) ja yritys raportoi taloudellisen tuloksensa Ruotsin kruunuissa. Lisäksi osake on rinnakkaislistattu Suomessa Helsingin pörssin päälistalle (OMXH).

Vuonna 2006 perustettu Endomines on historiallisesti saanut liikevaihtonsa Pampalon kultakaivokselta Ilomantsista. Kaivos on yhä osa Endominesia, minkä lisäksi yhtiöllä on yhteensä 5 kultakaivosten kehityshanketta Idahossa USA:ssa. Nämä kaivoskehityshankkeet tulivat osaksi konsernia vuoden 2018 TVL Gold -yritysjärjestelyssä. Lisäksi konserniin kuuluu kaksi kultakaivosten kehitysprojektia Montanassa USA:ssa. Montanan hankkeet tulivat osaksi Endominesia vuonna 2020 Transatlantic-yhtiön kanssa toteutetussa järjestelyssä. Lisäksi Endomines omistaa Länsi-Suomessa teollisuusesiintymän hallinnoivan Kalvinit Oy:n, mutta tätä hanketta yhtiön ei ole kehittänyt aktiivisesti vuosiin.

Historiallinen kehitys

Vuonna 2005 perustettu Endomines alkoi generoida liikevaihtoa vuonna 2011, kun yritys aloitti tuotannon Pampalon kaivoksella kehitysprojektin päätteeksi. Tätä ennen Endominesilla ei ollut kehitysyritykselle tyypillisesti liikevaihtoa ja sen tulos oli luonnollisesti tappiollinen. Myös Pampalon kaivoksen ensimmäisessä tuotantovaiheessa vuosina 2011-2018 Endomines oli suurissa vaikeuksissa, sillä yritys ylsi tällä aikajaksolla vain kolmena vuonna positiiviseen oikaistuun käyttökatteeseen ja vain yhtenä vuonna positiiviseen nettotulokseen. Vuonna 2019 yhtiön liikevaihto loppui Pampalon kaivoksen alasajoon ja vuodet 2020-2021 Endomines on ollut ilman tuotantovaiheessa olleita projekteja ja käytännössä ilman liikevaihtoa, sillä Fridayn kaivoksen käynnistyminen on viivästynyt useampaan otteeseen ja Pampalon uudelleenkäynnistyksestä päätettiin vasta talvella 2021 (Fridayn kaivoksen alkuperäinen TVL Gold järjestelyn julkaisemisen aikaan annettu käynnistymistavoite oli alkuvuosi 2019).

Erittäin heikon tuloskehityksen taustalla olivat arviomme mukaan Pampalon kaivoksen tuotantovaiheessa malmin odotuksia matalampi kultapitoisuus (tuotantomäärän lasku), arvioitua korkeammat tuotantokustannukset, kullan hinnan lasku ja epäonnistuneet suojaukset. Vuosina 2019-2021 tappiot ovat luonnollisesti liikevaihdonpuuttumisen takia jatkuneet. Omistajat ovatkin joutuneet pääomittamaan raskaista kumulatiivisista nettotappioista ja negatiivisesta kassavirrasta kärsinyttä yhtiötä



- Kultaan keskittynyt juniorikaivosyhtiö
- Kullan tuotanto ja malminetsintä
- 1 tuotantoprojekti USA:ssa
- 1 tuotantoa aloittava projekti Suomessa
- 8 kehityshanketta Suomessa ja USA:ssa
- Liikevaihto LTM 2,5 MSEK
- Käyttökate LTM -116 MSEK
- 67 työntekijää Q3'21:n lopussa
- Pääomistajana TVL Gold

Yhtiökuvaus, liiketoimintamalli ja strategia 2/4

merkintäoikeusanneilla useina vuosina sekä viime vuosikymmenen aikana että vuosina 2019 ja 2021.

Yhtiön vaikea taloudellinen historia on heijastunut voimakkaasti myös Endominenin osakekurssiin. Korkeimman hintansa eli noin 210 SEK osake saavutti vuoden 2011 alussa. Viime aikoina osakkeen hinta on liikkunut 2,5-2,7 SEK:n tasolla, joten pitkäaikaisen omistajan pääomat ovat käytännössä tuhoutuneet. Omistaja-arvon kehityksen sysimusta track-record korostaa mielestämme junior-kaivosyhtiöiden yleisesti erittäin korkeita riskejä sijoituskohteena. Historiasta yhtiöllä ei kuitenkaan ole jäljellä mielestämme merkittävää painolastia, joka automaattisesti jarruttaisi Endominenin tai sen osakkeen kehitystä tulevaisuudessa.

Strategiaan kuuluvat sekä kehitys että tuotanto

Endominenes kertoi vuoden 2017 loppupuolella myös uudesta kasvustrategiasta, joka määritteli Endominenin malmin etsintään ja tuotantoon keskittyneeksi kaivosyhtiöksi. Arviomme mukaan molemmat liiketoimintahaarat ovat yhtiön ydinliiketoimintaa eikä Endominenes halua profiloitua pelkänsi malminetsintä- tai tuotantoyhtiöksi. Endominenin pääfokus on kullassa ja nykyportfolio on fokusoitunut lähes täysin kultaan, mutta strategia ei suoranaisesti sulje ulos muihin metalleihin tähtääviin projekteihin osallistumista.

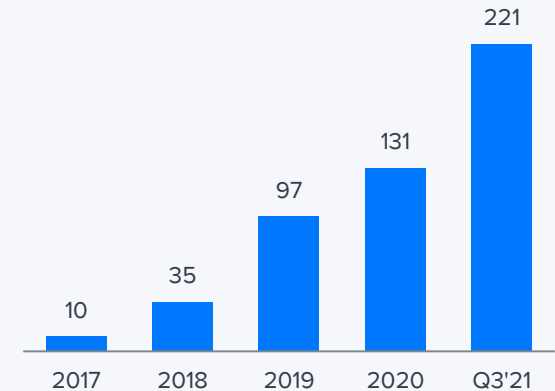
Kasvua Endominenes hakee varhaisen vaiheen projekteista, joiden arvoa Endominenes pyrkii nostamaan projekteja kehittämällä ja viemällä lopulta kohti tuotantovaihetta. Kehitys- ja tuotantoprojekteista yhtiö pyrkii kasaamaan itselleen pitkällä aikavälillä portfolioon. Tällä hetkellä

yhtiöllä on kasassa omistetut ja vuokratut projektit huomioiden yhteensä 10 projektin portfolio. Portfolion kehittämistä Endominenes ei välttämättä tule tekemään kokonaan yksin vaan H1'21:n osavuositarkastuksessaan yhtiö väläytti yhteisyrityksiä mahdollisena etenemismuutoksena. Mielestämme tämä on järkevää, sillä pienen yhtiön rajallisilla resursseilla riittävän kehittämisvauhdin ylläpito voi olla vaikeaa. Siksi riskin ja luonnollisesti myös tuotannon jakaminen voisi tarjota yhtiön omistajille optimaalisemman profiilin sekä ajoituksellisesti että tuotto/riski-suhteen osalta.

Endominenin portfolion runko on todennäköisesti yhtiön nykyisissä aihioissa (Idahon 6 projektia, Montanan 2 projektia ja Pampalo / Karjalan kultalinja). Arviomme mukaan yhtiö myös keskittyy lyhyellä tähtäimellä voimakkaasti viemään Fridayn ja Pampalon kaivoksen tuotantoon sekä kassavirtaposiitivisiksi. Tämän jälkeen eli käytännössä aikaisintaan H2'22:lla fokus siirtyy arviomme mukaan Montanan projektien kehitystyöhön.

Pitkällä tähtäimellä kuitenkin näemme, että uusien projektiaihioiden kehittämisessä myös yritysostot ovat mahdollisia. Yritysjärjestelykohteita yhtiö voisi strategiansa puitteissa etsiä etenkin vakaista yhteiskunnista, mikä tarkoittaa arviomme mukaan Pohjoismaita, Pohjois-Amerikkaa, Australiaa ja Uutta-Seelantia. Lisäksi Endominenes suosii lähellä tuotantovaihetta olevia ja maltillisesti pääomia vaativia projekteja, mikä on myös perusteltua pienen yhtiön toistaiseksi rajalliset resurssit huomioiden.

Endominenin osakemäärän kehitys



Yhtiökuvaus, liiketoimintamalli ja strategia 3/4

Mielestämme yhtiön strategiset linjaukset ovat järjeviä, mutta toteutuksessa onnistuminen vaatii onnistumisia nykyisten hankkeiden malminetsintä- ja kehityshankkeissa sekä tuotannossa yhtiöltä etenkin kykyä löytää kehityskelpoisia ostokohteita kohtuullisella hinnalla (ts. tehokasta pääoman allokoointia). Näkyvyys tähän on kuitenkin toistaiseksi rajallinen eikä Endominesilla olekaan vielä juuri track-recordia uuden strategiansa toteuttamisesta. Lyhyemmällä tähtäimellä asteittainen eteneminen projekteissa ja kehitystyössä on mielestämme ainut oikea etenemistapa pienen yhtiön rajalliset resurssit ja riskienhallinta huomioiden. Mahdollisiin yhteisyrityksiin suhtaudumme alustavasti positiivisesti, sillä ne nopeuttaisivat portfolion ylösajovauhtia. Tarkempi näkemys yhteisyrityksistä riippuu kuitenkin mahdollisten järjestelyjen ehtoista.

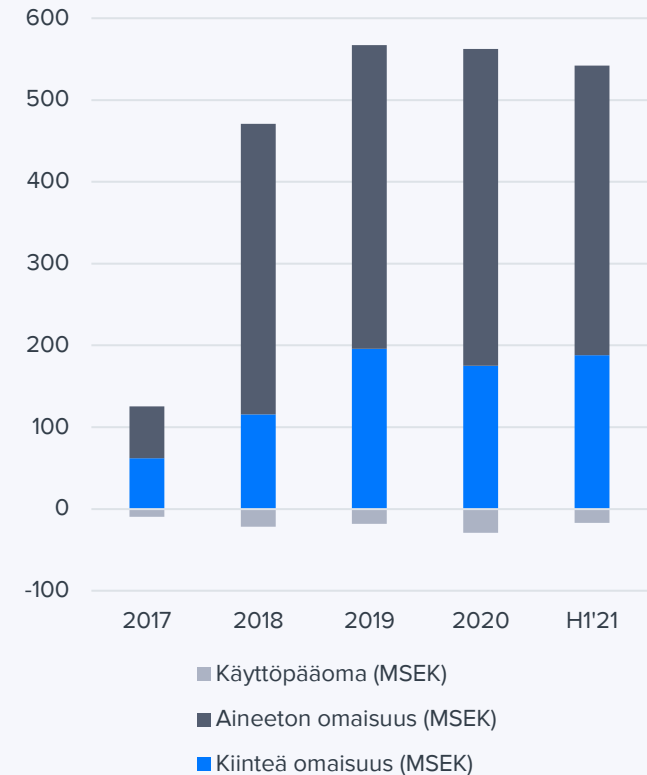
Yhtiön liiketoimintamalli on alalle tyypillinen

Endominesin liiketoimintamalli on pienelle kaivosyhtiölle hyvin tyypillinen. Yhtiön varsinaisia ydinprosesseja ovat malminetsintä, louhinnan suunnittelu ja malmin rikastamon operointi. Varsinaisen kaivostoiminnan (louhinta ja murskaus) yhtiö sen sijaan voi tarvittaessa ulkoistaa alihankkijoilleen. Tämä antaa yhtiölle joustoa kulurakenteeseen ja laskee tarvittavan pääoman määrää. Toisaalta ulkoistamisen kustannukset voivat olla myös liian suuria hyötyihin nähden, joten tarvittaessa yhtiö voi pitää kaivosoperaatiot myös itsellään. Yhtiö operoi Fridayn kaivosta itse, mutta Pampalossa louhinta on ja on ollut Pohjoismailla tyypillisesti alihankkijan vastuulla.

Endominesin liiketoiminta sitoo mahdollisesta osaprosessien ulkoistuksesta huolimatta tuntuja pääomia, mikä on kaivosalalle tyypillistä. Pääomia sitoutuu sekä kiinteään omaisuuteen (esim. laitteet ja koneet), aineettomaan omaisuuteen (aktivoitavat malminetsintäinvestoinnit ja/tai yrityskaupoista tuleva aineeton omaisuus). Käyttöpääomaa liiketoiminta sitoo kuitenkin vähemmän, sillä keskeneräistä tuotantoa ei kirjata varastoon ja saamisten kierto on mahdollista pitää ostovelkojen kiertoa nopeampana. Kokonaisuutena liiketoiminta on kuitenkin varsin pääomaintensiivistä ja Endomines operoi kokoluokkaansa suhteutettuna raskaalla taseella. Sijoittajien tuottojen kannalta pääomaintensiivisyys on negatiivinen tekijä, sillä se rajoittaa yhtiön pääoman tuottopotentiaalia ja voitonjakokykyä. Toimialan logiikka huomioiden tilanne ei kuitenkaan tule muuttumaan ja sama haaste koskee myös muita kaivosyhtiöitä.

Endominesin lopputuote ei myöskään ole ilman lisäinvestointeja puhdas kulta vaan kultaa sisältävä rikaste. Tämän välituotteen yhtiö myy sulatoille, jotka erottelevat kullan rikasteesta. Jalostuskulut vähennetään tyypillisesti yhtiön liikevaihdosta, joten Endominesin liikevaihto muodostuu tuotantomäärän, kullan markkinahinnan ja jalostuskuluvähennyksen pohjalta. Globaalit kultamarkkinat ovat Endominesin kokoon suhteutettuna valtavat ja niiden likviditeetti on hyvä. Siten yhtiön myyntirisikit ovat käytännössä olemattomia ja yhtiö voi keskittyä rauhassa optimoimaan liikevaihtoaan volyymin ja hinnan pohjalta. Volatiili kullan hinta heiluttaa yhtiön

Pääomien sitoutuminen taseeseen



Yhtiökuvaus, liiketoimintamalli ja strategia 4/4

liikevaihtoa ja kannattavuutta, mikä tulee myös jatkumaan. Sivumetalliliikevaihtoa Endominesilla ei ole historiallisesti ollut, mutta Montanassa yhtiöllä saa myös pienet hopeamineraalivarannot.

Omistajat, hallitus ja johto

Endominesilla on tällä hetkellä käynnissä johtoryhmän osalta murrosvaihe, sillä yhtiön uudeksi toimitusjohtajaksi valittu Kari Vyhtinen aloittaa tehtävässään vasta 1.3.2022. Mielestämme Vyhtinen on kaivosalan pitkäaikaisena substanssiosaajana hyvä valinta Endominesin johtoon. Ennen uuden toimitusjohtajan aloittamista yhtiötä johtaa väliaikaisena toimitusjohtajana yhtiön Suomen operaatioita aiemmin johtanut Seppo Tuovinen. Endominesin edellinen vakituinen toimitusjohtaja Greg Smith jätti yhtiön vuoden 2020 lopulla. Yhtiöllä ei myöskään ole vakituista talousjohtajaa, mutta arvioimme asian selkeytyvän uuden toimitusjohtajan aloitettua työnsä. Kaivostoiminnan operatiivista johtoa Endomines vahvisti sen sijaan selvästi vuoden 2020 aikana palkkaamalla muun muassa USA:n operaatioiden johtoon alan pitkän linjan osaamista.

Yhtiön hallituksen jäsenistä 4/5 on riippumattomia yhtiöstä ja merkittävistä osakkeenomistajista, joten pidämme hallituksen rakennetta asianmukaisena kaikkien osakkeenomistajien kannalta. Yhtiön hallituksen puheenjohtaja on merkittävä omistaja ja velkasijoittaja yhtiössä, mihin suhtaudumme positiivisesti. Muuten hallituksen ja johdon omistukset ovat omistukset ovat vähäisiä, joten kokonaisuutena sisäpiirin sitoutuminen yhtiöön ei

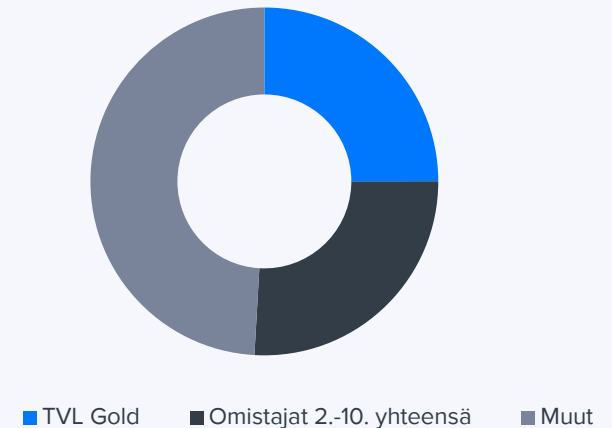
mielestämme anna aihetta lisäluottamukselle.

Endominesin omistajarakenne on varsin keskittynyt, sillä 10 suurimman osakkeenomistajan osuus yhtiöstä on noin 50 %. Näin ollen vapaasti vaihdettavien osakkeiden määrä (ns. free-float) on kohtuullinen.

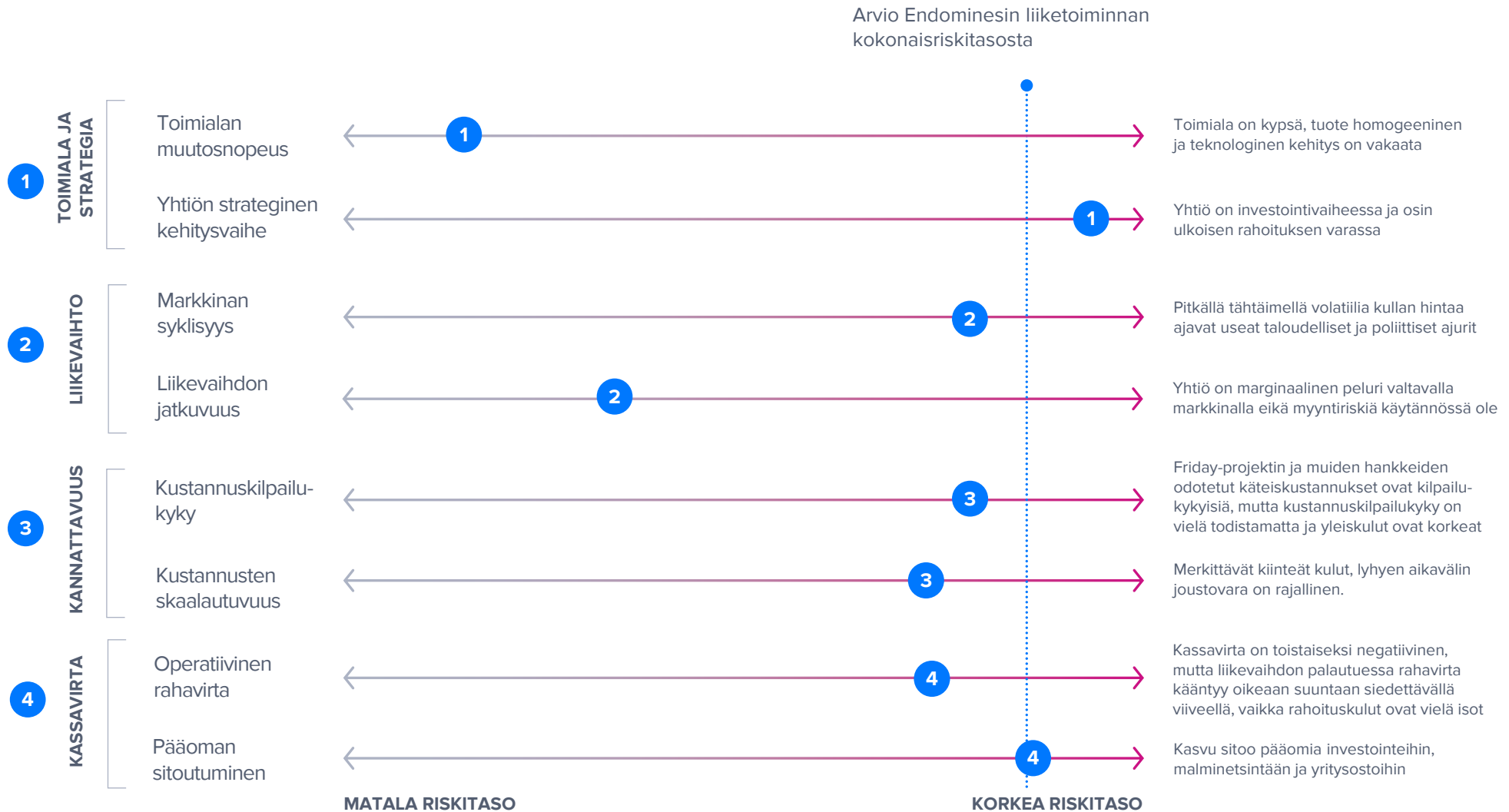
Sijoittajan tuotto tulee arvon muutoksesta

Endominesin tavoitteena on hankkia kannattavia kaivosoperaatioita, jotka tuottavat positiivista kassavirtaa liiketoiminnan kasvattamiseen. Yhtiö on julkaissut myös kunniahimoisen tavoitteen saavuttaa 100 000 kultaunssin tuotanto ilman selkeää tavoiteaikataulua. Muita taloudellisia tavoitteita yhtiöllä ei ole. Sijoittajille Endomines vastaavasti pyrkii tarjoamaan pitkän aikavälin kasvua ja arvonnousua, joka taas vaatii yhtiöltä ja sen johdolta onnistuneita pääoman allokointi-päätöksiä ja operatiivisia onnistumisia kaivoksilla. Osinkoja Endomines ei aio lyhyellä tai keskipitkällä aikavälillä maksaa, mikä on mielestämme luonnollista yhtiön lähtötilanne, valittu kasvuun nojaava strategia ja kaivosliiketoiminnan kasvattamisen pääomavaatimukset huomioiden.

Omistajarakenne 10/2021 lopussa



Liiketoimintamallin riskiprofiili



Sijoitusprofiili 1/2

Endomines pyrkii profiloitumaan kasvuyhtiöksi

Endomines on tuotanto- ja kehitysyhtiö, joka hinnoitellaan arviomme mukaan markkinoilla sen mitattujen ja tunnettujen mineraalivarantojen kassavirtapotentiaalin ja malminetsintäpotentiaalin optioarvon mukaan. Näihin tekijöihin vaikuttaa yhtiön omien toimien lisäksi merkittävästi kullan hinta. Lisäksi yhtiö pyrkii kasvuyhtiöksi eikä esimerkiksi osingonjako ole yhtiön agendalla lähivuosina. Viime vuosien vaatimattomien näyttöjen takia arviomme kuitenkin sijoittajien hinnoittelevalle Endominesia pääsääntöisesti korkeariskisenä käänneyhtiönä.

Sijoittajilta Endomines vaatii korkeaa riskin-sietokykyä, sillä yhden tai muutaman kaivoksen varassa syklisillä markkinoilla operoivan ja mineraalien etsintään kokoluokkaansa nähden merkittäviä varoja sijoittavan pienen yhtiön riskiprofiili on erittäin korkea. Toisaalta Endominesin kaltaisilla junior-kaivosyhtiöillä on tyypillisesti selvästi suoraan metalliin tai vakiintuneempiin yhtiöihin sijoittamista voimakkaampi vipu kullan hinnalle sekä malminetsintähankkeiden tutkimustuloksille. Siten Endomines tarjoaa sijoittajille hyvin erityyppisen sijoitusprofiilin suhteessa moniin muihin pörssiyhtiöihin.

Potentiaali

Näkemyksemme mukaan Endominesin keskeiset positiiviset arvoajurit ovat:

Hyväksyttävän arvostustason nousu (ts. tuottovaatimusten lasku) on yhtiölle mahdollisuus

nyt, kun Endomines on pääsemässä tuotantovaiheeseen Fridayssa ja Pampalossa. Käytännössä tämä vaatisi arviomme mukaan etenkin näiden kahden kaivoksen tuotantopotentiaalin (malmin laatu ja kustannustehokkuus) osoittamista käytännössä, muiden projektien viemistä eteenpäin, vanhojen varantoarvioiden päivittämistä, uusien mineraalivarantojen löytämistä ja/tai pitkäaikaisen rahoituksen ratkaisemista. Nämä tekijät laskisivat osakkeen riskiprofiilia ja tukisivat arvostusta.

Idahon ja Montanan hankkeiden tuotanto- ja malminetsintäpotentiaali ovat yhtiölle merkittävä mahdollisuus, sillä Endominesilla on Idahossa 7 ja Montanassa 2 geologisesti samantyyppistä valtausta, joista vasta ensimmäinen lähestyy tuotantovaihetta. Myös muissa projekteissa on vielä malminetsintä- ja kehityspotentiaalia ja parhaassa tapauksessa myös tuotantopotentiaalia, jota on hinnoiteltu osakkeeseen mielestämme vain osin. Tuotannon laajentaminen ja uuden malmin löytäminen Idahosta ja/tai Montanasta voisivat olla merkittäviä positiivisia ajureita osakkeelle, mutta tämä potentiaali ajoittuu arviomme mukaan keskipitkän aikavälin ikkunaan.

Yritysjärjestelyt ovat osa yhtiön kasvustrategiaa ja näemme järjestelyissä merkittävää arvonluontipotentiaalia, jos yhtiö onnistuu ostamaan strategiansa mukaisesti edullisesti kehitysprojekteja ja viemään niitä tuotantovaiheeseen ja/tai jakamaan riskejä houkuttelevasti rakennetuilla yhteisyrityksillä. Endominesin tietty etu yritysjärjestelyissä on

arviomme mukaan kokoluokka, sillä se pystyy fokusoitumaan pienehköihin projekteihin, jotka jäävät suuremmilla resursseilla operoivien kookkaampien yhtiöiden tutkan ulkopuolelle. Yritysjärjestelyjä täytyy kuitenkin arvioida tapauskohtaisesti ja niihin liittyy aina myös virhesijoitusten riskiä. Toistaiseksi yhtiöllä ei myöskään ole vielä selvästi todennettua track-recordia yritysjärjestelyistä. Emme myöskään pidä poissuljettuna, että joku erittäin hajanaisen kultayhtiösektorin pelureista kiinnostuisi pitkällä aikavälillä Endominesista, jos yhtiö onnistuu kehitysprojekteissaan luomaan riittävän suuren kokoluokan sekä mielenkiintoisen kehitys- ja tuotantoprofiilin omaavan projektisalkun.

Karjalan kultalinjan tuotanto- ja malminetsintäpotentiaali on mahdollisuus Endominesille, sillä alueella on esimerkiksi GTK:n mukaan korkealla (yli 50 %) todennäköisyydellä yli miljoonan kultaunssin mineraalivarannot. Pampalossa voi myös olla edellytyksiä löytää uusia varantoja nykyisten tuotantoalueiden alapuolella. Uusien kultapitoisten malmin ja mineraalivarantojen löytäminen Suomesta voisi olla merkittävä ajuri osakkeelle, sillä yhtiöllä on jo tuotannon laajentamiseen vaadittava rikastamoinfra valmiina Ilomantsissa eikä investointeja siten juuri tarvittaisi.

Riskit

Sijoittajan kannalta Endominesin pääriskit ovat näkemyksemme mukaan:

Kullan hinta on suurin yksittäinen riski ja toisaalta mahdollisuus Endominesille. Karkeasti sadan

Sijoitusprofiili 2/2

dollarin muutos kullan hinnassa tulee nostamaan Endominesin käyttökatetta arviomme mukaan lähivuosina noin 10-20 MSEK:llä, kun yhtiön liikevaihto perustuu Friday- ja Pampalo-projekteihin (muiden tekijöiden odotetaan pysyvän ennallaan) ja herkkyys luonnollisesti kasvaa, kun useampia projekteja saadaan tuotantoon. Siten kullan hinnan muutokset tulevat heiluttamaan Endominesin liikevaihtoa ja tulosta voimalla. Suojauksia yhtiö ei arviomme mukaan tule käyttämään, mikä johtuu yhtiön halusta säilyttää vipu kullan hinnan nousulle ja suojautumisen kalleudesta sekä korkeista likviditeettitarpeista. Sijoittajien kannalta pidämme tuloksen todennäköistä volatiliiteettia osakkeen riskiprofiilia nostavana tekijänä ja tämä korostaa ajoituksen merkitystä Endominesiin sijoitettaessa. Syyt suojausten käyttämättä jättämiselle ovat mielestämme kuitenkin loogisia.

Pitkän aikavälin rahoitus on mielestämme yhtiön suurimpia riskejä, sillä yhtiön kasvustrategian toteutus vaatii merkittäviä käteispanostuksia malminetsintään, laiteinvestointeihin ja kaivosten ylösajokustannuksiin. Pienten Friday- ja Pampalo-kaivoksen kassavirta ei luonnollisesti näihin panostuksiin riitä, vaan yhtiö tarvitsee ulkoista rahoitusta sekä vuosina 2021-2022 että pidemmällä tähtäimellä. Yhtiöllä on lyhyttä päätä varten tiettyjä vaihtoehtoja jo sovittuna ja osin lukittuna, mutta nämä ratkaisut ovat mielestämme kalliita. Myös pidemmän aikavälin rahoitusrakenne ja pääoman hinta ovat suuria kysymysmerkkejä. Velkasijoittajien perspektiivistä Endominesin riskiprofiili on vielä erittäin korkea (kassavirta

negatiivinen) ja sen takia velkaraha on kallista ja sitä on rajallisesti saatavilla. Oman pääoman ehtoisen rahoituksen käyttö taas voi laimentaa osakesarjaa merkittävästikin, niin kuin viime vuosina on myös käynyt. Näin ollen rahoitusriskit ovat yhä korkeita ja niitä vastaan paras lääke olisi mielestämme kassavirran kääntäminen plussalle.

Malminetsintähankkeiden epäonnistuminen ja/tai viivästyminen on mielestämme keskeinen riski Endominesille, sillä yhtiö allokoii malminetsintään merkittäviä pääomia suhteessa kokoluokkaansa. Jos taloudellisesti hyödyntämiskelpoisia malmivaroja ei näissä hankkeissa löytyisikään, yhtiön tase- ja rahoitusasema voivat heikentyä nopeastikin, sillä Endomines tulee todennäköisesti operoimaan vielä jonkun aikaa ulkoisen rahoituksen varassa. Lisäksi yhtiön hankkeiden uskottavuus todennäköisesti kärsisi potentiaalisten rahoittajien silmissä, jos malminetsintä ei johtaisi tuloksiin kohtuullisessa aikaikkunassa.

Riskiä korostaa mielestämme myös se, että malminetsintä on luonteeltaan erittäin opportunistista, epälineaarista ja jossain määrin jopa binääristä liiketoimintaa (ts. taloudellisesti hyödynnettävää malmia löytyy tai ei löydy eikä etsintäprosessi etene tasaisella ja ennustettavalla uralla kohti lopputulosta). Lisäksi läpinäkyvyys malminetsintäinvestointien tuotto-odotuksiin on varsinkin yhtiön ulkopuolelle erittäin huono, joten sijoittajilta vaaditaan kovaa luottoa johdon kykyyn allokoida malminetsintäbudjettia tuottavasti.

Geologia on riski yhtiölle, sillä kaivosprojekteissa

huolellistenkaan esiselvitysten jälkeen täyttää varmuutta malmin ja mineraalivarantojen määrästä ja laadusta ei voida saavuttaa ennen tuotantovaihetta. Esimerkiksi odotettua suurempi malmin kivitonnimäärä ja matalampi kultapitoisuus tai muut malmin laatutekijät voivat heikentää kaivostoiminnan ja rikastuksen kulutehokkuutta ja vaikuttaisivat siten yhtiön kannattavuuteen negatiivisesti, kuten Pampalossa kävi. Kullan hinnan tavoin geologiseen riskiin liittyy vastaava positiivinen mahdollisuus.

Tuotantoriski tuotantovaiheessa on Endominesin kannalta merkittävä, sillä konsernin koko kassavirta tulee ainakin lyhyellä tähtäimellä yhdestä ja keskipitkällä perspektiivilläkin korkeintaan muutamasta lähteestä. Lisäksi tuotannon ylösajoja on nyt käynnissä sekä Fridayssa että Pampalossa ja ylösajojen ongelmat ja myöhästymiset voivat rokottaa pienen yhtiön rajallisia taloudellisia puskureita, kuten vuosina 2019-2021 on nähty. Nämä tekijät tekevät yhtiöstä jossain määrin haavoittuvan tuotantohäiriöille ja ylösajojen onnistumiselle sekä lyhyellä että pidemmällä perspektiivillä, mitä yhtiön toiminta-alueilla riehuva koronapandemia vielä lyhyellä tähtäimellä korostaa.

Sijoitusprofiili

1.

Tuotantomäärän asteittainen kasvattaminen USA:n projekteissa ja Pampalossa

2.

Kullan hinta (+/-)

3.

Malminetsintäpotentiaali ja investoinnit

4.

Yritysjärjestelyt

5.

Korkea riskiprofiili ja tuottopotentiaali

Potentiaali



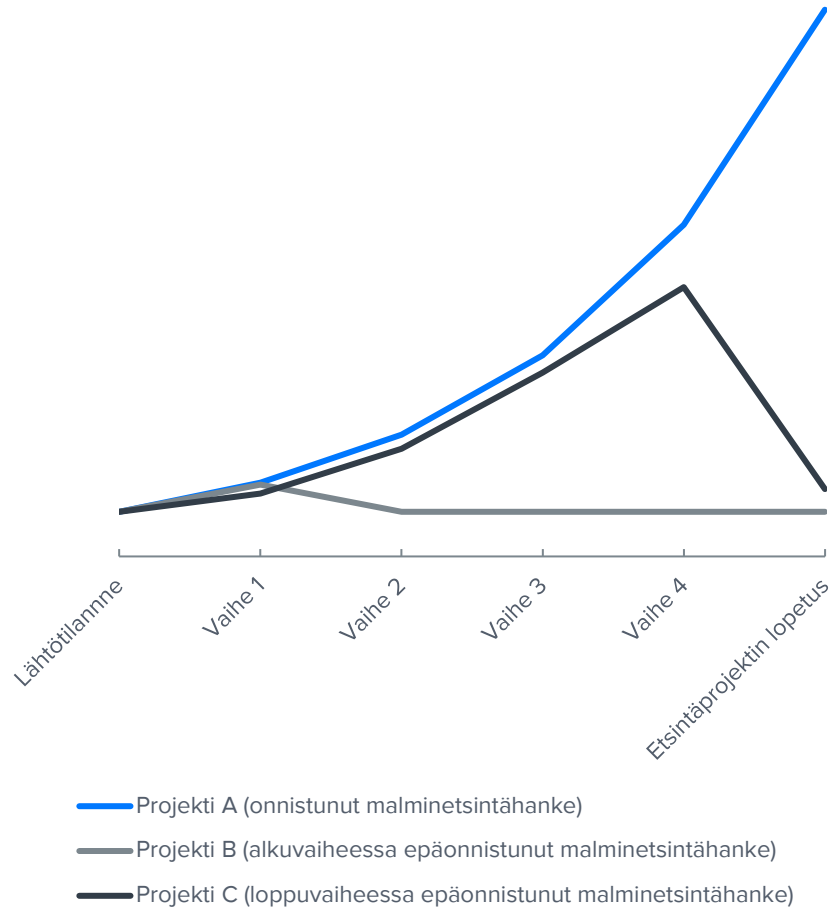
- Kullan hinnan nousu
- Idahon sekä Montanan projektien sekä Pampalon kaivoksen tuotantopotentiaali
- Idahon ja Montanan malminetsinnässä onnistuminen
- Suomen malminetsinnässä onnistuminen
- Yritysjärjestelyissä onnistuminen
- Hyväksyttävän arvostuksen nousu (ts. riskien lasku)

Riskit



- Lyhyen ja pitkän aikavälin rahoituksen kustannus ja riittävän pääoman saatavuus (ml. riski osakesarjan laimentumisesta)
- Kullan hinnan lasku
- Malminetsinnän epäonnistuminen / viivästyminen
- Geologiset riskit
- Yritysjärjestelyissä epäonnistuminen
- Tuotantoriski ja kaivosten ylösajoriski

Malminetsintäprojektin arvon kehitys (havainnollistus*)



Lähtötilanne: Kaikissa kolmessa projektissa on tunnistettua malminetsintäpotentiaalia.

Vaihe1: Tulokset kaikista projekteista ovat nousujohteisia ja kaikkia projekteja jatketaan. Projektien arvot kasvavat.

Vaihe2: Projekteissa A ja C hyvät tulokset jatkuvat ja arvo nousee. Projektissa B tulee pettymys ja lisäpanostukset hankkeeseen lopetetaan. Projektin arvo laskee ja on 0 tai korkeintaan hankkeeseen vaiheissa 1-2 uponneet kulut.

Vaihe 3: Tulokset projekteista A ja C ovat nousujohteisia ja lisäpanostuksien molempiin projekteihin jatketaan. Projektien arvot kasvavat.

Vaihe 4: Projektissa A hyvät tulokset jatkuvat ja arvo nousee. Etsintäprojektin loppuessa hankkeessa on tuotantopotentiaalia eli vähintään mitattuja ja osoitettuja mineraalivarantoja. Projektin arvo pohjautuu varantoihin ja se on moninkertaistunut lähtötilanteessa. Projektissa B tulee pettymys vaiheessa ja lisäpanostukset hankkeeseen lopetetaan. Projektin arvo laskee ja on 0 tai korkeintaan hankkeeseen vaiheissa 1-4 uponneet kulut. Projektissa voi olla myöhempää jatkotutkimuspotentiaalia, jossa markkinaolosuhteet kehittyvät suotuisasti.

Yleisiä huomioita: Projektin voi kestää vuosia. Projektin arvostukseen vaikuttaa hankkeen etenemisen lisäksi metallien hintakehitys ja -odotukset. Malminetsinnässä kallein osa-alue ovat kairaukset. Kairaukset painottuvat projektin loppuvaiheisiin.

Idahon projektiportfolio 1/3

Yhtiöllä on Idahossa kuusi projektia

Endominesilla on Yhdysvaltojen Idahossa tällä hetkellä viisi kultaprojektia: Friday, Buffalo Gulch, Rescue, Deadwood ja Kimberly. Yhteensä Fridayn syvälohoksella ja Buffalo Gulchissa on Endominesin tuoreimman vuoden 2020 lopun mineraalivarantopäivityksen mukaan 0,21 miljoonaa unssia mitattuja ja osoitettuja mineraalivarantoja. Kun huomioidaan myös näiden kahden projektin otaksutut mineraalivarannot ja muiden projektien historialliset varannot, mineraalivarantoja on Idahossa yhteensä noin 0,81 Moz. Toistaiseksi projekteista julkaistu aineisto on varsin rajallinen ja hajanainen eikä pääosa mineraalivarannoista (ml. kaikki historialliset varannot) ole myöskään nykypäivän koodien mukaisia. Aiemmin projekteista vain Rescue on ollut tuotannossa, kun taas muut projektit ovat olleet toistaiseksi puhtaasti kehityshankkeita lukuun ottamatta Fridayn hyvin lyhyttä tuotantopaksoa vuonna 2020.

Yhtiö myös tiedotti vuokranneensa vuoden 2019 aikana Unity-kaivoksen sekä Fridayn avolouhoksen kaivosoikeudet käyttöönsä. Merkittävät historialliset varannot omaavan Fridayn avolouhoksen osalta yhtiö ei ole kuitenkaan tiedottanut tämän jälkeen mitään eikä yhtiö myöskään sisällyttänyt tätä vuoden 2020 mineraalivarantoihin (ei myöskään Unityn). Tämän johdosta emme myöskään sisällytä tätä omiin laskelmiimme. Arviomme mukaan Fridayn avolouhoksen edistäminen olisi mahdollista muutenkin vasta selvästi pidemmän ajan päässä valmistelutyön vaatimien viiveiden ja muualle suuntautuvien resurssitarpeiden takia. Unityn

osalta yhtiö on kuitenkin kertonut aikaisemmin aikeistaan aloittaa tuotanto vuonna 2024, joka on arviomme mukaan siirtynyt eteenpäin viimeaikaisten haasteiden takia.

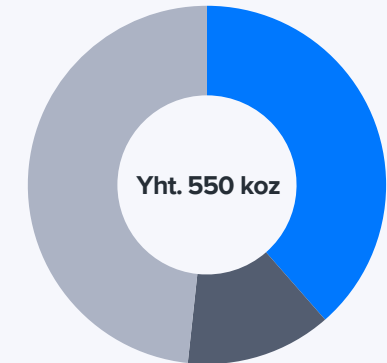
Fridayssä tuotanto käyntiin H2:n puolivälissä

Idahon projekteista selvästi pisimmällä ja ainoana tuotantoon asti on päässyt Friday. Projekti on kuitenkin myöhästynyt rajusti ja yhtiö joutui reilu vuosi sitten taloudellisen tilanteensa takia laittamaan projektin ylläpitotilaan. Endomines aloitti malmin louhinnan sekä sen kuljetuksen rikastamolle Q3'21:n aikana ja kertoi lokakuussa 2021 saaneensa rikastamon jälleen käyntiin. Täyttä kullan tuotannon kapasiteettia (arviolta 7800-9000 unssia per vuosi) yhtiö puolestaan tavoitteli vuoden 2021 loppuun mennessä.

Fridayssa on noin 7 vuoden tuotantopotentiaali

Friday-projektissa Endominesilla on kanadalaisen NI 43-101 -koodin mukaan tasoille mitatuiksi ja osoitetuiksi luokiteltuja mineraalivarantoja noin 462 000 tonnia kultapitoisuudella 6,54 g/t eli yhteensä 97 200 unssia. Lisäksi alimman kategorian mahdollisia varantoja on vielä 46 700 unssia. Arviomme mukaan mitatuista ja osoitetuista varannoista osa olisi kasassa olevan aineiston valossa mahdollista luokitella myös malmivaroiksi, jos yhtiö haluaisi tehdä siitä tarkemman teknistaloudellisen dokumentin (aiheuttaa työtä/kuluja). Näin ollen emme ole yllättyneitä, jos tämän mineraaliosuuden luokittelu muuttuisi ainakin osin seuraavissa malmivara- ja mineraalivarantopäivityksissä, mutta luokituksen muutos ei ole millään tapaa välttämätön yhtiölle.

Idahon kultamineraalivarantojen jakauma



■ Mitatut ja osoitetut ■ Mahdolliset ■ Historialliset

Idahon mineraalivarantojen in-situ arvot*

- Mineraalivarannot yhteensä 550 koz
- ➔ In-situ arvo* 990 MUSD
- Mitatut ja osoitetut mineraalivarannot 212 koz
- ➔ In-situ arvo* 382 MUSD

*metallien arvo maassa, laskettu kullan hinnalla 1800 USD/oz

Idahon projektiportfolio 2/3

Alun perin yhtiö suunnitteli tuottavansa Fridayssä kultaa noin 9000 unssia vuodessa, mutta tarkensi tätä H1'21:n yhteydessä noin 7800-9000 unssiin täydessä kullan tuotannossa. Tämä vastaisi puolestaan noin 7 vuoden tuotantopotentiaalia nykyisillä mitatuilla mineraalivarannoilla. Pidämme mahdollisena, että yhtiö pystyy löytämään alueelta uusia taloudellisesti hyödynnettäviä varantoja tai nostamaan nykyvarantojen luokitusta tällä hetkellä olevien kairausten kautta, joiden tulosten on määrä valmistua yhtiön mukaan vuoden 2022 alussa. Lisäksi kullan hinnan nousu voi tuoda lisäajatkoo varannoiksi luokiteltaviin mineraaleihin.

Odotamme Fridayn pärjäävän kassavirrallaan, kun volyyymi on tavoitetasolla

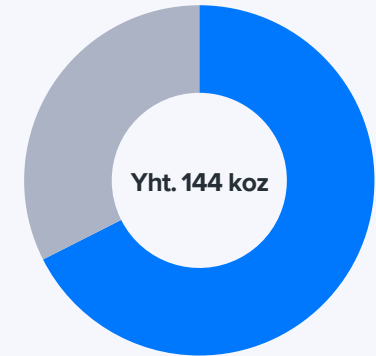
Endominen on kertonut Friday-kaivoksen tuotannon käteiskustannuksen olevan ylösjovaiheen jälkeen noin 650-900 USD/unssi, vaikkakin arvio on jo muutaman vuoden takaa. Siten kaivoksen kannattavuuspotentiaali on hyvä, kunhan tavoiteltu kulutaso saavutetaan. Arviomme mukaan alhainen kulutaso heijastelee etenkin malmin korkeahkoa kultapitoisuutta ja helppoa rikastettavuutta, minkä ansiosta rikastussaannot malmista voivat olla jopa yli 90 %:n tasolla. Lisäksi yhtiön pitäisi arviomme mukaan saada hyvälaatuisesta kultarikasteesta kilpailukykyinen hinta sulatoilta eli noin 93-95 % metallin arvosta. Yhtiöllä on myös kaupallinen sopimus koko tuotannon myynnistä ja yleisesti laadukkaan kultarikasteen myyntiriski on pieni/olematon.

Fridayn kaivoksella Endominen toimintamalli eroaa Pampalosta hieman, sillä yhtiö hoitaa peränajon ja louhinnan itse Fridayssa. Fridayssa

louhinta on geologisista syistä jonkun verran enemmän tarkkuutta vaativaa (suonet ohuita) kuin Pampalossa, eikä alihankkijoiden tarjoama kustannustaso ole yhtä kilpailukykyinen kuin Pampalossa. Siten louhinnan ottaminen yhtiön omaksi prosessiksi USA:ssa on mielestämme perusteltua, vaikka se lisää hieman toiminnan pääomaintensiteettiä ja kiinteyttää kulurakennetta. Muilta osin Fridayn kulurakenne on arviomme mukaan hyvin tyyppillinen pienelle kultakaivokselle ja kaivoksen suurimmat kuluerät liittyvät, kalustoon, energiaan, kemikaaleihin ja henkilöstöön ja joihinkin ostopalveluihin.

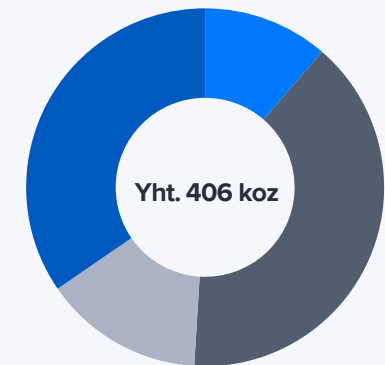
Malmin hyvää laatua vasten odotamme yhtiön pystyvän painamaan Friday-projektin keskimääräiset käteiskustannukset tasolle 700-800 USD/oz ja tuotannon ylläpitoinvestoinnit huomioivan AISC-käteiskustannuksen tasolle 750-900 USD/oz. Siten Friday-projekti kannattaisi erittäin hyvin nykyisellä kullan hinnalla ja myös suhteellisesti projektin kilpailuasema olisi hyvä muihin primäärikultakaivoksiin nähden (hieman alle puolivälissä globaalia kustannuskäyrää). Fridayn pitäisikin arviomme mukaan pystyä tuottamaan projektina selvästi positiivista vapaata kassavirtaa yhtiölle, kun volyyymi on noussut tavoitetasolle (tavoite Q4'21 loppuun mennessä), tavoiteltu tuotantokulutaso alkaa lähestyä ja investoinnit vakiintuvat. Arviomme mukaan Fridayllä on edellytyksiä nousta liiketoiminnan kassavirraltaan positiiviseksi H1'22:llä, jos tuotannon ylösjossa ei tule uusia ongelmia. Friday on kuitenkin pieni kaivos, joten emme usko sen tuottaman kassavirran riittävän konserninkulujen kattamiseen ja konsernin kehityspanostusten rahoittamiseen.

Fridayn mineraalivarantojen jakauma



■ Mitatut ja osoitetut ■ Mahdollinen

Idahon muiden projektien mineraalivarantojen jakauma



■ Rescue (historiallinen) ■ Kimberly (historiallinen)
■ Deadwood (historiallinen) ■ Buffalo Gulch (Mit+Os+Mah)

Idahon projektiportfolio 3/3

Muut kohteet ovat pitkän aikavälin projekteja

Muut Idahon projektit ovat selvästi pidemmän aikavälin kehitysprojekteja, jotka vaativat yhtiön mukaan yksityiskohtaista taustatyötä niiden todellisten tuotantopotentiaalien määrittämiseksi. Nykyisessä suotuisassa markkinatilanteessa Endomines tarkastelee mahdollisuuksia myös yhteisyrityksille projektien arvon hyödyntämiseksi nopeammalla aikataululla, mikä on mielestämme loogista yhtiön rajalliset resurssit huomioiden. Arvioimme näiden hankkeiden mahdollisen tuotannon olevan silti monen vuoden päässä.

Muista Idahon projekteista seuraavina tuotantoon ovat menossa Rescue ja Unity, jotka muodostavat käytännössä yhden kaivoskokonaisuuden ja voivat hyödyntää samaa rikastamaa, sekä Kimberly. Nämä ovat Fridayn tavoin maanalaisia pienehköjä korkean kultapitoisuuden kaivoksia. Yhtiö kertoi viime vuoden vaihteen merkintäoikeusantinsa yhteydessä tavoittelevansa tuotannon aloittamista Rescuessa vuonna 2023 ja Unityssä sekä Kimberlyssä vuonna 2024. Arvioimme mukaan nämä suunnitelmat ovat siirtyneet kuitenkin eteenpäin johtuen Fridayn viivästyksistä sekä yhtiön nykyisestä heikokosta rahoitustilanteesta. Lisäksi yhtiö on kertonut seuraavaksi edistävänsä sen Montanan projekteja, eikä ole vielä avannut investointeja näiden kolmen Idahon projektin tuotannon aloittamista varten. Arvioimme vaadittavien investointien olevan kokonaisuudessaan useita miljoonia, joten näiden projektien edistäminen vaatii yhtiön muiden projektien tuotannon kassavirran kääntämistä positiiviseksi sekä rahoitustilanteen parantumista. Suuntaa antavien historiallisten varantojen perusteella Rescuessa olisi laskelmiemme valossa

noin 6-8 vuoden tuotantopotentiaali ja Kimberlyssä hieman pidempi. Lisäksi kaikkien kaivosten alueilla on malminetsintäpotentiaalia kairauksen kautta.

Kesän 2019 osakeannin yhteydessä yhtiö kertoi, että koko Idahon portfolion tuotannon käteiskustannus on 550-800 USD. Tämä sisältää Fridayn käteiskustannuksen odotusarvon, joten muiden projektien odotetaan olevan Fridayn kilpailukykyisempiä. Mielestämme tämä on sinällään uskottavaa huomioiden projektien Fridayta korkeammat kultapitoisuudet, jonka pitäisi johtaa alempiin tuotantokustannuksiin. Näkemyksemme mukaan kustannusarvioon liittyy kuitenkin selkeitä riskejä, sillä arvioimme sen olevan tehty rajallisella ja vanhalla aineistolla. Kustannustason toteutuessa projektit olisivat kuitenkin kilpailukykyisiä lähes kaikissa realistisissa kultamarkkinan skenaarioissa ja erittäin kannattavia nykyisellä korkealla kullan hinnalla.

Endominesin Idahon projektiportfolion täydentävät Buffalo Gulch ja Deadwood (sekä Fridayn avolouhos). Buffalo Gulch ja Deadwood ovat avolouhoksia ja siten luonteeltaan täysin erilaisia hankkeita kuin Fridayn maanalainen louhos, Rescue, Unity ja Kimberly. Avolouhoksilla louhittavat tonnimäärät ovat tyypillisesti selvästi suurempia ja kultapitoisuudet alempia kuin maanalaisilla kaivoksilla, mutta vastaavasti myös yksikkökulut ovat matalammat. Lisäksi ne käyttävät hyvin erityyppistä, mutta kuitenkin vakiintunutta rikastusteknologiaa, mikä pitää myös rikastuskulut alhaisempina. Arvioimme mukaan yhtiöllä on edellytyksiä edistää näitä projekteja vasta selvästi pidemmän ajan päästä (Montanan ja ainakin osan Idahon projektin jälkeen).

Kullan hinta ja Idahon projektien odotetut tuotannon käteiskustannukset



Montanan projektiportfolio

Yhtiöllä on kaksi projektia Montanassa

Endomines hankki vuonna 2020 Transatlantic Mining Corporationilta US Grant -kaivoksen sekä rikastamon yhdessä Virginian kaupungin kaivosalueella sijaitsevan Kearsarge Gold -projektin vuokrasopimuksen kanssa. Projektit sijaitsevat Montanan osavaltiossa USA:ssa. Hankkeista julkaistut tiedot ovat vielä hyvin vähäisiä, joten tarkempien johtopäätösten tekeminen hankkeesta on vielä vaikeaa.

Korkean kultapitoisuuden projekteja

US Grant -projekti koostuu viidestä patentoidusta ja 28 patentoimattomasta kaivosoikeudesta kattaa 2,2 neliökilometrin alueen sekä 150 t/päivä tuotantokapasiteetin rikastamosta. Kaivoksesta on historiallisesti louhittu korkean kulta- ja hopeapitoisuuden malmia eri jaksoina vuosien 1867 ja 1984 välillä. Tarkasti dokumentoimattomien historiallisten tuotantotietojen perusteella pitoisuuksien arvioidaan olleen välillä 6,9-8,6 g/t kultaa ja 171,4-342,8 g/t hopeaa. Projektin sisällä on kartoitettu useita kultajuonia, joista lupaavimpia on louhittu. US Grant on korkean kulta- ja hopeapitoisuuden maanalainen kaivos, jonka historialliset varannot ovat yhteensä 165 700 unssia kultaa ja 4,47 miljoonaa unssia hopeaa 346 000 tonnissa mineralisoitunutta kiveä.

Kearsarge-projekti koostuu 35 patentoidusta kaivosoikeudesta kattaa 2,8 neliökilometrin alueen. 1990-luvulla alueella harjoitettiin laajalti malminetsintää, jolloin tunnetulla kolmen kilometrin kultavyöhykkeellä kairattiin yhteensä 135 reikää 350 metrin matkalta. Kearsarge-projekti sijaitsee lyhyen ajomatkan päässä US Grant -projektista mahdollistaen tämän rikastamon

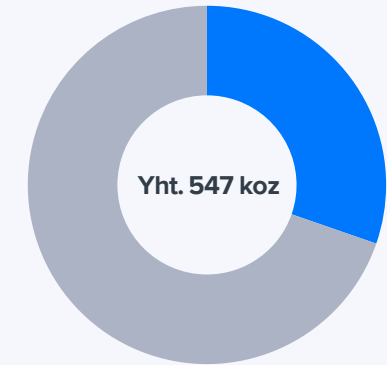
hyödyntämisen myös Kearsarge-projektissa. Keasarge-projekti on korkean kultapitoisuuden maanalainen kaivos, jonka historialliset varannot ovat yhteensä 381 000 unssia kultaa 4,1 miljoonassa tonnissa mineralisoitunutta kiveä.

Projekteissa keskitytään tällä hetkellä aineistotutkimuksiin

Tällä hetkellä projekteissa keskitytään vielä ympäristölupien ja operatiivisten lupien päivittämiseen sekä projektien alustaviin aineistotutkimuksiin. Aineistotutkimusten perusteella yhtiön on tarkoitus tarkentaa alueiden kairausohjelmia, jotka on alustavasti suunniteltu toteutettavaksi vuonna 2022. Tuotannon aloittamiseen vaadittavia investointeja yhtiö ei ole kommentoinut, mutta karkean arviomme mukaan ne ovat Endominessin mittakaavassa merkittäviä (sis. laiteinvestoinnit, käyttöpääoma ja kehitystyö).

Vuosituotanto Montanan projekteissa voi arviomme mukaan nousta jopa noin 60 000 kultaekvivalenttiunssiin. Näin ollen kyseessä ovat yhtiön mittakaavassa merkittävät hankkeet ja niiden saavuttaessa tuotannon lentokorkeutena yhtiön liiketoiminnan kassavirta voisi olla jo varsin vuolas. Tämä mahdollistaisi muidenkin projektien kehittämisen kassavirtarahoituksella sekä rahoituskulujen alentamisen. Endomines onkin viestinyt pyrkivänsä ajamaan Fridayn ja Pampalon jälkeen ylös juuri Montanan projektit, mikä on mielestämme varsin järkevää. Tuotannon aloituksen ja hyvän tuotantotason saavuttaminen vaatii kuitenkin yhtiön pitkän ajan rahoituksen varmistumista, kehitys- ja investointityössä onnistumista sekä tehokasta tuotannon ylösajoa. Näihin tekijöihin liittyy vielä oleellisia riskejä.

Montanan historiallisten kultamineraalivarantojen jakauma



■ US Grant ■ Kearsarge

Montanan mineraalivarantojen in-situ arvot*

- Historialliset mineraalivarannot yhteensä 547 koz
- ➔ In-situ arvo* 985 MUSD

*metallien arvo maassa, laskettu kullan hinnalla 1800 USD/oz

Suomen projektiportfolio 1/3

Suomen portfolioon kuuluu kolme hanketta

Suomessa Endominesin portfolioon kuuluvat Pampalon kultakaivos ja muut Karjalan kultalinjan valtaukset Pohjois-Karjalassa sekä Kalvinit Oy:n ilmeniittikaivoshanke Pohjanmaalla. Kalvinitia yhtiö ei ole kehittänyt aktiivisesti vuosiin eikä sillä ole relevanttia merkitystä osakkeen kannalta.

Pampalossa riskejä realisoitui 2010-luvulla

Pampalon kultakaivos sijaitsee Ilomantsissa itärajan välittömässä läheisyydessä. Pampalon kaivos on osa noin 40 km pitkää Karjalan kultalinjaa. Geologian tutkimuskeskuksen (GTK) tutkijat löysivät Pampalon kultaesiintymät vuonna 1990 ja vuonna 1994 Outokumpu osti esiintymän oikeudet itselleen. Outokumpu suoritti alueella koelouhintaa 1996-1997, mutta projekti ei ollut kannattava ja yhtiö luopui kaivostoiminnasta. Pampalon kaivoksen oikeudet päättyivät australialaisen Dragon Miningin kautta Endominesille vuonna 2006. Endomines teki vajaat 3 vuotta kestäneen esiselvitysvaiheen jälkeen investointipäätöksen yhteensä noin 20 MEUR:n investoinnista kaivokselle (sis. murskaamo, rikastamo, infra, konttori ja huoltotilat) vuoden 2009 lopulla. Rikastamon kapasiteetti on 420 000 malmitonnia.

Kuten todettua, Pampalon tuotanto oli pääosin tappiollista eikä investointi yltänyt tavoitteisiinsa. Louhitun malmin kultapitoisuus jäi keskimäärin alle 3 grammaan malmitonnilta, mikä heikensi prosessin kustannustehokkuutta ja nosti tuotannon käteiskustannuksia yhdessä odotettua vaikeampien kiviolosuhteiden takia. Malmin laatu piti myös rikastamon rikastesaantoja keskinkertaisina. Kannattavuutta rasittivat myös

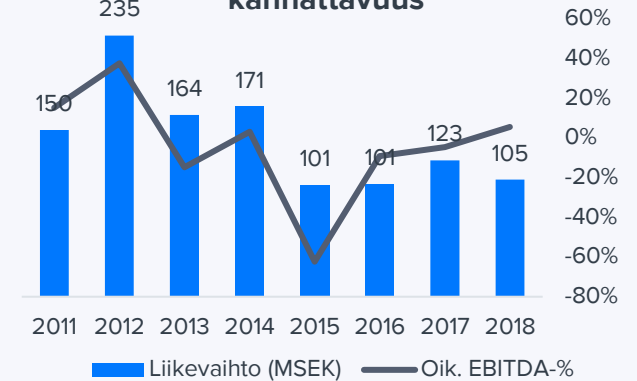
raskaat kumulatiiviset suojaustappiot, jotka olivat seurausta investoinnin rahoittaneiden pankkien vaatimuksesta tehdyistä ja epäonnistuneiksi osoittautuneista kullan hintasuojauksista.

Pampalossa ollaan palaamassa tuotantoon parantuneen markkinatilanteen myötä

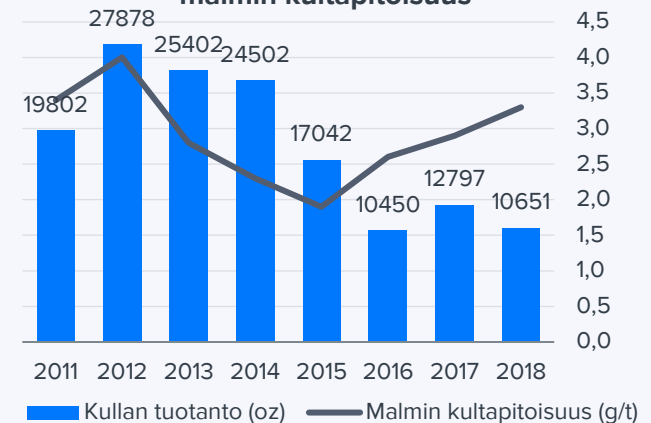
Pampalon kaivoksen tuotanto ajettiin alas 2018, sillä louhinnassa ollut kultasuoni oli ehtyi ja tuotannon jatkaminen olisi vaatinut lisäinvestointeja kaivoksen esiintymän syväjatkkeen laajentamiseen. Yhtiön mukaan syväjatkkeen vinotunnelin investointi olisi maksanut noin 3 MEUR (noin 30-31 MSEK) ja sen tuotantopotentiaali olisi noin 1,5 vuotta.

Silloisella kullan hintatasolla (noin 1300 USD/oz) investointi ei olisi ollut kannattava, joten alasajopäätös oli mielestämme perusteltu. Kullan hinta kääntyi kuitenkin selvään nousuun reaalkorkojen painumisen ajamana vuonna 2019 ja vuosien 2020-2021 aikana hinta on pysynyt korkealla 1700-1900 dollarin tasolla. Tuntuvasti parantunutta markkinatilannetta heijastellen Endomines tiedotti loppuvuodesta 2020 suunnittelevansa kaivoksen uudelleen käynnistämistä. Projekti on myös edennyt vuoden 2021 aikana ja tuotannon Pampalossa odotetaan jatkuvan alkuvuonna 2022. Kohonneen kullan hinnan takia pidämme uudelleenkäynnistystä perusteltuna (ts. projektin NPV positiivinen) ja ylösajoa helpottaa myös alkuvuodesta kaivoksella valmiina oleva ja käyttökunnossa pidetyt infra. Arviomme mukaan investointikustannukset ovat pysyneet aiemmin arvioidussa haarukassa ja investointivaihe on edennyt jokseenkin suunnitelmien mukaan vuoden 2021 aikana.

Endominesin liikevaihto ja kannattavuus



Pampalon tuotantovolyymi ja malmin kultapitoisuus



Suomen projektiportfolio 2/3

Uudet kairaustulokset vaikuttavat lupaavilta

Taloudellisesti hyödynnettäviä malmivarantoja Endominesilla oli Pampalossa vuoden 2021 alussa 131 000 tonnia kultapitoisuudella 2,93 g/t. Nämä varannot on luokiteltu todistetuiksi ja todennäköisiksi (proven / probable), joten niihin liittyvä geologinen epävarmuus on suhteessa pienin, joskin malmin todellinen laatu paljastuu kaikissa kaivosoperaatioissa varmuudella aina vasta tuotantovaiheessa. Lisäksi heikompaan teknistaloudelliseen aineistoon perustuvia mineraalivarantoja Pampalossa oli vuoden lopussa 447 235 tonnia kultapitoisuudella 2,7 g/t (ts. kultaa 39 000). Mineraalivarannot oli luokiteltu tasolle osoitettu. Nämä varannot perustuvat vanhoihin kairauksiin, joita Pampalossa on tehty mittavasti.

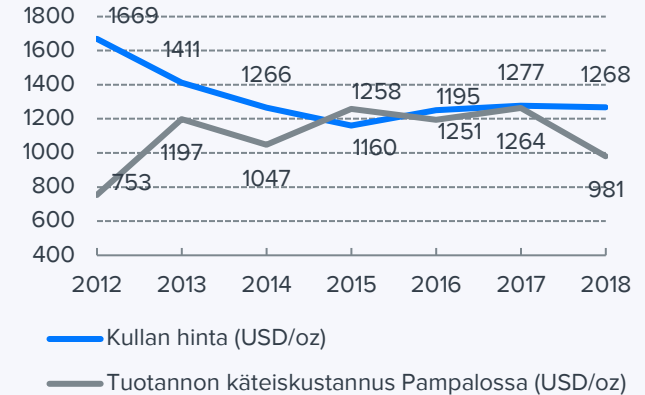
Tuotannon aloittamiseen liittyen Endomines on tehnyt Pampalossa vuonna 2021 kairauksia käsittäen yhteensä 86 reikää ja 6852 metriä. Näistä tuloksia on raportoitu H2:n aikana. Julkistettu aineistot oli raaka-dataa, mutta tulosten perusteella yhtiö on saavuttanut hyvinkin korkeita pitoisuuksia yksittäisillä kairoilla ja myös keskipitoisuudet vaikuttavat alustavasti hyviltä (ts. vähintään aiemmin odotetuilta tai korkeammilta). Yhtiön itsensä mukaan uusimmat kairaustulokset tukevat Pampalon uudelleen käynnistyksen kaivossuunnittelussa käytetyt malmimäärät ja – pitoisuudet, mikä laskee investoinnin riskejä.

Arviomme mukaan Endomines tulee lähiaikoina päivittämään Pampalon malmivaransa ja mineraalivarantonsa huomioimaan uudet tulokset ja mahdollisesti myös kultamarkkinan parantuneet

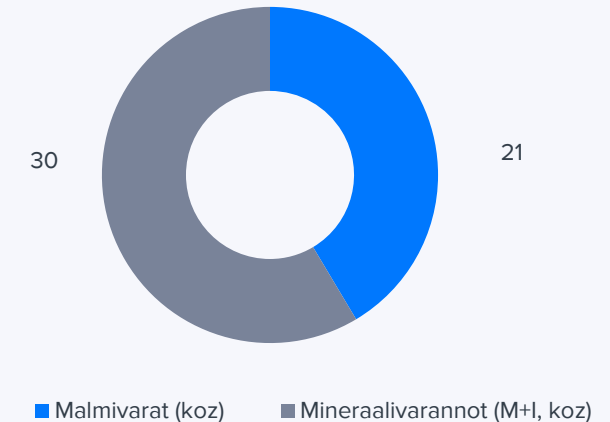
tilanteen. Pidämme tulosten pohjalta todennäköisenä, että malmivarojen ja/tai mineraalivarantojen laatu nousee ja/tai pitoisuudet kasvavat. Korkeammilla pitoisuuksilla voisi arviomme mukaan olla selvä positiivinen vaikutus projektitalouteen, kun huomioidaan Pampalon aiemmat kipupisteet (ts. matala pitoisuus). Vaihtelu malmissa vaikuttaa kuitenkin olevan huomattavaa, joten marginaalin muodostumisen perspektiivistä louhinnan suunnittelussa ja toteutuksessa onnistuminen (ml. esim. kiviolosuhteiden hallinta ja sivukivilaimennuksen kurissa pito) on arviomme mukaan kriittistä. Pampalon tulevassa tuotantojaksossa louhintaa operoi alihankkija Power Mining, jolla on melko hyvä referenssilista pohjoismaisilta kaivoksilta ja kalliorakentamisesta.

Myös varantomäärien nousu tulevassa päivityksessä voi olla mahdollista, vaikka käsityksemme mukaan kairaukset eivät ulottuneetkaan uusille alueille. Varantomäärien nousu taas jatkaisi kaivoksen elinkaarta. Lisäksi tuoreimpien kairaustulosten pohjalta Pampalossa on mielestämme malminetsintäpotentiaalia, jonka myöhempi realisointi voisi jatkaa kaivoksen elinkaarta. Näin ollen Pampalossa kokonaiskuva on mielestämme kehittynyt Endominesin kannalta melko positiiviseen suuntaan sekä lyhyen että keskipitkän ajan perspektiivin pohjalta, mutta kovia käytännön näyttöjä kassavirran tuottokyvystä joudutaan luultavasti odottamaan vuoden 2022 jälkipuoliskolle, sillä volyymin ja etenkin tehokkuuden nostaminen Pampalossa vaatii aikaa joitakin kuukausia.

Tuotannon käteiskustannus Pampalossa ja kullan hinta 2012-2018



Pampalon malmivarat ja mineraalivarannot



Suomen projektiportfolio 3/3

Yhtiö etsii malmia myös laajemmin Karjalan kultalinjalla

Endomines kertoi vuoden H2'17:lla aloittavansa monivuotisen projektin Karjalan kultalinjan malminetsinnässä. Arviomme mukaan projekti ei ole täysin lähtöpisteessään, mutta vauhti on viime aikojen rahoitushaasteiden selvästi alkuperäistä suunnitelmaa hitaampi. Toistaiseksi Karjalan kultalinjan malminetsinnästä kertyneet kulut ovat olleet arviomme mukaan pieniä.

Alun perin suunniteltujen panostusten taloudellista mittakaavaa yhtiö ei ole paljastanut ja se riippuu arviomme mukaan osin ensimmäisen 2-3 kesän tutkimusten tuloksien pohjalta määritettävistä kairaustarpeista. Kairaus on selvästi kallein osa malminetsintää ja se maksaa Suomessa arviolta noin 100 €/m. Karkean arviomme mukaan yhtiön tutkimusohjelma Karjalan kultalinjalla kestää vielä 3-5 vuotta ja sen kokonaiskuluhaarukka liikkuisi loppuun asti vietyä 5-8 MEUR:n tasolla (noin 50-80 MSEK). Nämä kulut yhtiö arviomme mukaan aktivoisi pääosin taseeseensa aineettomaan omaisuuteen, mikä on kaivossektorilla tyypillinen toimintamalli malminetsinnässä.

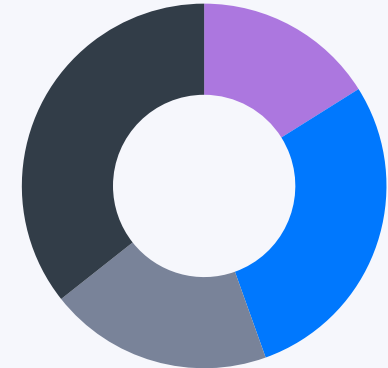
Malminetsinnässä on kaukainen optioarvo

Vaikka Karjalan kultalinjalla on aiempien tutkimusten pohjalta 56 100 unssia mitattuja ja osoitettuja mineraalivarantoja kultapitoisuudella 1,6 g/t sekä mahdollisia varantoja 70 460 unssia pitoisuudella 1,7 g/t, sijoittajien kannalta Karjalan kultalinjan malminetsintään liittyy lähinnä optioarvo uusien lisätutkimusten onnistumisesta. Nykytiedon valossa olemassa olevien mineraalivarantojen

taloudellinen potentiaali on vielä auki eikä varmuutta parempien varantojen löytymisestä ole. Malminetsintä on luonteeltaan iteratiivinen prosessi, jossa päätöksiä seuraavista liikkeistä tehdään edellisten prosessien tulosten mukaan eikä tiukkaa pidemmän aikavälin suunnitelmaa, budjettia, jatkoinvestointikriteeriä tai tuottotavoitetta ole mahdollista etukäteen määrittää. Optioarvon luonnetta Endominesin tapauksessa korostaa mielestämme vielä lisää se, että yhtiö operoi lähiaikoina ainakin osin ulkoisen rahoituksen varassa ja kilpailevia projekteja on myös USA:ssa. Arviomme mukaan optio-arvolla ei kuitenkaan ole edellytyksiä realisoitua, jos malminetsintäohjelmaan ei tehdä myös merkittäviä taloudellisia panostuksia. Lähiaikojen osalta tämä on epätodennäköistä rahoitustilanne ja muut hankkeet huomioiden.

Jos Endomines löytäisi Karjalan kultalinjalta tuotantopotentiaalia omaavaa malmia, tuotanto alueen hankkeilla olisi arviomme mukaan mahdollista ajaa selvitysten päätyttyä melko nopeasti ylös ja ilman suurempia investointeja. Tämä perustuu siihen, että Karjalan kultalinjan muut projektit hyödyntäisivät jo olemassa olevaa Pampalon rikastamoinfraa ja osalla valtauksista yhtiö voisi operoida myös Pampalon nykyisen ympäristöluvan puitteissa. Arviomme Endominesin keskittävän alkuvaiheessa malminetsintää alueille, joissa uutta ympäristölupaa ei heti tarvittaisi. Tyypillisesti myös vanhojen kultakaivosten ympäristössä olevat alueet ovat potentiaalisimpia paikkoja löytää uusia kultaesintymiä.

Suomen mineraalivarannot (yht. 198 000 oz)



- Pampalo mitatut ja osoitettut
- Karjalan kultalinja mitatut ja osoitettut
- Pampalo mahdolliset
- Karjalan kultalinja mahdolliset

Taloudellinen tilanne ja investoinnit 1/3

Pitkäaikainen omaisuus hallitsee taseen varoja

H1'21:n lopun tilanne antaa kohtuullisen kuvan Endominesin taseen varoista. Muutokset ovat H2:n aikana olleet todennäköisesti melko vähäisiä lukuun ottamatta kassatilanteen heikentymistä, jota on paikattu viimeaikaisilla rahoitusratkaisulla.

H1:n lopussa taseen varat olivat lähinnä pitkäaikaisia. Suurin erä oli aineeton omaisuus, joka koostui arviomme mukaan etenkin Idahon projekteista ja vähemmissä määrin Suomen hankkeisiin liittyvistä omaisuuseristä (ml. esim. aiemman malminetsintätöiden aktivoituneet kulut). Yhtiön aineellinen omaisuus kohdistuu etenkin Fridayn ja Pampalon rikastamoihin (laitteet ja rakennukset) ja kaivoksiin. Fridayn kaivokseen ja rikastamoon yhtiö teki noin 48 MSEK:n alaskirjauksen H1'21:n yhteydessä johtuen tuotannon viivästyisestä sekä lisääntyneistä investointikustannuksista. Kokonaisuutena pidämme yhtiön aineetonta sekä aineellista omaisuutta kuitenkin kuranttina tällä hetkellä, eikä eriin liity mielestämme akuutteja alaskirjauspaineita, kunhan yhtiön projektit eivät viivästy lisää ja/tai kullan hinta ei romahda rajusti. Yhtiö myös poistaa aineellista ja aineetonta omaisuutta, kun tuotanto eri projekteissa käynnistyy, mikä rajaa osin alaskirjausriskejä.

Lyhytaikainen omaisuus oli H1'21:n lopussa vähäistä, sillä yhtiöllä ei ollut tuotannossa yhtään projektia, joten varastoihin ja saamisiin ei ollut sitoutuneena pääomia. Kassassa yhtiöllä oli H1'21:n lopussa 28 MSEK, mutta Q3:n lopussa enää reilu 8 MSEK. Kassatilannettaan yhtiö paikkasi Q4:llä kahdella pienellä osakeannilla LDA Capitalille, joilla se keräsi noin 10 MSEK:n nettovarot sekä

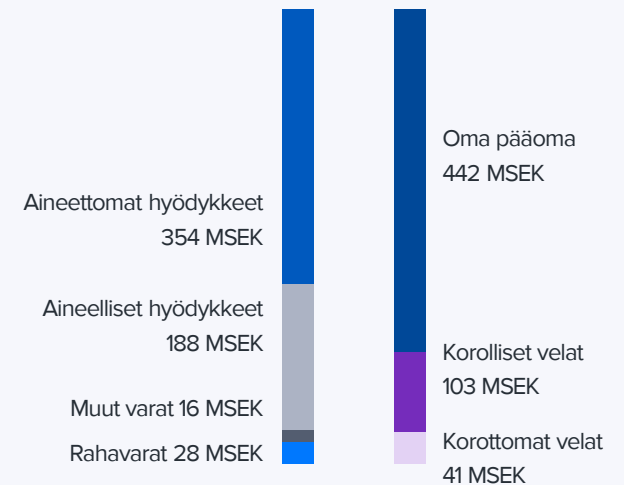
sopimalla yhteensä 2,5 MEUR:n (~25 MSEK) lisärahoituksesta suomalaisen sijoittajaryhmän kanssa. Lisäksi yhtiö keräsi Q1'22:n alussa noin 1,9 MEUR:n (~19 MSEK) nettovarot LDA Capitalille suunnatulla vvk-lainalla. Fridayn ja Pampalon tuotantojen starttaamisen yhteydessä arviomme yhtiön lyhytaikaisen omaisuuden kasvavan, sillä tuotannon aloittaminen sitoo pääomia saamisiin ja varastoon sekä vahvistaa kassavaroja.

Yhtiö on rahoitettu pääosin omalla pääomalla ja joukkovelkakirjalainoilla

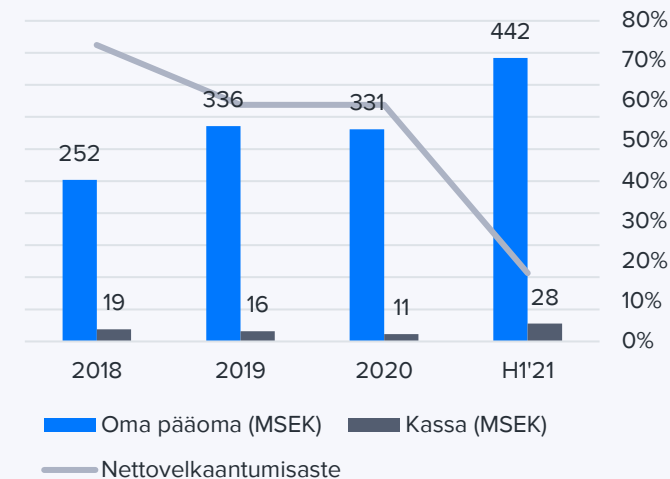
Taseen vastattavien puolella Endominesilla on omaa pääomaa H1'21:n lopussa 442 MSEK, joka on peräisin yhtiön viime vuosina osakeanneilla keräämistä varoista. H1'21:n lopun oma pääoma ei vielä huomioi H2'21:n aikana tehtyjä pieniä suunnattuja osakeanteja LDA Capitalille, joilla yhtiö keräsi vajaat 12 MSEK:n bruttovarat.

Korollista velkaa Endominesilla oli H1:n lopussa 103 MSEK. Tästä korollisesta velasta 39 MSEK koostui yhtiön keväällä 2019 liikkeelle laskemasta jvk-lainasta, jonka juoksuaika on 3 vuotta ja kuponkikorko 12 %. Lisäksi H1:n lopussa yhtiöllä oli 42 MSEK velkaa keväällä 2020 liikkeelle lasketusta jvk-lainasta. Tämän lainan juoksuaika on kaksi vuotta (yhtiöllä on optio kolmannelta vuodesta) ja korko 12 %. Lisäksi korollisiin velkoihin kuuluivat pienet leasing-vastuut (5 MSEK) sekä muut korolliset velat (24 MSEK). Korolliset velat eivät sisältäneet H1:n lopussa suomalaisten sijoittajien kanssa sovittuja yhteensä (sis. lisäoptiot) noin 7,5 MEUR:n (75 MSEK:n) lyhytaikaisia lainoja, eikä 2 MEUR:n (20 MSEK) vvk-lainaa LDA Capitalille. Korottomia velkoja ja muita varauksia yhtiöllä oli H1:n lopussa sen sijaan 41 MSEK.

Taserakenne H1'21:n lopussa



Taseen avainlukujen kehitys



Taloudellinen tilanne ja investoinnit 2/3

Taseen vahvat tunnusluvut eivät anna täysin oikeaa kuvaa taloudellisesta tilanteesta

Endominesin nettovelkaantumisasaste oli Q3:n lopussa maltillisella tasolla 29 %:ssa (H1'20: 17 %). Omavaraisuusaste oli puolestaan H1:n lopussa vahvalla tasolla 75 %:ssa (ei raportoitu suppeassa Q3-liiketoimintakatsauksessa). Vahvojen tunnuslukujen taustalla on etenkin viime vuosien suuret osakeannit, joilla yhtiö on kerännyt pääomia kaivosten hankintaa ja ylösajoa varten. Mielestämme pelkät tunnusluvut vääristävätkin yhtiön taloudellista tilannetta jonkin verran heikosta kassatilanteesta, korkeasta rahoituksen hinnasta ja toistaiseksi negatiivisesta operatiivisesta kassavirrasta johtuen.

Nykyiset rahoituspaketit

Yhtiön nykyiset rahoitusratkaisut koostuvat aikaisemmin mainituista jvk-lainoista, suomalaisten sijoittajien kanssa sovituista rahoituspaketeista sekä monimutkaisesta, mutta varsin joustavasta rahoituspaketista LDA Capitalin kanssa. Yhteistä näille kaikille on, että ne ovat varsin kalliita, mikä on juniorikaivosyhtiöille varsin tyypillistä. Jvk-lainoihin liittyen yhtiöllä on ulkona myös warrantteja, joiden emme usko auttavan yhtiötä tässä vaiheessa (pörssikurssi on selvästi merkintähintojen alapuolella ja merkintäajat ulottuvat 2022-2023). Oletamme yhtiöllä olevan varsin rajallisesti uusia rahoitusvaihtoehtoja, ennen kuin se onnistuu kääntämään operatiivisen kassavirtansa selvästi positiiviseksi. Nykyisten rahoitusjärjestelyjen arvioimme kuitenkin turvaavan yhtiön lyhyen aikavälin rahoituksen.

LDA Capitalin kanssa Endomines on sopinut jopa 14 MEUR:n rahoitusjärjestelystä, joka koostuu 6

MEUR:n vvk-lainasta sekä 8 MEUR myyntisopimuksesta (käytetty 1,2 MEUR). Velkakirjoja yhtiö on sitoutunut laskemaan liikkeeseen vähintään 4 MEUR:n edestä ensimmäisen 12 kuukauden aikana (ts. 5/2022 mennessä). Velkakirjat yhtiö laskee liikkeelle 2 MEUR:n erissä ja (ensimmäinen erä laskettiin liikkeelle 1/2022). Pidämme todennäköisenä, että yhtiö tarvitsee lisärahoitusta (ml. vvk-lainan toinen erä) vielä H1'22:n aikana Fridayn ja Pampalon ylösajoista aiheutuvista kuluista johtuen.

Projektien aikataulu ja vaadittavat investoinnit

Investointirahaa yhtiö tarvitsee lähiaikoina Fridayn ja Pampalon ylösajojen lisäksi näiden yhteydessä olevien kairausohjelmien toteuttamiseen. Fridayn ja Pampalon osalta ensisijainen tavoite kaupallisen ylösajon jälkeen on mielestämme, että niiden kassavirrat kattaisivat omat kulunsa ja kehitystarpeensa sekä konsernin juoksevan kulumassan. Muiden projektien kehitysohjelmaan mukaan ulkoista rahoitusta. Arvioimme mukaan uuden ulkoisen rahoituksen tarve voisi lakata, kun yhtiö saisi myös Montanan projektit ylösajettua olettaen, että kullin hinta ei olennaisesti laske.

Tällä hetkellä Endominesin keskipitkän aikavälin USA:n projekteissa (US Grant sekä Kearsage) keskitytään ympäristölupien ja operatiivisten lupien päivittämiseen sekä projektien alustaviin aineistotutkimuksiin, jotka eivät arvioimme mukaan vaadi taakseen merkittäviä pääomia. Sen sijaan aineistotutkimusten perusteella tarkentuvat kairausohjelmat vaativat yhtiöltä jälleen isompia investointeja. Kairausohjelmien odotamme yhtiön edistävän aikaisintaan H2'22:lla.



Endomines velkarahoitus

Joukkovelkakirjalaina 1

- Lainapääoma 3,7 MEUR, kuponnikorko 12 %/v
- Erääntyy maksettavaksi 3/2022, mahdollisuus lunastaa takaisin etukäteen
- Lainaan liittyen ulkona on warrantteja, joista yhtiö voi saada omaa pääomaa noin 40 MSEK 31.3.2022 mennessä

Joukkovelkakirjalaina 2

- Lainapääoma 3,4 MEUR, kuponnikorko 12 %/v
- Erääntyy maksettavaksi 4/2022, yhtiöllä on optio jatkaa lainaa vuodelle (korko nousisi 0,25 %-yksikköä)
- Lainaan liittyen ulkona on warrantteja, joista voi tulla omaa pääomaa noin 40 SEK 30.6.2023 mennessä

LDA Capitalin kanssa sovittu rahoituspaketti

- Yhteensä 6 MEUR:n edestä vvk-lainoista, jotka lasketaan 2 MEUR:n erissä (Endomines sitoutunut laskemaan 4 MEUR:n edestä vvk-lainoista ensimmäisen 12 kk aikana)
- Maturiteetti 18 kuukautta jokaiselle 2 MEUR erälle
- Konversiohintaa 85 % vaihtomäärällä painotetusta keskihinnasta konversiopäivä edeltävältä 15 päivältä

Suomalaisten sijoittajien kanssa sovittu rahoituspaketti 1

- Lainapääoma 3,0 MEUR (sis. 2,0 MEUR lisäoption, jonka yhtiö sitoutui nostamaan 10/2021), korko 10 %
- Maturiteetti 24 kuukautta (tiedotettu 7/2021)
- Lainanantajilla oikeus muuntaa laina osittain tai kokonaan Endominesin osakkeiksi 12 kk lainan noston jälkeen 0,25 euron osakekohtaisella merkintähinnalla

Suomalaisten sijoittajien kanssa sovittu rahoituspaketti 2

- Lainapääoma 2,0 MEUR (sis. 0,5 MEUR lisäoption, joka mahdollista nostaa 12/2021-1/2022), korko 10 %
- Maturiteetti 24 kuukautta (tiedotettu 11/2021)
- Lainanantajilla oikeus muuntaa laina osittain tai kokonaan Endominesin osakkeiksi 12 kk lainan noston jälkeen 0,25 euron osakekohtaisella merkintähinnalla

Taloudellinen tilanne ja investoinnit 3/3

USA:n projektit (pl. Friday) vaativat etupainotteisesti myös merkittäviä etupainotteisia rikastamoiden laiteinvestointeja. Tätä tarvetta lähitulevaisuudessa pienentää kuitenkin se, että US Grantin rikastamalla on mahdollista käsitellä myös Kearsagesta louhittavat malmit. Rikastamon kunnostuksen yhteydessä puhutaan arviomme mukaan kuitenkin muutaman miljoonan dollarin investoinnista.

Malminetsinnän ja laitteiden lisäksi tuotannon aloittaminen kaivoksilla vaatii esimerkiksi tunnelien rakentamisen ja peränajon kaltaista valmistelevaa työtä. Tyypillisesti tämäntyyppistä työtä aktivoidaan ainakin osin taseisiin investointivaiheessa ja poistetaan tuotannon alettua. Valmistelutyön määrää on mielestämme hyvin vaikea arvioida, mutta arviomme mukaan panostukset ovat Endominesin mittakaavassa merkittäviä. Lisäksi, kuten Fridayn ja lukuisten muiden kaivosinvestointiprojektien yhteydessä on havaittu, kaivokset eivät käynnisty nappia painamalla vaan henkilökuntaa on rekrytoitava operaatioihin etupainotteisesti. Näin ollen kaivokset tuottavat yleensä jonkun aikaa negatiivista kassavirtaa tuotannon aloittamisen (ml. aktivointien loppuminen) sekä tavoitevolyymin ja tavoitellun kustannustehokkuuden saavuttamisen välillä. Negatiivisen kassavirran jakso riippuu valitusta louhintatekniikasta, toimintamallista ja ylösajon onnistumisesta, mutta kuten Fridayssa on havaittu positiivisen kassavirran saavuttamisessa saattaa kestää pitkäkin. Siten yhtiölle on mielestämme tärkeää saada nykyiset projektit kassavirtapositiivisiksi ennen uusien projektien aloittamista (huomioiden rahoituksen hinta).

Pidemmän aikavälin rahoitustarve on auki

Endomines ei ole avannut pitkän ajan rahoitustarpeensa mittakaavaa tai projektien tavoiteaikatauluja käytännössä lainkaan ja tarvittavien pääomien määrää on hyvin hankala arvioida yhtiön ulkopuolelta. Lisäksi yhtiön suunnitelmissa on melko paljon joustovaraa, sillä kehitysvauhdin hidastaminen jakaa rahoitustarvetta pidemmälle ajalle.

Rahoitustarpeen määrään vaikuttaa oleellisesti myös operatiivinen kehitys, sillä kaivosten ylösajovaiheessa kulujen kautta ulos vuotava kassavirta lisää nettovelkaa ja rahoitustarvetta. Näin ollen Friday-projektin kaltaiset suuremmat myöhästymiset voivat käydä omistajille kalliiksi ja ylösajojen onnistumiseen liittyy toimialan luonne huomioiden merkittävää epävarmuutta.

Arviomme Endominesin allokoivan pääomia etenkin neljään pääluokkaan lähivuosina:

- 1) Kairaukset
- 2) Rikastamolaitteet ja rakennukset
- 3) Kaivosten valmisteleva työ
- 4) Käyttöpääoma ja ylösajokulut

Arviomme yhtiön tarvitsevan kairauksia sekä nykyisten kaivosten tuotantopotentiaalien varmistamiseen ja tuotantosuunnitelmien optimointiin että mineraalivarantojen arvioiden päivytykseen (ml. luokitusten nostaminen ja uusien varantojen etsiminen). Lisäksi malminetsinnästä ja nykyisten omaisuuserien kartoituksesta tulee hieman myös muita kustannuksia, mutta ne ovat pieniä suhteessa kalliisiin kairauksiin (USA:ssa kairaaminen maksaa 100 USD/m).



Investointitarpeet 2022-2025

Kairaukset

- Kairauksia lähes kaikilla kaivoksilla
- Yhteensä kairaustarve on todennäköisesti useita kilometrejä USA:ssa ja mahdollisesti Suomessa
- Kairaamisen hinta karkeasti 100 USD/m USA:ssa, Suomessa karkeasti 100 EUR/m

Rikastamolaitteet ja rakennukset

- US Grantissa on vanha rikastamo, jonka kunnostaminen 2023/2024 maksanee muutamia miljoonia taaloja
- Rescuessa on vanha rikastamo, jonka kunnostaminen 2020-luvun puolivälissä maksanee muutamia miljoonia taaloja

Kaivosten valmisteleva työ

- Tunnelien louhintaa, peränajo ja infrainvestoinnit kaivoksilla
- Investointien mittakaavaa äärimmäisen vaikea arvioida, mutta investoinnit ovat todennäköisesti useampia miljoonia per kaivos

Käyttöpääoma ja ylösajokulut

- Volyymien nosto ja tavoitellun tehokkuuden hakeminen nostaa kulut täyteen mittakaavaan melko nopeasti ja liikevaihto seuraa hitaammin perässä
- Ylösajokulujen (ts. negatiivisen kassavirran) määrä riippuu oleellisesti ylösajon operatiivisesta onnistumisesta ja tähän liittyy toimialalla aina merkittävää epävarmuutta
- Toiminnan aloittaminen sitoo käyttöpääomaa saamisiin, mutta tarve on kohtuullisen pieni (olettaen, että malmivarastot kirjataan suoraan kuluksi)

Markkinat ja kilpailijat 1/6

Endomines toimii kultamarkkinalla

Endomines on tällä hetkellä puhdas kultayhtiö, sillä yhtiöllä on sivumetallivarantoja (ts. hopeaa) ainoastaan Transatlantic-kaupassa yhtiöön tullessa US Grant-projektissa, joten yhtiön relevantti markkina rajoittuu kultaan. Viime vuosina fyysistä kultaa on kulutettu globaalisti noin 4 000 tonnia eli 130 miljoonaa unssia. Markkinan rahallinen arvo vaihtelee kullan hinnan mukana, mutta viime aikojen 1750-1850 USD/oz hintatasoilla koko kultamarkkinan arvo on noin 230 miljardia dollaria.

Maailman tunnetut kullan mineraalivarannot (30 suurinta toimijaa) olivat Metals Focusin mukaan 45 000 tonnia eli noin 1,4 miljardia unssia vuoden 2019 lopussa. Taloudellisen tarkastelun läpäisseet malmivarat ovat todennäköisesti selvästi näitä pienemmät. 30 suurimman toimijan mineraalivarat riittäisivät siten vajaan 11 vuoden kysynnän täyttämiseen. Huomioiden muiden maiden varannot, muiden metallien sivutuotteena louhittava kulta, kierrätys sekä mineraalien etsintäpotentiaali, ei kulta ole loppumassa maailmasta lähitulevaisuudessa. Pitkällä aikavälillä heikkenevien esiintymien hyödyntäminen voi vaatia kullan hinnan nousua, jolla taas olisi hintajoustosta riippuen kysyntää heikentävä vaikutus.

Kultamarkkina on siten Endominesin kokoluokkaan suhteutettuna valtava. Kyseessä on maailman suurin jalometallimarkkina ja yksi suurimmista raaka-ainemarkkinoista, mitä selittää etenkin sijoittajien kiinnostus kultaan vaihtoehtoisena sijoitusluokkana. Siten kullan kysyntään ja hinnanmuodostukseen liittyy myös

spekulatiivisia talouteen sekä raha- ja maailmanpolitiikkaan liittyviä elementtejä. Tämä vaikuttaa luonnollisesti myös markkinalla operoiviin kultakaivosyhtiöihin.

Kullan kysyntä on ollut vakaata viime vuodet

Fyysisen kullan loppukysyntä jakautuu kuluttaja-, sijoitus- ja teollisuuskysyntään, minkä lisäksi kysyntään vaikuttavat keskuspankkien netto-ostot ja tuottajien suojaukset. Historiallisesti fyysisen kullan kysyntä oli 2010-luvulla melko vakaata, vaikka globaali BKT onkin kasvanut aikajaksolla selvästi. Sen sijaan kullan kysyntä laski yli 15 % vuonna 2020 koronapandemian myötä, mutta odotamme kysynnän palautuvan talousympäristön normalisoitumisen myötä. Myös pidemmällä aikavälillä kullan kysynnän kasvu on ollut BKT:n kasvua hitaampaa. Toisaalta BKT:n kasvun samentessa kullan kysyntä voi kasvaa, sillä jalometallien sijoituskysyntä lisääntyy talouteen liittyvän epävarmuuden kasvaessa ja/tai BKT:n kasvun hidastuessa. Näin ollen kysyntäajureissa onkin havaittavissa selkeää erisuuntaista vetoa.

Kysyntä on kuluttajavetoista

Suurin yksittäinen kultaa käyttävä sektori on kuluttajasektori kattaen noin puolet kullan kysynnästä. Kultaa kuluttajat käyttävät etenkin koruissa, joita yksityishenkilöt ostavat sekä koriste-esineisiin että omaisuuden säilyttämistä varten (etenkin kehittyvillä markkinoilla, joissa vaihtoehdot ovat rajallisia). Tärkeimpiä maita kullan korukäytön suhteen ovat väestörikkaat Kiina ja Intia. Korukysynnän pääajureita ovat kotitalouksien käytettävissä olevat tulot (2020 korukysyntä laski merkittävästi koronapandemian vaikutettua tuloihin sekä kullan hinnan noustua),

joita ajaa niin ikään pitkällä aikavälillä BKT:n kasvu. Myös korukysynnän kasvu painottuu jatkossa kehittyville markkinoille, sillä näillä alueilla ollaan vasta saavuttamassa sellainen BKT:n absoluuttinen taso, jolla kuluttajat ryhtyvät ostamaan kultakoruja. BKT-korrelaatiosta huolimatta kuluttajakysyntä on arviomme mukaan asteittain defensiivistä, vaikka kuluttajat voivatkin luopua / siirtää elintasohyödykkeiksi ja / tai omaisuutta turvaaviksi sijoituksiksi miellettävien kultakorujen hankintaa melko helposti heikomman taloussyklin tai korkeamman hintatason aikana.

Mielestämme kullan kuluttajakysynnän näkymät vaikuttavat melko vakailta myös jatkoa ajatellen, kun huomioidaan maailmantalouden kasvua ja etenkin kehittyvien maiden elintason nousua tukevat pitkän aikavälin ajurit. Siten korukysynnän kasvun jatkuminen normaalioloissa noin globaalin BKT:n tahdissa on mielestämme realistinen oletus. Kuluttajasektorilla kysynnän hintajousto kullan hinnan nousulle on silti todennäköisesti jyrkähkö kultakorujen statusarvon takia.

Sijoituskysyntä on volatiilia

Nettosijoitukset kultarahoihin, -tankoihin ja -harkkoihin kattavat noin 25 % kullan 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 kullasta arvon säilyttäjänä esimerkiksi matalien korkojen ja heikon inflaation ympäristössä.

Markkinat ja kilpailijat 2/6

Siten sijoituskysyntä antaa kullalle defensiivistä luonnetta. Usein erityisesti keskuspankkien elvytystoimet (rahamäärän lisääminen) nostavat kullan sijoituskysyntää, kun taas rahapolitiikan kiristämisen vaikutus on päinvastainen.

Huomioitavaa on, että kullan sijoituskysyntä on erittäin volatiilia ja sijoituskysyntä vaihtelee vuosittain selvästi korukysyntää enemmän. Erityisen volatiilia on ETF-rahastojen fyysisen kullan kysyntä, sillä ETF-rahastojen takana on tyypillisesti fyysistä kultaa 10-15 % rahaston arvosta ja käytännössä varastotarpeen koko riippuu puhtaasti siitä, ostavatko vai myyvätkö sijoittajat rahasto-osuuksiaan. Näin ollen sijoituskysynnän avulla on arviomme mukaan tärkeä vaikutus kullan hinnan muodostumiseen.

Myös teollisuudella ja keskuspankeilla on vaikutusta kysyntään

Keskuspankit ja muut instituutiot ovat kattaneet viime vuosina noin 10 % fyysisen kullan

kysynnästä. 2010-2020 keskuspankit olivat joka vuosi netto-ostajia, mutta luonnollisesti myös nettomyynnit ovat mahdollisia. Suhteellisen pienen painon takia keskuspankkien vaikutus kullan kokonaiskysyntään on mielestämme rajallinen, vaikka keskuspankkien netto-ostot ovatkin heiluneet viime vuosina varsin paljon. Teollisuus kattaa niin ikään vajaat 10 % kullan kysynnästä. Kultaa käytetään etenkin elektroniikka- ja hammaslääkäriteollisuudessa sen fyysisten ominaisuuksien takia (esim. sähköjohtavuus ja kovuus). Kulta on kuitenkin teollisuustuotannossa erittäin kallis materiaali ja sen osuutta pyritään jatkuvasti minimoimaan. Teollisuussektorin kultakysyntä onkin supistunut koko 2000-luvun ajan. Tämän trendin on perusteltua olettaa myös jatkuvan, mutta sen vaikutus kullan kysynnän kokonaiskuvaan on mielestämme rajallinen, sillä pääosa kullan kysynnästä muodostuu muista lähteistä.

Fyysisen kysynnän lisäksi kullan kysyntään

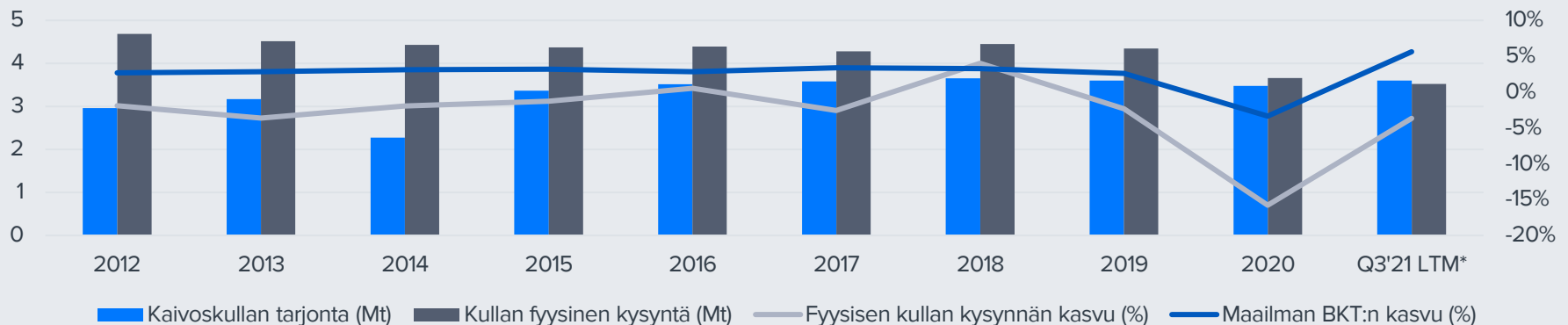
vaikuttavat suojaukset

Fyysiseen kullan kysyntään vaikuttaa mainittujen sektorien lisäksi pelureiden suojausoperaatiot, joissa kullan ostajat voivat pyrkiä esimerkiksi ostamaan etukäteen kultaa kiinteään hintaan. Viime vuosina suojausten vaikutus on kuitenkin ollut vähäinen, sillä ennen vuotta 2019 laskukäyrällä ollut ja kohtuulliselle tasolle sahaamaan jäänyt kullan hinta ei ollut houkutelut tyypillisesti suojausmarkkinoilla aktiivisia sivutuotetuottajia lukitsemaan kullan rahavirtojaan. Aiemmin suojauskysynnällä on ollut suurempi rooli, joten viime aikoina nousseen kullan hinnan vaikutuksia pidemmällä aikavälillä suojauksiin ei sovi aliarvioida.

Kaivokset kattavat valtaosan tarjonnasta

Maailman vuotuisesta kullan tarjonnasta noin 70-75 % tulee kaivoksista. Loput noin 25-30 % kullan tarjonnasta tulee pääosin kierrätyksestä, sillä kulta on verrattain helppo ottaa talteen etenkin koruista

Fyysisen kullan kysynnän ja kaivoskullan tarjonnassa kehitys 2012-Q3'21



* BKT:n kasvu on vuoden 2021 ennuste
Lähde: World Gold Council, Maailmanpankki

Markkinat ja kilpailijat 3/6

ja osittain myös vanhoista teollisuustuotteista. Huomioitavaa kuitenkin on, että kullan hintataso ja muutamat muut tekijät vaikuttavat kierrätysasteeseen huomattavasti, mitä heijastelee esimerkiksi 2010-luvulla selvässä laskussa ollut kierrätyskullan tarjonta. Pitkällä aikavälillä odotamme kuitenkin kierrätyksen tarjonnan kääntyvän nousukäyrälle etenkin kiertotalouden vahvojen ajureiden tukena.

Lisäksi suojausoperaatiot voivat luoda kultamarkkinoille tarjontaa, kun tuottajat ovat valmiita myymään tulevien vuosien tuotantoaan etukäteen tulevien vuosien hintatasojen lukitsemiseksi ja/tai investointien rahoittamiseksi. Tämän tekijän vaikutus markkinaan on kuitenkin ollut viime vuosina vähäinen. Vastaava tarjontaa luova vaikutus voisi periaatteessa olla myös valtioiden ja/tai keskuspankkien nettomyynneillä, sillä ainakin tiettyjen valtioiden varannot voisivat vaikuttaa markkinaan ainakin lyhyellä aikavälillä.

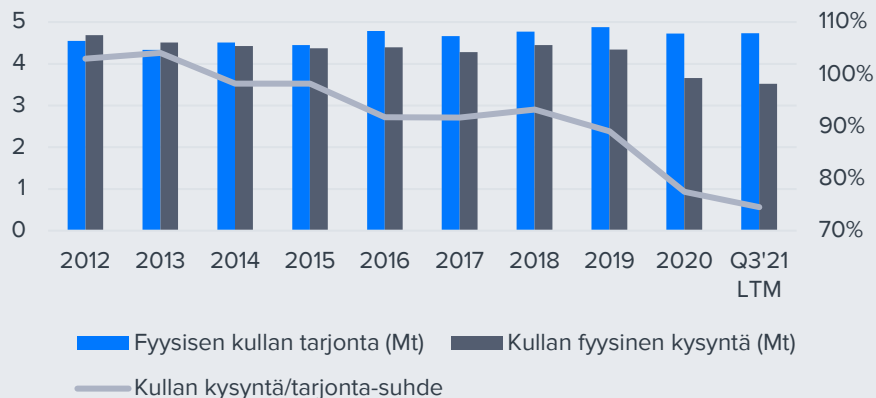
Markkina on ollut ylijäämäinen viime vuosina

Kultamarkkina oli 2010-luvulla suhteellisen hyvin tasapainossa, vaikka World Gold Councilin lukujen mukaan markkina on ollut ylijäämäinen viimeisen 7 vuoden ajan (2014-2020). Vuonna 2020 markkina jäi World Gold Councilin mukaan peräti 30 % ylijäämäiseksi, mutta aikaisempina vuosina vain vajaat 10 %. Keskipitkällä aikavälillä arvioimme, että BKT:n kasvua jossain määrin hitaammin kasvava kysyntä ja kaivostuotannon ylläpitämisen vaatimat investoinnit pitävät kultamarkkinan hyvässä tasapainotilassa. Merkittävää pulaa kullasta ei lyhyellä tai keskipitkällä tähtäimellä siten näytä olevan tulossa. Pitkällä tähtäimellä nykyisen kullan tuotannon ylläpitäminen voi kuitenkin vaatia tuntuvia investointeja, jotka eivät välttämättä ole perusteltuja kullan nykyisellä hintatasolla. Endominesin kannalta kullan markkinatasapainon terve näkymä on mielestämme joka tapauksessa kuitenkin hyvä asia.

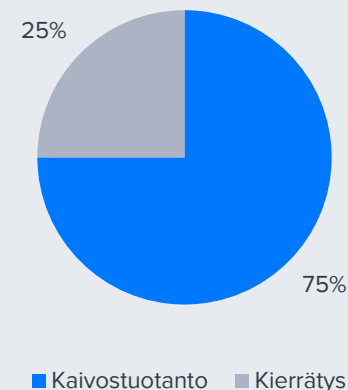
Kullan hinta on pysynyt korkealla

Verrattain hyvästä markkinatasapainosta huolimatta kullan hinta oli pitkään laskukäyrällä vuoden 2011 kesällä noin tasolta 1830 USD/oz haetun huipun jälkeen. Finanssikriisin jälkeisen ajan pohjakosketuksensa kullan hinta haki joulukuussa 2015 tasolta 1060 USD/oz. Vuoden 2016 alussa hinta alkoi jälleen saada tukea talouskasvuun liittyneen epävarmuuden kasvusta ja USA:n siirtyneistä koron nostoista, jotka tukivat sijoituskysyntää. Kullan hinta elpyi vuoden 2016 elokuun alkuun mennessä jo tasolle 1340 USD/oz Brexitin jälkimainingeissa. Sen jälkeen talouskasvun piristymisen ja USA:n korkojen nostot jättivät kullan hinnan sahaamaan tasolle 1200-1300 USD/oz. Vuonna 2019 kohonnut poliittinen ja taloudellinen epävarmuus nosti kullan hinnan yli tason 1500 USD/oz vuoden aikana. Vuoden 2020 kesällä hinta nousi hetkellisesti jopa päälle 2000 USD/oz, kun koronapandemian takia

Fyysisen kullan kysynnän ja tarjonnan kehitys 2012-Q3'21



Kullan tarjonnan jakautuminen



Markkinat ja kilpailijat 4/6

kohonnut taloudellinen epävarmuus sekä keskuspankkien massiiviset elvytystoimet tukivat kullan hintaa. Tämän jälkeen kullan hinta lähti loivaan laskuun talouskasvun kiihtyessä koronapandemian pohjilta. Vuoden 2021 puolella kullan hintataso on pysynyt edelleen korkeilla noin 1700-1900 USD/oz tasoilla.

Pidemmillä vuosikymmenien perspektiivillä kullan hinta on noussut rajusti ja finanssikriisin jälkeen nousua on tukenut Yhdysvaltojen keskuspankin erittäin elvyttävä rahapolitiikka, kun markkinoilla saatettiin aluksi epäillä historiallisen löysän rahapolitiikan vaikutuksia valuuttojen arvoihin. Lisäksi ETF-tuotteiden luoma sijoituskysynnän voimistuminen ja elintason nousu Kiinassa ja Intiassa on tukenut kulutuskysyntää. Toisaalta heikompiin esiintymiin siirtyminen on nostanut kustannustasoa ja siten tarjontakäyrän paikkaa.

Historiallisesti volatiilin kullan hinnan ennustaminen on varsinkin lyhyellä tähtämellä erittäin vaikeaa ja myös pitkällä tähtämellä hintatasoon vaikuttaa useita ulkoisia ajureita. Endominesin osakkeen arvonmäärittämisessä nojaamme kullan osalta Bloombergin konsensusennusteisiin, mutta sijoittajien on mielestämme tärkeää ymmärtää ainakin kullan hinta-ajurien todennäköinen kehityssuunta.

Kullan hintaa ajavat useat tekijät

Mielestämme keskeisimmät kullan kysyntä/tarjonta-tasapainoon ja siten kullan hintaan vaikuttavat ajurit ovat seuraavat:

Maailman poliittinen ja taloudellinen tilanne vaikuttavat kullan hintaan, sillä merkittävä ja liikkuvin osa kullan kysynnästä on sijoittajien

turvasatamakysyntää. Käytännössä maailmanpolitiikan ja -talouden kehitykseen liittyvä epävarmuus tukee tyypillisesti kullan kysyntää ja samalla hinnan muodostusta, kun taas riskien poistuminen siirtää kysyntää vaihtoehtoiisiin omaisuusluokkiin. Tällä hetkellä etenkin maailmanpolitiikka on mielestämme edelleen epävarmassa tilassa johtuen etenkin koronapandemiasta ja sen (mahdollisista) uusista varianteista. Lisäksi poliittisella kentällä oli useita haasteita ennen pandemian alkua (ml. USA/Kiina-kauppakiistat, Venäjän ja lännen suhteet, Euroopan velkaongelma jne.), joita pandemian johdosta ei ole saatu neuvoteltua päätökseen. Poliittinen tilanne ja koronapandemia pitävät myös talousnäköymän epävarmana, vaikkakin viimeisen vuoden aikana ollaan nähty voimakasta globaalia talouskasvua. Emme uskon poliittisen ja taloudellisen epävarmuuden poistuvan myöskään vielä aivan lähiaikoina huomioiden mm. kehittyvien maiden länsimaita heikommat rokotekattavuudet, jotka voivat aiheuttaa vielä mahdollisia uusia virusvariantteja. Länsimaiden kasvava rokotekattavuus todennäköisesti kuitenkin estää talouden pitkät täyssulut, jos nykyiset rokotteet estävät vakavat tautimuodot. Arvioimmekin turvasatamakysynnän tukevan tai olevan ainakin neutraali ajuri kullan hinnalle lähiaikoina.

USA:n dollarin kurssi vaikuttaa kullan hintaan olennaisesti, sillä muiden raaka-ainemarkkinoiden tavoin kultakauppaa käydään USA:n dollareissa, kun taas kaivosten tuotantokustannukset ovat pääosin tuotantomaiden paikallisissa valuutoissa. Näin ollen dollarin kurssi suhteessa paikallisvaluuttoihin vaikuttaa olennaisesti

tuottajien kannattavuuteen ja kilpailuasemaan. Tätä kautta dollarin kurssi muuttaa tuottajien tarjonnan määrää ja vaikuttaa siten kullan hintaan. Toisaalta taas dollarin heikentyminen tekee kultatuotteet halvemmiksi muissa valuutoissa, mikä puolestaan tukee kysyntää.

Käytännössä dollarin heikentyminen luo tyypillisesti kullan hintaan nousupainetta ja päinvastoin. USA:n dollari on vahvistunut viime aikoina euroon verrattuna inflaation ja talousympäristön epävarmuuden kasvaessa. Kuitenkin valuutta-analyttikoiden konsensusennusteiden valossa keskipitkällä tähtämällä on odotettavissa tasaantumista ja dollarin heikentymistä, mikä voisi tukea edelleen kullan hintaa keskipitkällä aikavälillä. Valuuttamarkkinoilla nopeatkin liikkeet ovat kuitenkin mahdollisia varsinkin nykyisessä maailmanpolitiikan ja -talouden epävarmassa tilanteessa.

Rahapolitiikka ja korkotas ovat kullan hinnalle hyvin merkittäviä ajureita, sillä sijoituskysyntä perustuu jalometallin oletettuun kykyyn säilyttää arvo pitkällä aikavälillä. Kullan omistaminen ei kuitenkaan tuota kassavirtaa (esim. korkoa tai osinkoa) vaan kullan säilyttäminen aiheuttaa lähinnä kuluja (varastointi). Siten kultasijoittajan tuotto muodostuu puhtaasti odotetusta arvonnäytteen muutoksesta kuluilla vähennettynä. Kullan vaihtoehtoiskustannus on siis muiden matalan tai kohtuullisen riskin omaisuusluokkien, kuten esimerkiksi (valtion) joukkovelkakirjalainojen omistaminen. Koska kullan omistamisesta ei saa korkoa, kullan houkuttelevuus suhteessa joukkovelkakirjalainoihin riippuu olennaisesti vallitsevasta korkotasosta, joka taas on

Markkinat ja kilpailijat 5/6

liittäminen pitkälti talouskasvun ja inflaation voimakkuuteen. Siten keskuspankkien ja etenkin FED:n rahapolitiikka vaikuttaa olennaisesti sijoituskysyntään ja sitä kautta kullan hintaan. Yleisesti kullan omistaminen nähdään houkuttelevaksi erityisesti matalan inflaation aikana, jolloin myös korot ovat tyypillisesti alhaalla. Korkean inflaation ja korkeampien korkojen aikaan kullan suhteellinen houkuttelevuus sijoituskohteena tyypillisesti heikkenee.

Yhdysvaltojen korkotaso on lähtenyt nousuun koronapandemian painamilta tasoilta viime aikoina positiivisen talouskasvun ja kiihtyneen inflaation seurauksena. Tällä hetkellä markkinoilla odotetaan myös FED:n nostavan ohjauskorkojaan selvästi lähivuosina. Sen sijaan Euroopan keskuspankin rahapolitiikka on edelleen varsin elvyttävää, vaikkakin se pyrkii hiljalleen supistamaan elvytystoimia (etenkin pandemiaan liittyviä). Koronnostoja euroalueella markkinat eivät sen sijaan vielä lähitulevaisuudessa odota. Pidemmällä aikavälillä markkinakoroissa ei ole juurikaan laskuvaraa, mutta tällä hetkellä todennäköisin skenaario on lukkiutuminen vähintään mataliin korkoihin pidemmäksi ajaksi. Toisaalta mahdollisesti pitkään jatkuva kiihtyvä inflaatio voi muuttaa tilannetta nopeastikin. Emme kuitenkaan tässä kohtaa odota korkojen nousun aiheuttavan merkittävää laskupainetta kullan hinnalle lähivuosina (vrt. inflaatio).

Maailman talouden kasvu vaikuttaa kullan hintaan, sillä kuluttajasektorin kysyntä on pitkälti riippuvaista BKT:n kasvusta, kun taas sijoituskysynnän osalta dynamiikka on osin päinvastainen. Vielä tänä vuonna globaalin talouden odotetaan kasvavan edelleen 2010-

luvun keskimääräistä vauhtia nopeammin ja tasaantuvan ensi vuonna pidemmän aikavälin tasolle. Sijoituskysynnän suhteen näkymät ovat hieman kaksijakoiset, sillä viime aikoina kiihtyneestä inflaatiosta johtuen on todennäköistä, että korkoja tullaan nostamaan. Toisaalta pandemian, inflaation ja maailmanpolitiikan nostamat epävarmuudet tukevat sijoituskysyntää jossain määrin. Lisäksi arviomme mukaan Aasian maiden (etenkin Kiina ja Intia) kasvu ja elintason nousu tukevat korukysyntää lähivuosina.

Muiden metallien tuotanto on tärkeä tekijä kullan hinnan kannalta, koska kullan kaivostuotannosta osa tulee muiden metallien tuotannon sivutuotteena. Siten etenkin kuparin ja myös hopean hinnat vaikuttavat sivutuotteena markkinoille tulevan kullan määrään ja siten kullan hintaan. Näiden metallien tuotannon määrän taustalla vaikuttaa moninaisia ajureita, mutta tärkeimmät niistä ovat arviomme mukaan BKT -liittämissä. Käytännössä mainittujen metallien hinnan nousu kasvattaa tietyllä viiveellä todennäköisesti kullan tarjontaa ja aiheuttaa siten jossain määrin hintapainetta, jos kysyntä ei muutu. Lyhyellä tähtäimellä sivutuotekullan tarjontanäkymät ovat mielestämme melko vakaat, vaikka kohonneet metallien hinnat todennäköisesti lisäävät hieman aktiviteettia.

Tuotantokustannukset vaikuttavat kullan tarjontakäyrän sijaintiin ja siten hintatasoon. Kullan tuotantokustannusten kannalta keskeisessä roolissa on malmin laatu (tonnimäärä ja kultapitoisuus). Parhaat esiintymät louhitaan pääsääntöisesti ensin, joten pitkällä tähtäimellä tuotantokustannuksissa on mielestämme kroonista nousupainetta, kun kaivosyhtiöt joutuvat

avaamaan ehtyvien kaivosten tilalle uusia heikompa malmiainesta sisältäviä kaivoksia. Tämä ajaa pitkällä aikavälillä tuotantokustannuksia väistämättä ylös, vaikka yhtiöt tehostavat toki prosessejaan ja operaatioitaan jatkuvasti. Siten kullan tuotannon ylläpitäminen pitkällä aikavälillä vaatii korkeampaa hintatasoa, jos oletetaan investointien tuottovaatimusten pysyvän muuttumattomina. Lyhyellä aikavälillä tuotantokustannuksiin vaikuttavat olennaisesti muun muassa valuutat (etunenässä USD) ja energiakustannukset (öljyn hinta). Valuuttakurssien ja öljyn hintanäkymät huomioiden näemme lähiaikoina kullan tuotantokustannuksissa mieluummin painetta ylöspäin kuin alaspäin, mikä voi tukea kullan hinnan muodostumista jossain määrin.

Kullan kaivostuotanto on hajaantunut

Globaaleille pääomavaltaisille toimialoille tyypillisesti kultakaivossektori on kokonaisuutena erittäin hajautunut toimiala. Maailman viiden suurimman kultayhtiön (Newmont, Barrick Gold, AnlgoGold Ashanti, Polyus Gold International ja Newcrest Mining) vuosituotanto oli viime vuonna noin 2-6 miljoonaa unssia per yhtiö eli viidellä suurimmalla on yhteensä alle 20 %:n osuus koko kultamarkkinasta. Maantieteellisesti kullan tuotanto on kuitenkin keskittynyt melko suppealle alueelle, sillä 10 suurinta tuottajamaata tuottavat karkeasti 2/3 maailman kaivoskullasta. Tällä hetkellä merkittävimpiä kullan tuottajia ovat Kiina, Venäjä, Australia, USA ja Kanada. Endomines on siten tuotantovaiheessa marginaalinen peluri kultamarkkinan kokoluokkaan ja sektorin merkittävimpiin yhtiöihin suhteutettuna.

Kullan hinta-ajurit ja niiden näkymät

Ajuri	Näkymä	Inderesin kommentti
Kuluttajien korukysyntä		Globaalin talouskasvunäkymän rauhoittuminen ja inflaation jatkuessa korkotasoihin liittyvät nostopaineet voisivat vaikuttaa kulutuskysyntään
Sijoituskysyntä		Tämän hetken alhainen korkotaso tukee kullan houkuttelevuutta sijoituskohteena, mutta mahdolliset korkojen nostot voivat muuttaa tilannetta
Kullan tarjonta		Lyhyen ajan kasvunäkymä maltillinen viime vuosien rajallisten investointien myötä
Tuotantokustannukset		Tuotantokustannuksissa on lyhyellä aikavälillä nousupainetta kuluerien (mm. energia) inflaation myötä. Lisäksi ajan yli nousupainetta malmin laadun laskun kautta.
USA:n dollari		Dollari on vahvistunut viime aikoina, mutta merkittäviä liikkeitä suhteessa päätuottajien valuuttoihin ei odoteta tapahtuvan lähiaikoina
USA:n korkotaso		Korkotaso on painunut koronapandemian takia matalalle, mutta kiihtyneen inflaation vuoksi koroissa nousupainetta
Maailmanpolitiikka		Krooniseksi muodostunut epävarmuus tukee kullan houkuttelevuutta ja vahvistaa turvasatamakysyntää
Muiden sektoreiden kysyntä		Teollinen kysyntä voi kohdata laskupaineita, keskuspankkien ostojen ja suojausten tarjoama tuki marginaalinen

Markkinat ja kilpailijat 6/6

Pääkilpailijoina primäärikultakaivokset

Kultamarkkinan globaalin luonteen takia Endominesin relevantteja kilpailijoita ovat kaikki maailman kultakaivokset. Tarkastelu täytyy mielestämme kuitenkin viedä yhtiötasolta kaivostasolle, sillä Endominesin kaivoksen tuotantokyky sekä tuotantokustannusten taso suhteessa muihin kaivoksiin ovat keskeisimpiä yhtiön kilpailukykyä määrittäviä tekijöitä. Tuotantokustannusten kannalta keskeisessä roolissa ovat malmivarojen ja/tai mineraalivarantojen määrä ja laatu, sillä merkittävä tuotantokustannuksiin vaikuttaminen prosessiteknisillä ratkaisuilla on mielestämme toimialalla melko vaikeaa. Näin ollen parhaan malmin omaavilla yhtiöillä tai kaivoksilla on mielestämme kilpailuetua suhteessa heikommat esiintyvät omaaviin kaivoksiin/yhtiöihin, jotka painuvat korkeiden tuotantokustannustensa takia ensimmäisinä kassavirtaneutraiviksi lopputuotteiden hintojen laskiessa (ts. paine leikata tuotantoa kohdistuu etenkin niihin). Nykyisessä kultamarkkinan erittäin vahvassa tilanteessa korkean kustannustason kanssa ongelmissa olevia pelureita ei kuitenkaan juuri ole.

Kaivosten kustannuskilpailukyky korostuu etenkin Endominesin kaltaisten pienten yhtiöiden kohdalla, joiden kassavirta tulee kokonaan yhdestä tai muutamasta lähteestä ja joiden tuotannon ulkopuoliset hallintokulut ovat suhteellisesti korkeita (skaalaetujen puute). Siten peilaamme Endominesin suhteellista kilpailukykyä ensisijaisesti etenkin muihin primäärikultakaivoksiin, sillä sivutuotteena kultaa tuottavien kaivosten tuotannon määrä (ts. kullan tarjonta) riippuu pääosin muista tekijöistä kuin

kullan hinnasta.

USA:n projektien kilpailuaseman pitäisi olla kohtuullinen

Metals Focusin Q2'21:n lopun tuotantokustannusarvion mukaan keskimääräinen ylläpitoinvestoinnin huomioiva primäärikullan tuotantokustannus oli noin 1050 USD/oz (AISC all-in sustaining cash cost). Parhaan neljänneksen tuotantokustannuksen yläraja oli noin 900 USD/unssi, kun taas viimeisen neljänneksen tuotantokustannukset olivat 1300-2000 USD/unssi. Endominesin Idahon projektien arvioidulla noin 600-850 USD/oz tuotantokustannuksella (cash costs) tai arviolta 700-900 USD/oz investoinnit huomioivalla kustannustasolla (AISC) yhtiö olisi parhaassa neljänneksessä suhteessa globaaliin kustannuskäyrään. Tämän hetken karkean arviomme mukaan Montanan projektit voisivat olla jokseenkin samalla tasolla kustannuspositiivissa Idahon projektien kanssa. Sen sijaan Pampalossa odotamme käteiskustannuksen olevan historiallisen datan perusteella selvästi korkeammalla ja noin 1000-1250 USD/oz.

Arviomme mukaan näissä historiallisissa käteiskustannusarvioissa on kuitenkin nousupainetta etenkin kohonneiden energianhintojen johdosta. Kokonaisuutena Endominesin USA:n projektien kilpailuaseman pitäisi kuitenkin mielestämme olla kohtuullinen. Konsernina tilanne on kuitenkin jonkin verran heikompi, sillä Fridayn ja Pampalon projektien täytyy kantaa lähiaikoina yksin Endominesin hallinnointikulut, jotka ovat skaalaetujen puuteen takia suhteessa korkeat (ts. hallinnointikulut

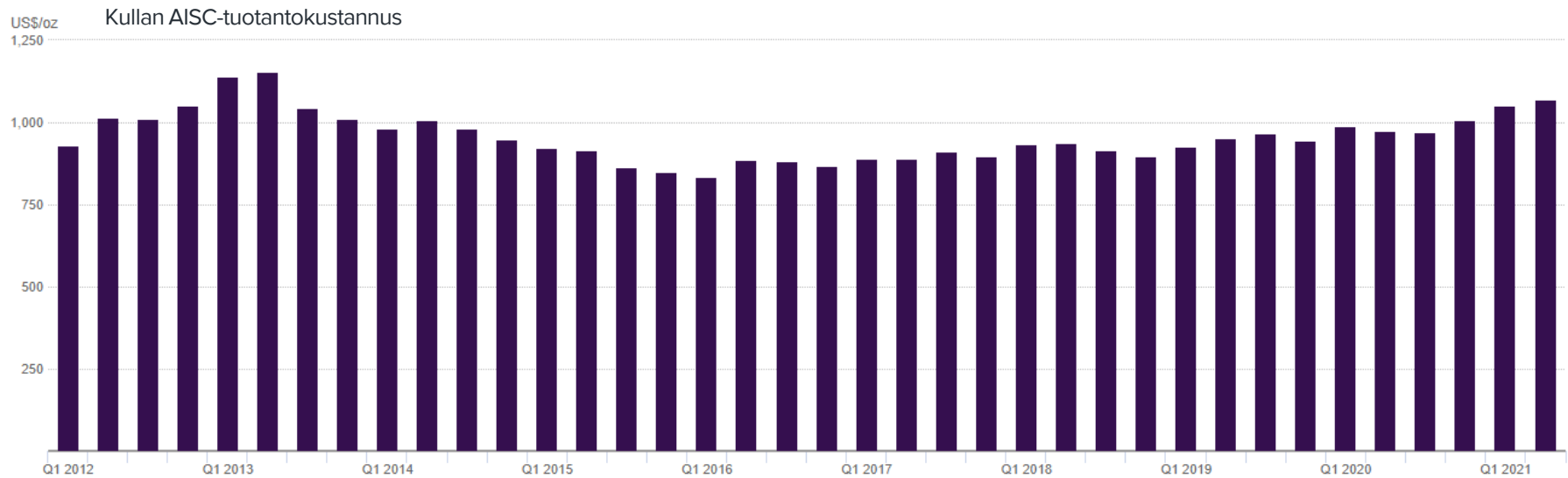
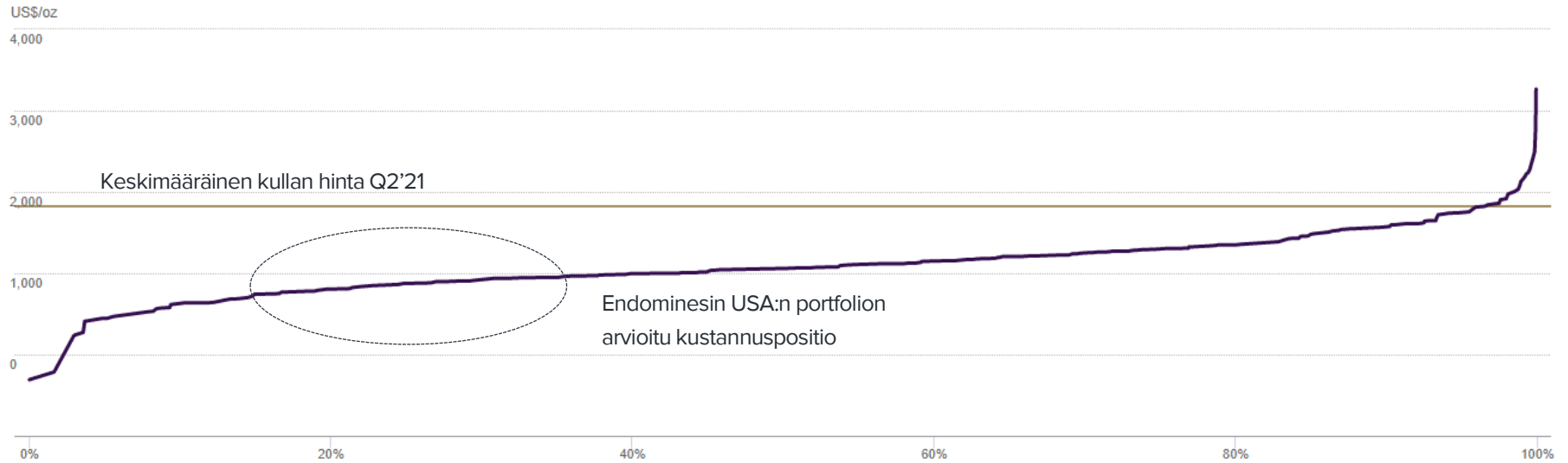
jakautuvat suhteessa pienelle tuotantomäärälle). Pidemmällä perspektiivillä tämä haitta toki pienenesi.

Mielestämme Endominesin USA:n projektisalkun suhteellinen kilpailukyky onkin tällä kuluposiitiolla kohtuullinen. Friday-projekti ei olisikaan ajautumassa kassavirtansa kanssa vaikeuksiin sitten, kun optimaalinen volyyymi ja tehokkuus on saavutettu. Viimeaikaisten kassahaasteiden ja kalliiden rahoituspakettien takia tämä olisi myös ensiarvoisen tärkeää yhtiön ja muiden projektien edistämisen kannalta. Sinällään vahvaa kilpailuetua suhteessa keskimääräisiin kaivoksiin Endominesilla ei myöskään ole. Tämä ei ole sinällään yllättävää, sillä tuotanto kaivoksilla olisi aloitettu jo paljon aikaisemmin, jos esiintymät olisivat mahdollistaneet erityisen alhaiset tuotantokustannukset ja sitä heijastellen poikkeuksellisen houkuttelevan kassavirtaprofiilin suhteessa kilpailukenttään

Kannattavuudet ovat kohtuullisella tasolla

Yleisesti kultakaivosten kannattavuus on tällä hetkellä vahva, sillä Gold Focusin mukaan vain marginaalinen osa kullan tarjonnasta oli kassaneutraivista Q2'21:n lopulla (ts. käteiskustannus ennen investointeja yli kullan markkinahinnan) ja tämän jälkeen kullan hinta on pysynyt suhteellisen stabiilina. Näin ollen tuottajilla ei olisi erityisen nopeaa tarvetta pienentää tarjontaa (tarjonnan pienentämismuutos on myös tuotantoyrityksistä tyypillisesti hidasta), joten hintakehityksen määrää lyhyellä tähtämällä mielestämme pääosin kysyntä ja mahdolliset koronasta kumpuavat tarjontahäiriöt.

Kullan globaali AISC-kustannuskäyrä ja sen kehitys



Ennusteet 1/5

Ennustemalli ja tulosennusteet

Olemme laatineet Endominesille tulosennusteet 15 vuodelle (2021-2035), mikä perustuu yhtiön projektisalkun mineraalivarantoihin, projektien arvioituihin elinkaariin ja yhtiön arvioituun kykyyn viedä projekteja tuotantoon. Tämänhetkisissä ennusteissamme odotamme Endominesin pystyvän hyödyntämään mitatut ja osoitetut mineraalivarantonsa täysimääräisesti ja olemme sisällyttäneet ennusteisiimme lisäksi osittain myös mahdollisia sekä historiallisia varantoja. Etenkin mahdollisiin ja historiallisiin varantoihin liittyvä epävarmuus on vielä erittäin korkea. Olemme huomioineet niitä osin jo ennusteissamme, sillä odotamme yhtiön pystyvän siirtämään osan näistä varannoista mitattuihin ja osoitettuihin varantoihin, kun historiallista aineistoa täydennetään kairauksilla, aineisto käsitellään uudelleen nykypäivän standardien mukaan sekä huomioidaan noussut kullan hinta.

Odotamme yhtiön ajavan projekteja kaupalliseen tuotantoon asteittain

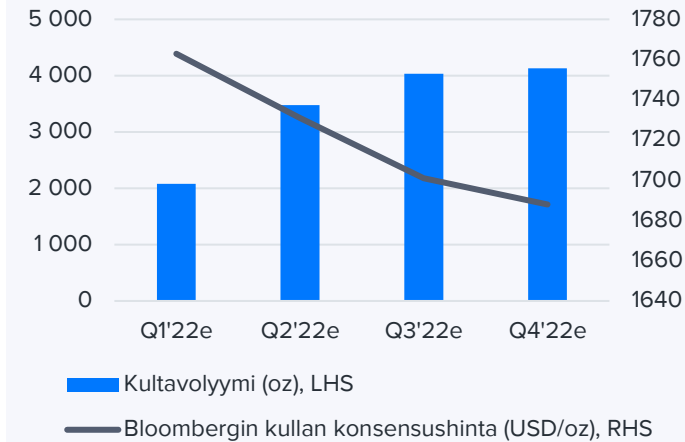
Odotamme yhtiön saavan Friday-projektin suunniteltuun kapasiteettiinsa vuoden 2022 alussa ja Pampalon vuoden 2022 keväällä. Fridayn tuotannon olemme odottaneet päättyvän vuonna 2027, kun taas Pampalon osalta nykyiset tuotantoennusteemme rajoittuvat syväjatkeeseen, jossa on arviomme mukaan noin 1,5 vuoden tuotantopotentiaali. Molemmissa hankkeissa on mielestämme potentiaalia pidentää kaivosten elinkaaria malminetsinnän kautta, mutta päivitämme ennusteitamme, kun malminetsinnästä

ja/tai kaivossuunnittelusta saadaan konkreettista lisätietoa (malminetsintäpotentiaalia on osakkeen arvonnäilytyksessä huomioitu muuta kautta).

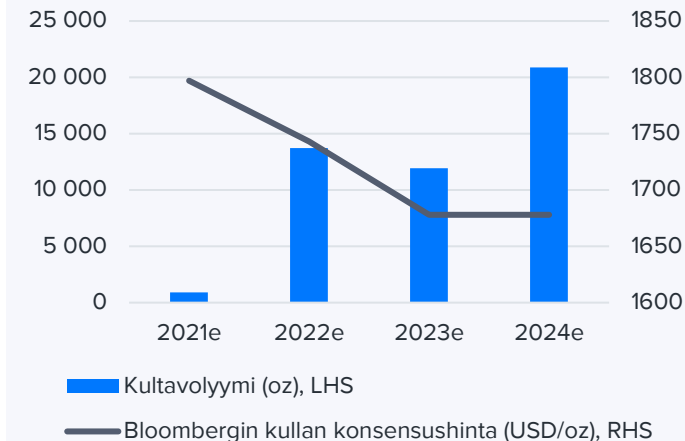
Fridayn ja Pampalon jälkeen arvioimme yhtiön aloittavan tuotannon US Grantissa ja Kearsagessa. Rahoituksen ja operatiivisten toiminnan haasteiden takia Endomines ei arviomme mukaan ole päässyt aloittamaan näiden projektien kaivoskehitystyötä oleellisessa mittakaavassa vielä ja arvioimme yhtiön pitävän fokuksensa tiukasti Fridayssa ja Pampalossa ennen kuin konsernin kassavirta on kääntynyt. Lisäksi suurten US Grantin ja Kearsagen projektien vieminen vaatii kehitystyöhön (ml. malminetsintää, kairauksia, investointeja) vaadittavan ajan lisäksi uutta ulkoista rahoitusta.

Nämä taustat huomioiden odotamme Endominesin aloittavan US Grantin ja Kearsagen kehitystyön aikaisintaan H2'22:lla ja tässä skenaariossa kaupallisen tuotannon aloittaminen voisi mielestämme olla mahdollista aikaisintaan 2024 (louhinta alkaa ennen kaupallista tuotantoa). Aikatauluun liittyvä epävarmuus on vielä hyvin korkea. Tähän voi vaikuttaa positiivisesti myös mahdollinen kumppanien mukaanotto projekteihin, mikä aikataulun nopeuttamisen lisäksi jakaisi tietysti myös tuotot ja riskit. Emme ole toistaiseksi sisällyttäneet ennusteisiimme kumppanimalleja, vaikka Endomines onkin kertonut kumppaneiden käyttöä harkitsevansa. Näiden Montanan projektien odotamme nyt päättyvän vuonna 2033, mutta päätös on tietenkin suoraan alisteinen startin aikataululle ja tulevaisuuden malminetsintätöiden tuloksille.

Kullan tuotanto ja hintaennuste Q1'22e-Q4'22e



Kullan tuotanto ja hintaennuste 2021e-2024e



Ennusteet 2/5

Seuraavana vuorossa on arviomme Idahon projekteista järjestyksessä Rescue, Unity ja Kimberly. Näiden projektien odotamme alkavan limittäin (1 projekti per vuosi) vuosi US Grantin ja Kearsagen jälkeen. Näiden neljän projektin odotamme päättyvän 2031-2035, mutta aikataulujen ja muiden asioiden osalta näihin projekteihin pätevät myös edellä mainitut asiat. Viimeisenä tuotantoon menossa ovat arviomme mukaan Idahon avolouhokset, joista odotamme Endominesin saavan kaupalliseen tuotantoon Buffalo Gulchin vuosina 2028-2029. Buffalo Gulchin tuotannon odotamme päättyvän vuonna 2034.

Vuoden 2035 jälkeen emme ole odottaneet yhtiön generoivan kassavirtoja, mutta ennusteet voivat toki muuttua, kun yhtiön projektit etenevät ja näkyvyys niiden elinkaariin paranee. Esimerkiksi Deadwoodia ja Fridayn avolouhosta emme ole sisällyttäneet vielä lainkaan ennusteisiimme ja myös muissa projekteissa voi olla mahdollisuuksia pidentää kaupallista tuotantoa pidemmälle 2030-luvun puolelle, jos malminetsinnässä nykyisten varantojen luokitusta pystyttäisiin parantamaan ja/tai uusia varantoja löytyisi.

Ennusteemme nojaavat Bloombergin kullan hinnan konsensusennusteisiin

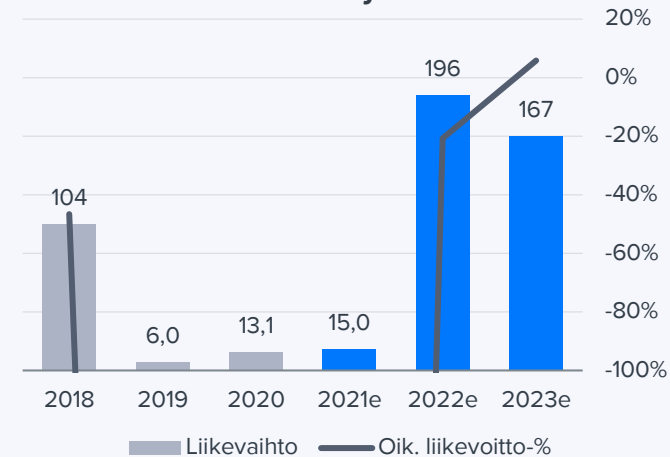
Endominesin tulosennusteemme perustuvat malmin laadun, pitoisuuksien, tuotantomäärien ja jalometallisaantojen suhteen valtaosin yhtiön eri projekteista antamiin tietoihin, jotka ovat tietyiltä osin vajavaisia (esim. US Grant ja Kearsarge) Olemme myös toistaiseksi odottaneet malmin

olevan joka vuosi tasalaatuista, sillä yhtiö ei ole vielä julkaissut tarkempia louhintasuunnitelmia kaivoksilta. Käytännössä malmin laatu tulee kuitenkin vaihtelemaan ja varsinkin lyhyen ajan ennusteet tarkentuvat tältä osin myöhemmin.

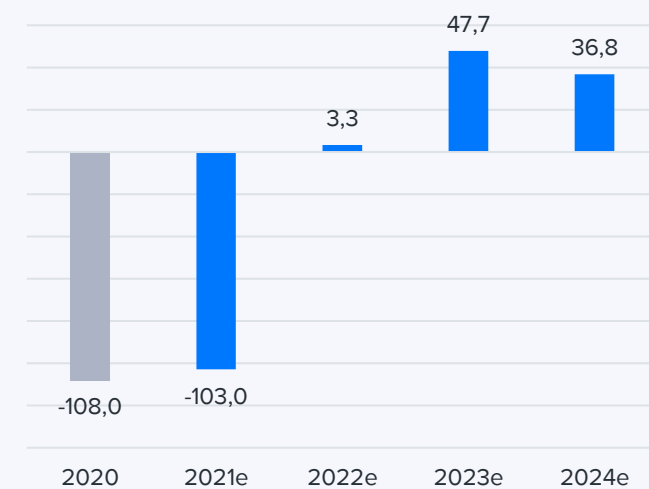
Kustannuspuolella tuotantokustannusarviot perustuvat osin yhtiön julkaisemiin tietoihin Idahon kaivosten arvioiduista tuotantokustannuksista ja osin omiin arvioihimme. Tuotantokustannusarviot eivät sisällä inflaatiokorjauksia, koska inflaatio tulee huomioiduksi kassavirtamallin diskonttaustekijässä. Projektien lisäksi konserniennusteemme huomioivat emoyhtiön konsernikulut, poistot, rahoituskulut ja verot. Lisäksi odotamme, että yhtiö aktivoi malminetsintäkuluja taseeseensa sekä poistaa niitä asteittain yhtiön elinkaaren aikana.

Endominesin ennusteidemme lähtökohtana olemme käyttäneet tämänhetkisiä Bloombergin konsensusennusteiden mukaisia kullan hintoja. Ennusteita on vuosille 2022-2023 ja vuosina 2024-2035 olemme odottaneet kullan hinnan pysyvän vuoden 2023 tasolla. Olemme lisäksi hyväksyneet kullan hintaennusteisiin vain viimeiseen 3 kuukauden aikana päivitettyt ennusteet. Valuuttakurssien (SEK/USD, SEK/EUR) osalta olemme käyttäneet tämänhetkisiä spot-kurssseja. Metallien hinta- ja valuuttaparametrien ennusteet tulevat jatkossa elämään markkinaliikkeiden mukana, mutta näihin tekijöihin liittyviä riskejä ja mahdollisuuksia huomioimme osakkeen arvonmäärityksessä ensisijaisesti riskipreemiolla.

Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys



Käyttökateen kehitys (MSEK)



Ennusteet 3/5

Vuoden 2021 ennusteet

Endomines sai rikastetuotannon käyntiin vasta Q4'21:n aikana Fridayssa ja Q4 on kulunut kaivoksen ylösajossa. Yhtiö on ohjeistanut vuodelle 2021 noin 1200 unssin kullan tuotantoa, joten vuoden 2021 liikevaihto jää vähiin. Alhaisen liikevaihdon ja investointivaiheen (ml. toiminnan käynnistyskulut ja investoinnit) takia liiketoiminnan kassavirta oli selvästi pakkasella Q1'21-Q3'21 eikä tahti ole myöskään muuttunut Q4:llä.

Näin ollen odotamme Endominesin tehneen viime vuonna 15 MSEK:n liikevaihdolla 103 MSEK:n tappion käyttökatetasolla. Liikevoittoa nakertaa lisäksi H1-tulokseen tehty 48 MSEK:n alaskirjaus Fridayn kaivokseen liittyneistä omaisuuseristä. Projektin ongelmista johtunut alaskirjaus ei ollut kassavaikutteinen. Rahoituskulujen ja nollaverojen jälkeisen EPS:n odotamme olleen viime vuonna -0,96 SEK. Liiketoiminnan kassavirta on arviomme mukaan ollut viime vuonna noin -103 MSEK ja vapaa kassavirta noin -163 MSEK.

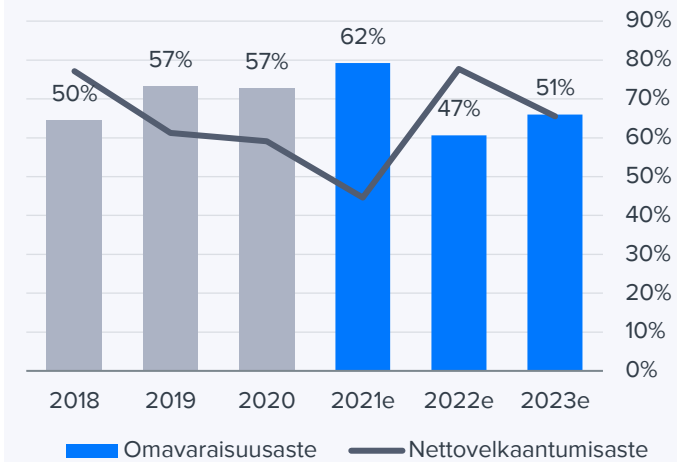
Taseen puolella yhtiöllä ei vuoden 2021 alun merkintäoikeusannin ja muiden rahoitusjärjestelyiden takia ole akuuttia hätää vaan arviomme mukaan yhtiön omavaraisuusaste on ollut vuoden 2021 lopussa 62 % ja nettovelkaantumisaste 45 %. Kassa sen sijaan on todennäköisesti ollut vuoden lopussa melko ohut, mutta yhtiö nosti heti vuoden alussa noin 20 MSEK uutta rahoitusta LDA:n kanssa sovitusta vvk-järjestelystä ja lisärahoitusta on sovittuna. Näin ollen yhtiön lähtökohdat vuoteen 2022 ovat tyydyttävät, kunhan kaivosten ylösajoissa ei ole tapahtunut takaiskuja loppuvuoden aikana ja Fridayssa täysi kapasiteetti alkaa lähestyä.

Vuoden 2022 ennusteet

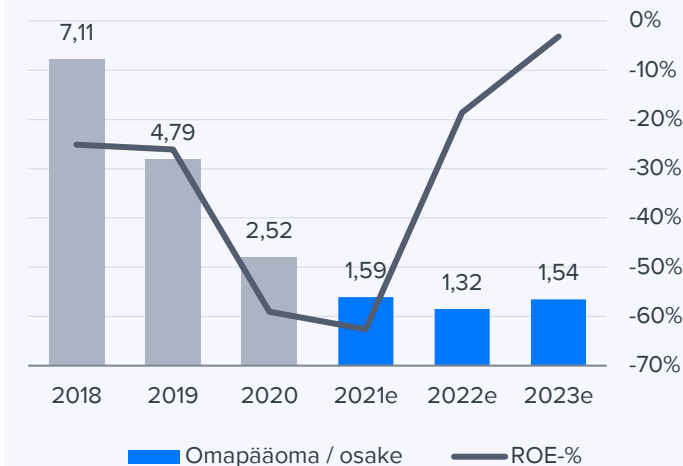
Vuonna 2022 yhtiöllä pitäisi olla edellytykset puhtaaseen vuoteen Fridayssa ja Pampalossakin täysi volyyymi pitäisi saavuttaa vuoden 2022 alkupuoliskolla. Vuoden 2022 kullan tuotantoennusteemme on siten noin 13 700 unssia, mistä noin puolet kertyy Fridaysta ja loput Pampalosta. Tällä volyyymillä odotamme yhtiön yltävän noin 193 MSEK:n liikevaihtoon (2022e: kullan hinta keskimäärin ~1 720 USD/oz) ja nollatason käyttökatteeseen. Liikevaihto- ja etenkin tulokertymä painottuvat arviomme mukaan H2:lle kaivosten ylösajojen etenemistä takia. Nousevien poistojen, rahoituskulujen ja nollaverojen jälkeen arviomme liiketuloksen sekä nettotuloksen jäävän selvästi tappiolle myös 2022.

Vapaa kassavirta pysyy arviomme mukaan myös pakkasella myös 2022 lievästi positiivisesta käyttökatteesta huolimatta, sillä investoinnit ylösajossa oleviin kaivoksiin jatkuvat ja myös US Grantia ja Kearsagea aletaan arviomme mukaan kehittää (sis. kairauksia) H2:lla. Liiketoiminnan kassavirran arviomme kääntyvän positiiviseksi kesän tienoilla, kun Fridayssa ja Pampalossa on saavutettu hyvä volyyymi- ja tehokkuustaso. Tämä poistaa pahimman Endominesin taloudelliseen asemaan kohdistuvan paineen, mutta arviomme yhtiön tarvitsevan kuluvan vuoden aikana vielä ulkoista rahoitusta, jonka mittakaava riippuu osin tavoitellusta kehitysvauhdista. Vuoden 2022 lopussa Endominesin omavaraisuusaste on ennusteillamme 47 % ja nettovelkaantumisaste 78 %, mutta ennusteisiin vaikuttaa tuloksen ja kassavirtojen lisäksi yhtiön keräämän lisärahoituksen rakenne ja strategiset valinnat (ts. tavoitellun kehitysvauhdin kulmakerto).

Taseen avainlukujen kehitys



Oma pääoma / osake ja



Ennusteet 4/5

Vuosien 2023-2025 ennusteet

Vuonna 2023 odotamme Endominesin jatkavan kehitystään, kun Friday ja Pampalo (nykyiset malmivarat loppuvat kuitenkin kesken vuoden) saavat kasaan puhtaat tuotantovuodet. Vuosina 2024-2025 kasvua alkaa tämänhetkisissä arvioissamme tukea asteittain myös US Grant, Kearsage ja Rescue, mutta tämä on ehdollista onnistumisille Fridayssa ja Pampalossa sekä rahoitusjärjestelyissä.

Tätä taustaa vasten kultarikastemyynnin volyymiennusteemme vuodelle 2023 on 11 950 unssia, vuodelle 2024 20 900 unssia ja vuodelle 2025 36 140 unssia. Kasvava volyymitaso (2023 osittainen välivuosi ennen Montanan projektien käynnistymistä) ja jokseenkin vakaa kullan hinta (2023e-2025e: 1678 USD/oz) nostavat ennusteissamme yhtiön liikevaihdon vuonna 2023 167 MSEK:iin, vuonna 2024 292 MSEK:iin ja vuonna 2025 505 MSEK:iin. Laskeneiden 2023-2024 liikevaihdon ennusteidemme takana on etenkin Rescuen tuotannon aloittamisen siirtyminen mallissamme vuoteen 2025. Vuoden 2023 osalta liikevaihtoa laskee myös pienet muutokset Pampalon tuotannon ajoittumisessa (ts. siirtyminen vuodelle 2022).

Käyttökatteeseen odotamme nousevan volyymejä sekä eri projekteissa asteittain saavutettavia tavoiteltuja käteiskustannuksen haarukoita heijastellen vuonna 2023 48 MSEK:iin ja laskevan vuonna 2024 37 MSEK:iin peilaten Montanan projektien ylösjokuluja. Laskeneiden käyttökate-ennusteidemme taustalla on myös odottamamme tuotantosiiirtymät (projektien kannattavuusprofiilit kuitenkin ennallaan). Toisaalta kannattavuus sai hieman tukea lähivuosille nousseista kullan

hintaennusteista. Vuonna 2025 odotamme käyttökatteeseen nousevan 186 MSEK:iin, joka tarkoittaa kaivosyhtiölle jo hyvää noin 37 %:n käyttökatemarginaalia, mikä pohjautuu vahvaan kultamarkkinaan sekä Endominesin projektien pääosin laadukkaalta vaikuttavaan malmiin ja siten kilpailukykyiseen kustannustasoon.

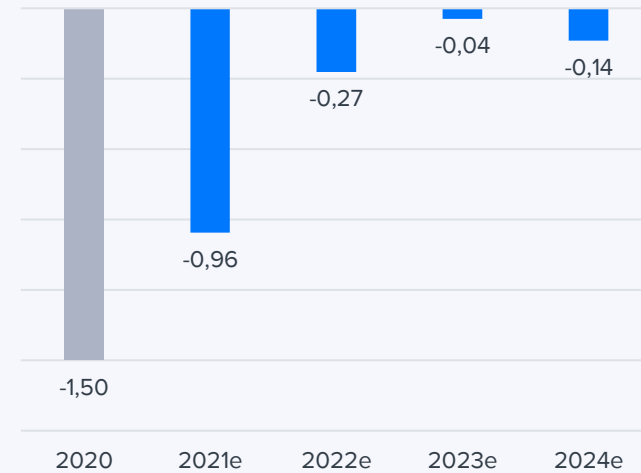
Nettotuloksen odotamme nousevan voitolle 2025, kun huomioidaan asteittain nousevat poistot, vakaantuvat rahoituskulut sekä edelleen vanhojen tappioiden ansiosta nolliissa pysyvät verot. Vuosina 2026-2034 odotamme Endominesin tekevän melko hyvää nettotulosta, kun käyttökatteeseen kasvu on poistojen kasvua nopeampaa ja rahoituskulut vakaantuvat ja verot pysyvät nolliissa tai matalina.

Myös vapaa rahavirta nousee eri projekteihin jatkuvista investoinneista huolimatta plussalle vuonna 2025 parantuvan käyttökatteeseen ansiosta, mutta tämä on toki edelleen riippuvaista yhtiön tavoittelemasta kasvuvauhdista. Yhtiön taloudellinen asema alkaa vahvistua ripeästi ja arvioimme sen pystyvän rahoittamaan 2025 alkavia Idahon kaivosten rikastamoinvestointeja jo liiketoiminnan kassavirrallaan ja velkakapasiteetillaan. Osingonmaksua emme odota Endominesin aloittavan ennen vuotta 2025.

Vuosien 2026-2031 ennusteet

Arviomme mukaan Endomines saa 2020-luvun toisella puoliskolla tuotantoon vielä Unityn, Kimberlyn ja Buffalo Gulchin ja jatkaa hyvillä volyymitasoilla myös muilla kaivoksilla niiden elinkaarten loppuun asti. Yhtiön myydyin tuotannon odotamme saavuttavan huippunsa vuosina 2028-2030 noin 78 600 unssin vuosittaisella tasolla ja laskevan vuoteen 2035

EPS:n kehitys (SEK)



Ennusteet 5/5

mennessä asteittain noin 16 700 unssiin. 2020-luvun jälkimmäisellä puoliskolla Endominex on kypsässä vaiheessa nykyportfolioinsa osalta (suurimmat investoinnit nykykaivoksiin ovat takana), jolloin arvioimme yhtiön projektien tekevän odotetulla noin 1680 USD/oz kullanhinnalla ja tavoitelluilla kustannustasoilla (käteiskustannukset 700-900 USD oz) vahvaa 40-51 %:n käyttökatemarginaalia. Vastaavasti laskevat poistot, pienet rahoituskulut ja normaali noin 20 %:n veroaste mahdollistavat hyvän nettotuloksen tekemisen. Myös vapaan kassavirran pitäisi olla ennusteidemme mukaisessa skenaariossa erinomainen, sillä investoinnit nykyportfolioon rajoittuvat tuotantotason ylläpitoon vaadittaviin panostuksiin. Näin ollen myös 2020-luvun loppupuolella yhtiö pystyisi nykyennusteillamme maksamaan halutessaan mukavia osinkoja.

Käytännössä pidämme kuitenkin todennäköisenä, että yhtiö pyrkisi jatkamaan elinkaartaan investoimalla uusiin kaivoksiin nykyportfolioinsa ulkopuolella tai tekemällä uusia yritysjärjestelyitä 2020-luvun loppupuolella tai 2030-luvun alussa. Tämä taas pidentäisi yhtiön elinkaarta ja omistajien tuottopotentiaalia, mutta pääomien allokointi investointeihin pienentäisi toki omistajille osinkoina allokoitavien pääomien määrää. Investointeja nykyportfolioon ulkopuolelle ja/tai yritysjärjestelyihin on kuitenkin mahdotonta ennustaa, joten emme ole sisällyttäneet niitä ennusteisiimme toistaiseksi. Ajasta ikuisuuteen yltäviä terminaaliennusteita pienelle kaivosyhtiölle ei mielestämme ole myöskään perusteltua tehdä, vaan lähtökohtaisesti investoinnit uusiin hankkeisiin ja nykyisten hankkeiden elinkaarten oleellinen jatkuminen lisäisi yhtiön elinkaarta varantojen kasvun

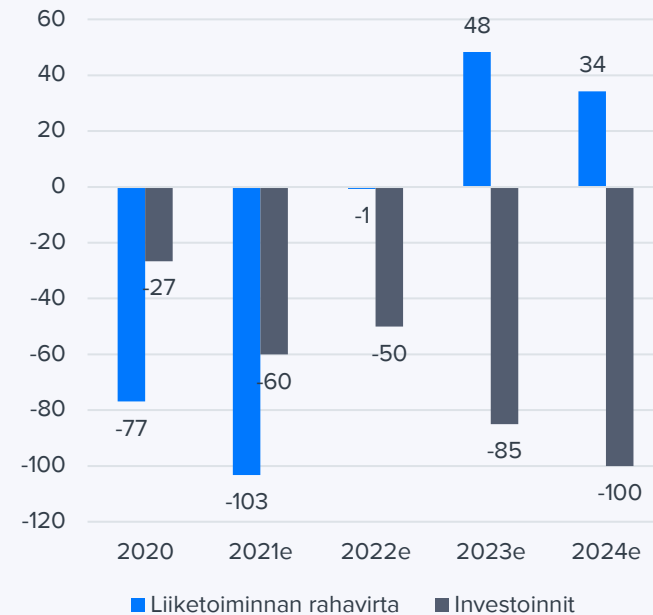
mahdollistaman määrääjän.

Ennustettavuus on kaivosliiketoiminnassa heikko

Kuten todettua, Endominexin kaltaisen juniori-kaivosyhtiön ennustettavuus on erittäin heikko, mikä on kaivosliiketoiminnassa tyypillistä. Lisäksi myös yhtiön omaa toimintaa eli saavutettua volyymiä ja kustannustasoa on erittäin vaikea ennustaa, sillä kaivosten generoimat rahavirrat ja niiden ajoitukset riippuvat yhtiön strategisista valinnoista ja rahoitustilanteesta, uusien kaivosprojektien investointivaiheiden ja ylösajojen onnistumisesta sekä malmien todellisesta laadusta (paljastuu esiselvityksistä huolimatta vasta tuotantovaiheessa) sekä pitoisuuksien vaihtelusta. Lisäksi liikevaihto- ja tuloskertymien kannalta isossa roolissa ovat vaikeasti ennustettavat metallien hinnat.

Näin ollen yllätykset ennusteiden suhteen ovat väistämättömiä. Etenkin 1-2 vuotta pidemmälle katsoviin ennusteisiin on suhtauduttava suuntaa antavina. Kauas tulevaisuuteen katsottaessa ennusteet tarkentuvat asteittain, kun näyttöjä kaivosten suorituskyvystä sekä yhtiön suunnitelmista tulee saataville. Näin ollen yksittäisten vuosien ennusteisiin varsinkaan kauemmas katsottaessa ei tule nojata. Erittäin korkea ennuste-epävarmuus on yksi sijoittajien tuottovaatimusta Endominexissa (ja muissa vastaavan profiilin kaivosyhtiöissä) kohottava tekijä. Olemme myös huomioineet korkeaa ennuste-epävarmuutta diskonttauskorroissa ja hyväksyttävässä arvostustasossa, kun taas ennusteemme perustuvat mielestämme jokseenkin neutraaliin skenaarioon yhtiön projektisalkun potentiaalista.

Liiketoiminnan kassavirta ja investoinnit (MSEK)



Kvartaaliennusteet

Tuloslaskelma	H1'19	H2'19	2019	H1'20	H2'20	2020	H1'21	H2'21e	2021e	2022e	2023e	2024e
Liikevaihto	3,5	2,5	6,0	10,5	2,6	13,1	0,0	15,0	15,0	196	167	292
Konserni	3,5	2,5	6,0	10,5	2,6	13,1	0,0	15,0	15,0	196	167	292
Käyttökate	-20,8	-28,1	-48,8	-45,3	-62,8	-108,0	-40,0	-63,0	-103,0	3,3	47,7	36,8
Poistot ja arvonalennukset	-1,5	-2,1	-3,6	-11,7	-65,0	-76,7	-55,5	-12,0	-67,5	-43,9	-37,9	-43,5
Liikevoitto ilman kertaeriä	-22,3	-30,2	-52,5	-56,9	-127,8	-184,7	-95,5	-75,0	-170,5	-40,7	9,8	-6,7
Liikevoitto	-22,3	-30,2	-52,5	-56,9	-127,8	-184,7	-95,5	-75,0	-170,5	-40,7	9,8	-6,7
Konserni	-22,3	-30,2	-52,5	-56,9	-127,8	-184,7	-95,5	-75,0	-170,5	-40,7	9,8	-6,7
Nettorahoituskulut	-7,8	-16,5	-24,3	-11,2	-1,1	-12,3	-25,4	-20,0	-45,4	-20,5	-19,9	-28,5
Tulos ennen veroja	-30,1	-46,7	-76,8	-68,1	-128,9	-197,0	-120,8	-95,0	-215,8	-61,2	-10,1	-35,2
Verot	0,0	0,1	0,1	0,2	-0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
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
Nettotulos	-30,1	-46,6	-76,7	-68,0	-128,9	-196,9	-120,8	-95,0	-215,8	-61,2	-10,1	-35,2
EPS (oikaistu)	-0,85	-0,67	-1,09	-0,52	-0,98	-1,50	-0,59	-0,42	-0,96	-0,27	-0,04	-0,16
EPS (raportoitu)	-0,85	-0,67	-1,09	-0,52	-0,98	-1,50	-0,59	-0,42	-0,96	-0,27	-0,04	-0,16

Tase

Vastaavaa	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Pysyvät vastaavat	573	568	561	567	614
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aineettomat hyödykkeet	371	388	361	370	379
Käyttöomaisuus	196	175	194	191	230
Sijoitukset osakkuusyhtiöihin	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	5,5	5,3	5,4	5,4	5,4
Laskennalliset verosaamiset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vaihtuvat vastaavat	17,1	17,1	36,7	92,4	62,1
Vaihto-omaisuus	0,0	2,5	0,5	5,9	5,0
Muut lyhytaikaiset varat	0,6	1,3	0,3	0,3	0,3
Myyntisaamiset	0,8	2,1	2,1	27,5	23,4
Likvidit varat	15,7	11,3	33,8	58,8	33,4
Taseen loppusumma	590	585	597	659	676

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Oma pääoma	336	331	320	259	249
Osakepääoma	241	394	566	566	566
Kertyneet voittovarot	-679	-876	-1092	-1153	-1163
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	774	813	847	847	847
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	232	110	191	267	277
Laskennalliset verovelat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Varaukset	12,7	12,8	12,7	12,7	12,7
Lainat rahoituslaitoksilta	43,7	97,2	178	215	264
Vaihtovelkakirjalainat	175	0,0	0,0	40,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset velat	21,9	144	86,1	132	149
Lainat rahoituslaitoksilta	2,5	109	69,0	93,4	115
Lyhytaikaiset korottomat velat	9,9	17,3	7,5	29,4	25,1
Muut lyhytaikaiset velat	9,6	17,5	9,6	9,6	9,6
Taseen loppusumma	590	585	597	659	676

Arvonmääritys ja suositus 1/7

Tavoitehintamme taustalla on osien summa -malli

Mielestämme oikea tapa määrittää Endominesin osakkeen arvo on osien summa -menetelmä. Osien summassamme keskeiset elementit ovat:

- Friday-projekti yhtiön julkaistuun 7 vuoden tuotantosuunnitelmaan pohjautuen (mitatut ja osoitetut varannot)
- Buffalo Gulch -projektin tuotantopotentiaali (mitatut ja osoitetut mineraalivarannot)
- Pampalon malmivarannot eli syväjatkeen tuotantopotentiaali
- Idahon omistusten muut omaisuuserät eli Rescuen, Unityn, Kimberlyn, Deadwoodin ja Fridayn avolouhoksen historialliset mineraalivarannot, Fridayn ja Buffalo Gulchin otaksutut mineraalivarannot, kaikkien Idahon hankkeiden malminetsintäpotentiaali, Rescuen rikastamo ja vuokrahankkeiden vuokrat
- Montanan omistusten omaisuuserät eli US Grantin ja Kearsargen historialliset mineraalivarannot, kaivosten malminetsintäpotentiaali sekä US Grantin rikastamo
- Suomen omistusten muut omaisuuserät eli Karjalan kultalinjan (sis. Pampalo) malminetsintäpotentiaali sekä Pampalon rikastamolaitteet
- Konsernikulut
- Konsernin nettovelat.

Kolmen ensimmäisen osan nykyarvot voidaan

määrittää malmivarojen sekä mitattujen ja osoitettujen mineraalivarantojen osalta projektien kassavirtojen nykyarvona (NPV), mutta yhtiön muille projekteille kassavirta-analyysi ei ole kelvollinen menetelmä niiden varhaisen kehitysvaiheen takia (kassavirta-analyysi soveltuu vain malmivaroille sekä mitatuille ja osoitetuille mineraalivarannoille).

Näiden osien arvon määritämme arvioimalla etenkin malminetsintään sijoitettuja varoja ja varantojen arvoa maassa (in-situ), mikä on yksi varhaisen kehitysvaiheen kaivoksille soveltuva menetelmä. Tämä perustuu ajatukseen, jonka mukaan potentiaalinen ostaja olisi valmis maksamaan malmin etsintäpotentiaalista ainakin niihin sijoitetun rahamäärän, jos oletetaan investointien olleen järkeviä (vrt. uuden vastaavan projektin aloittaminen nolliasta). Konsernikulut olemme diskontanneet 14 vuoden osalta, jolloin olemme arvioineet yhtiön projektien nykyisten mineraalivarantojen loppuvan. Nettovelkoina olemme käyttäneet vuoden 2021 lopun ennustetta. Mallissa yhtiön osakemäärä on arvio, joka huomioi jo LDA:n Endominesille myötämien vvk-lainojen konvertoitumista osakkeiksi. Muiden lainojen konvertoitumista ja warrantteja mallimme ei vielä huomioi.

Osien summa -analyysin lisäksi vertailemme Endominesin arvoa ja louhintapotentiaalia sekä myös arvostuskertoimia suhteessa muihin pieniin kaivosyhtiöihin. Olemme myös laatineet konsernin 14 vuoden ennusteisiimme (14 vuoden jälkeen olemme ennustaneet yhtiön elinkaaren päättyvän) pohjautuvan DCF-mallin Endominesille havainnollistamistarkoituksessa. Konsernin DCF-

arvo on kuitenkin vain suuntaa antava, sillä kassavirrat pohjautuvat suurelta osin historiallisiin mineraalivarantoihin, joiden arvottaminen kassavirtamallilla ei kestä aukotta kriittistä tarkastelua. Näin ollen arvonmäärityksen ja tavoitehintamme pääpaino on osien summassa ja muut menetelmät ovat lähinnä suuntaa antavia.

Kaivosyhtiöiden pääomakulu vaihtelee rajusti

Kassavirta-analyysit ovat herkkiä käytetylle diskonttauskorolle, jonka pitäisi mielestämme heijastella sijoittajien riskit huomioivaa tuottovaatimusta. Määritämme diskonttauskoron käyttämällä yhtiön pääomarakenteen keskikustannusta (WACC), joka muodostuu oman ja vieraan pääoman kustannuksista niiden painotettuna keskiarvona. Oman pääoman kustannuksen määrittämisessä elementtejä ovat riskiton korko, arvioidut projekti- ja maariskit (riskipreemio) sekä osakkeen volatilitteetti (beta-kerroin). Vieraan pääoman kustannus taas muodostuu yhtiön velkahoituksen hinnasta ja velan verokilvestä.

Kaivosyhtiöiden pääoman kustannus vaihtelee rajusti projektin kehitysvaiheen ja vastaavasti riskien mukaan. Karkeasti kustannus on korkeimmillaan nuorissa ja kehittyvissä maissa sijaitsevilla malminetsintäprojekteissa, kun taas alimmillaan pääomakustannukset ovat kypsissä vakaiden maiden tuotantoprojekteissa. Tämä heijastuu sekä oman että vieraan pääoman kustannukseen, joskin suuren velkaosuuden saanti Endominesin kaltaisen juniorikaivosyhtiön pääomarakenteeseen on usein vaikeaa.

Arvonmääritys ja suositus 2/7

Vaihteluväli eri projektien välillä voi olla tuntuva, sillä esimerkiksi kanadalainen CIM on arvioinut oman pääoman kustannuksen liikkuvan 5,0-32,5 %:n välillä kaivosinvestointiprojekteissa.

Lisäksi huomioitavaa on, että yhtiötasolla pääoman kustannus on eri projekteille (eri kaivoksille) eri tasolla. Tämä heijastuu myös Endominesiin ja mielestämme pisimmällä olevien Friday- ja Pampalo-projektien pääoman kustannukset ovat Buffalo Gulch -projektia matalampia tässä vaiheessa. Huomattavaa kuitenkin on, että mielestämme projektien pääomakustannus elää niiden elinkaaren aikana ja projektin edetessä pääoman kustannus voi mielestämme muuttua selvästikin. Osien summa mallissamme olevissa Fridayn, Pampalon syväjatkeen ja Buffalo Gulchin NPV-analyseissä olemme käyttäneet eri diskonttauskorkoja eri projekteille, mutta havainnollistavassa DCF-mallissa diskonttaus-korko pysyy vakiona ja se kuvaa mielestämme konsernille sovellettavissa olevaa keskiarvoa.

Riskitön korko on matala ja maariskit ovat maltillisia

Käytämme riskittömänä korkona Endominesille USA:n ja Saksan 10 vuoden valtionvelkakirjalainojen keskiarvoa. Nykyisten matalien korkojen takia riskittömäksi korkoksi muodostuu noin 0,8 %. Mielestämme tämän historiallista keskikorkotasoa selvästi matalamman riskittömän koron käyttäminen on perusteltua Endominesille, sillä yhtiön projektien elinkaari tämänhetkisessä ennustemallissamme on vain noin 14 vuotta (Q3'21 LTM-2035). Yhtiöllä ei siis ole arvonmäärityksessämme ajasta ikuisuuteen ulottuvaa terminaaliarvoa, jolle historiallisesti poikkeuksellisen matalan riskittömän koron soveltaminen olisi kyseenalaista.

Subjektivisempi 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 tyypillisesti 0,0-14,0 %:n välillä. Esimerkiksi kanadalaisen CIM:n tutkimuksessa matalimmat 1 %:n maariskipreemiot annettiin kanadalaisille, australialaisille ja chileläisille projekteille, kun taas Euroopassa ja USA:ssa maariskipreemio oli noin 2,5 % tasolla. Suomen vakaa ja Idahon sekä Montanan kaivosmyönteinen toimintaympäristö (USA:ssa on huomattavia eroja osavaltioittain suhtautumisessa kaivoksiin) huomioiden asetamme Endominesin maariskipreemion 2,0 %:iin. Tämä tekijä ei myöskään lähtökohtaisesti muutu kaivoksen suunnitellun elinkaaren aikana, ellei USA:ssa ja/tai Suomessa tapahdu fundamentaalisia taloudellisia, poliittisia tai sosiaalisia muutoksia.

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. Endominesin osalta projektiriski tiivistyy mielestämme etenkin geologiaan (malmin todellinen määrä ja laatu) sekä ennusteisiin kullann hinnan kehityksestä. Sen sijaan teknologiset riskit ovat pääosin vakiintuneen teknologian käytön myötä rajallisia. Myös yhtiön ympäristöön liittyvät riskit ovat mielestämme maltillisia, joskin Buffalo Gulch -projektin osalta ympäristöluvan saamisen aikatauluun ja ehtoihin liittyy vielä mielestämme epävarmuutta.

Endominesin pääoman kustannus

Riskitön korko	0,8 %
<i>USA 10 vuoden valtiolainakorko</i>	1,6 %
<i>Saksa 10 vuoden valtiolainakorko</i>	-0,1 %
Beta	1,5
Riskipreemio	6-9 %
<i>Maariskipreemio (USA)</i>	2,0 %
<i>Projektiriskipreemio</i>	4-7 %
Oman pääoman kustannus	9,8 % - 14,3 %
Velkaosuus	20 %
Velan kustannus	8,0 %
Veroaste	21 %
WACC	9,1 % -12,7 %

Arvonmääritys ja suositus 3/7

Kokonaisuus huomioiden asetamme projektiriskipreemion Pampalo-projektille 4 %:iin ja Friday-projektille 5 %:iin. Buffalo Gulch -projektin projektiriskipreemiomme on 7%, sillä tiedot koko projektista ovat jonkun verran Fridayta heikommalla ja Buffalo Gulchin vieminen tuotantovaiheeseen vaatii selvästi enemmän aikaa. Koko konsernin osalta asetamme havainnollistavassa DCF-mallissamme riskipreemion 8 %:iin, sillä mallissa diskontataan pääosin historiallisia mineraalivarantoja, joihin liittyvät riskit ovat Fridayn ja Buffalo Gulchin paremmin luokiteltuja varantoja korkeammat.

Pääoman kustannus on pörssiyhtiölle korkea liiketoiminnan riskiprofiilin takia

Osakkeen riskitasoa kuvaavana beta-kertoimena käytämme mallissa arvoa 1,5x perustuen kaivosyhtiöiden beta-kertoimista tehtyyn tutkimukseen (New York Stern Business School 2016). Nämä tekijät huomioiden Endominesin oman pääoman kustannukseksi muodostuu Pampalossa 9,8 %, Friday-projektin osalta 10,5 % ja Buffalo Gulchin puolesta 14,3 % sekä konsernin havainnollistavassa DCF-mallissa 12,8 %. Konsernin tavoitellun velkaasteen (velan osuus kokonaispääomasta) arvioimme olevan 20 % ja velan keskimääräisen kustannuksen 8,0 % perustuen velan keskikorkoon, jonka yhtiö voisi mielestämme tällä hetkellä saavuttaa pidemmän tähtäimen kokonaisrahoitusratkaisussa. Yhtiön veroaste on mallissa Yhdysvaltojen yritysveroaste 21 %.

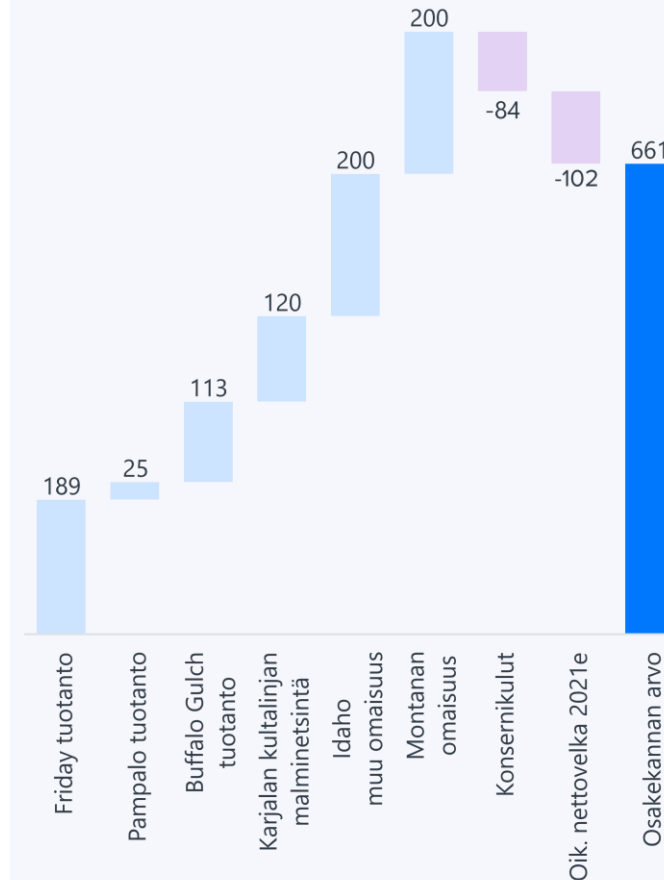
Siten Pampalo-projektin keskimääräiseksi

pääoman-kustannukseksi (WACC) ja diskonttauskoroksi muodostuu 9,1 %, Friday-projektin 9,7 % ja Buffalo Gulchin 12,7 %. Konsernikulujen nykyarvon olemme diskontanneet osien summa -mallissamme projektien painotettuna keskiarvona noin 10,5 %:n WACC-%:lla. Havainnollistavassa DCF-mallissamme WACC-% on noin 15 % mallin erittäin korkean riskitason takia.

Endominesille arvioimamme keskimääräiset pääoman kustannukset ovat mielestämme korkeita pörssiyhtiölle, mikä johtuu pienen kaivosyhtiön sijoittajille korkeasta riskiprofiilista. Käyttämämme diskonttauskorot jättävät sijoittajille tyydyttävää turvamarginaalia ennusteisiin väistämättä liittyvää korkeaa epävarmuutta vastaan, mikä on kassavirta-analyysin kaltaisessa pitkän aikavälin arvioissa mielestämme ehdottomasti tarpeen.

Friday-projektin tuotannon noustessa ja kustannustason painuessa kohti yhtiön indikoimia tavoitteita näemme Fridayn projektiriskipreemioissa laskuvaraa. Myös Buffalo Gulch -projektin eteneminen (ml. uudet tiedot mineraalivarannoista) voisi laskea sen projektiriskipreemiota, mutta tätä ei lähivuosina ole odotettavissa, kun kehitystyön painopisteet ovat muualla. Konsernin osalta riskipreemio painuisi, jos yhtiö saisi parannettua historiallisten mineraalivarantojensa luokitusta. Siten pääoman kustannusta voi olla mielestämme perusteltua tarkastaa asteittain alaspäin projektiriskipreemion osalta, kunhan yhtiöllä kykenee näyttämään kovaa dataa ja/tai lisätietoja projektien etenemisestä ja/tai taloudellisesta suorituskyvystä.

Endominesin osien summa



Arvonmääritys ja suositus 4/7

Osien summa on noin 2,6 SEK/osake

Kun Friday- ja Buffalo Gulch -projektien kassavirrat sekä konsernikulut diskontataan nykyhetkeen määritetyillä diskonttauskoroilla saadaan projektien nykyarvoiksi seuraavaa:

- Friday 189 MSEK
- Pampalon tuotanto 25 MSEK
- Buffalo Gulch 113 MSEK
- Konsernikulut -84 MSEK

Idahon muiden omaisuuserien arvon arvioimme olevan 200 MSEK. Tämä perustuu Rescuen, Unityn ja Kimberlyn tuotantopotentiaaliin, joista on saatu jo joitakin tietoja. Deadwoodin ja Fridayn avolouhoksen painoarvo on pieni, sillä näistä projekteista saadut tiedot vähäisiä. Myös Friday- ja Buffalo Gulch -projektien elinkaarten jatkopotentiaalit ovat epävarmoja (ts. otaksutut malmivarat) ja uuden malmin etsintäpotentiaaliin liittyvät kaikilta kaivoksilta ovat toistaiseksi rajallisia.

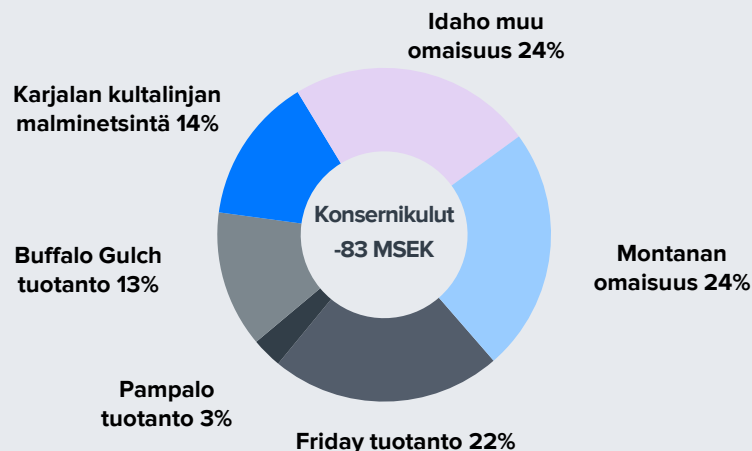
Rescuessa olevan vanhan rikastamon arvon arvioimme olevan lievästi positiivinen. Kokonaisuutena Idahon muiden omaisuuserien arvossa voi olla nousuvara, jos yhtiö pystyy päivittämään mineraalivarantoarviot nykypäivään. Yhtiön tulevat tiedotteet projektien geologiasta ja mineraalivarannoista voivat muuttaa näkemystämme niistä huomattavastikin uuden tiedon sisällöstä riippuen. Luonnollisesti kullan hinnan nousulla olisi myös positiivinen vaikutus kehitysportfolioon ja päinvastoin.

Montanan projektien arvon arvioimme olevan toistaiseksi osien summa -mallisamme 200 MSEK. Osien summa -mallisamme soveltamalla arvolla Montanan projektien historialliset kultaekvivalenttivarannot on hinnoiteltu tasolle 35 USD/oz, mikä vastaa mielestämme paremmin todellisuutta (ml. myös kullan hinta on noussut kaupan julkistamisen jälkeen) kuin yrityskaupan alhainen arvostus noin 20 USD/oz. US Grantissa olevan rikastamon arvo on arvioimme mukaan

maltillisesti positiivinen tässä vaiheessa.

Suomen omaisuuserien (pl. Pampalon tuotanto) arvo on arvioimme mukaan 120 MSEK, mikä pohjautuu pääosin viime vuosien malminetsintäinvestointien kuluihin sekä aiemmin alueella tehtyihin 80 kilometrin kairauksiin (noin 100 €/m) sekä konservatiiviseen arvioon Pampalon rikastamon laitteiden jäännösarvosta. Pampalon alueen yli 160 km:n kairauksien tuloksista valtaosa on jo ”hyödynnetty” vuosien 2011-2018 tuotannossa. Pampalon malminetsintä- ja tuotantopotentiaalini nykyarvo sisältyy Karjalan kultalinjan arvioituun arvoon.

Osien arvot huomioiden Endominessin yritysarvoksi muodostuu 763 MSEK. Kun tästä vähennetään yhtiön vuoden 2021 lopun ennustamamme noin 100 MSEK:n oikaistut nettovelat osakekannan arvoksi jää noin 660 MSEK. Nettovelkojen oikaisu koskee LDA Capitalin vvk-lainoja ja niiden eteen tulevia osakekonversioita, jotka oletamme yhtiön käyttävän täysimääräisesti.



Arvioitu yritysarvo (EV) 763 MSEK

Oikaistu nettovelkaennuste vuoden 2021 lopussa 102 MSEK

Osakekannan käypä arvo odotetulla laimennuksella*
661 MSEK, 2,6 SEK/osake

* Mallin osakemäärä on 256,1 Mkpl, mikä sisältää arvion LDA:n vvk-järjestelyn kautta tulevista uusista osakkeista sekä sitä vastaavasta nettovelan laskusta. Ulkona olevien warranttien kautta syntyvää oman pääoman, kassan ja osakemäärän kasvua ei ole huomioitu, sillä warranttien merkkaukurssit ovat melko selvästi yhtiön pörssikurssin ja 12 kk:n tavoitehintamme yläpuolella. LDA-järjestelyn kautta mahdollisesti merkattavien warranttien kautta nousevaa omaa pääomaa, kassaa ja osakemäärää ja LDA:lle suunnattavia osakeanteja ei myöskään ole huomioitu mallissa vielä.

Arvonmääritys ja suositus 5/7

Näin olleen mallin osakekohtaiseksi arvoksi tulee noin 2,6 SEK, kun huomioidaan osakemäärässä viimeaikaiset LDA Capitalin kanssa tehdyt pienet osakeannit sekä olettamistamme vvk-järjestelyistä osakkeiksi konvertoituvat lainat. Täten osake on mielestämme järkevästi hinnoiteltu suhteessa osien summaan, sillä osakekurssi liikkuu vain lievästi osien summan yläpuolella noin 2,7 SEK:n tasolla. Osien summa on noussut lievästi lähinnä kullan pitkän ajan hintaennusteen ja nettovelkaennusteen laskun ajamana, mutta Buffalo Gulchin siirtyminen ja rahoitusjärjestelyistä seurannut osakemäärän kasvu rajoittivat nousua. Osien summassamme emme ole odottaneet ulkona olevien warranttien konvertoituvan osakkeiksi ja tuovan yhtiölle uutta omaa pääomaa, sillä osakekurssi ja tavoitehintamme on alle warranttien merkkauksurssin.

Osien summan herkkyyshanalyysi

Koska osien summa on huomattavan herkkä keskeisten ennusteparametrien suhteen, testaamme analyysin indikoimaa osakkeen arvoa

muuttamalla kullan hintaa, tuotantokustannuksia, malminetsintäprojektien arvoa ja diskonttauskorkoa herkkyyshanalyysissä. Muutamme yhtä parametria kerrallaan. Tätä kautta saadaan kuva siitä, mitä pitäisi tapahtua, jotta osakkeen nykyinen kurssitaso ei olisi perusteltu. Lisäksi herkkyyshanalyysi mahdollistaa eri näkemysten huomioimisen keskeisistä ennusteparametreista. Kuten alla olevasta kuvasta huomataan, osakkeen arvo eri skenaarioissa vaihtelee huomattavasti, vaikka muuttujana on vain yksi parametri kerrallaan. Tämä kuvaa yhtiön profiilia korkean tuottopotentialin ja riskin sijoituskohteena. Osakkeen vipu on väkevä etenkin kullan hinnalle ja malminetsinnän tuloksille.

Suhteellinen arvostus

Suhteellisen arvostustason hyödyntäminen pienien kaivosyhtiöiden tulokertoimia vertaamalla on vaikeaa, koska yhtiöiden oletetut elinkaaret voivat erota huomattavasti. Siten peilaamme Endominesin arvostustasoa muihin pienehköihin kultakaivosyhtiöihin suhteuttamalla etenkin

yhtiöiden yritysarvoja (EV) yhtiöiden mitattuihin ja todennettuihin mineraalivarantoihin. Mittarit eivät ole aukottomia, koska ne eivät huomioi mineraalivarantojen laatua, joka taas antaa kohtuullisen indikaation mineraalivarantojen tuotantokustannuksista ja siten niiden kassavirtapotentiaalista. Mineraalivarantoihin pohjautuvan verrokkianalyysin verrokkiryhmässä on 13 pääosin Pohjois-Amerikassa toimivaa pienehköä kultakaivosyhtiötä, joiden liiketoimintaprofiilit ovat pääosin mielestämme kohtuulliseen hyvin vertailtavissa Endominesiin.

Verrokkiryhmään kuuluvien kultakaivosyhtiöiden mitattujen ja osoitettujen mineraalivarantojen kultaunssia vastaava metallimäärä (ts. varantojen mahdollisesti sisältämät muut metallit on muutettu kullaksi nykyisillä metallien spot-hinnoilla ja valuuttakursseilla) on arvostettu mediaanina noin 76 dollarin arvoiseksi suhteessa yhtiöiden yritysarvoihin (EV). Endominesin vastaava luku on 312 USD/oz, joten yhtiö on tuntuvasti yliarvostettu



Lähde: Inderes, ** Idahon muun omaisuuden, Montanan omaisuuden ja Karjalan kultalinjan arvo 50 % perusskenaariota suurempi/matalampi

Arvonmääritys ja suositus 6/7

suhteessa verrokkiryhmään tällä mittarilla.

Mielestämme tätä kuitenkin selittää ainakin osin se, että Endominesin kaikista mineraalivarannoista vain 12 % on mitattuja ja osoitettuja, kun verrokkiryhmällä vastaava luku keskimäärin on noin 66 %. Myös historialliset mineraalivarannot huomioituna Endominesin arvostus on puolestaan verrokkiryhmän alapuolella tällä mittarilla. Siten emme näe mineraalivarantopohjaisen arvostuksen indikoivan osakkeelle huomattavaa väärinhinnoittelua kumpaankaan suuntaan menetelmän vaatimat leveät toleranssit huomioiden. Mineraalivarantoanalyysi kuitenkin tukee näkemystämme, jonka mukaan Endominesin arvosta merkittävä osa on korkean riskin ja tuottopotentiaalin historiallisissa varannoissa ja/tai malminetsinnässä.

Arvostuskertoimet

Seuraamme Endominesissa myös perinteisiä arvostuskertoimia, vaikka lähtökohtaisesti

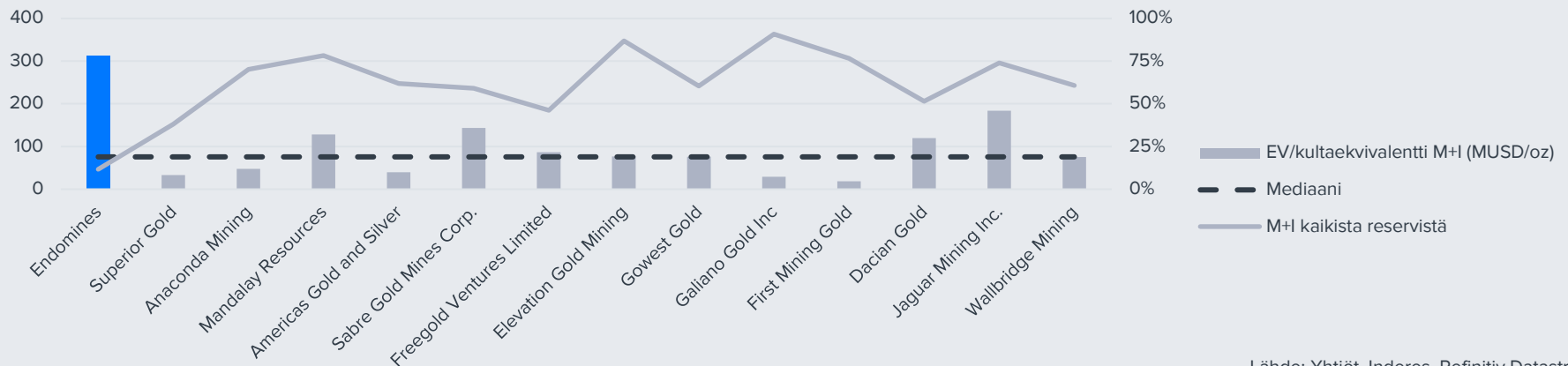
rajallisen elinkaaren omaavien kaivosyhtiöiden hinnoitteluun arvostuskertoimet sopivat mielestämme melko huonosti. Yhä käynnissä olevan investointivaiheen ja kaivosten ylösajoista johtuvien kulujen takia tulostulokset sopivat myös Endominesille melko huonosti lähivuosina tappiollisen/lievästi positiivisen tuloksen vuoksi. Nykyisillä ennusteillamme tulostulokset painuvat matalalle tasolle vasta vuonna 2025 (2025e P/E: 10x ja EV/EBITDA: 5x). Sen sijaan odotamme yhtiön P/B-luvun olevan vuoden 2021 lopun omalla pääomalla 1,7x. Tämä on myös melko selvästi rikkonaista verrokkiryhmää korkeammalla (verrokkiryhmä 2021e P/B: 1,0x) Verrokkiryhmän tasearvostus peilaa mielestämme liiketoiminnan korkeaa pääomaintensiteettiä ja investointitarvetta (ts. taseen kokoa), minkä takia pitkän aikavälin pääoman tuotto jää toimialalla keskimäärin alhaiseksi, vaikka voittomarginaalit onnistuneissa projekteissa voivat olla paksujakin. Tätä toimialan viitekehystä on pitkässä juoksussa vaikea päästä karkuun, vaikka etenkin lyhyellä tähtäimellä

yhtiökohtaiset erot voivat olla suuriakin. Täten suhteellinen kerroinanalyysikään ei mielestämme indikoi osakkeen olevan erityisen edullisesti hinnoiteltu

Indikatiivisen kassavirtamalli noin osakekurssin tasolla

Aikaisemmin läpi käytyihin konsernin ennusteisiimme ja tuottovaatimuksiin perustuvan DCF-mallin osakkeelle indikoima arvo on noin 2,6 Ruotsin kruunussa eli noin osakekurssin tasolla Laskelman arvoa painaa etenkin odottamamme lähitulevaisuuden merkittävät investoinnit ja vasta pitkällä tulevaisuudessa olevat positiiviset kassavirrat. Kokonaiskuvaava indikatiivinen DCF-malli ei muuta, sillä malli pohjautuu suurelta osin epävarmisiin historiallisiin mineraalivarantoihin. Tämän takia käyttämämme tuottovaatimus on myös korkea. Mallin osakemäärä on myös yhtiön tämänhetkinen osakemäärä, joka tulee väistämättä kasvamaan.

Mineraalivarantojen arvostus



Arvonmääritys ja suositus 7/7

Riskikorjattu tuotto-odotus ei nouse houkuttelevaksi lyhyellä aikavälillä

Toistamme Endominesin 2,50 Ruotsin kruunun tavoitehintamme, sillä konsernitasolla osien summa –malliimme tekemämme muutokset kumosivat toisiaan ja osien summa pysyi ennallaan. Toistamme osakkeen vähennäsuosituksemme. Näin ollen emme tällä hetkellä näe osakkeen 12 kuukauden tuotto/riski-suhdetta houkuttelevana korkeina pysyviin riskeihin peilattuna. Kultamarkkinalla markkinatilanne on yhä erittäin hyvä ja yhtiön projektisalkussa on pitkän aikavälin potentiaalia. Endominesin arvo ja arvostus olisivat myös aivan eri tasoilla, jos yhtiö yltäisi edes lähelle 100 000 unssin väläytelyä tavoitetuotantoa 2020-luvun aikana, vaikka tämän tuotantomäärän saavuttamiseen liittyvät pääomatarpeet eivät vielä olekaan täysin selvät. Siten näihin tulevaisuuden potentiaalisiin tekijöihin voimakas nojaaminen on mielestämme vaikeaa yhtiön ohuiden näyttöjen takia, vaikka pidemmällä aikavälillä nämä tekijät tuovatkin osakkeeseen tuntuvan optio-arvon.

Endominesin riskiprofiili on kroonisesti korkea ja sopiikin tästä johtuen vain korkeaa riskiä sietäville sijoittajille. Riskiprofiilia ovat laskeneet hieman viimeaikaiset (kalliit) rahoitusjärjestelyt emmekä näe yhtiössä akuuttia rahoitusriskiä. Tästä huolimatta osakkeessa on tuntuva pääoman menettämisen riskiä, jos viime vuosina takkuilleen operatiivisen toiminnan suunta ei parane hyvin ripeästi ja operatiivisten kulujen kautta tapahtuva kassan palaminen ei lopu H1'22:n aikana. Operatiivisen kanssa palamisen jatkuessa yhtiö joutuisi todennäköisesti kasvattamaan selvästi

epäedullisia rahoitusjärjestelyjä LDA:n kanssa tehdyn diiliin puitteissa ja tämä voisi aiheuttaa selvän laimennuksen osakesarjaan. Lisäksi operatiivisen kassan palamisen jatkumiseen ja siitä kumpuaviin ongelmiin voisi johtaa myös kullan hinnan rajumpi sakkkaus, mutta tämä on markkinoiden nykyisten konsensusodotusten valossa epätodennäköistä.

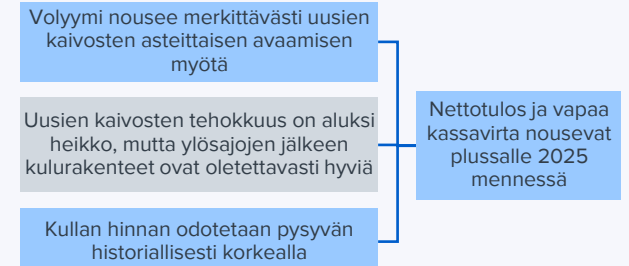
Arvioimme likviditeettikriisin uhan puuttumisen kuitenkin rajaavan osakkeen laskuvaraa ilman negatiivisia uutisia, vaikka alkuvuosi onkin odotustemme mukaan vielä reilusti tappiollinen Fridayn ja Pampalon starttaillessa tuotantojaan. Toisaalta lähitulevaisuudessa osake voi saada tukea todennäköisesti lähiaikoina julkaistavasta mineraalivarantoarvioiden päivityksestä. Arviomme mukaan mineraalivarannot tulisivat tässä yhteydessä nousemaan ja osa mahdollisesti luokiteltaisiin myös taloudellisesti hyödynnettäviksi malmivaroiksi. Puolestaan tuotantotasojen nousua ja liiketoiminnan kassavirran käännyttyä plussalle markkinoiden katse siirtyisi arviomme mukaan yhtiön kannalta paljon mukavampiin asioihin eli projektisalkun pitkän ajan potentiaaliin.

Tämä taas voisi mielestämme johtaa selvempäänkin osakkeen uudelleenhinnoitteluun, mutta tämä tilanne on yhtiön aikaisempien kommenttien perusteella saavutettavissa aikaisintaan H2'22:n aikana. Keskipitkällä ja pitkällä tähtäimellä yhtiön elinkaaren jatkuminen on mielestämme osakkeen tärkeimpiä ajureita, mutta elinkaaren jatko vaatii toki onnistunutta pääoman allokointia malminetsintään ja/tai yritysjärjestelyihin.

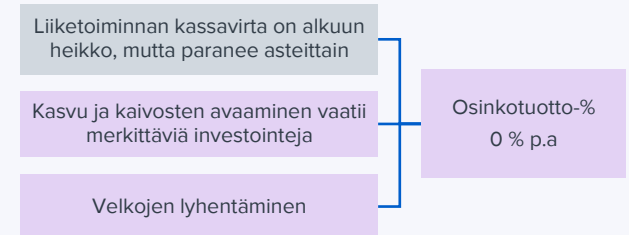
Osaketuoton ajurit Q3'21 LTM-2022

■ Positiivinen ■ Neutraali ■ Negatiivinen

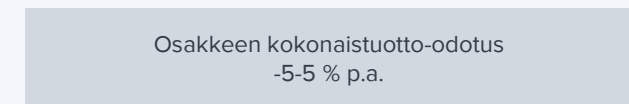
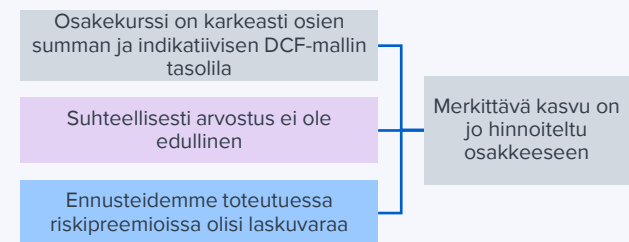
Tulostuoton ajurit



Osinkotuoton ajurit



Arvostuskertoimien ajurit



Arvotustaulukko

Arvotustaso	2016	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e
Osakekurssi	12,6	16,5	5,96	5,64	2,79	2,73	2,73	2,73	2,73
Osakemäärä, milj. kpl	15,3	15,3	35,4	70,1	131,3	225,8	225,8	225,8	225,8
Markkina-arvo	192	252	211	545	366	616	616	616	616
Yritysarvo (EV)	246	320	405	751	562	776	848	844	934
P/E (oik.)	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.
P/E	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.
P/Kassavirta	neg.	neg.	6,4	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.
P/B	1,7	5,6	0,8	1,6	1,1	1,7	2,1	1,8	1,9
P/S	1,9	2,1	2,0	90,3	27,9	41,1	3,1	3,7	2,1
EV/Liikevaihto	2,4	2,6	3,9	>100	42,8	51,7	4,3	5,1	3,2
EV/EBITDA (oik.)	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	>100	17,7	25,4
EV/EBIT (oik.)	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	85,7	neg.
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

Verrokkiryhmä

Verrokkiryhmän arvostus	Osakekurssi	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
Yhtiö		MEUR	MEUR	2021e	2022e	2021e	2022e	2021e	2022e	2021e	2022e	2021e	2022e	2021e
Westgold Resources	1,89	510	443	6,2	5,4	2,7	3,0	1,2	1,1	10,4	8,9		1,6	1,3
Hocschild Mining	122,40	739	752	4,1	5,9	2,4	3,0	1,1	1,3	9,8	13,0	2,6	2,8	1,1
Eldorado Gold	11,84	1531	1618	7,3	6,7	4,0	3,3	1,7	1,5	14,4	14,9			0,5
Novagold	5,12	1167	1481	21,7	15,7	8,3	7,7	2,1	2,2	48,3	17,2			
Coeur Mining	2,14	468	412	5,2	5,9	3,0	3,6	1,2	1,6	7,9	7,7			
Argonaut Gold	10,41	2164	1374	4,8	2,1	3,4	1,6	1,2	0,6	11,0	7,9	2,3	2,7	1,2
Centerra Gold														
Endomines (Inderes)	2,73	616	776	-4,6	-20,8	-7,5	259,3	51,7	4,3	-2,9	-10	0,0	0,0	1,7
Keskiarvo				8,2	6,9	4,0	3,7	1,4	1,4	17,0	11,6	2,4	2,4	1,0
Mediaani				5,7	5,9	3,2	3,2	1,2	1,4	10,7	11,0	2,4	2,7	1,1
Erotus-% vrt. mediaani				-180 %	-455 %	-335 %	8077 %	4120 %	207 %	-127 %	-192 %	-100 %	-100 %	50 %

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

Indikatiivinen DCF-laskelma

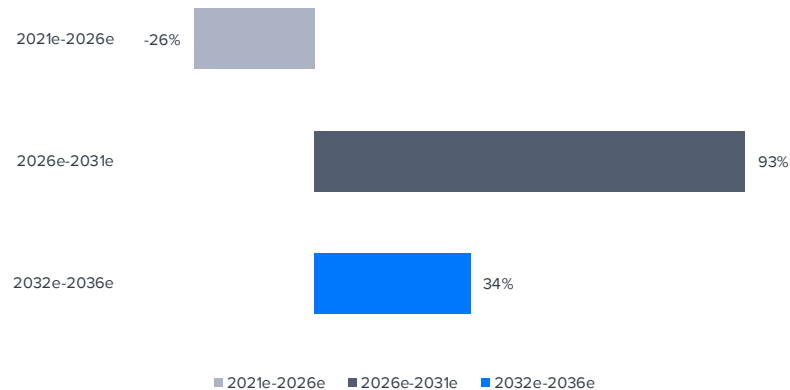
DCF-laskelma	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	2034e	2035e
Liikevoitto	-185	-170	-41	10	-7	82	113	179	254	383	420	408	367	381	235	102
+ Kokonaispoistot	77	68	44	38	44	104	117	136	152	127	128	83	62	52	42	35
- Maksetut verot	0	0	0	0	0	0	0	0	-51	-76	-84	-81	-73	-76	-47	-20
- verot rahoituskuluista	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
+ verot rahoitustuotoista	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
- Käyttöpääoman muutos	11	0	-4	1	-3	-4	-2	-4	-6	0	0	2	2	2	7	5
Operatiivinen kassavirta	-97	-103	-1	48	34	182	228	311	349	433	464	411	358	359	237	122
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
- Bruttoninvestoinnit	-72	-60	-50	-85	-100	-75	-100	-110	-55	-30	-30	-30	-30	-15	-15	-15
Vapaa operatiivinen kassavirta	-169	-163	-51	-37	-66	107	128	201	294	403	434	381	328	344	222	107
+/- Muut	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Vapaa kassavirta	-169	-163	-51	-37	-66	107	128	201	294	403	434	381	328	344	222	107
Diskontattu vapaa kassavirta	-164	-44	-28	-43	61	64	87	111	132	123	94	70	64	36	15	
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta	590	754	799	826	870	809	745	658	547	415	292	198	127	63	27	
Velaton arvo DCF	590															
Korolliset velat osakeannilla korjattuna		-13,9														
+ Rahavarat		12,0														
- Vähemmistöosuus		0,0														
- Osinko/pääomapalautus		0,0														
Oman pääoman arvo DCF	589															
Oman pääoman arvo DCF per osake	2,6															

Pääoman kustannus (wacc)

Vero-% (WACC)	21,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	20,0 %
Vieraan pääoman kustannus	8,0 %
Yrityksen Beta	1,50
Markkinoiden riski-premio	11,00 %
Likviditeettipremio	0,00 %
Riskitön korko	0,8 %
Oman pääoman kustannus	17,3 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	15,1 %

Lähde: Inderes

Rahavirran jakauma jaksoittain



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 (välittömät ja välilliset vahingot), joita tietojen käytöstä voi aiheutua. Raportilla esitettyjen tietojen perustana oleva informaatio voi muuttua nopeastikin. Inderes ei sitoudu ilmoittamaan esitettyjen tietojen/kannanottojen mahdollisista muutoksista.

Tuotetut raportit on tarkoitettu informatiiviseen käyttöön, joten raportteja ei tule käsittää tarjoukseksi tai kehotukseksi ostaa, myydä tai merkitä sijoitustuotteita. Asiakkaan tulee myös ymmärtää, että historiallinen kehitys ei ole tae tulevasta. Tehdessään päätöksiä sijoitustoimenpiteistä, asiakkaan tulee perustaa päätöksensä omaan tutkimukseensa, sekä arvioonsa sijoituskohteen arvoon vaikuttavista seikoista ja ottaa huomioon omat tavoitteensa, taloudellinen tilanteensa sekä tarvittaessa käytettävä neuvonantaja. Asiakas vastaa sijoituspäätöksensä tekemisestä ja niiden taloudellisesta tuloksesta.

Inderesin tuottamia raportteja ei saa muokata, kopioida tai saattaa toisten saataville kokonaisuudessaan tai osissa ilman Inderesin kirjallista suostumusta. Mitään tämän raportin osaa tai raporttia kokonaisuudessaan ei saa missään muodossa luovuttaa, siirtää tai jakaa Yhdysvaltoihin, Kanadaan tai Japaniin tai mainittujen valtioiden kansalaisille. Myös muiden valtioiden lainsäädännössä voi olla tämän raportin tietojen jakeluun liittyviä rajoituksia ja henkilöiden, joita mainitut rajoitukset voivat koskea, tulee ottaa huomioon mainitut rajoitukset.

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen 12 kuukauden kokonaistuotto-odotukseen (sis. kurssinousu ja osingot) ja huomioi Inderesin näkemyksen tuotto-odotukseen liittyvästä riskistä. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituksin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään 2-4 kertaa vuodessa yhtiöiden osavuositarkastusten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvon mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmäärittämenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmäärittämenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

Inderesin suosituspolitiikka perustuu seuraavaan jakaamaan 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 Oy voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoitavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oy:n omistukset esitetään yksilöitynä mallisalkussa. Inderes Oy:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin laatineen 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 sijoittajaviestinnän palveluita, joiden tavoitteena on parantaa yhtiön ja pääomamarkkinoiden välistä kommunikaatiota. Näitä palveluita ovat sijoittajatilaisuuksien ja -tapahtumien järjestäminen, sijoittajaviestinnän liittyvä neuvonanto, sijoitustutkimusraporttien laatiminen.

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
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	5,30 SEK	5,53 SEK
2.12.2020	Myy	3,20 SEK	3,60 SEK
5.1.2021	Vähennä	3,20 SEK	3,07 SEK
20.1.2021	Lisää	3,20 SEK	2,65 SEK
19.2.2021	Lisää	3,20 SEK	2,50 SEK
21.5.2021	Lisää	3,00 SEK	2,56 SEK
20.8.2021	Vähennä	3,00 SEK	3,02 SEK
12.11.2021	Vähennä	2,50 SEK	2,60 SEK
17.12.2022	Vähennä	2,50 SEK	2,73 SEK

Inderesin tehtävä on yhdistää pörssiyritykset ja sijoittajat. Tuotamme laadukasta analyysiä ja sisältöjä laajan sijoittajayhteisömme tarpeisiin.

Me Inderesillä uskomme, että avoin tieto on jokaisen sijoittajan perusoikeus. Takaamme sijoittajille pääsyn palkitun analyysin, näkemyksellisten videosisältöjen ja aktiivisen sijoittajayhteisön pariin.

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

Jo yli 100 suomalaista pörssiyritystä 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 [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



Petri Kajaani
2017, 2019, 2020



Joni Grönqvist
2019, 2020



Erkki Vesola
2018, 2020



Petri Gostowski
2020



Atte Riikola
2020



Olli Koponen
2020

**Analyysi kuuluu
kaikille.**