

Endomines

Laaja raportti

6/2020

Kehitysvauhti nostaa kierroksia

Toistamme Endominesin vähennä-suosituksemme ja nostamme tavoitehintamme 6,35 Ruotsin kruunuun (aik. 5,80 SEK) yhtiön ennusteisiimme ja arvonmäärittäsmalliin tekemiämme muutoksia heijastellen. Endomines on kasannut mielenkiintoisen projektisalkun USA:ssa ja kultamarkkinan näkymä on nyt suotuisa. Emme silti näe osakkeen tuotto/riski-profiilia tarpeeksi houkuttelevana ostoihin 12 kk:n tähtäimellä, sillä osakekurssi on noin osien summa - laskelmamme tasolla. Myös muut arvostusmittarit indikoivat osakkeen olevan riskeihin nähden järkevästi hinnoiteltu.

Endomines on kullan etsimiseen ja tuottamiseen keskittynyt kasvuyhtiö

Endomines on kultaan keskittynyt kaivosyhtiö, joka tavoittelee esiintymiensä kehittämistä kannattaviksi kaivoksiksi. Yhtiön viime vuosina yritys- ja vuokrajärjestelyillä luomaan portfolioon kuuluu pian toteutuvan Transatlantic-järjestelyn jälkeen 10 kultakaivoshanketta, joista 9 on USA:ssa ja yksi Suomessa. Pidämme portfolioa lupaavana, sillä USA:n salkun tuotannon käteiskuluarviot ovat kultakaivosten globaaliin kulukäyrään peilattuna arviomme mukaan kilpailukykyisiä ja nykyisellä korkealla kullan hinnalla USA:n projektien pitäisi olla erittäin kannattavia. Nykyportfolioon Lisäksi yhtiön strategiaan kuuluvat yrityskaupat. Niissä Endomines tavoittelee projektisalkkunsaa laajentamista vakaisissa maissa sijaitsevista ja lähellä tuotantovaihetta olevissa hankkeissa, joiden pääomavaatimukset ovat maltilliset. Pidämme yhtiön strategian kulmakiviä järkevinä, mutta läpinäkyvyys kehityshankkeiden tuotto-odotuksiin ja omistaja-arvoa luovien yritysjärjestelyiden potentiaaliin on kroonisesti heikko. Siten Endomines on korkean riskiprofiiliin sijoituskohte, joka vaatii sijoittajilta erittäin vahvaa luottamusta johdon kykyyn allokoida pääomia oikeisiin kohteisiin ja onnistua operatiivisesti kaivosten ylösajoissa sekä kohtuuhintaisen rahoituksen saamisessa.

Painopiste on lähivuosina Fridayn tuotannossa sekä malminetsinnässä

Endominesilla on hankkeissaan noin 2,0 miljoonan unssin kultamineraalivarannot, jotka koostuvat pääosin historiallisista varannoista ja nykypäivän standardien mukaan luokiteltuja mitattuja ja osoitettuja mineraalivarantoja yhtiöllä on 0,3 Moz. Lähivuosina yhtiön painopiste on arviomme mukaan nykyportfolioon projektien tuotannon ylösajossa ja Endomines on julkaissut äärimmäisen kunnianhimoisen tavoitteen saavuttaa 100 000 kultaunssin tuotanto vain 18-24 kuukauden sisällä (2019 yhtiöllä ei ollut tuotantoa). Ennusteemme lähivuosille ovat selvästi yhtiön ambitiotasoa alempana ja asteittainen kaivosten ylösajo vaatii arviomme mukaan tuntuvia investointeja malminetsintään, laitteisiin, kaivosinfroihiin ja käyttöpääomaan (ml. ylösajopuskurit). Arviomme mukaan yhtiö tarvitsee uutta omaa ja vierasta pääomaa kehitysohjelmansa toteuttamiseen. Rahoitusratkaisu voi tulla jo lähiaikoina, mutta ehtoihin liittyy huomattavaa epävarmuutta eikä pääoma ole kaivosyhtiölle yleensä halpaa. Mielestämme rahoitusriski onkin yksi suurimpia riskejä yhtiölle kullan hinnan ja geologian lisäksi etenkin lyhyellä tähtäimellä.

Riskikorjattu tuottopotentiali ei nouse riittävän korkeaksi tällä hetkellä

Endominesin tavoitehintamme taustalla on yhtiön projektien osien summa -laskelma, joka asettuu nyt noin osakekurssin tasolle. Osakkeen arvosta yli puolet kohdistuu mielestämme korkean riskiprofiiliin kehitys-hankkeille ja historiallisille varannoille, kun toinen osa muodostuu Friday- ja Buffalo Gulch -projektien kassavirroista. Myöskään Endominesin mineraalivarantojen arvostus suhteessa muihin kaivosyhtiöihin tai konsernin indikaatiivinen DCF-malli eivät indikoiv osakkeen olevan selvästi väärin hinnoiteltu. Siten jääme odottamaan yhtiössä kehitystoimien etenemistä ja/tai rahoitus- ja tuotantoriskien laskua.

Analytiikot



Antti Viljakainen

+358 44 591 2216

antti.viljakainen@inderes.fi

Suositus ja tavoitehintaa

Vähennä

(aik. Vähennä)



6,35 SEK

(aik. 5,80 SEK)

Osakekurssi: 6,66 SEK

Potentiaali: -4,7 %

Ohjeistus

Ei ohjeistusta

(Ennallaan)

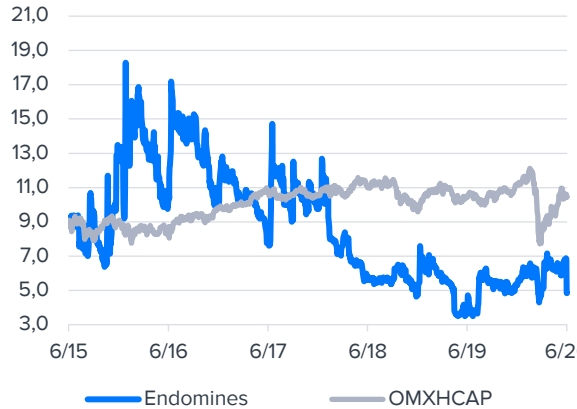
Avainluvut

	2019	2020e	2021e	2022e
Liikevaihto	6,0	98,7	201,8	456,0
kasvu-%	-94 %	1535 %	105 %	126 %
EBIT oik.	-52,5	-26,0	7,2	86,8
EBIT-% oik.	-	-26,3 %	3,6 %	19,0 %
Nettotulos	-76,7	-54,3	-12,7	61,9
EPS (oik.)	-1,09	-0,43	-0,10	0,49

P/E (oik.)	neg.	neg.	neg.	13,6
P/B	1,6	1,8	1,9	1,7
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
EV/EBIT (oik.)	neg.	neg.	>100	12,0
EV/EBITDA	neg.	neg.	17,2	6,8
EV/Liikevaihto	>100	10,1	5,2	2,3

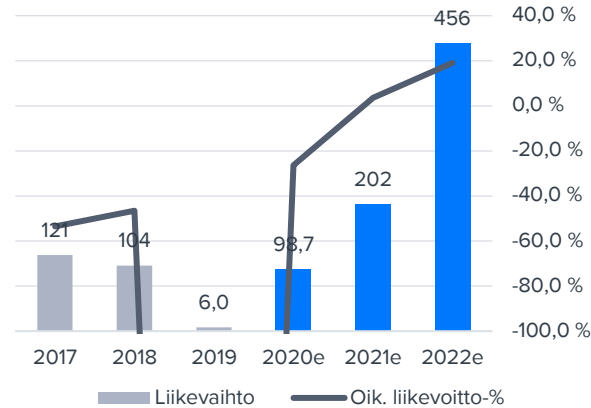
Lähde: Inderes

Osakekurssi



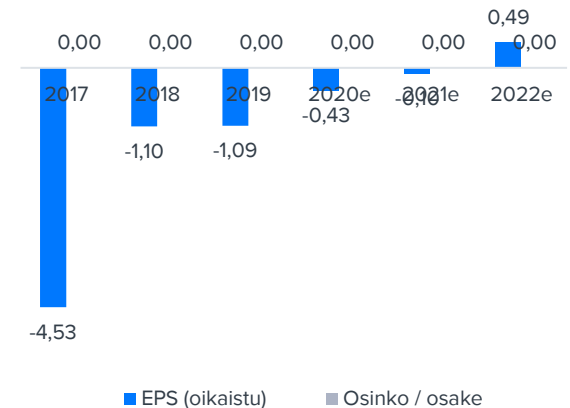
Lähde: Thomson Reuters

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



Arvoajurit

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

Riskitekijät

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

Arvostus

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

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus, liiketoimintamalli ja strategia	6-9
Sijoitusprofiili	10-12
Idahon projektiportfolio	13-18
Montanan projektiportfolio (Transatlantic)	19
Suomen projektiportfolio	20-22
Taloudellinen tilanne ja investoinnit	23-27
Markkinat ja kilpailukenttä	28-35
Ennusteet	36-41
Arvonmääritys ja suositus	42-51
Taulukot	52-53
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	54

Endomines lyhyesti

Endomines on kullan tuotantoon ja etsimiseen keskittynyt juniorikaivosyhtiö, jolla on useista esiintymistä USA:ssa ja Suomessa koostuva portfolio. Endominesin tavoitteena on saavuttaa 100 000 kultaunssin tuotanto 18-24 kk:n sisällä.

2005

Perustamisvuosi

2007

Listaus Tukholman pörssiin

< 100. markkinaosuus

Globaaleilla kultamarkkinoilla

5,8 MSEK (-94 % vs. 2018)

Liikevaihto 2019

-48,8 MSEK

Käyttökate 2019

1 / 9

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

2018-2019

Yhtiö hankkii TVL Gold yritysjärjestelyllä 5 kultaprojektia Idahosta

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

Osakeanti 7/2019 taseen vahvistamiseksi

Idahon portfolioa vahvistetaan Unity-kaivoksen ja Fridayn avolouhoksen oikeuksien vuokraamisella

2020

Friday aloittaa kaupallisen tuotannon 4/2020

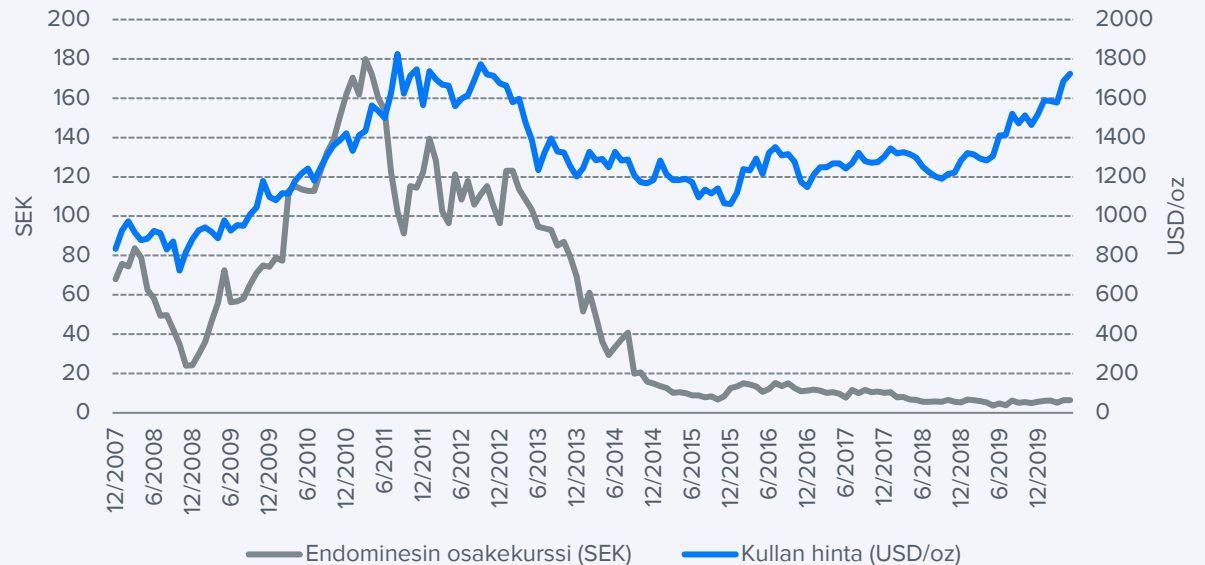
Transatlantic-yritysosto 5/2020

Kunnianhimoinen 100 000 unssin tuotantotavoite 18-24 kk:n sisällä Q2'20:stä lukien

Pitkän ajan investointirahoituksen järjestäminen

Kullan hinnan nousun ansiosta markkinatilanne on erittäin hyvä

Endominesin osakekurssi ja kullan hinta



Yhtiökuvaus, liiketoimintamalli ja strategia (1/3)

Endomines on kultakaivosten operointiin ja kehittämiseen keskittynyt junior-kaivosyhtiö

Endomines on kultakaivoksiin keskittynyt kaivosteollisuuden tuotanto- ja kehitysyhtiö (ns. junior mining company). Endomines-konserni koostuu Ruotsiin rekisteröidystä emoyhtiö Endomines AB:stä ja sen täysin omistamista suomalaisista ja yhdysvaltalaisista tytäryhtiöistä. Eri tasoille luokiteltuja kultamineraalivarantoja Endominesilla on yhteensä noin 0,5 miljoonaa troy-ounssia (jalometallimarkkinoiden troy-unssi on 31,10 g) ja lisäksi yhtiöllä on selvästi enemmän historiallisia varantoja, jotka eivät vastaa nykystandardien luokittelua. Endomines on emoyhtiön kotipaikan mukaisesti listattu Tukholman pörssissä (OMXS) ja yhtiö raportoi taloudellisen tuloksensa Ruotsin kruunuissa. Lisäksi osake on rinnakkaislistattu Suomessa Helsingin pörssin päälistalle (OMXH). Yhtiö aikoo kuitenkin siirtää kotipaikkansa Suomeen, mutta vuoden 2019 lopulla aloitettu projekti on toistaiseksi jäissä.

Vuonna 2006 perustettu Endomines on historiallisesti saanut liikevaihtonsa Pampalon kultakaivokselta Ilomantsista. Yhtiö kuitenkin ajoi Pampalon tuotannon alas syksyllä 2018, sillä tuotannon jatkaminen Ilomantsissa olisi vaatinut lisäinvestointeja, jotka eivät olisi olleet kunnan silloisella hintatasolla kannattavia. Kehitysyhtiöksi Endomines jäi kuitenkin vain väliaikaisesti, sillä yhtiö on vinyt vuoden 2018 alussa ostamansa yhdysvaltalaisen TVL Goldin ensimmäistä kultakaivosprojektia tuotantovaiheeseen Idahossa Yhdysvalloissa. Tuotannon aloitus myöhästyi Idahossa kuitenkin rajusti, kun ensin jätteen vaurioitui talven 2018/2019 aikana ja rikastamo kohtasi starttivaiveuksia H2'19:lla ja kaivosta ajettiin

ylös Q1'20:llä. Friday on kuitenkin saanut kaupallisen kullan tuotannon käyntiin huhtikuussa 2020. Malminetsintää ja kaivoskehitysprojekteja yhtiöllä on käynnissä Karjalan kultalinjalla Suomessa, Idahossa TVL Goldilta ostetuilla neljällä kaivoksella, vuosina 2018-2019 Idahossa vuokratuissa kahdessa projektissa ja lisäksi yhtiö ostaa Montanassa USA:ssa kaksi kaivoskehitysprojektia yhdysvaltalaiselta Transatlantic-yhtiöltä kesällä 2020 (kaupoista on sovittu 4/2020, mutta viimeistely on vielä kesken). Sen sijaan teollisuusmetalliesiintymän Länsi-Suomessa omistamaa Kalvinit Oy:tä Endomines ei kehitä aktiivisesti tällä hetkellä.

Historiallinen kehitys

Vuonna 2005 perustettu Endomines alkoi generoida liikevaihtoa vuonna 2011, kun yhtiö aloitti tuotannon Pampalon kaivoksella kehitysprojektin päätteeksi. Tätä ennen Endominesilla ei ollut kehitysyhtiölle tyypillisesti liikevaihtoa ja sen tulos oli luonnollisesti tappiollinen. Myös Pampalon kaivoksen tuotantovaiheessa Endomines oli suurissa vaikeuksissa, sillä vuosina 2011-2018 yhtiö ylsi vain kolmena vuonna positiiviseen oikaistuun käyttökatteeseen ja vain yhtenä vuonna positiiviseen nettotulokseen. Erittäin heikon tulokset kehityksen taustalla olivat arviomme mukaan Pampalon kaivoksen malmin odotuksia matalampi kultapitoisuus (tuotantomäärän lasku), arvioitua korkeammat tuotantokustannukset, kunnan hinnan lasku ja epäonnistuneet suojaukset. Omistajat ovatkin joutuneet pääomittamaan raskaista kumulatiivisista nettotappioista ja negatiivisesta kassavirrasta kärsinyttä yhtiötä osakeanneilla muun muassa vuosina 2014 ja 2016 sekä luonnollisesti myös aiemmissa kehitysvaiheissa.

Yhtiön vaikea taloudellinen historia on heijastunut voimakkaasti myös Endominesin osakekurssiin. Korkeimman hintansa eli noin 210 SEK osake saavutti vuoden 2011 alussa. Tällä hetkellä osakkeen hinta on noin 6,70 SEK, joten pitkäaikaisen omistajan pääomat ovat käytännössä tuhoutuneet. Omistaja-arvon kehityksen sysimusta track-record korostaa mielestämme junior-kaivosyhtiöiden yleisesti erittäin korkeita riskejä sijoituskohteena, mutta positiivista on, että nykyisen Endominesin liiketoimintaprofiililla on vain vähäiset yhteydet historiaan, eikä taseessa ole historiallista painolastia.

TVL Gold -järjestely loi uuden Endominesin

Endomines ilmoitti vuoden 2017 marraskuussa järjestelyistä, jotka muuttivat merkittävästi yhtiön liiketoimintaportfoliota sekä pääoma- ja omistajarakennetta. Järjestelyiden osakokonaisuudet toteutuivat suunnitellusti Q1'18:lla. Järjestelyissä Endomines osti yhdysvaltalaisen TVL Goldin 31,25 miljoonan USA:n dollarin (288 MSEK) kauppahinnalla. Kauppahinnasta Endomines maksoi käteisellä 7,25 MUSD, kun taas loput jakautuivat 3,33 miljoonan MUSD:n lainaan sekä 20,67 MUSD:n vaihtovelkakirjalainaan. Vvk-lainaan kuului kuitenkin lainapääoman pakollinen konversio osakkeiksi, joka on jo toteutunut vuoden 2019 lopussa ja vuoden 2020 alussa, sillä osakkeenomistajat ja vvk-lainan haltijat pääsivät sopuun alkuperäisten lainaehtojen muutoksesta vuoden 2019 lopulla. Konversiokurssi oli lopulta 5,85 SEK/osake vuoden 2019 lopun konversion osalta ja 6,00 SEK/osake vuoden 2020 alussa tapahtuneessa konversiossa.

Yhtiökuvaus, liiketoimintamalli ja strategia (2/3)

Osana järjestelyjä yhtiön aiemmat rahalaitosvelkojat antoivat Endominesin velkoja anteeksi 2 MEUR:lla. Yhtiön aiemmista yhteensä 7,6 MEUR:n pankkilainoista 3,6 MEUR siirtyi Joensuun Kauppa ja Kone -yhtiölle (JKK), joka konvertoi saatavansa Endominesin osakkeiksi hintaan 9,90 SEK /osake. Näiden järjestelyiden lisäksi Endomines järjesti keväällä 2018 merkintäoikeusannin, jossa yhtiö keräsi 189 MSEK:n bruttovarat. Varat yhtiö käytti 1) 2 MEUR:n velan lyhennykseen aiemmille velkojille, mikä oli edellytys 2 MEUR:n lainaosuuden anteeksiannolle ja 3,6 MEUR:n lainaosuuden siirrolle JKK:lle 2) TVL Goldin hankinnan käteisosuuden maksuun 3) Friday-kaivoksen tuotannon aloittamiseen vaadittuihin investointeihin ja 4) kullan etsintään Karjalan kultalinjalla ja konsernin yleisiin rahoitustarpeisiin.

Yhteensä järjestelyiden ja osakeantien arvo oli 417 MSEK. Niistä vastineeksi Endomines sai TVL Goldin omaisuuserät, mikä nosti yhtiön kultamineraalivarannot yli kolminkertaisiksi, jos historialliset varannot huomioidaan. Lisäksi yhtiö pääsi järjestelyissä irti korollisista pankkilainoistaan ja sai kaksi merkittävää ankkuriomistajaa (TVL Goldin Gregory Smith ja JKK:n Kyösti Kakkonen). Vastaavasti Endominesin vanhojen omistajien omistus laimentui osakeanneissa rajusti. Vanhat omistajat olivat kuitenkin ennen järjestelyä erittäin vaikeassa asemassa Pampalon tuotantotilanne, yhtiön kannattavuus ja kestävämmän korkea velkalasti huomioiden. Lisäksi vanhat omistajat saivat lisää lunta tupaan laimennuksen muodossa kesällä 2019, kun yhtiö keräsi osakeannilla 156 MSEK:n bruttovarat. Nämä varat käytettiin Friday-projektin myöhästymisten ja kuluylytysten

rahoitukseen, TVL Gold järjestelyn syksyllä 2019 erääntyneen käteisosuuden maksamiseen sekä yhtiön muihin kehitystarpeisiin. Kesän 2019 osakeanti laimensi muiden osakkeenomistajien omistuksia myös vaihtovelkakirjalainan kautta, sillä anti painoi vaihtovelkakirjalainan pakollisten konversioiden konversiokursseja (ts. kasvatti konversioista aiheutunutta osakemäärän kasvua).

Vuoden 2018 järjestelyissä TVL Gold arvostettiin hieman koko yhtiöön viiden kultaprojektin elinkaaren aikana uponneiden kehityskulujen (noin 35 MUSD) alapuolelle, kun taas mitattujen ja osoitettujen mineraalivarantojen sisältämien kultaunssien arvoksi tuli vajaat 160 USD ja kaikkien mineraalivarantounssien reilut 60 USD. Puhtaasti näillä mittareilla emme pidä arvostusta huomattavan edullisena kehitysprojektille. Omistajien kannalta on kuitenkin huomioitavaa, että kauppa on osa kokonaisratkaisua Endominesin silloiseen ja vaikeaan kassa- ja rahoitustilanteeseen ja lisäksi kesällä 2019 alkanut kullan hinnan nousu on painanut yrityskaupan hintaa jälkikäteen selvästi.

Yhtiö hankkinut useita kehitysprojekteja

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

Kasvua Endomines hakee varhaisen vaiheen projekteista, joiden arvoa Endomines pyrkii nostamaan projekteja kehittämällä ja viemällä lopulta kohti tuotantovaihetta. Kehitys- ja tuotantoprojekteista yhtiö pyrkii kasaamaan itselleen pitkällä aikavälillä portfolion. Tässä yhtiö on myös edennyt, sillä vuoden 2019 Endomines vuokrasi Idahosta Unity-projektin ja Fridayn avolouhoksen kaivosoikeudet. Lisäksi yhtiö ostaa kesällä 2020 lopussa Transatlantiltilta kaksi kultaprojektia USA:n Montanassa. Siten yhtiöllä on nyt kasassa 10 kaivoksen kehitysportfolio.

Portfolion runko on todennäköisesti yhtiön nykyisissä aihioissa (Idahon 6 projektia, Montanan 2 projektia ja Karjalan kultalinja / Pampalo), mutta uusien projektiaihioiden kehittämisessä myös yritysostot ovat mahdollisia. Yritysjärjestelykohteita yhtiö etsii etenkin vakaista yhteiskunnista, mikä tarkoittaa arviomme mukaan Pohjoismaita, Pohjois-Amerikkaa, Australiaa ja Uutta-Seelantia. Lisäksi Endomines suosii lähellä tuotantovaihetta olevia ja maltillisesti pääomia vaativia projekteja, mikä on myös perusteltua pienen yhtiön toistaiseksi rajalliset resurssit huomioiden.

Mielestämme yhtiön strategiset linjaukset ovat järkeviä, mutta toteutuksessa onnistuminen vaatii yhtiöltä etenkin kykyä löytää kehityskelpoisia ostokohteita kohtuullisella hinnalla ja/tai onnistumisia nykyisten hankkeiden malminetsintä- ja kehitysprojekteissa sekä tuotannossa. (ts. tehokasta pääoman allokoointia). Näkyvyys tähän on kuitenkin toistaiseksi rajallinen eikä Endominesilla olekaan vielä juuri track-recordia uuden strategiansa toteuttamisesta, sillä hankittujen

Yhtiökuvaus, liiketoimintamalli ja strategia (3/3)

omaisuuserien kehityksestä ei ole vielä konkreettisia tuloksia ja myös Karjalan kultalinjan uusin kullansyntäohjelma on vasta alussa.

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 18-24 kuukauden tähtäimellä, mutta muita taloudellisia tavoitteita yhtiöllä ei ole. Sijoittajille Endominesin vastaavasti pyrkii tarjoamaan pitkän aikavälin kasvua ja arvon nousua, 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 valittu kasvuun nojaava strategia ja kaivosliiketoiminnan kasvattamisen pääomavaatimukset huomioiden. Volyymien erittäin pikainen nostotavoite huomioiden pidämme todennäköisenä, että yhtiö tarvitsee jo lähiaikoina ulkoista rahoitusta kasvu- ja kehitysinvestointeihin ja myös pidemmällä perspektiivillä yhtiö voi käyttää sekä pörssin että ainakin velkapuolen pääomakanavia.

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 oli Pohjoismaille tyypillisesti alihankkijan vastuulla.

Endominesin liiketoiminta sitoo mahdollisesta osaprosessin 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) sekä käyttöpääomaan (varastot). Näin ollen liiketoiminta on varsin pääomaintensiivistä ja Endominesin operoikin 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 myyntiriskit ovat käytännössä olemattomia ja yhtiö voi keskittyä rauhassa optimoimaan liikevaihtoaan volyymin ja hinnan

pohjalta. Volatiili kullin hinta heiluttaa yhtiön liikevaihtoa ja kannattavuutta, mikä tulee myös jatkumaan. Sivumetalliliikevaihtoa Endominesilla ei ole historiallisesti ollut, mutta Transatlantin kautta yhtiö saa myös pienet hopeamineraalivarannot.

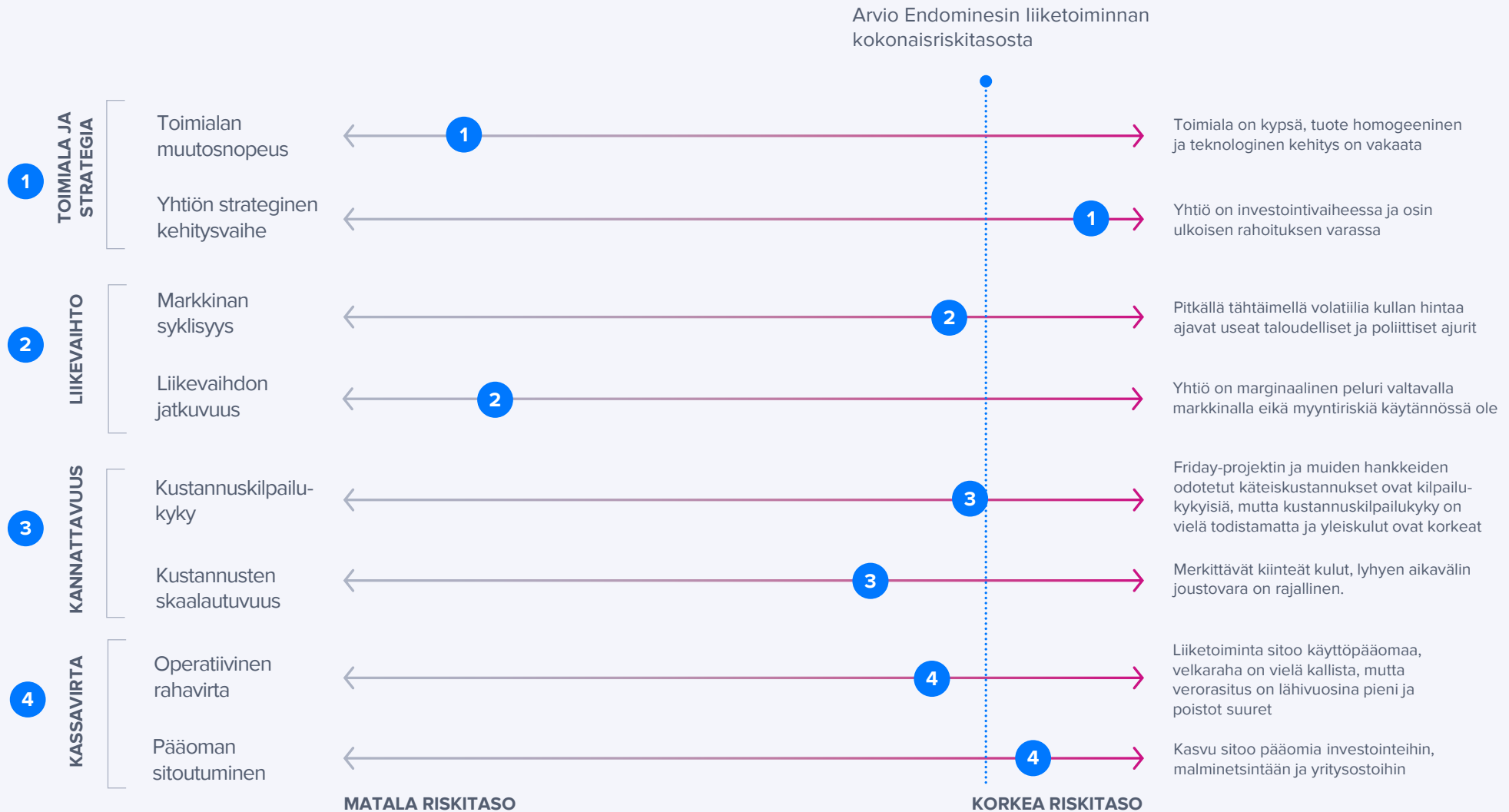
Omistajat, hallitus ja johto

Toimitusjohtajana Endominesissa työskentelee Greg Smith, jolla on pitkä kokemus mineraaliliiketoiminnasta. Greg Smith on myös yhtiön suurin omistaja, sillä hän oli TVL Goldin pääomistaja ennen kuin Endomines osti omaisuuserät itselleen. Suhtaudumme lähtökohtaisesti toimitusjohtajan merkittävään omistukseen yhtiössä positiivisesti.

Endominesin johtoryhmään kuuluu 3 jäsentä, mikä on mielestämme riittävä määrä yhtiön kokoluokka huomioiden. 5 henkeä sisältävässä hallituksessa yhtiöllä on runsaasti kaivosalan osaamista sekä liikkeenjohdon ja rahoituksen kokemusta. Hallituksen jäsenistä 3/5 on riippumattomia yhtiöstä ja merkittävistä osakkeenomistajista, joten pidämme hallituksen rakennetta asianmukaisena kaikkien osakkeenomistajien kannalta. Toimitusjohtajan lisäksi yhtiön hallituksen puheenjohtaja on merkittävä omistaja ja velkasijoittaja yhtiössä, mihin suhtaudumme positiivisesti.

Endominesin omistajarakenne on varsin keskittynyt, sillä 10 suurimman osakkeenomistajan osuus yhtiöstä on noin 70 %. Näin ollen vapaasti vaihdettavien osakkeiden määrä (ns. free-float) on rajallinen ja myös osakkeen vaihtovolyymi on jäänyt pääsääntöisesti melko pieneksi. Tästä syystä osakkeelta on mielestämme perusteltua vaatia tiettyä likviditeettipreemiota arvonmäärityksessä toistaiseksi.

Liiketoimintamallin riskiprofiili



Sijoitusprofiili (1/2)

Endomines pyrkii profiloitumaan kasvuyhtiöksi

Endomines on tuotanto- ja kehitysyritys, 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 yritys pyrkii myös yrityskauppoja sisältävän strategiansa myötä profiloitumaan selvästi kasvuyhtiöksi eikä esimerkiksi osingonjako ole yhtiön agendalla lähivuosina.

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-kaivosyrityksillä 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 pörssiyrityksiin.

Potentiaali

Näkemyksemme mukaan Endominesin keskeiset positiiviset arvoajurit ovat:

- **Hyväksyttävän arvostustason nousu (ts. tuottovaatimusten lasku)** on yhtiölle mahdollisuus nyt, kun Endomines on pääsemässä tuotantovaiheeseen Friday-projektissa ja lähivuosina myös muissa hankkeissa. Käytännössä tämä vaatisi

arviomme mukaan etenkin Friday-kaivoksen tuotantopotentiaalin (malmin laatu ja kustannustehokkuus) osoittamista käytännössä, muiden projektien viemistä eteenpäin, vanhojen varantoarvioiden päivittämistä, uusien mineraalivarantojen löytämistä ja/tai pitkäaikaisen rahoituksen ratkaisemista, mitkä 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 eli Friday on edennyt tuotantovaiheeseen. 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 etenkin keskipitkällä tähtäimellä.
- **Yritysjärjestelyt** ovat keskeinen osa yhtiön kasvustrategiaa ja näemme järjestelyissä merkittävää arvonluontipotentiaalia, jos yritys onnistuu ostamaan strategiansa mukaisesti edullisesti kehitysprojekteja ja viemään niitä tuotantovaiheeseen. Endominesin tietty etu yritysostomarkkinoilla on arviomme mukaan kokoluokka, sillä se pystyy fokuusoitumaan pienehköihin projekteihin, jotka jäävät suuremmilla resursseilla operoivien kookkaampien yhtiöiden tutkan ulkopuolelle. Yritysjärjestelyjä täytyy kuitenkin arvioida

tapauskohtaisesti ja niihin liittyy aina myös virhesijoitusten riskiä. Toistaiseksi yritys ei myöskään ole vielä selvästi todennettua track-recordia yrityskaupoista. Yritystojen lisäksi emme myöskään pidä poissuljettuna, että joku erittäin hajanaisen kultayhtiösektorin pelureista kiinnostuisi Endominesista, jos yritys onnistuu kehitysprojekteissaan luomaan riittävän suuren kokoluokan sekä mielenkiintoisen kehitys- ja tuotantoprofiilin omaavan projektisalkun.

- **Karjalan kultalinjan malminetsintäpotentiaali ja Pampalon paluu tuotantoon** ovat mahdollisuuksia Endominesille, sillä alueella on esimerkiksi GTK:n mukaan korkealla (yli 50 %) todennäköisyydellä yli miljoonan kultaunssin mineraalivarannot. Uusien kultapitoisten malmi- ja mineraalivarantojen löytäminen Suomesta voisi olla merkittävä ajuri osakkeelle, sillä yhtiöllä on jo tuotannon aloittamiseen vaadittava rikastamoinfra valmiina Ilomantsissa eikä investointeja siten juuri tarvittaisi. Lisäksi Pampalon syväjatke voisi olla nykyisillä kullan hinnoilla kannattava investointi ja positiivisen nettonykyarvon projektin käynnistäminen voisi tukea osaketta.

Riskit

Sijoittajan kannalta Endominesin pääriskit ovat näkemyksemme mukaan:

- **Kullan hinta** on suurin yksittäinen riski ja toisaalta mahdollisuus Endominesille. Karkeasti sadan dollarin muutos kullan hinnassa tulee nostamaan Endominesin käyttökatetta arviomme mukaan lähivuosina noin 10 MSEK:llä, kun yhtiön liikevaihto perustuu

Sijoitusprofiili (2/2)

Friday-projektiin (muiden tekijöiden odotetaan pysyvän ennallaan) ja herkkyys luonnollisesti kasvaa, kun useampia projekteja saadaan tuotantoon. Siten kullin hinnan muutokset tulevat heiluttamaan Endominesin liikevaihtoa ja tulosta voimalla. Suojauksia yhtiö ei arviomme mukaan tule käyttämään, mikä johtuu 1) yhtiön halusta säilyttää vipu kullin hinnan nousulle 2) suojautumisen kalleudesta 3) vahvasta taseesta ja 4) Idahan ja Montanan projektien kohtuullisesta tai jopa hyvästä kustannuspositiosta. Sijoittajien kannalta pidämme tuloksen todennäköistä volatiliteettia osakkeen riskiprofiilia nostavana tekijänä ja tämä korostaa ajoituksen merkitystä Endominesiin sijoitettaessa. Perustelut suojausten käyttämättä jättämiselle ovat kuitenkin loogisia.

- **Pitkän aikavälin rahoitus** on mielestämme yhtiön suurimpia riskejä, sillä yhtiön kasvustrategian toteutus vaatii merkittäviä käteispanostuksia malminetsintään, laiteinvestointeihin ja käyttöpäähämaan. Pienen Friday-kaivoksen kassavirta ei luonnollisesti näihin panostuksiin riitä, vaan yhtiö tarvitsee ulkoista rahoitusta vielä lähivuosina. Nykyisessä kultamarkkinan erittäin vahvassa tilanteessa arviomme kuitenkin yhtiön saavan hankittua pitkän aikavälin rahoitusta markkinoilta, mutta paketiilta vaadittava rakenne 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 näemme yhtiön todennäköisesti suunnitteilla olevan pitkän aikavälin rahoitusratkaisun rakenteen ja hinnan yhtenä merkittävimpänä tekijänä omistajien tuotto/riski-profiilin kannalta etenkin lyhyellä tähtäimellä.

- **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. Sama koskee myös hankkeiden viivästyminen, sillä Endomines tulee todennäköisesti operoimaan vielä jonkun aikaa rahoituksen varassa ja 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 täyttä 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. Kullin 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 aina epävarmat kaivosten ylösajojen ongelmat ja myöhästymiset voivat rokottaa pienen yhtiön rajallisia taloudellisia puskureita. Nämä tekijät tekevät yhtiöstä jossain määrin haavoittuvan tuotantohäiriöille ja ylösajojen onnistumiselle, mitä yhtiön toiminta-alueilla riehuvaa koronapandemia vielä lyhyellä tähtäimellä korostaa. Toisaalta riskiä rajaa osin se, että ainakin Friday-kaivoksen ja luultavasti myös muiden kaivosten teknologinen riski on maltillinen, sillä Endomines käyttää projektissa pääosin vakiintunutta ja toimivaksi todettua teknologiaa.

Sijoitusprofiili

1.

Tuotantomäärän asteittainen kasvattaminen USA:n projekteissa

2.

Kullan hinta (+/-)

3.

Malminetsintäpotentiaali ja investoinnit

4.

Yritysjärjestelyt

5.

Korkea riskiprofiili ja tuottopotentiaali

Potentiaali



- Kullan hinnan nousu
- Idahon sekä Montanan projektien (ja korkealla kullan hinnalla myös Pampalon) tuotantopotentiaali
- Idahon ja Montanan malminetsinnässä onnistuminen
- Karjalan kultalinjan malminetsinnässä onnistuminen
- Yritysjärjestelyissä onnistuminen
- Hyväksyttävän arvostuksen nousu (ts. riskien lasku)

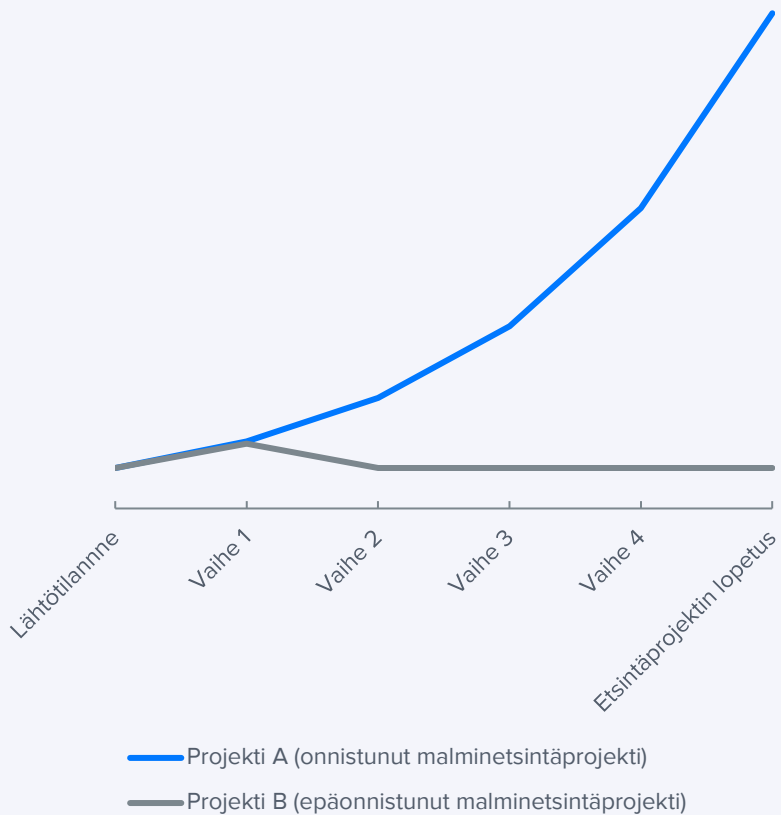
Riskit



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

Malminetsintäprojektin arvon kehitys (havainnollistus)

Lähtötilanne: Projektit A ja B, joissa on tunnistettua malminetsintäpotentiaalia



Projekti A

- Tulokset nousujohteisia* koko projektin ajan → projektin arvo nousee tutkimusten edetessä merkittävästi → kustannuksia kertyy vaiheissa 1-4 → etsintävaiheen päättyessä projektissa on vähintään tuotantopotentiaalia (ts. mitattuja ja osoitettuja mineraalivarantoja), johon projektin arvo pohjautuu

Projekti B

- Lupaava alku → projektin arvo nousee vaiheessa 1 → pettymys vaiheessa 2 → projektin arvo laskee, kun markkinoiden kiinnostus projektiin heikkenee → malminetsintä lopetetaan vaiheen 2 jälkeen, kustannuksia kertyy vaiheista 1-2 → etsintävaiheen päättyessä projektissa on korkeintaan tulevaisuuden malminetsintäpotentiaalia ja arvo on korkeintaan vaiheiden 1-2 kulut tai projekti on arvoton

* Käytännössä malminetsintäprojektit etenevät kuitenkin harvoin lineaarisesti

Idahon projektiportfolio (1/5)

Idahossa yhtiöllä on kuusi projektia

Kuten todettua, Endomines laajeni Yhdysvaltoihin keväällä 2018 toteutuneessa yritysjärjestelyssä, jossa yhtiö hankki TVL Goldin hallussa olleet viisi kultaprojektia eli Fridayn, Buffalo Gulchin, Rescuen, Deadwoodin ja Kimberlyn Idahon osavaltiota USA:sta. Lisäksi yhtiö vuoden 2019 aikana vuokrasi Unity-kaivoksen ja Fridayn avolouhoksen kaivosoikeudet käyttöönsä. Nämä seitsemän projektia muodostavat melko tiiviin kokonaisuuden samalla alueella Idahossa ja projektien välillä on myös joitakin synergioita.

Yhteensä Fridayn syvälouhoksella ja Buffalo Gulchissa on Endominesin tuoreimman mineraalivarantopäivityksen mukaan 0,21 miljoonaa unssia mitattuja ja osoitettuja mineraalivarantoja unssia. Kun huomioidaan myös näiden kahden projektin otaksutut mineraalivarannot ja muiden projektien historialliset varannot, mineraalivarantoja on Idahossa yhteensä noin 1,9 Moz (tästä 1,2 Moz on Fridayn avolouhoksen historiallisia varantoja). Toistaiseksi projekteista julkaistu aineisto on varsin

rajallinen ja hajanainen eikä pääosa mineraalivarannoista ole myöskään nykypäivän koodien mukaan luokiteltu. Aiemmin projekteista vain Rescue on ollut tuotannossa, kun taas muut projektit ovat olleet toistaiseksi puhtaasti kehityshankkeita ennen Fridayn tuotannon starttia.

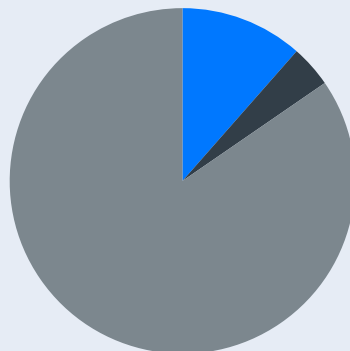
Friday aloittaa kaupallisen tuotannon Q2'20:llä

TVL Gold -yritysjärjestelyssä Endominesin hankkimista projekteista selvästi pisimmällä kehityskaarensa on Friday, jossa Endomines ilmoitti heti yritysjärjestelyn yhteydessä tähtäävänsä tuotannon aloitukseen Q1'19:lla eli vuoden kuluessa järjestelyn varmistumisesta. Projekti on kuitenkin myöhästynyt rajusti ja kaupallinen tuotanto Fridayssä on alkanut vasta Q2'20:llä. Myöhästyminen johtui 1) investointivaiheen lievästä venymisestä 2) ankarasta talvesta johtuneista jätealueen vaurioista ja niiden korjaamisesta keväällä ja kesällä 2019 3) rikastamon ylösajon tökkimisestä H2'19:lla ja 4) pitkäkestä ei-kaupallisesta starttivaiheesta Q1'20:llä. Myöhästymiset rasittivat

myös Endominesin taloudellista asemaa vuoden 2019 aikana ja vuoden 2020 alussa. Nyt yhtiöllä on kuitenkin myyntisopimus rikasteesta allekirjoitettuna ja kaupalliset toimitukset Fridaysta alkoivat pienehkössä mittakaavassa huhtikuussa.

Fridayn kaivoksella Endominesin 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 tyypillinen pienelle kultakaivokselle ja kaivoksen suurimmat kuluerät liittyvät alihankintakustannuksiin, kalustoon, energiaan, kemikaaleihin ja henkilöstöön.

Idahon kultamineraalivarantojen jakauma



- Mitatut ja osoitetut
- Mahdolliset
- Historialliset

Idahon mineraalivarannot yhteensä 1845 koz

Varantojen in-situ arvo* 3136 MUSD

Idahon mitatut ja osoitetut mineraalivarannot 300 koz

Varantojen in-situ arvo* 510 MUSD

*metallien arvo maassa, laskettu kullan hinnalla 1700 USD/oz

Idahon projektiportfolio (2/5)

Fridayssa on nyt 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.

Alun perin yhtiö suunnitteli tuottavansa Fridayssä kultaa noin 9000 unssia vuodessa, mikä vastaa noin 7 vuoden tuotantopotentiaalia nykyisillä mineraalivarannoilla. Kultamarkkinan suotuisasta tilanteesta johtuen yhtiö on kertonut pyrkivänsä nostamaan Fridayn vuosituotannon noin 12 000-15

000 unssiin (vaatii investointeja). Nykyisillä varannoilla tämä tietysti lyhentäisi kaivoksen elinkaarta, mutta pidämme mahdollisena, että yhtiö pystyy löytämään alueelta uusia taloudellisesti hyödynnettäviä varantoja tai nostamaan nykyvarantojen luokitusta kairausten kautta. Lisäksi kullan hinnan nousu voi tuoda lisäjakoa varannoiksi luokiteltaviin mineraaleihin. Arviomme mukaan elinkaaren jatko vaatii yhtiöltä lisäkairauksia, sillä kullan etsinnässä on tyypillisesti tärkeää saavuttaa tiheä kairauspeitto kohteesta (kultapitoisuus voi vaihdella huomattavasti). Lisäkairauksia yhtiö tulee tekemään jo lähiaikoina ja pidämme mahdollisena, että yhtiö pystyy jo 1-2 vuoden sisällä jatkamaan Friday-kaivoksen elinkaarta vuosituotannon nostosta huolimatta.

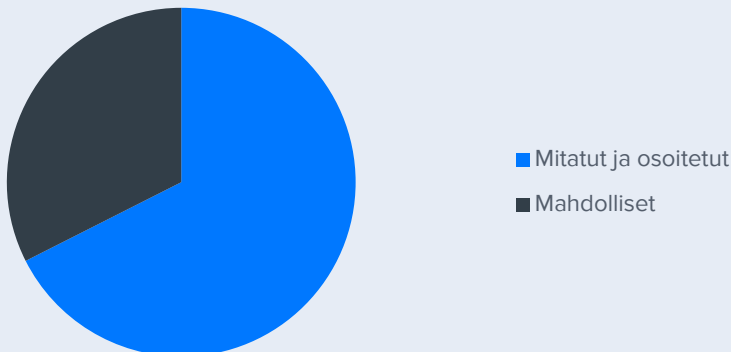
Odotamme Fridayn pärjäävän kassavirrallaan, kun volyyymi on tavoitetasolla

Endomines on kertonut Friday-kaivoksen tuotannon käteiskustannuksen olevan ylösajovaiheen jälkeen noin 650-900 USD/unssi. Siten kaivoksen kannattavuuspotentiaali on hyvä, kunhan tavoiteltu kulutaso saavutetaan. Arviomme

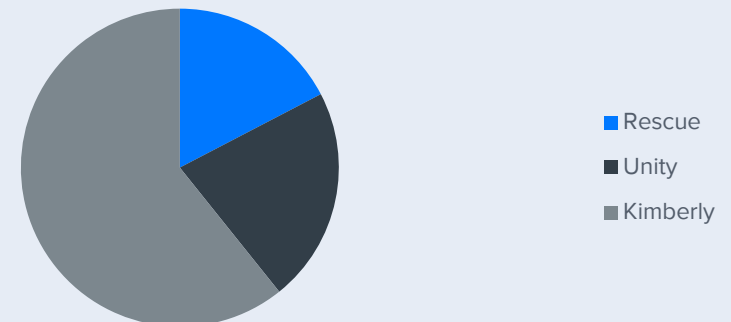
mukaan alhainen kulutaso heijastelee etenkin malmin korkeahkoa kultapitoisuutta ja helppoa rikastettavuutta, minkä ansiosta rikastussaannot malmista voivat olla jopa yli 90 %:n tasolla. Lisäksi yhtiön pitäisi arviomme mukaan saada hyvälaatuisesta kultarikasteesta kilpailukykyinen hinta sulatoilta eli noin 93- 95 % metallin arvosta. Yhtiöllä on myös kaupallinen sopimus koko tuotannon myynnistä ja yleisesti laadukkaan kultarikasteen myyntiriskit ovat pieniä.

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 (noin puolivälissä globaalia kustannuskäyrää). Fridayn pitäisikin arviomme mukaan pystyä tuottamaan projektina selvästi positiivista vapaata kassavirtaa

Fridayn mineraalivarantojen jakauma (yht. 144 koz)



Idahon kehitysvaiheessa olevien maanalaisten louhosten varantojen jakauma (yht. 265 koz)



Idahon projektiportfolio (3/5)

yhtiölle (ml. käyttöpääoman sitoutuminen) H2'20:lla, kun volyyymi on noussut alkuperäiselle tavoitetasolle ja tavoiteltu tuotantokustannustaso alkaa lähestyä, vaikkakin tuotannon nosto 12 000-15 000 unssiin vaatinee joitakin investointeja ja luonnollisesti projektilla on myös pieni ylläpitoinvestointien tarve. Friday on kuitenkin pieni kaivos, joten emme usko sen tuottaman kassavirran riittävän konserninkulujen kattamiseen ja muiden konsernin kehityspanostusten rahoittamiseen.

Seuraavina tuotantoon ovat menossa Rescue ja Unity sekä Kimberly

Kesän 2019 osakeantinsa yhteydessä Endomines kertoi, että Idahon portfolioista seuraavina tuotantoon pyritään ajamaan Rescue, Unity ja Kimberly, jotka ovat Fridayn tavoin maanalaisia pienehköjä korkean kultapitoisuuden kultakaivoksia. Hankkeista Rescue ja vuoden 2019 aikana vuokrattu Unity ovat fyysisesti erittäin lähellä toisiaan ja ne muodostavat käytännössä yhden kaivoskokonaisuuden, joten ne voivat hyödyntää samaa rikastamoa ja kaivoksilla on

muitakin operatiivisia synergioita. Kimberly puolestaan on oma kokonaisuutensa.

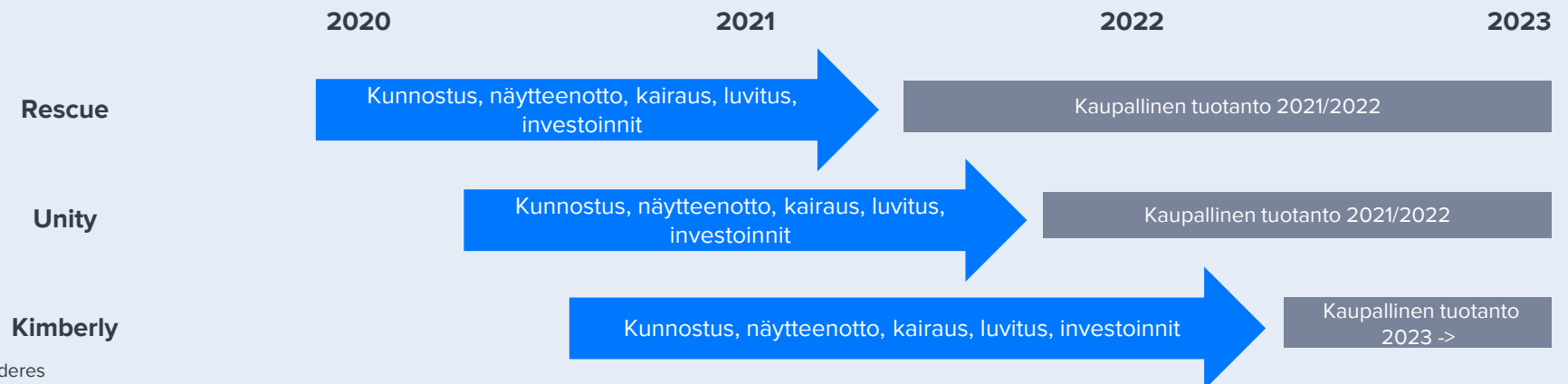
Unity-kaivokseen Endominesilla on pitkäaikainen vuokrasopimus, jonka hinta on 3 %:n rojaltti NSR-liikevaihdosta laskettuna, 30 000 USD:n kiinteä vuokra (vähennetään rojalttista tuotantovaiheessa) ja 0,5 MUSD:n kehityssitoumus kahdelle ensimmäiselle vuodelle. Mielestämme vuokraehdot ovat tavanomaiset ja Unity-kaivoksen oikeuksien hankkiminen oli mielestämme hyvä liike yhtiöltä, kun huomioidaan sen ja Rescue-kaivoksen selvä operatiivinen synergiapotentialia.

Rescuessa yhtiöllä on historiallisia mineraalivarantoja 67 000 tonnia kultapitoisuudella 21,3 g/t eli yhteensä 46 000 kultaunssia. Unityssä historiallisia varantoja on 24 000 tonnia pitoisuudella 73,6 g/t eli 56 000 kultaunssia. Näistä kaivoksista suurin on Kimberly, jonka 160 000 kultaunssin historialliset mineraalivarannot muodostuvat 261 000 malmitonnista, jonka kultapitoisuus on 19,2 g/t. Näin ollen arvioimme, että Rescuessa on nykytiedon valossa noin 6-8 vuoden

tuotantopotentialia ja Kimberlyssä hieman pidempi. Lisäksi kaikkien kaivosten alueilla on malminetsintäpotentialia kairauksen kautta.

Pidämme historiallisien varantojen suuruusluokkaa vähintään suuntaa antavana, vaikka kairausaineiston käsittely ei vastaakaan nykypäivän standardeja. Toisaalta historialliset varantoarviot on arviomme mukaan tehty nykyistä alemmalla kullan hintaodotuksella. Arviomme mukaan Endomines pyrkii päivittämään historiallisia varantojaan nykypäivän koodiston mukaisiksi vielä vuoden 2020 aikana. Luokittelujen varmistuminen ja kullan hinnan nousun myötä mahdollisesti kasvavat varannot voivat tukea myös osaketta.

Kesän 2019 osakeannin yhteydessä yhtiö kertoi, että koko Idahon portfolioon tuotannon käteiskustannus on 550-800 USD. Tämä arvio sisältää Fridayn käteiskustannuksen odotusarvon, joten Rescuen, Unityn ja Kimberlyn käteiskustannuksen odotetaan olevan vielä Fridayn kilpailukykyiseltä vaikuttavaa käteiskustannusarviota alempi.



Idahon projektiportfolio (4/5)

Tämä on mielestämme sinällään uskottavaa, kun huomioidaan, että näiden kolmen projektin kultapitoisuudet ovat nykyarvioiden mukaan Fridaytä korkeammat ja lähtökohtaisesti tämän pitäisi johtaa alempiin tuotantokustannuksiin. Näin ollen pidämme hankkeita hyvin lupaavina. Toisaalta käteiskustannusarvioon liittyy mielestämme selkeitä riskejä, sillä se on arviomme mukaan tehty melko rajallisella ja vanhalla aineistolla. Myöskään Friday ei todistetusti ole vielä saavuttanut ennakoitua käteiskustannusta. Ennakoidun kustannustason toteutuessa Endominesin Idahon portfolio olisi kuitenkin kilpailukykyinen lähes kaikissa realistisissa kultamarkkinan skenaarioissa ja erittäin kannattava nykyisellä korkealla kullan hinnalla.

Alkuperäisen aikataulun mukaan Endominesin tavoite oli aloittaa tuotanto Rescuessa vuonna 2021, Unityssä 2022 ja Kimberlyssä 2023. Rescuen tuotannon aloittaminen tässä aikataulussa vaatii kuitenkin kairausten aloittamista jo kesän 2020 aikana ja pidämme mahdollisena, että yhtiön viimeisen vuoden tietyt

rahoitusrajoitteet ja yhä auki oleva pitkän ajan rahoitus ovat viivästyttäneet aikataulua jossain määrin. Lisäksi pakkaa on sekoittanut Transatlantic-osto, sillä Transatlanticin US Grant -projekti on myös melko lähellä tuotannon aloitusta ja pidämme mahdollisena, että rajallisilla resursseilla oleva Endomines keskittyy yhden projektin ylösajoon kerrallaan ja suurempi US Grant -kaivos on arviomme mukaan Idahon seuraavien askelien edellä investoinneissa. Näin ollen emme yllätyisi, jos yhtiö siirtäisi Idahon seuraavien kaivosten aloitusaikatauluja noin vuodella eteenpäin.

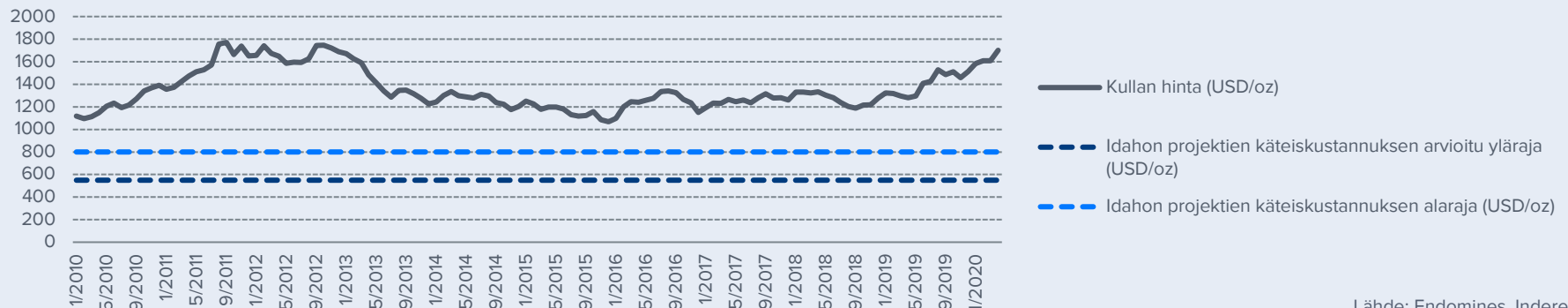
Näiden kolmen projektin tuotannon aloittamiseen tarvittavia investointeja Endomines ei ole avannut käytännössä lainkaan. Rescuessa on kuitenkin vanha rikastamo, jonka arviomme olevan valjastettavissa Rescuen ja Unityn käyttöön joidenkin miljoonien taalojen investoinneilla. Kimberly sen sijaan todennäköisesti tarvitsee oman rikastamon, mikä lienee niin ikään useiden miljoonien taalojen investointi. Lisäksi tuotantopotentialin varmistaminen ja hankkeiden

jatkokehitys vaatii tiettyjä investointeja kairauksiin, mutta arviomme mukaan nämä investoinnit ovat rikastamoinvestointeja pienempiä. Joka tapauksessa odotamme yhtiön tarvitsevan näiden kolmen projektin kehitykseen ulkoista rahoitusta, jonka lähteet ovat vielä toistaiseksi epäselviä.

Buffalo Gulch, Deadwood ja Fridayn avolouhos ovat erityyppisiä hankkeita

Endominesin Idahon projektiportfolion täydentävät Buffalo Gulch, Deadwood ja Fridayn avolouhos, jonka oikeudet yhtiö vuokrasi vuoden 2019 lopulla. Myös 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 myös kulut ovat alemmat. Lisäksi ne käyttävät hyvin erityyppistä, mutta kuitenkin vakiintunutta rikastusteknologiaa, mikä pitää myös rikastuskulut alhaisempina.

Kullan hinta ja Idahon projektien odotetut tuotannon käteiskulut



Idahon projektiportfolio (5/5)

Fridayn avolouhoksen oikeuksista Endomines maksoi 0,2 MUSD, minkä lisäksi yhtiö maksaa kuukausittaista 35 000 USD:n ylläpitomaksua. Tuotantovaiheessa Endomines maksaa Fridayn avolouhoksen tuotannosta 4 %:n rojaltia NSR-liikevaihdosta aina 2 MUSD:iin asti ja sen jälkeen rojalti putoaa 2 %:iin. Lisäksi Endomines on sitoutunut sijoittamaan kaivoksen kehitykseen 0,425 MUSD sopimuksen kolmen ensimmäisen voimassaolovuoden aikana. Sopimus on viisivuotinen, mutta sitä voidaan jatkaa Endominesin päätöksellä, jos hanke on tuotannossa tai muut ehdot ovat täyttyneet. Mielestämme vuokraehdot ovat jokseenkin tavanomaisia ja yhtiö sai hyvin Idahon portfolioa täydentävän ja Fridayn avolouhoksen oikeudet hankittua kohtuulliseen hintaan ja etenkin kohtuullisella riskitasolla itselleen.

Endomines on julkaissut Fridayn lisäksi geologisia tietoja vain Buffalo Gulchista, jossa Endominesilla on kanadalaisen NI 43-101 -koodin mukaan 6 745

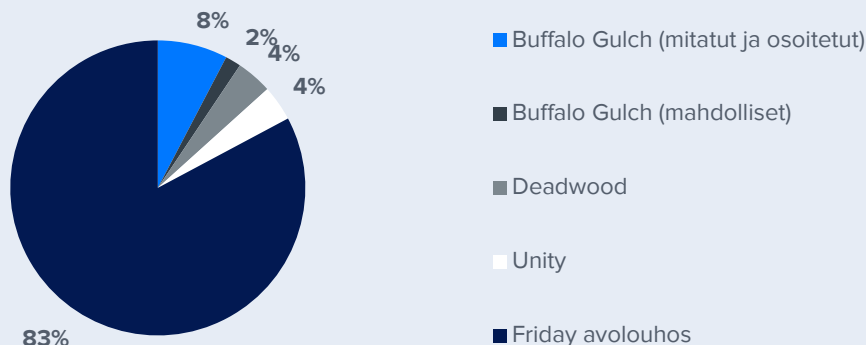
000 tonnia mitattuja ja osoitettuja mineraalivarantoja kultapitoisuudella 0,53 g/t eli yhteensä 114 700 kultaunssia. Lisäksi mahdollisia mineraalivarantoja on noin 25 700 kultaunssia. Deadwoodin historialliset varannot ovat 58 600 kultaunssia, mikä koostuu 2 375 000 malmitonnista kultapitoisuudella 0,77 g/t. Fridayn avolouhoksen historialliset varannot ovat yhteensä 1,23 miljoonaa kultaunssia noin 41 miljoonassa malmitonnissa (kultapitoisuus noin 0.94 g/t). Näin ollen etenkin Fridayn avolouhos on Endominesin mittakaavassa suuri hanke, vaikka historiallisiin varantoihin liittyikin mielestämme tuntuva epävarmuutta.

Tuotannon aloittaminen avolouhoksilla on usean vuoden päässä

Tuotannon aloittaminen näillä avolouhoksilla vaatii yhtiöltä kuitenkin investointeja kasaliuotukseen ja metallien talteenottoon, joiden mittaluokka on arviomme mukaan kahdeksannumeroinen

taalamäärä (Endomines ei ole avannut investointitarpeita). Kaikki avolouhokset ovat jokseenkin lähellä toisiaan, joten pidämme mahdollisena, että ne pärjäisivät yhdellä rikastamalla. Lisäksi tuotannon aloittaminen avolouhoksilla vaatisi arviomme mukaan lähivuosina (onnistuneita) kairauksia tuotantopotentiaalin varmistamiseksi sekä ympäristöluvat. Idahossa osavaltio suhtautuu kaivoksiin myötämielisesti, joten odotamme yhtiön saavan luvat, mutta kehitystyö ja USA:n lupaprosessi vaativat parhaassakin tapauksessa aikaa 3-5 vuotta. Uskomme myös yhtiön priorisoivan Idahon syvälouhoksia sekä Montanan molempia hankkeita ennen suurempia investointeja Idahon avolouhoksiin. Näin ollen odotamme ensimmäisen avolouhoksen voivan olla tuotannossa parhaimmillaankin vasta 2020-luvun puolivälin tienoilla ja myös avolouhosten tuotantoon vienti tulee todennäköisesti tapahtumaan aikanaan asteittain.

Idahon avolouhosten varantojen jakauma



Idahon avolouhosten mineraalivarannot yht. 1494 koz

Varantojen in-situ arvo* 240 MUSD

Idahon avolouhosten mitatut ja osoitettut mineraalivarannot yht. 147 koz

Varantojen in-situ arvo* 195 MUSD

*metallien arvo maassa, laskettu kullan hinnalla 1700 USD/oz

Montanan portfolio (Transatlantic)

Portfoliota laajennetaan yrityskaupalla

Endomines tiedotti tammikuussa tehneensä aiesopimuksen Transatlantic Mining Corporationin kanssa hankkiakseen US Grant -kaivoksen sekä rikastamon yhdessä Virginian kaupungin kaivosalueella sijaitsevan Kearsarge Gold -projektin vuokrasopimuksen kanssa. Projektit sijaitsevat Montanan osavaltiossa USA:ssa. Aiesopimus vahvistui huhtikuun 2020 lopussa ja kauppa on käsityksemme mukaan toteutumassa kesän 2020 aikana, vaikka viimeistely onkin todennäköisesti teknisten syiden takia viivästynyt suunnitellusta toukokuun 2020 lopun aikataulusta.

Mielestämme projekti sopii hyvin Endominesille ja yhtiön strategiaan, sillä 1) USA:n toimintaympäristö on vakaa 2) kaivosten malmin historialliset pitoisuudet ovat korkeita ja niiden perusteella tuotantokustannus voi painua alas ja 3) tuotannon aloittamiseen vaadittavat investoinnit ovat todennäköisesti kohtuullisia. Hankkeista julkaistut tiedot ovat kuitenkin vielä hyvin vähäisiä, joten tarkempien johtopäätösten tekeminen hankkeesta on vielä vaikeaa. Arviomme mukaan Montanan projektit ovat keskeinen osa yhtiön suunnitelmaan yltää yli 100 000 kultaunssin tuotantoon lähivuosina, joten järjestelyn onnistumisen rooli on yhtiön strategiassa merkittävä.

Montanan portfolioon kuuluu kaksi projektiä

US Grant -projekti koostuu viidestä patentoidusta ja 28 patentoimattomasta kaivosoikeudesta kattaen 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 kattaen 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 kahdeksan kilometrin ajomatkan päässä US Grant -projektista mahdollistaen tämän rikastamon hyödyntämisen myös Kearsarge-projektissa. Keasarge-projekti on korkean kultapitoisuuden maanalainen kaivos, jonka historialliset varannot ovat yhteensä 380 700 unssia kultaa 4,1 miljoonassa tonnissa mineralisoitunutta kiveä.

Hinta vaikuttaa vähäisten nykytietojen valossa edulliselta

Endomines maksoi Transatlanticille projekteista käteisenä yhteensä 4,0 MUSD eli 2 MUSD kaupan toteutumisen yhteydessä ja 2 MUSD kullon tuotannon alkaessa (mutta kuitenkin 2 vuoden sisällä kaupan solmimisesta) sekä 7,4 MUSD Endominesin osakkeina edeltävän 10 päivän volyympainotetulla keskikurssilla laskettuna. Näin ollen kaupan yritysarvo on luultavasti noin 11,5 MUSD, jos yhtiön osakekurssi olisi nykyisellä tasolla (EV/historiallinen varantounssi 20 USD/oz, vrt. Endomines ennen kauppaa yli 40 USD/oz). Kuten todettua kauppasumma vaikuttaa mielestämme alhaiselta, kun huomioidaan hankkeiden varantojen

kokoluokka, mineraalivarantojen pitkälle edennyt kehitys (ei suurempia kairaustarpeita) alueella oleva mutta investointeja vaativa rikastamo ja mahdollisesti hyvinkin kilpailukykyinen tuotantokustannusten taso (hyvät malmin kultapitoisuudet). Näin ollen pidämme kauppaa Endominesin perspektiivistä erittäin lupaavana, vaikka vähäisten tietojen perusteella johtopäätöksiä onkin vaikea tehdä.

Tuotannon aloittaminen ei ole välttämättä kaukana, mutta rahoitus on vielä epäselvä

Arviomme mukaan Endomines pystyisi rahoituksen järjestyessä aloittamaan kaupallisen tuotannon US Grant -projektissa vuonna 2021 tai vuonna 2022 ja Kearsargessa hieman myöhemmin. Tuotannon aloittamiseen vaadittavia investointeja yhtiö ei ole kommentoinut, mutta karkean arviomme mukaan ne ovat joidenkin miljoonien taalojen kokoluokassa (sis. laiteinvestoinnit, käyttöpääoma ja kehitystyö).

Vuosituotanto Montanan projekteissa voi arviomme mukaan nousta jopa noin 60 000 kultaekvivalenttiunssiin. Näin ollen kyseessä on yhtiön mittakaavassa merkittävät hankkeet ja niiden saavuttaessa tuotannon lentokorkeutena yhtiön liiketoiminnan kassavirta voisi olla jo varsin vuolas, mikä mahdollistaisi muidenkin projektien kehittämisen kassavirtarahoituksella sekä rahoituskulujen alentamisen. Näin ollen arviomme Endominesin pyrkivän ajamaan Fridayn jälkeen lähtökohtaisesti ylös juuri Montanan projektiä, mutta tuotannon aloituksen ja hyvän tuotantotason saavuttaminen vaatii toki yhtiön pitkän ajan rahoituksen varmistumista, kehitys- ja investointityössä onnistumista sekä tehokasta tuotannon ylösajoa. Näihin kaikkiin tekijöihin liittyy vielä oleellisia riskejä.

Suomen projektiportfolio (1/3)

Suomen portfolioon kuuluu kolme hanketta

Suomessa Endominen portfolioon kuuluvat Pampalon kultakaivos ja muut Karjalan kultalinjan valtaukset Pohjois-Karjalassa sekä Kalvinit Oy:n ilmeniittikaivoshanke Pohjanmaalla. Näistä Pampalon kaivos on ollut tuotannossa vuosina 2012-2018. Kalvinitia yhtiö ei kehittä aktiivisesti eikä sillä ole relevanttia merkitystä osakkeen kannalta.

Pampalossa riskejä realisoitui

Pampalon kultakaivos sijaitsee Ilomantsin kunnassa itärajan välittömässä läheisyydessä. Pampalon kaivos on yksi 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.

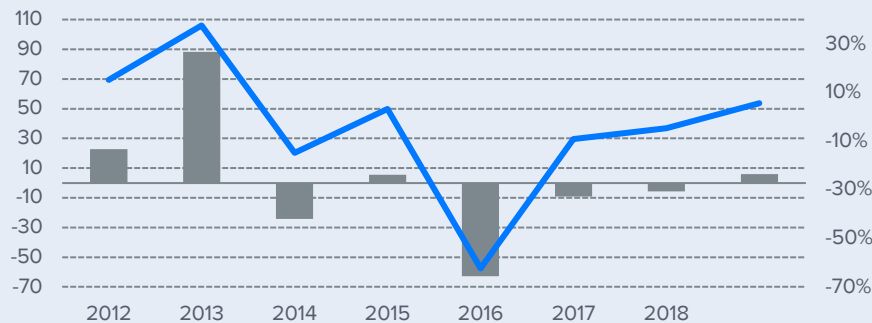
Endomines teki vajaan kolme vuotta kestäneen esiselvitysvaiheen jälkeen investointipäätöksen yhteensä noin 20 MEUR:n investoinnista kaivokselle (sis. murskaamo, rikastamo, infra, konttori ja huoltotilat) vuoden 2009 lopulla. Rikastamon kapasiteetti on 420 000 malmitonnia. Kuten todettua, Pampalon tuotanto oli pääosin tappiollista eikä investointi ole yltenyt tavoitteisiinsa. Louhitun malmin kultapitoisuus on jäänyt keskimäärin alle 3 grammaan malmintonnilta, mikä on heikentänyt prosessin kustannustehokkuutta ja nostanut tuotannon käteiskustannuksia yhdessä odotettua vaikeampien kiviolosuhteiden takia. Malmin laatu piti myös rikastamon rikastesaantoja keskinkertaisina. Lisäksi Pampalon operaatioiden kannattavuutta ovat rasittaneet raskaat kumulatiiviset suojaustappiot, jotka olivat seurausta kaivoksen rakentamisesta rahoittaneiden pankkien vaatimuksesta tehdyistä ja epäonnistuneiksi osoittautuneista kullan hintasuojauksista.

Pampalon kaivoksen alasajo oli perusteltu ratkaisu

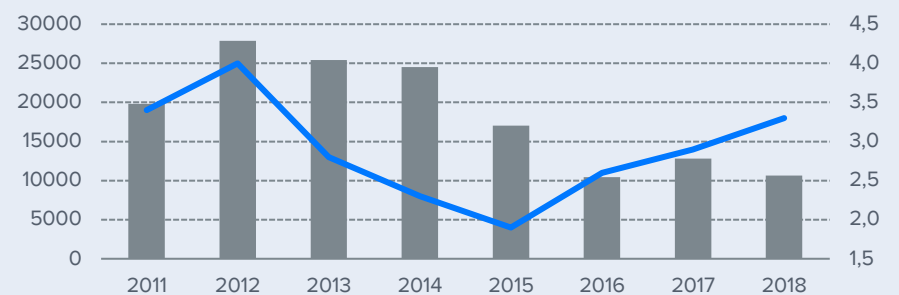
Pampalon kaivoksen tuotanto ajettiin alas, sillä louhinnassa ollut kultasuoni oli ehtymässä ja tuotannon jatkaminen Pampalossa olisi vaatinut lisäinvestointeja kaivoksen esiintymän syväjatkkeen laajentamiseen. Yhtiön mukaan syväjatkkeen vinotunnelin investointi maksaisi noin 3 MEUR (noin 30-31 MSEK)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

Silloisella kullan hintatasolla (noin 1300 USD/oz) investointi ei olisi kannattava ja siten Pampalon tuotanto ajettiin alas vuoden 2018 lopussa toistaiseksi. Yhtiö on pitänyt kuitenkin kaivoksen kuivana ja rikastamon käyttöönottokunnossa. Siten kaivos olisi arviomme mukaan käynnistettävissä melko nopeasti. Nykyisellä kullan hintatasolla investointi voisi myös olla kannattava, mutta pienen yhtiön resurssit ovat rajalliset (ml. rahoituksen saatavuus) ja mielestämme yhtiöllä on houkuttelevampaa potentiaalia USA:ssa.

Endominen käyttökate- ja käyttökate-% 2012-2018



Pampalon kullan tuotanto ja malmin kultapitoisuus 2011-2018



Suomen projektiportfolio (2/3)

Näin ollen emme lähtökohtaisesti odota yhtiön allokoivan pääomiaan Pampalon tuotannon uudelleenaloitukseen ilman, että alueelta löytyy pidemmän ajan tuotantopotentiaalia. Sen sijaan kumppanien hankkiminen Pampaloon voisi olla mahdollista, mikä vähentäisi Pampaloon Endominesilta vaadittavia pääomia. Toisaalta myöskään Pampalon operaation irrottaminen konsernista ei mielestämme olisi mahdotonta. Arvioimme yhtiön kuitenkin etsivän jotain ratkaisua Pampalon suhteen, sillä kaivoksen tuotantovalmiudessa pitäminen maksaa yhtiölle todennäköisesti noin 0,2-0,3 MEUR vuodessa eikä tämä kulurasite ole Endominesin mittakaavassa olematon varsinkaan pidemmällä perspektiivillä.

Pampalossa on vielä mineraalivarantoja

Taloudellisesti hyödynnettäviä malmivarantoja Endominesilla oli Pampalossa vuoden 2020 alussa 359 500 tonnia kultapitoisuudella 2,8 g/t. Nämä varannot on luokiteltu todistetuiksi ja todennäköisiksi (proven / probable), joten niihin liittyvä geologinen epävarmuus on suhteessa pieni, 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. Lisäksi muualla Karjalan kultalinjalla oli 56 100 unssia mitattuja ja osoitettuja mineraalivarantoja kultapitoisuudella 1,6 g/t sekä mahdollisia varantoja 70 460 unssia pitoisuudella 1,7 g/t. Pampalon sekä Karjalan kultalinjan malmivarat ja mineraalivarannot on luokiteltu JORC-koodin mukaan.

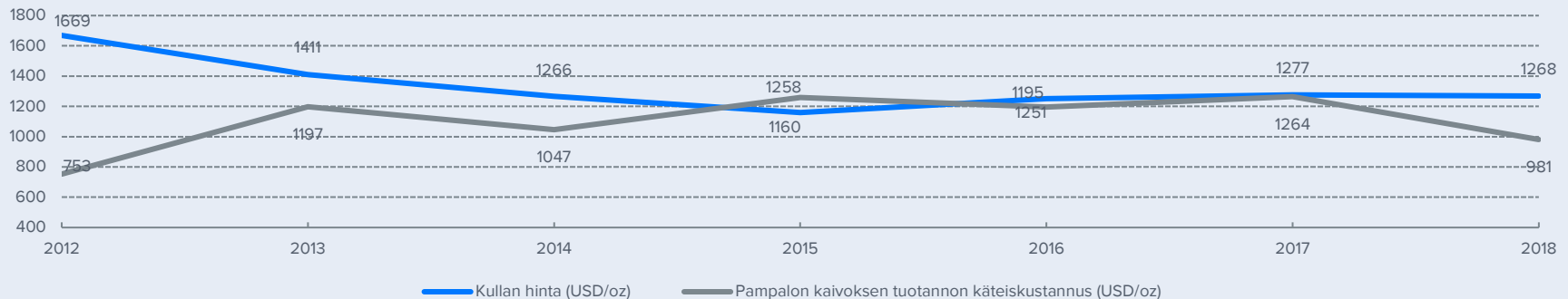
Pampalon mineraalivarantojen kultapitoisuudet eivät nykytiedon valossa kasva selvästi, mutta kuten todettua, nykyisellä korkealla kullan hinnalla operaatiot voisivat arviomme mukaan olla kannattavia näilläkin pitoisuuksilla. Yhtiöllä ei ole aktiivista kullan etsintää Pampalon kaivoksella käynnissä emmekä pidä tätä välttämättömänä, sillä Pampalosta on kasassa laaja aineisto (ml. yli 160 km tutkimusreikiä). Siten lähtökohtaisesti odotamme Pampalon jatkokehityksen vaativan

kullan hinnan pysymistä korkealla, uusien tutkimussuuntien keksimistä ja/tai yhtiön rahoitustilanteen paranemista. Etenkin tuotantopotentiaalia omaavan kullan löytäminen muualta Karjalan kultalinjalta auttaisi toki myös Pampalooa, koska rikastamon operointi täydellä kapasiteetilla nostaisi jonkun verran tuotannon tehokkuutta ja laskisi yksikkökustannuksia.

Yhtiö sijoittaa merkittäviä varoja malminetsintään Karjalan Kultalinjalla

Endomines kertoi vuoden 2017 lopulla aloittavansa monivuotisen projektin Karjalan kultalinjan malminetsinnässä. Arviomme mukaan projekti on edennyt, mutta vauhti on viime aikojen rahoitushaasteiden jäljiltä saattanut olla alkuperäistä suunnitelmaa hitaampi. Lähivuosien 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.

Pampalon kaivoksen tuotannon käteiskustannus ja kullan hinta 2012-2018



Suomen projektiportfolio (3/3)

Karkean arviomme mukaan yhtiön tutkimusohjelma Karjalan kultalinjalla kestää 3-4 vuotta ja sen kokonaiskuluhaarukka liikkuu loppuun asti vietyinä 5-8 MEUR:n tasolla (noin 50-80 MSEK). Nämä kulut yhtiö aktivoi pääosin taseeseensa aineettomaan omaisuuteen, mikä on kaivossektorilla tyypillinen toimintamalli malminetsinnässä.

Malminetsintä on korkean riskin ja tuottopotentialin liiketoimintaa

Sijoittajien kannalta Karjalan kultalinjan malminetsintään liittyy lähinnä optioarvo, sillä 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

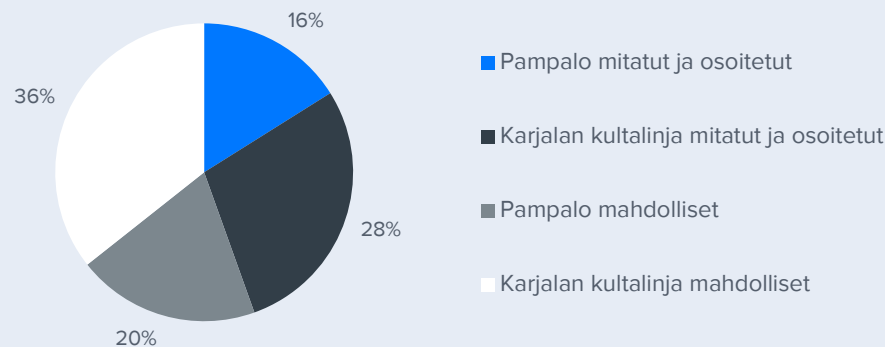
luonnetta Endominesin tapauksessa korostaa mielestämme vielä lisää se, että yhtiö operoi lähiaikoina ainakin osin ulkoisen rahoituksen varassa. Siten yhtiön edistymisellä Karjalan kultalinjan malminetsintäinvestoinneissa on huomattava vaikutus yhtiön osakkeen arvon kannalta sekä lyhyellä, keskipitkällä että pitkällä tähtäimellä ja tilanteet voivat tässä suhteessa muuttua molempiin suuntiin nopeastikin.

Tuotantoon Kultalinjalla voi päästä nopeastikin

Jos Endomines löytäisi Karjalan kultalinjalta tuotantopotentiaalia omaavaa malmia, tuotanto Karjalan kultalinjan 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.

Osalle valtauksista yhtiö sen sijaan joutuisi hakemaan uutta ympäristö lupaa louhinnan aloittamiseen, mikä vie arviomme mukaan Suomessa 1-2 vuotta. Arvioimme Endominesin keskittävän malminetsintää lähiaikoina etenkin alueille, joissa uutta ympäristö lupaa ei heti tarvittaisi. Tyypillisesti myös vanhojen kultakaivosten ympäristössä olevat alueet ovat potentiaalisimpia paikkoja löytää uusia kultaesiintymiä, joten tästäkin näkökulmasta malminetsinnän keskittäminen Pampalon ympäristöön on perusteltua.

Suomen mineraalivarannot



Suomen projektien mineraalivarannot yht. 198 koz

Varantojen in-situ arvo* 336 MUSD

Suomen projektien mitatut ja osoitetut mineraalivarannot yht. 88 koz

Varantojen in-situ arvo* 150 MUSD

metallien arvo maassa, laskettu kullan hinnalla 1700 USD/oz

Taloudellinen tilanne ja investoinnit 1/5

Pääomarakenne on muuttunut tänä vuonna

Osana viime aikojen kehitysvaihetta Endominessin pääomarakenne on muuttunut nopeasti. Yhtiö on tehnyt Q2'20:lla useita rahoitusjärjestelyitä ja Q1:n aikana myös loput yhtiön pääomalainasta konvertoitiin osakkeiksi. Lisäksi Transatlantic-järjestelyn toteutuminen sekoittaa pakkaa lähiaikoina. Näin ollen vuoden 2019 lopun tase antaa väärää kuvaa yhtiön taloudellisesta asemasta eikä Q1'20:n lopun tasekaan ole tiedossa, sillä yhtiön suppea liiketoimintakatsaus ei avaa tasetta rivi riviltä.

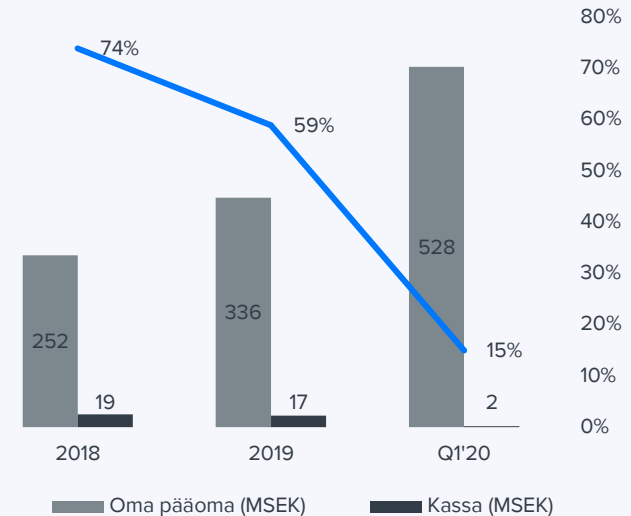
Q1'20:n lopussa Endominessin oma pääoma oli 513 MSEK, nettovelka 79 MSEK (ts. Q1'20 lopussa nettovelkaantumisaste 15 %) ja kassa 1,3 MSEK. Taseen loppusumma on todennäköisesti jonkun verran 600 MSEK:n yläpuolella. Q1:n lopun tilanne peilaa kuitenkin kohtuudella yhtiön isoa kuvaa: oma pääoma on melko vahva viime vuosien osakeantien jäljiltä ja velkaa on toistaiseksi siedettävästi, mutta yhtiö tarvitsee lisää kassavaroja liiketoiminnan kehittämiseksi. Q2:n puolella jo tulleen lisärahoituksen takia akuuttia kassan kuivumisen uhkaa ei mielestämme ole, mutta toisaalta yhtiön tavoitteleman kehitysvauhdin ylläpitäminen vaatii arviomme mukaan melko nopeaa kassan vahvistamista jo kesän aikana. Yhtiö järjesteleekin paraikaa pitkän aikavälin rahoitusta ja projektiin on palkattu mukaan myös ulkopuolinen investointipankki. Näin ollen pidämme taserakennetta todennäköisesti selvästi muuttavaa rahoitusjärjestelyä melko todennäköisenä jo Q3:n aikana.

Taseen varat koostuvat pitkäaikaisesta omaisuudesta

Vuoden 2019 lopun tilanne antaa kohtuullisen kuvan yhtiön taseen varoista, jossa muutokset ovat alkuvuoden aikana olleet todennäköisesti melko vähäisiä. Vuoden lopussa yhtiön varat olivat lähes kokonaan pitkäaikaisia. Suurin erä oli aineeton omaisuus, joka koostui arviomme mukaan etenkin TVL Gold -järjestelyssä tulleista Idahon projekteihin ja pienemmässä mittakaavassa Suomen hankkeisiin liittyvistä aineettomista omaisuuseristä (ml. esim. aiemman malminetsintätyön aktivoidut kulut). Pitkäaikaista aineellista omaisuutta Endominesilla on etenkin Fridayn ja Pampalon rikastamoihin (laitteet ja rakennukset) ja kaivoksiin liittyen. Pidämme toistaiseksi sekä yhtiön aineetonta että aineellista omaisuutta kuranttina eikä eriin liity mielestämme merkittäviä ja akuutteja alaskirjauspaineita, kunhan yhtiön projektit etenevät suotuisasti ja/tai kullan hinta ei romahda rajusti. Yhtiö myös poistaa aineellista ja aineetonta omaisuutta, kun tuotanto eri projekteissa käynnistyy, mikä rajaa osin taseeseen liittyviä alaskirjausriskejä.

Endominessin lyhytaikainen omaisuus oli vuoden lopussa hyvin vähäistä, sillä yhtiöllä ei ollut tuotannossa yhtään projektia, joten varastoihin ja saamisiin ei ollut sitoutuneena pääomia. Myös kassa oli vuoden lopussa matala. Arvioimme yhtiön lyhytaikaisen omaisuuden kasvavan selvästi lähiaikoina, kun tuotannon aloittaminen ensin Fridayssa ja myöhemmin muissa projekteissa sitoo pääomia saamisiin ja varastoihin ja kassavaroja vahvistetaan.

Taseen avainlukujen kehitys



Taloudellinen tilanne ja investoinnit 2/5

Yhtiö on rahoitettu toistaiseksi omalla pääomalla ja joukkovelkakirjalainoilla

Taseen vastattavien puolella Endominesilla on omaa pääomaa Q1'20:n lopussa 516 MSEK, joka on peräisin yhtiön viime vuosina osakeanneilla keräämistä varoista. Q1'20:n lopun oma pääoma ei vielä huomioi Q2'20:n alussa tehtyä suunnattua osakeantia, jolla yhtiö keräsi noin 16 MSEK uutta omaa pääomaa.

Korollista velkaa Endominesilla oli Q1:n lopussa noin 80 MSEK. Tästä korollisesta velasta reilut 40 MSEK koostui Endominesin keväällä 2019 liikkeelle laskemasta noin 41 MSEK joukkovelkakirjasta, jonka juoksuaika oli 3 vuotta ja kuponnikorko 12 %. Lisäksi Q1:n lopussa Endomines oli jo nostanut osan noin 38 MSEK:n joukkovelkakirjalainasta, josta yhtiö tiedotti 1.4.2020. Tämän lainan juoksuaika on kaksi vuotta (yhtiöllä on optio kolmannelta vuodelta) ja korko 12 %. Lisäksi korollisiin velkoihin kuului arviomme mukaan pienet leasing-vastuut ja muut korolliset velat. Lyhytaikaiset vastuut ovat todennäköisesti pienehköt ja ne koostuvat etenkin velkojen koroista sekä ostoveloista.

Q2:lla taserakenne muuttuu merkittävästi

Kuten todettua, yhtiön taserakenne muuttuu Q2:lla merkittävästi, kun 1) kassa vahvistuu suunnatun osakeannin kautta 2) yhtiö nostaa jälkimmäisen osan noin 38 MSEK:n joukkovelkakirjalainasta sekä 30 MSEK lyhytaikaista lainaa (maturiteetti lokakuun 2020 lopulla, korko 1 % kuukaudessa, kertapalkkio 8 % lainasummasta) ja 3) Transatlanticista maksetaan käteisellä noin 1,45 MUSD (2 MUSD – ennakko 0,55 MUSD). Lisäksi arviomme, että Q2:n aikana

yhtiön oma pääoma sulaa nettotappion takia ja myös vapaa kassavirta on todennäköisesti negatiivinen (ml. Fridayn negatiivinen liiketoiminnan kassavirta vielä korkean kulutuksen ja käyttöpääoman sitoutumisen sekä tiettyjen investointien takia). Näin ollen arviomme, että Q2:n lopussa Endominesin nettovelka on kasvanut ja kassavarat voisivat olla karkeasti noin 20-30 MSEK, jos uusia rahoitusjärjestelyitä ei tehtäisi. Tämä on arviomme mukaan selvästi liian alhainen taso Endominesin kehitys- ja investointiohjelman edistämiseen. Lisäksi lähiaikoina yhtiön osakemäärä kasvaa noin 9 %:lla Transatlantic-kaupan osakekomponenttiin liittyen.

Rahoitustarpeen määrä on auki ja myös vapausasteita riittää

Kuten todettua, Endominesilla on kunnianhimoinen kehitysohjelma saavuttaa 18-24 kuukauden kuluttua jopa 100 000 kultaunssin tuotanto ja olla tuotannossa kolmella maanlaisella kaivoksella. Arviomme mukaan Fridayn jälkeen seuraavat kaivokset tuotannossa tulevat olemaan Rescue ja US Grant, joissa tuotannon aloittaminen olisi arviomme mukaan mahdollista vuoden 2021 aikana. Sen sijaan 100 000 unssin saavuttaminen mainitussa aikaikkunassa kuulostaa mielestämme haastavalta, sillä Fridayn, Rescuen ja US Grantin nykyiset mineraalivarannot eivät arviomme mukaan riitä tälle vuosituotantotasolle ilman oleellisten uusien varantojen löytämistä. 100 000 unssin tuotanto vaatiikin arviomme mukaan etenkin suuren Kearsarge-projektin tuotannon aloittamista sekä mahdollisesti myös 1-2 lisäprojektia tuotantoon Idahosta.



Endomines velkarahoitus

Joukkovelkakirjalaina 1

- Lainapääoma 3,7 MEUR, kuponnikorko 12 %/v
- Eräänny 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
- Eräänny maksettavaksi 4/2022, yhtiöllä on optio jatkaa lainaa vuodella (korko nousisi 0,25 %-yksikköä)
- Lainaan liittyen ulkona on warrantteja*, joista voi tulla omaa pääomaa noin 40 SEK 30.6.2023 mennessä

Velkakirjalaina 3

- Lainapääoma 30 MSEK, korko 1 % / kk
- Eräänny maksettavaksi 10/2020

*sis. mahdollisesti vuoden 2020 yhtiökokouksen yhtiön toimitusjohtajalle ja hallituksen puheenjohtajalla allokoimat warrantit

Taloudellinen tilanne ja investoinnit 3/5

Joka tapauksessa yhtiö joutuu kuitenkin jo tästä kesästä alkaen investoimaan malminetsintään, laitteisiin ja tuotannon valmisteluun, jotta 100 000 unssin tuotantotavoite pysyy realistisena edes jossain määrin 18-24 kuukautta pidemmässä aikaikkunassa.

Fridayn osalta mielestämme ensisijainen tavoite kaupallisen ylösajon jälkeen voisi olla, että kaivoksen kassavirta kattaisi omat kulunsa, kehitystarpeensa ja konsernin juoksevan kulumassan. Muiden projektien kehitystyöhön ja investointeihin yhtiö kuitenkin tarvitsee arviomme mukaan ulkoista rahoitusta. Arviomme mukaan ulkoisen rahoituksen tarve voisi lakata, kun yhtiöllä on kolme projektia täydessä tuotannossa. Tässä vaiheessa vuosituotanto voisi olla mielestämme karkeasti 40 000 unssin haarukassa, jonka jälkeen kassavirran pitäisi mielestämme varsinkin nykyisessä kultamarkkinoiden vahvassa tilanteessa riittää velkojen hoitamiseen ja kasvuinvestointeihin.

Pitkän ajan rahoitustarve on auki

Endomines ei ole avannut pitkän ajan rahoitustarpeensa mittakaavaa käytännössä lainkaan ja tarvittavien pääomien määrää on hyvin hankala arvioida yhtiön ulkopuolelta. Lisäksi yhtiön suunnitelmissa on paljon joustovaraa, sillä kehitysvauhdin hidastaminen jakaisi rahoitustarvetta pidemmälle ajalle. Rahoitustarpeen määrään vaikuttaa oleellisesti myös operatiivinen kehitys, sillä kaivosten ylösajovaiheessa kulujen kautta ulos vuotava kassavirta lisää yhtiön 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

Kairauksia yhtiö tarvitsee arviomme mukaan sekä nykyisten kaivosten tuotantopotentiaalien varmistamiseen ja tuotantosuunnitelmien optimointiin että mineraalivarantojen arvioiden päivytykseen (ml. luokitusten nostaminen ja uusien varantojen etsiminen). Kairausten 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).

Kairauksia on tulossa kaikilla kaivoksilla

Arviomme mukaan yhtiön tavoitteiden saavuttaminen vaatii melko mittavia kairauksia Rescuessa/Unityssä, Kimberlyssä vuosina 2020-2023 ja vuosina 2020-2025 myös Buffalo Gulchissa, Deadwoodissa ja Fridayn avolouhoksella. Lisäksi odotamme, että Endomines kairaa louhinnan startin yhteydessä Fridayssä, US Grantissa ja Kearsargessa vuosina 2020-2023, mutta näissä projekteissa kairaustarve voi olla jo pienempi kuin edellä mainituissa varhaisemman vaiheen hankkeissa. Kairaukset ovat arviomme mukaan seuraavan 2-3 vuoden aikana yksi suurimpia investointieriä.



Investointitarpeet 2020-2025

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

- Rescuessa ja US Grantissa vanhat rikastamot, joiden kunnostaminen 2020/2021 maksanee joitakin miljoonia taaloja
- Uusi (käytetty) rikastamo Kimberlyyn vuosina 2022/2023 on mahdollisesti kalliimpi kuin kahden vanhan rikastamon kunnostaminen yhteensä

Kaivosten valmisteleva työ

- Tunnelien louhinta, peränaajo ja infrainvestoinnit kaikilla kaivoksilla
- Investointien mittakaavaa äärimmäisen vaikea arvioida

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 varastoihin, mutta tarve on kohtuullisen pieni (olettaen, että malmivarastot kirjataan suoraan kuluksi)

Taloudellinen tilanne ja investoinnit (4/5)

Investointirahaa tarvitaan myös vanhojen rikastamojen kunnostukseen ja uusiin laitoksiin

Toinen merkittävä pääomia etupainotteisesti vaativa kuluerä on rikastamoiden laiteinvestoinnit. Investointitarvetta tosin pienentää oleellisesti se, että Rescuessa ja US Grantissa yhtiöllä on vanhat rikastamot. Rescuen rikastamo riittää lisäksi Unityn tarpeisiin ja Kearsargen malmi prosessoidaan vastaavasti US Grantin rikastamolla. Näin ollen yhtiön tarvitsee lähivuosina kunnostaa kaksi rikastamoa, kun taas Kimberlyn tuotannon aloittaminen vuonna 2023 vaatii todennäköisesti investointia rikastamoon vuosina 2022/2023. Rescuen ja US Grantin rikastamon uusiminen vaatii arviomme mukaan yhtiöltä joitakin miljoonia dollareita, kun taas Kimberlyn rikastamo on luultavasti jonkun verran suurempi investointi.

Lisäksi avolouhokset eli Buffalo Gulch, Deadwood ja Friday vaativat teknisesti erityyppistä prosessia rikastamolle, mutta tämä investointi tulee ajankohtaiseksi viimeisenä eli vuoden 2025 tienoilla. Tässä vaiheessa yhtiön pitäisi pystyä tekemään jo tuntuvakin investointi liiketoiminnan kassavirralla, jos muut projektit ovat saavuttaneet jokseenkin yhtiön tavoitteiden mukaisen kehityskaaren ja tuotantotason. Avolouhosten tarvitseman rikastamon hintalappu on arviomme mukaan karkeasti 15 MUSD.

Malminetsinnän ja laitteiden lisäksi tuotannon aloittaminen kaivoksilla vaatii esimerkiksi tunnelien rakentamisen ja peränajon kaltaista valmistettavaa työtä. Tyypillisesti tämäntyyppistä työtä aktivoidaan ainakin osin taseisiin

investointivaiheessa ja poistetaan tuotannon alettua. Vaadittavan valmistelutyön määrää on mielestämme myös hyvin vaikea arvioida, mutta todennäköisesti kyseessä on useiden miljoonien taalojen panostus jo vuosina 2020-2023.

Ylösajon etupainotteisiin kuluihin on varauduttava

Kuten Fridayssa ja lukuisissa muissa kaivosinvestointiprojekteissa 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 louhintateknikasta, toimintamallista ja ylösajon onnistumisesta, mutta kuten Fridayssa on havaittu positiivisen kassavirran saavuttamisessa saattaa kestää pitkääkin ja siten yhtiö joutuu varautumaan rahoituksella myös kulujen kattamiseen. Kaivoksen käynnistyttyä käyttöpääomaa sitoutuu lisäksi jonkin verran saataviin ja varastoihin, mitä kasvavat ostovelat tosin osin paikkaavat.

Arviomme mukaan rahoitustarvetta katetaan omalla ja vieraalla pääomalla

Kuten todettua, Endominesin suunnitteleman rahoituspaketin kokoa on tällä hetkellä erittäin vaikea arvioida. Lähtökohtaisesti uskomme kuitenkin yhtiön pyrkivän pakettiin, joka kattaisi valtaosin vuosien 2020-2022 investoinnit, tarjoaisi

kohtuullista ylösajo- ja käyttöpääomapuskuria sekä mahdollistaisi mahdollisesti myös nykyisten velkojen uudelleenjärjestelyä. Vuosien 2022-2023 jälkeen yhtiö taas voisi arviomme mukaan laskea jo voimakkaammin liiketoiminnasta kertyvien kassavirtojen varaan. Karkea arviomme on, että tällä hetkellä lähivuosien rahoitustarve nousee kahdeksannumeroiseksi summaksi USA:n dollareita ja lähtökohtaisesti odotamme yhtiöltä lähiaikoina noin 15-25 MUSD:n rahoituspakettia USA:n kasvustrategian rahoittamiseen ja Suomen malminetsintään. Mahdollinen tuotannon käynnistäminen uudelleen Pampalossa tulisi alustavan arviomme mukaan tämän rahoitustarpeen lisäksi.

Lähtökohtaisesti odotamme, että Endominesin pitkän aikavälin rahoituspaketti sisältää sekä omaa pääomaa että velkaa. Puhtaan velkarahoituksen käytön estää arviomme mukaan rajallinen velkakapasiteetti (liiketoiminta ei generoi vielä vapaata kassavirtaa) ja riskirahoituksen korkea hinta. Arviomme mukaan yhtiö voisi saada tällä hetkellä pidempiaikaista (maturiteetti 4-5 vuotta) jvk- tai vvk-lainaa 8-11 %:n korolla (vrt. viimeisten lyhyempiaikaisten velkakirjojen 12 %:n korot), jos uusi velka olisi osaratkaisu keskipitkän tähtäimen rahoituksen varmistavaa rahoituspakettia, joka sisältäisi myös omaa pääomaa. Pankkilainalla, joka olisi todennäköisesti edullista, arviomme yhtiön pystyvän kattamaan parhaassakin tapauksessa vain hyvin pienen osan rahoitustarpeestaan.

Taloudellinen tilanne ja investoinnit (5/5)

Lisäksi vieraan pääoman ehtoisen rahoituksen kattamisessa myös epätyypillisemmät instrumentit, kuten tuotannon myyminen etukäteen (streaming) voivat olla vaihtoehtoja. Halpaa pääomaa tätäkään kautta ei arviomme mukaan kuitenkaan ole saatavilla.

Oman pääoman ehtoisen rahoitusosuuden arvioimme yhtiön hankkivan joko suunnatulla osakeannilla tai merkintäoikeusannilla riippuen hieman rahoitustarpeen mittakaavasta (ts. mitä suurempi rahoitustarve on, sitä suurempi on merkintäoikeusannin todennäköisyys). Ensisijaisesti uskomme Endominenin kuitenkin etsivän yhtiä tai muutamaa yhtiöstä kiinnostunutta suurempaa sijoittajaa, kun taas nykyomistajiin nojaaminen on arviomme mukaan vasta toissijainen vaihtoehto. Hybridilainojen emme usko olevan yhtiölle käyttökelpoisia osaratkaisuja, sillä niiden korot olisivat todennäköisesti korkeita oman pääoman kustannukseenkin peilattuna.

Ulkona olevien warranttien emme usko auttavan Endominenia oleellisesti vielä tässä vaiheessa, sillä yhtiön pörssikurssi on vielä warranttien merkintähintojen alapuolella ja warranttien merkintäaikoja on jäljellä vielä vuosiin 2022-2023 asti (ts. warranttien haltijoilla ei ole vielä mitään syytä merkitä osakkeita). Aikanaan 2020-luvun puolivälin tienoilla todennäköisesti edessä olevassa uudelleenrahoituksessa warrantteista voi olla hyötyä. Toisaalta warranttien haittapuolena on osakesarjan laimentuminen etenkin kun huomioidaan, että warranttien merkkamiskynnyksen ylittyminen vaatii

käytännössä yhtiön onnistumista strategian toteutuksessa ja tässä skenaariossa uutta omaa pääomaa halvempaakin rahoitusta voisi olla saatavilla.

Pääomakustannus on korkeahko

Kun velkarahoituksen melko korkean hinnan lisäksi huomioidaan oman pääoman kustannus (ts. oman pääoman ehtoisten sijoittajien velkasijoittajakin korkeampi tuottovaatimus) ja yhtiön edelleen alhainen velkakapasiteetti (liiketoiminnan korkeat riskit ja vielä jonkun aikaa negatiivinen kassavirta), nousee Endominenin pääoman kustannus (WACC-%) mielestämme melko korkealle tasolle noin 10-14 %:iin hieman tilanteesta riippuen.

Arviomme mukaan yhtiön projektisalkku on kuitenkin lupaava ja yhtiön suunnitelmien onnistuessa hankkeiden lähivuosien tuottopotentiaali ylittäisi selvästi myös yhtiön korkean pääoman kustannuksen. Näin ollen pidämme hankkeisiin panostamista sinänsä loogisena, vaikka pääoma ei olekaan Endominenin kaltaisille korkean riskin yhtiölle koskaan edullista. Nykyisessä kultamarkkinoiden erittäin vahvassa tilanteessa rahoitusta ja kiinnostuneita sijoittajia pitäisi kuitenkin olla saatavilla, vaikka yleisesti epävarma taloustilanne ei tuekaan riskirahoituksen saatavuutta. Pitkän aikavälin rahoituksen saatavuus ei myöskään ole ollut itsestäänselvyys paperilla hyvillenkään kaivoskehityshankkeille normaaleissa rahoitusolosuhteissa lähihistoriassa, joten sinällään yhtiö neuvottelee pitkän ajan rahoituksesta mielestämme erittäin sopivaan aikaan. Näin ollen pidämme suuremman rahoituspaketin kasaamisen

edellytyksiä nyt suotuisina ja jos pitkän ajan rahoitusta projekteille ei lähiaikoina järjestyisi, mielestämme on vaikea nähdä, että Endominen voisi saada sitä merkittävässä mittakaavassa myöhemminkään. Rahoitusneuvotteluiden epäonnistuessa yhtiö joutuisi arviomme mukaan kääntymään etenkin nykyisten omistajiensa puoleen ja mahdollisesti myös hidastamaan kehitysvauhtia (ts. pyrkiä kääntämään vapaa kassavirta nopeammin plussalle investointeja siirtämällä ja rahoittamalla suurempi osa viivästetyistä investoinneista kassavirralla). Vallitseva tilanne huomioiden pidämme kuitenkin edellytyksiä rahoituspaketin kasaan saamiseen melko hyvinä.

Markkinat ja kilpailijat (1/6)

Endomines operoi kultamarkkinalla

Endomines on tällä hetkellä puhdas kultayhtiö, sillä yhtiöllä on sivumetallivarantoja (ts. hopeaa) ainoastaan Transatlantic-kaupassa yhtiöön tulleessa Kearsargen-projektissa. Viime vuosina fyysistä kultaa on kulutettu globaalisti yli 4 000 tonnia eli 130 miljoonaa unssia. Markkinan rahallinen arvo vaihtelee kullan hinnan mukana, mutta viime aikojen 1700 USD/oz hintatasoilla koko kultamarkkinan arvo on noin 220 miljardia dollaria.

Maailman tunnetut kullan mineraalivarannot (30 suurinta toimijaa) olivat World Gold Counciliin mukaan 47 000 tonnia eli noin 1,5 miljardia unssia vuoden 2019 lopussa. Taloudellisen tarkastelun läpäisseet malmivarat ovat todennäköisesti selvästi näitä pienemmät. 30 suurimman toimijan mineraalivarat riittäisivät siten vajaan 12 vuoden kysynnän täyttämiseen. Kun kuitenkin huomioidaan muiden maiden varannot, muiden metallien sivutuotteena louhittava kulta, kierrätys sekä mineraalien etsintäpotentiaali, ei kulta ole loppumassa maailmasta lähitulevaisuudessa. Pitkällä aikavälillä heikkenevien esiintymien hyödyntäminen voi kuitenkin vaatia kullan hinnan nousua, jolla taas olisi hintajoustopuuta 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.

Kysynnän kasvu on ollut 2010-luvulla vaimeaa

Fyysisen kullan loppukysyntä jakautuu kuluttaja-, sijoitus- ja teollisuuskysyntään, minkä lisäksi kysyntään vaikuttavat keskuspankkien netto-ostot ja tuottajien suojaukset. Historiallisesti fyysisen kullan kysyntä on ollut 2010-luvulla melko vakaata, vaikka globaali BKT onkin kasvanut aikajaksolla selvästi. Myös pidemmällä aikavälillä kullan kysynnän kasvu on ollut BKT:n kasvua hitaampaa. Toisaalta BKT:n kasvun sakaatessa 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.

Korukysyntä on kuluttajavetoista

Suurin yksittäinen kultaa käyttävä sektori on kuluttajasektori kattaen noin 50 % 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 käytävissä olevat tulot, 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 miellettyjen kultakorujen hankintaa melko helposti heikomman taloussyklin 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 noin globaalin BKT:n tahdissa on mielestämme realistinen oletamus. Kuluttajasektorilla kysynnän hintajousto kullan hinnan nousulle on kuitenkin todennäköisesti jyrkähkö kultakorujen statusarvon takia.

Sijoituskysyntä on volatiilista

Nettosijoitukset kultarahoihin, -tankoihin ja -harkkoihin kattavat noin 30 % 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. Siten sijoituskysyntä antaa kullalle defensiivistä luonnetta. Usein erityisesti keskuspankkien elvytystoimet (rahamäärän lisääminen) nostavat kullan sijoituskysyntää, kun taas rahapolitiikan kiristämisen vaikutus on päinvastainen.

Markkinat ja kilpailijat (2/6)

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 imulla on arviomme mukaan tärkeä vaikutus kullan hinnan muodostumiseen.

Teollisuudella ja keskuspankeilla on pienempi paino kullan kysynnän muodostumisessa

Keskuspankit ja muut instituutiot ovat kattaneet viime vuosina noin 10 % fyysisen kullan kysynnästä. 2010-luvulla keskuspankit ovat olleet 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 hammaslääkäreollisuudessa sen fyysisten ominaisuuksien takia (esim. sähkönjohtavuus 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

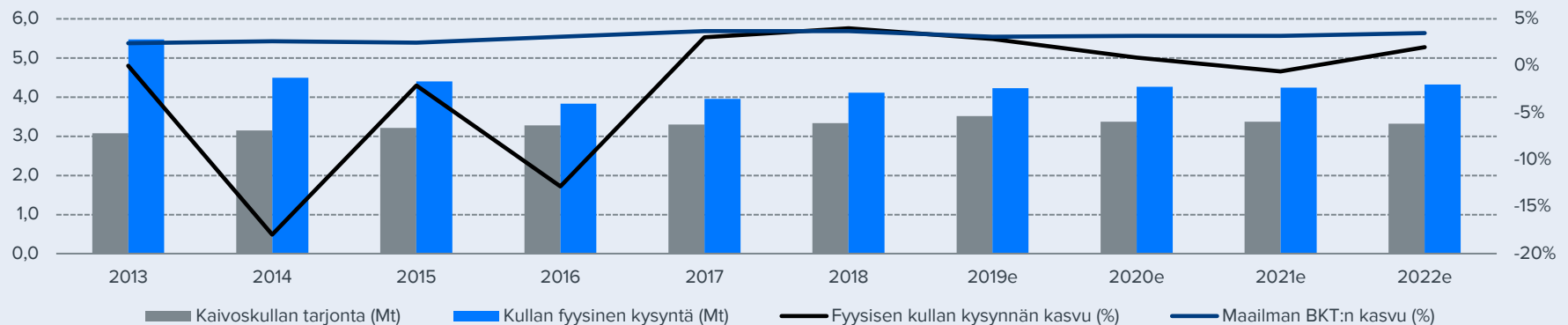
Fyysiseen kullan kysyntään vaikuttaa mainittujen sektorien lisäksi pelureiden suojausoperaatiot, joissa kullan ostajat voivat pyrkiä esimerkiksi ostamaan etukäteen kultaa kiinteään hintaan. Viime vuosina suojausten vaikutus on kuitenkin ollut

vähäinen, sillä ennen vuotta 2019 laskukäyrällä ollut ja kohtuulliselle tasolle sahaamaan jäänyt kullan hinta ei ole houkuttellut tyypillisesti suojausmarkkinoilla aktiivisia sivutuotetuottajia lukitsemaan kullan rahavirtojaan. Aiemmin suojauskysynnällä on ollut suurempi rooli, joten niiden mahdollisia pidemmän ajan vaikutuksia kullan hintaan 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 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.

Fyysisen kullan kysynnän ja kaivoskullan tarjonnan kehitys 2013-2022e



Markkinat ja kilpailijat (3/6)

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 melko hyvin tasapainossa

2010-luvulla kultamarkkina on ollut varsin hyvin tasapainossa, sillä esimerkiksi World Gold Councilin lukujen mukaan markkina on kuuden viimeisen vuoden aikana ollut kolme kertaa ylijäämäinen ja

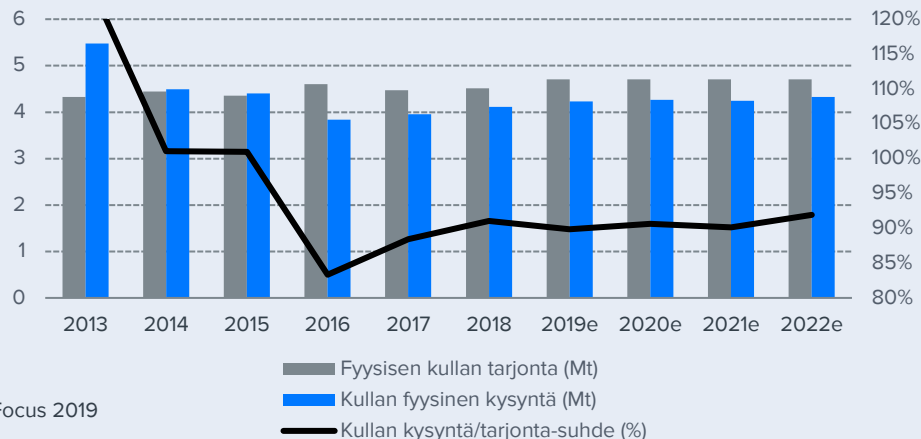
vastaavasti kolme kertaa lievästi alijäämäinen. Vuoden 2018 osalta markkina vaikuttaa jääneen noin 10 % ylijäämäiseksi. Keskipitkällä aikavälillä arvioimme, että BKT:n kasvua jossain määrin hitaammin kasvava kysyntä ja kaivostuotannon ylläpitämisen vaatimat investoinnit pitävät kultamarkkinan hyvässä 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. Endominessin kannalta kullan markkinatasapainon terve näkymä on mielestämme joka tapauksessa kuitenkin suhteellisen suotuisa.

Kullan hinta kääntyi rajuun nousuun 2019

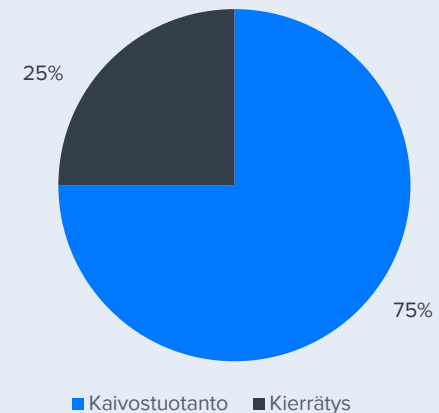
Viime vuosien verrattain hyvästä markkinatasapainosta huolimatta kullan hinta oli laskukäyrällä vuoden 2011 kesällä noin tasolta 1830

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 siirtyneestä koron nostosta, jotka tukivat sijoituskysyntää. Kullan hinta elpyi vuoden 2016 elokuun alkuun mennessä jo tasolle 1340 USD/oz Brexitin jälkimainingeissa. Sen jälkeen talouskasvun piristyminen 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 alussa hinta on noussut edelleen yli tason 1700 USD/oz, kun koronapandemian takia kohonnut taloudellinen epävarmuus sekä keskuspankkien massiiviset elvytystoimet ovat tukeneet kullan hintaa. Kultra onkin nyt monissa muissa valuutoissa kuin vahvassa USA:n dollarissa kaikkien aikojen korkeimmalla tasollaan.

Fyysisen kullan kysynnän ja tarjonnan kehitys 2013-2022e



Kullan tarjonnan jakautuminen



Markkinat ja kilpailijat (4/6)

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 volatiilil kullan hinnan ennustaminen on varsinkin lyhyellä tähtämellä erittäin vaikeaa ja myös pitkällä tähtämellä hintatasoon vaikuttaa useita ulkoisia ajureita. Endominesin osakkeen arvonnäilyksessä nojaamme kullan osalta 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 liikkuvuinen osa kullan kysynnästä on sijoittajien turvasatamakysyntää. Käytännössä maailman politiikan ja talouden kehitykseen liittyvä epävarmuus tukee tyypillisesti kullan kysyntää ja samalla hinnan muodostusta, kun taas riskien poistuminen siirtää kysyntää vaihtoehtoihin omaisuusluokkiin. Tällä hetkellä etenkin maailman politiikka on mielestämme varsin epävarmassa

tilassa johtuen etenkin koronapandemiasta ja sen vielä osin tuntemattomista vaikutuksista politiikkaan ja talouteen. Lisäksi politiikassa oli jo useita haasteita ennen pandemiaa (ml. USA/Kiina-kauppakiistat, Venäjän ja lännen suhteet, Euroopan velkaongelma jne.). Maailman politiikan tilanne ja koronapandemia pitävät myös talousnäkömän epävarmana ja heikkona. Epävarmuuden merkittävää helpottamista ei myöskään näy, joten arvioimme turvasatamakysynnän tukevan kullan hinnan muodostumista lähiaikoina tai olevan vähintäänkin neutraali ajuri kullan hinnalle.

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. Tällä hetkellä EUR/USD-valuuttapari on mielestämme makronäkymien ja valuuttanalyttikoiden konsensusennusteiden valossa suhteellisen heikko keskipitkällä tähtämellä, mikä huomioiden valuutat voivat tukea edelleen kullan hintaa lähivuosina. Valuuttamarkkinoilla nopeatkin liikkeet ovat kuitenkin mahdollisia varsinkin

nykyisessä maailmanpolitiikan ja -talouden epävarmassa tilanteessa.

Rahapolitiikka ja korkotasot ovat kullan hinnalle 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 arvonnäilyksestä 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 liitännäinen pitkälti talouskasvun ja inflaation voimakkuuteen. Siten keskuspankkien ja etenkin Yhdysvaltojen keskuspankin 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 korkotasot painui nopeasti nolliin koronapandemian eskaloitumisen takia vuoden 2020 keväällä. Markkinoilla ole juurikaan odotuksia korkojen noususta USA:ssa. Myös muiden merkittävien keskuspankkien (Euroopan, Englannin ja Japanin keskuspankit) rahapolitiikat ovat tällä

Markkinat ja kilpailijat (5/6)

hetkellä vielä erittäin elvyttäviä, joten muiden markkinoiden koronasto-odotukset eivät ole ainakaan USA:ta korkeampia. Pidemmällä aikavälillä markkinakoroissa ei ole enää laskuvaraa, mutta tällä hetkellä todennäköisin skenaario on lukkiutuminen nollakorkoihin pidemmäksi ajaksi. Näin ollen emme odota korkojen nousun aiheuttavan laskupaineita kullan hinnalle lähivuosina.

Maailman talouden kasvu vaikuttaa kullan hintaan, sillä kuluttajasektorin kysyntä on pitkälti riippuvaista BKT:n kasvusta, kun taas sijoituskysynnän osalta dynamiikka on osin päinvastainen. Lähivuosina globaalin talouden odotetaan toipuvan vuoden 2020 koronapandemiasta aiheutuneesta äkkipysähdyksestä, mutta kasvuodotukset ovat varsin maltilliset ja jo vuoden 2019 tason tuotannon tason saavuttaminen saattaa vaatia maailman taloudelta aikaa. Sijoituskysynnän suhteen näkymät ovat kuitenkin mielestämme paremmat johtuen alhaisista korko-odotuksista (korot tyypillisesti nousevat vain hyvän talouskasvun aikaan), vaikka Aasian maiden (etenkin Kiina ja Intia) kasvu ja elintason nousu tukevat arviomme mukaan 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 -liitännäisiä. 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, kun huomioidaan laskusuunnassa olevat metallien hinnat ja kaivossektorin viime vuosien investointilaman jäljet.

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 heikomppaa 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, minkä pitäisi tukea kullan hinnan muodostumista jossain määrin.

Kullan hinta-ajurit ja niiden näkymät

Ajuri	Näkymä	Inderesin kommentti
Kuluttajien korukysyntä		Vaisuhko globaali talouskasvunäkymä ja hinnan nousu painavat kulutuskysyntää
Sijoituskysyntä		Matalalla pysyvä korkotaso parantaa kullan houkuttelevuutta sijoituskohteena
Kullan tarjonta		Lyhyen ajan kasvunäkymä maltillinen viime vuosien rajallisten investointien myötä
Tuotantokustannukset		Tuotantokustannuksissa on ajan yli nousupainetta malmin laadun laskun kautta, mutta lyhyen aikavälin inflaatiopaineet eri kulueroissa ovat rajallisia
USA:n dollari		Päätuottajien valuuttoihin nähden dollari on vahva ja heikentyminen voisi tukea kultaa
USA:n korkotaso		Korkotaso on painunut koronapandemian takia nolliin ja korkojen nousuodotukset ovat kaikilla alueilla alhaiset
Maailemanpolitiikka		Krooniseksi muodostunut epävarmuus tukee kullan houkuttelevuutta ja vahvistaa turvasatamakysyntää
Muiden sektoreiden kysyntä		Teollinen kysyntä voi kohdata laskupaineita, keskuspankkien ostojen ja suojausten tarjoama tuki marginaalinen

 Positiivinen  Neutraali  Negatiivinen

Markkinat ja kilpailijat (6/6)

Kaivoskullan tuotanto on hajaantunut

Globaaleille pääomavaltaisille toimialoille tyypillisesti kultakaivossektori on kokonaisuutena erittäin hajautunut toimiala. Maailman viiden suurimman kultayhtiön (Newmont Gold Corp, Barrick Gold, Freeport McMoRan, Angico Eagle Mines, Kirkland Lake Gold) vuosituotanto oli viime vuonna noin 2-5 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 kaksi kolmasosaa maailman kaivoskullasta. Tällä hetkellä merkittävimpiä kullan tuottajia ovat Kiina, Australia, Venäjä, USA ja Kanada. Endomines on siten tuotantovaiheessa marginaalinen peluri kultamarkkinan kokoluokkaan ja sektorin merkittävimpiin yhtiöihin suhteutettuna.

Endominesin pääkilpailijoita ovat 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 kassavirtanegatiivisiksi 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 SGA-kulut (mm. johdon palkat ja muut hallinnolliset kulut) 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.

Friday-kaivoksen ennakoitu kilpailuasema on kohtuullinen

Gold Focusin vuoden 2019 alun tuotantokustannusarvion mukaan keskimääräinen ylläpitoinvestoinnin huomioiva primäärikullan tuotantokustannus oli noin 910 USD/oz (AISC all-in sustaining cash cost). Parhaan neljänneksen tuotantokustannuksen yläraja oli noin 750 USD/unssi, kun taas viimeisen neljänneksen tuotantokustannukset olivat 1100-1800 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 on puolenvälin paremmalla puolella suhteessa globaaliin kustannuskäyrään (alustavan arviomme

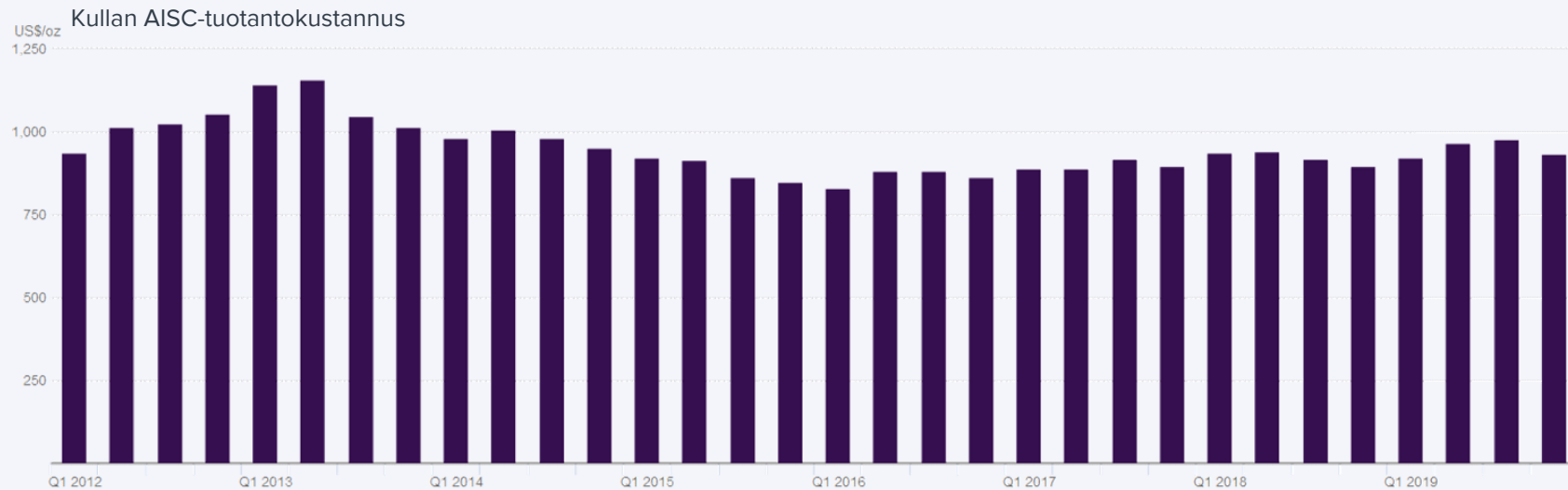
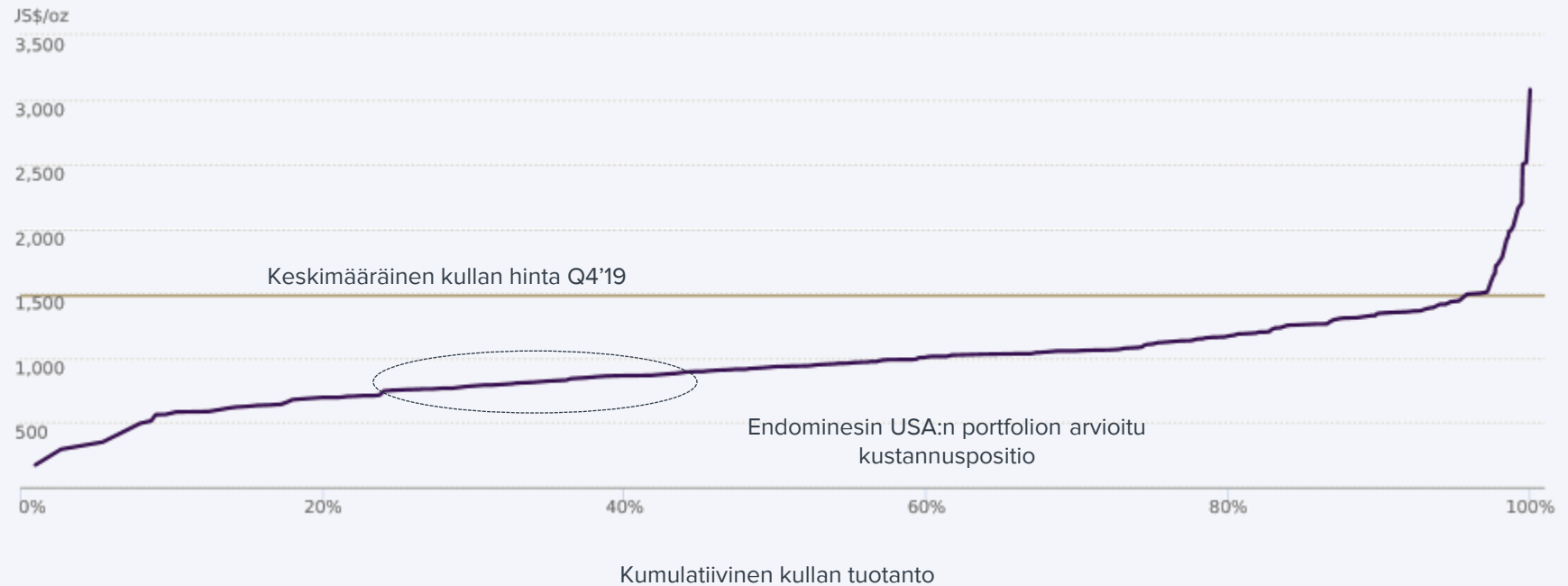
mukaan Montanan projektit voisivat olla jokseenkin samalla tasolla kustannuspositiivisissa Idahon projektien kanssa). Näin ollen Endominesin projektien kilpailuasema on mielestämme kohtuullinen. Konsernina tilanne on kuitenkin jonkin verran heikompi, sillä Friday-projektin täytyy kantaa lähiaikoina yksin Endominesin hallinnointikulut, jotka ovat skaalaetujen puuteen takia suhteessa korkeat (ts. hallinnointikulut jakautuvat suhteessa pienelle tuotantomäärälle). Pidemmällä perspektiivillä tämä haitta toki pienenee.

Mielestämme Endominesin projektisalkun suhteellinen kilpailukyky on tällä kuluposiitiolla kohtuullinen eikä projekti ole ajautumassa kassavirtansa kanssa vaikeuksiin sitten, kun optimaalinen volyyymi ja tehokkuus on saavutettu. Vahvaa kilpailuetua suhteessa keskimääräisiin kaivoksiin Endominesilla ei kuitenkaan ole. Tämä ei ole sinällään yllättävää, sillä tuotanto kaivoksilla olisi jo aloitettu, 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 kassanegatiivista vuoden 2019 lopulla (ts. käteiskustannus ennen investointeja yli kullan markkinahinnan) ja tämän jälkeen kullan hinta on noussut rajusti. Näin ollen tuottajilla ei olisi erityisen nopeaa tarvetta pienentää tarjontaa (tarjonnan pienentämismuutos on myös tuotantosyistä tyypillisesti hidasta), joten hintakehityksen määrää lyhyellä tähtäimellä mielestämme pääosin kysyntä ja mahdolliset koronasta kumpuavat tarjontahäiriöt.

Kullan globaali AISC-kustannuskäyrä ja sen kehitys



Ennusteet 1/5

Ennustemalli ja tulosenusteet

Olemme laatineet Endominesille tulosenusteet 12 vuodelle (sis. kuluva vuosi ja 11 täyttä vuotta tuotannossa), mikä perustuu yhtiön projektisalkun mineraalivarantoihin. Tämänhetkisissä ennusteissamme odotamme yhtiön 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, mutta olemme huomioineet niitä osin jo ennusteissamme, sillä odotamme yhtiön pystyvän siirtämään osan näistä varannoista mitattuihin ja osoitettuihin varantoihin, kun historiallista aineistoa täydennetään kairauksilla sekä aineisto käsitellään uudelleen nykypäivän standardien mukaan sekä huomioidaan noussut kullan hinta.

Odotamme yhtiön ajavan projekteja kaupalliseen tuotantoon 2020-luvun alkupuolella

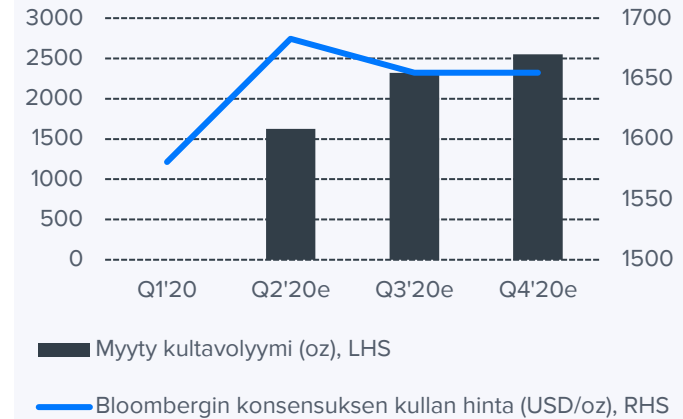
Odotamme yhtiön saavan Friday-projektin suunniteltuun kapasiteettiinsa vuoden 2020 aikana ja jatkavan kapasiteetin nostoa kaivoksella ensi vuonna. Fridayn tuotannon olemme odottaneet päättyvän vuonna 2026. Fridayn jälkeen arvioimme yhtiön aloittavan tuotannon US Grantissa ja Rescuessa, jossa kaupallinen tuotanto voisi arviomme mukaan alkaa ensi vuoden aikana tai vuoden 2022 alussa (louhinta alkaa toki kaupallista tuotantoa aikaisemmin). Rescuen ja US Grantin jälkeen arvioimme yhtiön aloittavan kaupallisen tuotannon vuosina 2022-2023

Unityssä ja Kearsargessa sekä vuosina 2023-2024 Kimberlyssä. Näiden neljän projektin odotamme päättyvän 2027-2031. Idahon avolouhokset odotamme yhtiön saavan kaupalliseen tuotantoon vuosina 2024-2026. Buffalo Gulchin tuotannon odotamme päättyvän vuonna 2031. Vuoden 2031 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.

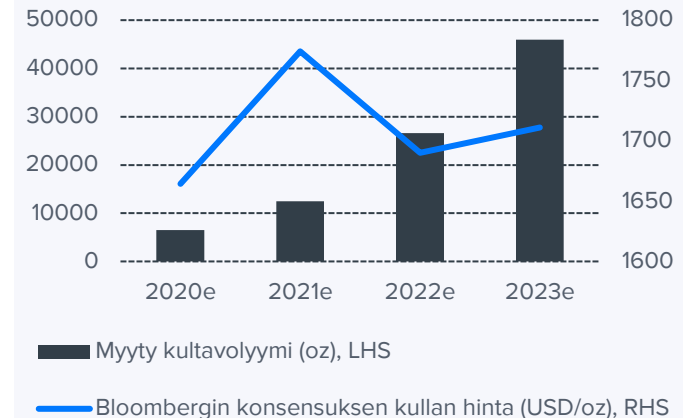
Ennusteemme nojaavat Bloombergin kullan hinnan konsensusennusteisiin

Endominesin tulosenusteemme 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 odotetuksista ja osin omiin arvioihimme.

Kullan tuotanto- ja hintaennuste Q1'20-Q4'20e



Kullan tuotanto- ja hintaennuste 2020e-2023e



Ennusteet 2/5

Tuotantokustannusarviot eivät sisällä inflaatiokorjauksia, koska mahdollinen 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 vuosien 2020-2031 aikana projektien edetessä.

Endominen ennusteidemme lähtökohtana olemme käyttäneet tämänhetkisiä Bloombergin konsensusennusteiden mukaisia kullan hintoja. Ennusteita on vuosille 2020-2022 ja vuosina 2023-2031 olemme odottaneet kullan hinnan pysyvän vuoden 2022 tasolla. Olemme lisäksi hyväksyneet kullan hintaennusteisiin vain viimeiseen 3 kuukauden aikana päivitettyt ennusteet. Valuuttakurssien (SEK/USD, SEK/EUR) osalta olemme käyttäneet tämänhetkisiä spot-kursseja. Metallien hinta- ja valuuttaparametrien ennusteet tulevat jatkossa elämään markkinaliikkeiden mukana, mutta näihin tekijöihin liittyviä riskejä ja mahdollisuuksia huomioimme osakkeen arvonmäärityksessä ensisijaisesti riskipreemiolla.

Vuoden 2020 ennusteet

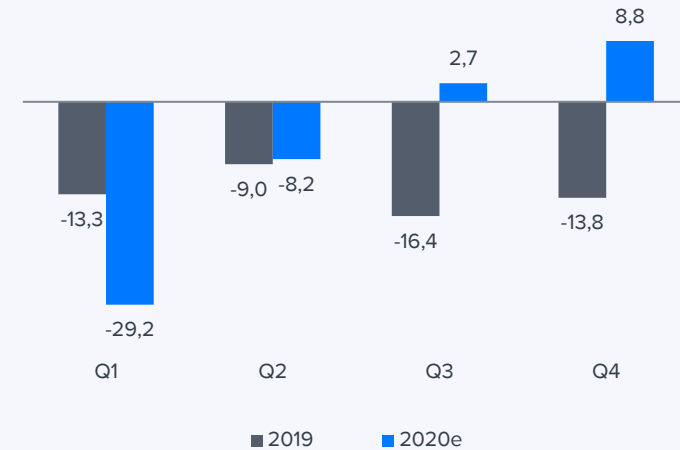
Endominen teki Q1:llä 3,0 MSEK:n liikevaihdolla 27,8 MSEK tappiollisen käyttökäteen ja -0,44 SEK:n EPS:n. Fridayssä Q1:llä keskityttiin kaupallisen ylösajon edistämiseen ja näkemyksemme mukaan Q1:n aikana Endominen operoi louhintaa ja Fridayn rikastamo keskimäärin kolmasosalla normaalista kapasiteetistaan. Ylösajon etupainotteista kulukertymää heijastellen

yhtiön kulutaso oli Q1:llä korkea (louhintatyötä ei myöskään Q1:llä enää aktivoitu taseeseen) ja luonnollisesti myös tehokkuus oli toistaiseksi vielä kaukana tyydyttävästä (vrt. noin 30 MSEK/Q kuluilla yhtiö ei arviomme mukaan pääsisi lähellekään Fridayn tavoiteltua tuotannon käteiskulujen haarukkaa hyvälläkään volyymillä). Arviomme mukaan valtaosa Endominen kuluista kertyi Q1:llä Fridaystä eli merkittäviä kuluja aiheuttanutta kehitystyötä ei luultavasti tehty alkuvuodesta.

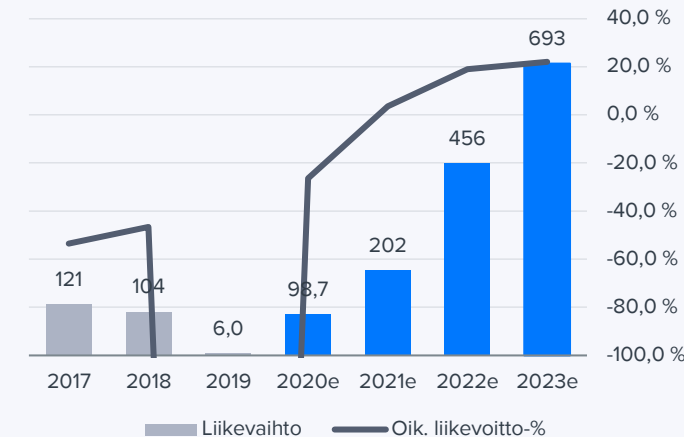
Q1:n lopussa Endominen solmi sopimuksen kultarikasteen myynnistä ja yhtiö toimitti ensimmäiset kultarikaste-erät asiakkaalle huhtikuussa ja yhtiö on alkanut kirjata liikevaihtoa (kassavirran odotamme käynnistyneen toukokuun alussa). Teknisesti tilanne rikastamolla ja louhinnassa vaikuttaa olleen Q2:n alussa kohtuullinen, mutta koronapandemia vaikeuttaa volyymien nostoon vaadittavan lisähenkilökunnan rekrytointeja ja myös varaosien saatavuutta.

Endominen kertoikin Q1-raportissaan, että tavoitteena on nostaa rikastamon kapasiteetti suunniteltuun mittakaavaan Q2:n lopussa ja arviomme mukaan täysi kapasiteetti mahdollistaisi noin 9 000-10 000 unssin vuosituotannon vauhdin. Yhtiö kuitenkin liputti, että tähän ei välttämättä yllätä vielä Q2:n lopussa, jos pandemia jyllää alueella koko kvartaalin ja hidastaa ylösajoa. Myöskään tuotanto-ohjeistusta koko vuodelle yhtiö ei vielä ole antanut, mutta jo tässä vaiheessa on mielestämme selvää, että vuoden 2020 myyty tuotanto tulee puhtaasti Fridaystä ja ylösajon tilanne huomioiden kuluvan vuoden myyty tuotanto tulee olemaan melko alhainen.

Liikevoiton (oik.) kehitys kvartaaleittain



Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys



Ennusteet 3/5

Odotamme nyt Endominesin pystyvän nostamaan tuotantovolyymien alkuperäiselle tavoitetasolle H2:n aikana. Yhtiön myydyin volyymien arvioimme nousevan asteittain loppuvuotta kohti ja yltävän noin 6500 kultaunssiin vuonna 2020. Vastaavasti liikevaihdon ennustamme olevan tänä vuonna noin 96 MSEK. Myös yhtiön kustannustason arvioimme laskevan loppuvuotta kohti ja saavuttavan tavoitellun haarukan Q4:lla. Asteittain laskevaa kulutasoa heijastellen odotamme yhtiön käyttökateen paranevan loppuvuotta kohti, mutta Q1:n ja Q2:n tappioiden takia koko vuoden 2020 käyttökate-ennusteemme on 7 MSEK negatiivinen (2020e: kullan hinta 1664 USD/oz). Alemmilla riveillä tappiot syvenevät poistojen ja rahoituskulujen takia, mutta veroaste pysyy luonnollisesti vielä nollassa.

Kassavirta on arvioimme mukaan selvästi negatiivinen tänä vuonna, sillä kehitysvauhdin ylläpitämiseksi yhtiön pitäisi arvioimme mukaan pystyä kiihdyttämään investointeja sekä Fridayssä että muissa kaivoksissa kesällä.

Investointiennusteemme on nyt 60 MSEK, mikä sisältää myös Transatlantic-kaupan käteismaksut. Näin ollen ennusteidemme toteutuminen vaatii käytännössä yhtiöltä lisärahoituksen hankkimista kesän aikana. Tulos- ja kassavirtaennusteillamme Endominesin nettovelkaantumisaste olisi vuoden 2020 lopussa 34 % ja omavaraisuusaste 68 %, mutta nämä luvut pohjautuvat puhtaasti velkavetoiseen lisärahoitukseen, minkä saatavuus ei kuitenkaan näennäisen vahvoista taseparametreistä huolimatta ole läheskään varmaa. Käytännössä odotamme kuitenkin yhtiön tarvitsevan pitkän ajan rahoituspakettiinsa myös omaa pääomaa. Mahdollisen oman pääoman

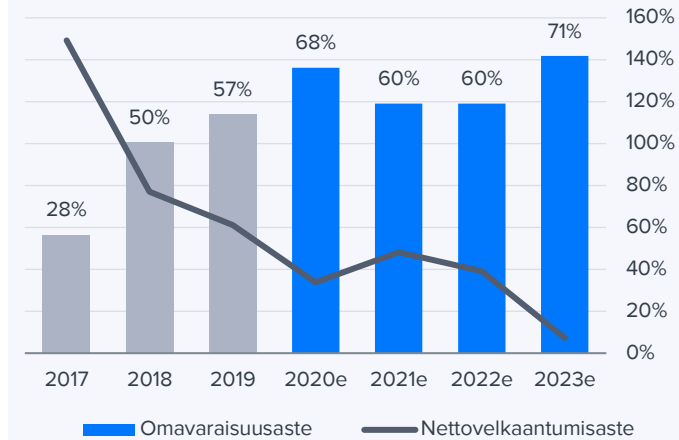
ehtoisen rahoituksen ehtoja on kuitenkin mahdotonta ennakoita etukäteen, minkä takia emme ole sisällyttäneet sitä ennusteisiimme vielä. Osinkoa Endomines ei luonnollisesti vuoden 2020 tuloksesta maksa.

Vuoden 2021 ennusteet

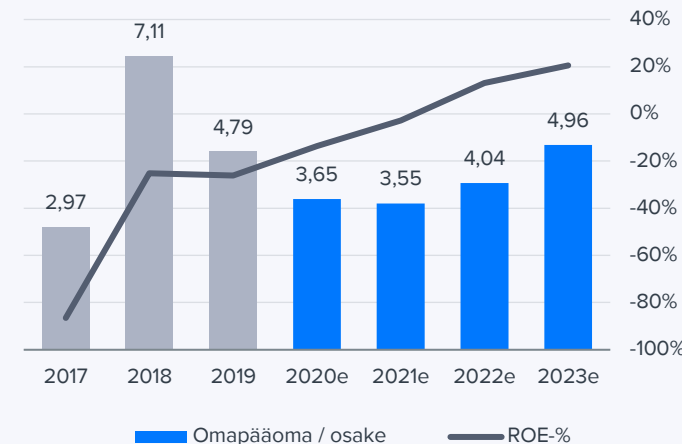
Vuonna 2021 yhtiöllä pitäisi olla edellytykset puhtaaseen tuotantovuoteen Fridayssä. Lisäksi perusskenaariossamme odotamme pientä myydyä volyymiä myös US Grantista ja Rescuesta vuonna 2021. Vuoden 2021 kullan tuotantoennusteemme on siten noin 12 500 unssia, mikä kertyy pääosin Fridaystä. Tällä tuotantotasolla odotamme yhtiön yltävän noin 202 MSEK:n liikevaihtoon (2021e: kullan hinta 1774 USD/oz) ja 61 MSEK:n käyttökatteeseen, mikä vaatisi hyvää onnistumista Rescuen ja US Grantin ylösajoissa sekä ehjää suoritusta Fridayssä (2021e: Fridayn tuotannon käteiskustannus 735 USD/oz). Kasvavien poistojen, rahoituskulujen ja nolloverojen takia arvioimme nettotuloksen pysyvän tappiolla myös vuonna 2021.

Vapaa kassavirta pysyy arvioimme mukaan myös ensi vuonna pakkasella (2021e: investoinnit 80 MSEK) positiivisesta käyttökatteesta huolimatta, sillä investoinnit ylösajomoodissa olevaan kaivokseen sekä Unityyn, Kimberlyyn ja Kearsargeen jatkuvat. Vuoden 2021 lopussa Endominesin omavaraisuusaste on ennusteillamme 60 % ja nettovelkaantumisaste 50 %, mutta nämä tasot antavat osin valheellista vakauden tunnetta, sillä vuoden 2021 lopulla nettovelka on vielä korkea suhteessa yhtiön käyttökatteeseen (2021e: nettovelka/käyttökate yli 3x).

Taseen avainlukujen kehitys



Oma pääoma / osake ja ROE-%



Ennusteet 4/5

Vuosien 2022-2024 ennusteet

Vuosina 2022-2024 odotamme yhtiön kiihdyttävän vauhdilla, kun Friday jatkaa hyvällä volyymitasolla ja volyyymi Rescuessa ja US Grantissa kasvaa asteittain. Lisäksi odotamme yhtiön saavan Kearsargen ja Kimberlyn kaupalliseen tuotantoon asteittain näinä vuosina. Näin ollen kultamyynnin volyymiennusteemme vuodelle 2022 on 26 000 unssia, vuodelle 2024 46 000 unssia ja vuodelle 2024 57 000 unssia. Ennusteemme ovat siten reilusti yhtiön erittäin kunnianhimoisten tavoitetasojen alapuolella, mutta toistaiseksi yhtiön näytöt myytyjen volyymin nopeasta kasvattamisesta ovat ohuet emmekä toistaiseksi ole valmiita nojaamaan ennusteissamme yhtiön omiin tavoitteisiin.

Volyymin nousu ja jokseenkin vakaa kullan hinta (2022e-2024e: 1690-1711 USD/oz) nostavat ennusteissamme Endominesin liikevaihdon vuonna 2022 456 MSEK:iin, vuonna 2023 693 MSEK:iin ja vuonna 2024 861 MSEK:iin. Yhtiön käyttökateen odotamme nousevan volyymejä sekä eri projekteissa asteittain saavutettavia tavoiteltuja käteiskustannuksen haarukoita heijastellen vuonna 2022 154 MSEK:iin, vuonna 2023 253 MSEK:iin ja vuonna 2024 399 MSEK:iin. Vuoden 2024 ennusteemme vastaa kaivosyhtiölle hyvää noin 50 %:n käyttökatemarginaalia, mikä pohjautuu vahvaan kultamarkkinaan sekä Endominesin projektien laadukkaaseen malmiin ja kilpailukykyiseen kustannustasoon. Tuloslaskelman alemmilla riveillä odotamme yhtiön nousevan nettovoitolle vuonna 2022, kun huomioidaan asteittain nousevat poistot, vakaantuvat rahoituskulut sekä edelleen vanhojen tappioiden ansiosta nolliissa pysyvät verot. Vuosina

2023-2024 odotamme Endominesin tekevän vahvaa nettotulosta, kun käyttökateen kasvu on selvästi poistojen kasvua nopeampaa ja rahoituskulut vakaantuvat. Tuloslaskelmaan alariveillä yhtiö alkaa arviomme mukaan kirjata veroja noin 20 %:n veroasteella vuoden 2023 aikana.

Myös yhtiön vapaa rahavirta nousee eri projekteihin jatkuvista investoinneista huolimatta plussalle vuonna 2023 ja parantuvan käyttökateen ansiosta yhtiö näkemyksemme mukaan tekee vahvaa kassavirtaa vuosina 2023-2024. Samalla yhtiön taloudellinen asema alkaa vahvistua ripeästi (tase painuu nettovelattomaksi 2024 lopussa) ja arviomme mukaan yhtiö pystyy rahoittamaan vuonna 2024 alkavan Idahon avolouhosten tarvitseman rikastamoinvestoinnin jo liiketoiminnan kassavirrallaan ja velkakapasiteetillaan. Ennusteidemme toteutuessa yhtiöllä olisi myös edellytyksiä käynnistää osingonmaksu vuonna 2024.

Vuosien 2025-2031

Arviomme mukaan Endomines saa 2020-luvulla tuotantoon vielä Buffalo Gulchin ja jatkaa hyvillä volyymitasoilla myös muilla kaivoksilla niiden elinkaarten loppuun asti. Yhtiön myydyin tuotannon odotamme saavuttavan huippunsa vuosina 2026-2027 noin 80 000 unssin vuosittaisella tasolla ja laskevan vuoteen 2031 mennessä asteittain noin 65 000 unssiin. 2020-luvun jälkimmäisellä puoliskolla Endomines on kypsässä vaiheessa (suurimmat investoinnit nykyaikavoksiin ovat takana), jolloin arviomme yhtiön projektien tekevän odotetulla noin 1700 USD/oz kullan



Lähde: Inderes

Ennusteet 5/5

hinnalla ja tavoitelluilla kustannustasoilla (käteiskustannukset 700-900 USD oz) vahvaa noin 50 %:n käyttökatemarginaalia. Vastaavasti laskevat poistot, pienet rahoituskulut ja normaali noin 20 %:n veroaste mahdollistavat vahvan 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 vuolaita osinkoja sijoittajille.

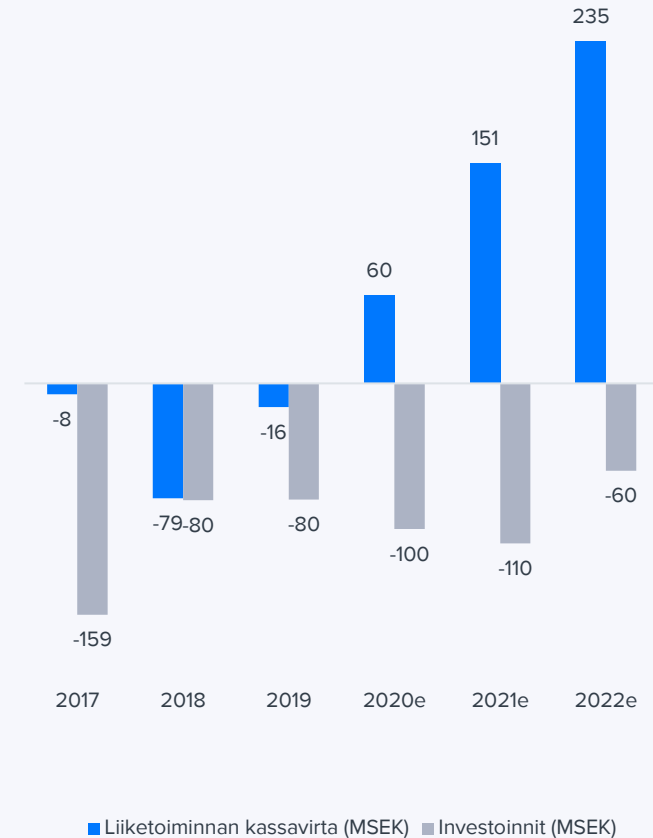
Käytännössä pidämme kuitenkin todennäköisenä, että yhtiö pyrkisi jatkamaan elinkaartaan investoimalla uusiin kaivoksiin nykyportfolionsa ulkopuolella tai tekemällä uusia yritysjärjestelyitä 2020-luvun loppupuolella tai 2030-luvun alussa. Tämä taas pidentäisi yhtiön elinkaarta ja omistajien tuottopotentiaalia, mutta pääomien allokointi tähän tarkoitukseen pienentäisi toki omistajille allokoitavien pääomien määrää. Investointeja nykyportfolion 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 lisääisi yhtiön elinkaarta varantojen kasvun mahdollistaman määräajan.

Ennustettavuus on kaivosliiketoiminnassa heikko

Kuten todettua, Endominessin 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 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 ovat väistämättömiä. Etenkin pidemmän ajan ennusteisiin on suhtauduttava suuntaa antavina ja kauas tulevaisuuteen katsottaessa ennusteet tarkentuvat asteittain, kun näyttöjä kaivosten suorituskyvystä sekä yhtiön suunnitelmista tulee saataville. Näin ollen yksittäisien vuosien ennusteisiin varsinkaan kauemmas katsottaessa ei tule nojata. Erittäin korkea ennuste-epävarmuus on yksi sijoittajien tuottovaatimusta Endominessissa (ja muissa vastaavan profiilin kaivosyhtiöissä) kohottava tekijä. Olemme myös huomioineet korkeaa ennuste-epävarmuutta diskonttauskoroissa ja hyväksyttävässä arvostustasossa, kun taas ennusteemme perustuvat mielestämme jokseenkin neutraaliin skenaarioon yhtiön projektisalkun potentiaalista.

Liiketoiminnan kassavirta ja investoinnit



Kvartaaliennusteet

Tuloslaskelma	2018	Q1'19	Q2'19	Q3'19	Q4'19	2019	Q1'20	Q2'20e	Q3'20e	Q4'20e	2020e	2021e	2022e	2023e
Liikevaihto	104	2,1	1,4	1,6	0,9	6,0	3,0	24,2	34,0	37,4	98,7	202	456	693
Konserni	104	2,1	1,4	1,6	0,9	6,0	3,0	24,2	34,0	37,4	98,7	202	456	693
Käyttökate	-5,5	-11,5	-9,3	-12,9	-15,1	-48,8	-27,8	-2,2	8,7	14,8	-6,6	61,5	153	253
Poistot ja arvonalennukset	-43,0	-1,8	0,3	-3,5	1,4	-3,6	-1,4	-6,0	-6,0	-6,0	-19,4	-54,3	-66,7	-99,6
Liikevoitto ilman kertaeriä	-48,5	-13,3	-9,0	-16,4	-13,8	-52,5	-29,2	-8,2	2,7	8,8	-26,0	7,2	86,8	153
Liikevoitto	-48,5	-13,3	-9,0	-16,4	-13,8	-52,5	-29,2	-8,2	2,7	8,8	-26,0	7,2	86,8	153
Konserni	-48,5	-13,3	-9,0	-16,4	-13,8	-52,5	-29,2	-8,2	2,7	8,8	-26,0	7,2	86,8	153
Nettorahoituskulut	11,0	0,3	-8,1	2,1	-18,6	-24,3	-15,1	-12,0	-0,6	-0,6	-28,3	-19,9	-24,9	-24,9
Tulos ennen veroja	-37,5	-13,0	-17,1	-14,3	-32,4	-76,8	-44,3	-20,2	2,1	8,2	-54,3	-12,7	61,9	128
Verot	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-12,8
Vähemmistöosuudet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	-37,3	-13,0	-17,1	-14,3	-32,3	-76,7	-44,3	-20,2	2,1	8,2	-54,3	-12,7	61,9	116
EPS (oikaistu)	-1,05	-0,37	-0,48	-0,20	-0,46	-1,09	-0,41	-0,16	0,02	0,07	-0,43	-0,10	0,49	0,92
EPS (raportoitu)	-1,05	-0,37	-0,48	-0,20	-0,46	-1,09	-0,41	-0,16	0,02	0,07	-0,43	-0,10	0,49	0,92

Huom: Osakemäärä on vuosille 2020e-2023e on arvio, sillä Transatlantic-järjestelyssä syntyvä uusien osakkeiden tarkka määrä ei ole tiedossa. Yhtiön osakemäärään suhteutettuna kaupan varmistumisen yhteydessä osakemäärään tehtävät tarkennukset voivat kuitenkin olla vain pienehköjä

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)
- 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 vuokrahankeiden vuokrat
- Montanan omistusten omaisuuserät eli US Grantin ja Kearsargen historialliset mineraalivarannot, kaivosten malminetsintäpotentiaali sekä US Grantin rikastamo
- Suomen omistusten omaisuuserät eli Karjalan kultalinjan (sis. Pampalo) malminetsintäpotentiaali sekä Pampalon rikastamolaitteet
- Konsernikulut
- Konsernin nettovelat.

Kahden ensimmäisen osan nykyarvot voidaan määrittää 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 11 vuoden osalta, jolloin olemme arvioineet yhtiön projektien nykyisten mineraalivarantojen loppuvan. Nettovelkoina olemme käyttäneet vuoden 2020 lopun ennustetta. Mallissa yhtiön osakemäärä on arvio, sillä Transatlantic-järjestelyssä liikkeelle laskettavien osakkeiden tarkka määrä varmistuu vasta kaupan toteutumisen yhteydessä. Osakemäärän mahdolliset poikkeamat eivät kuitenkaan voi olla yhtiön kokonaiskuvaan suhteutettuna suuria.

Osien summa -analyysin lisäksi vertailemme Endominesin arvoa ja louhintapotentiaalia sekä myös arvostuskertoimia suhteessa muihin pieniin kaivosyhtiöihin. Olemme myös laatineet konsernin 11 vuoden ennusteisiimme (11 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, kun taas muut menetelmät ovat lähinnä suuntaa antavia.

Kaivosyhtiöiden pääomakulu vaihtelee rajusti

Kassavirta-analyysit ovat herkkiä käytetyille 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 riskitön korko, arvioidut projekti- ja maariskit (riskipreemio) sekä osakkeen volatilitteetti (beta-kerroin). Vieraan pääoman kustannus taas muodostuu yhtiön velkarahoituksen hinnasta ja velan verokilvestä.

Kaivosyhtiöiden pääoman kustannus vaihtelee huomattavasti projektin kehitysvaiheen ja vastaavasti riskien mukaan. Karkeasti kustannus on korkeimmillaan nuorissa ja kehittyvissä maissa sijaitsevilla malminetsintäprojekteilla, kun taas alimmillaan pääomakustannukset ovat kypsissä vakaiden maiden tuotantoprojekteilla. Tämä heijastuu sekä oman että vieraan pääoman kustannukseen, joskin suuren velkaosuuden saaminen Endominesin kaltaisen junniorikaivosyhtiön pääomarakenteeseen on usein vaikeaa. Vaihteluväli eri projektien välillä voi olla tuntuva, sillä esimerkiksi kanadalainen CIM on arvioinut oman pääoman kustannuksen liikkuvan 5,0-32,5 %:n välillä kaivosinvestointiprojekteilla.

Arvonmääritys ja suositus 2/7

Lisäksi huomioitavaa on, että yhtiötasolla pääoman kustannus on eri projekteille (eri kaivoksille) eri tasolla. Tämä heijastuu myös Endominesiin ja mielestämme pidemmällä olevan Friday-projektin pääoman kustannus on Buffalo Gulch -projektia matalampi 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 ja Buffalo Gulchin NPV-analyyseissä olemme käyttäneet eri diskonttauskorkoja eri projekteille, mutta havainnollistavassa DCF-mallissa diskonttauskorko pysyy vakiona ja se kuvaa mielestämme konsernille sovellettavissa olevaa keskiarvoa.

Riskitön korko on matala ja maariskit on kohtuullisia

Käytämme riskittömänä korkona Endominesille USA:n ja Saksan 10 vuoden valtionvelkakirjalainojen keskiarvoa. Nykyisten matalien korkojen takia riskittömäksi koroksi muodostuu vain 0,1%. Mielestämme tämän historiallista keskiarvotasoa selvästi matalamman riskittömän koron käyttäminen on perusteltua Endominesille, sillä yhtiön projektien elinkaari tämänhetkisessä ennustemallissamme on vain 11 vuotta. Arvonmäärityksessämme yhtiöllä ei siis ole ajasta ikuisuuteen ulottuvaa terminaaliarvoa, jolle historiallisesti poikkeuksellisen matalan riskittömän koron soveltaminen olisi kyseenalaista.

Subjektiviisempi osa oman pääoman kustannusta ovat maa- ja projektiriskipreemiot, joiden summasta koko yhtiön riskipreemio muodostuu. Näistä ensimmäinen tekijä huomioi maakohtaisia riskejä liittyen sosiaalisiin, taloudellisiin ja poliittisiin tekijöihin. Maariskit vaihtelevat tyypillisesti 0,0-14,0 %:n välillä. Esimerkiksi kanadalaisen CIM:n tutkimuksessa matalimmat 1 %:n maariskipreemiot annettiin

kanadalaisille, australialaisille ja chileiläisille 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 kaivosliiketoimintoihin) huomioiden asetamme Endominesin maariskipreemion 2,0 %:iin. Tämä tekijä ei myöskään lähtökohtaisesti muutu kaivoksen suunnitellun elinkaaren aikana, ellei USA:ssa ja 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 kullan 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. Kokonaisuus huomioiden asetamme projektiriskipreemion Friday-projektille 5 %:iin. Buffalo Gulch -projektin projektiriskipreemiomme on 7%, sillä tiedot koko projektista ovat jonkun verran Fridayta heikommat 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.

Endominesin pääoman kustannus

Riskitön korko	0,1 %
USA 10 vuoden valtiolainakorko	0,7 %
Saksa 10 vuoden valtiolainakorko	-0,4 %
Beta	1,5
Riskipreemio	7-9 %
Maariskipreemio (USA)	2,0 %
Projektiriskipreemio	5-7 %
Oman pääoman kustannus	11,6 % - 13,8 %
Velkaosuus	20 %
Velan kustannus	8,0 %
Veroaste	21 %
WACC	11,1 % - 13,8 %

Arvonmääritys ja suositus 3/7

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 sekä 1 %:n likviditeettipreemio huomioiden Endominesin oman pääoman kustannukseksi muodostuu Friday-projektin osalta 12 % ja Buffalo Gulchin puolesta 15 % sekä konsernin havainnollistavassa DCF-mallissa 16 %. Konsernin tavoitellun velka-asteen (velan osuus kokonaispääomasta) arvioimme olevan 10 % ja velan keskimääräisen kustannuksen 8 % perustuen velan keskikorkoon, jonka yhtiö voisi mielestämme tällä hetkellä saavuttaa pidemmän tähtäimen kokonaisrahoitusratkaisussa. Yhtiön veroaste on mallissa Yhdysvaltojen yritysveroaste 21 %. Siten Friday-projektin keskimääräiseksi pääoman-kustannukseksi (WACC) ja diskonttauskoroksi muodostuu 11 % ja Buffalo Gulchin 14 %. Konsernikulujen nykyarvon olemme diskontanneet osien summa -mallissamme projektien painotettuna keskiarvona noin 13 %:n WACC-%:lla. Havainnollistavassa DCF-mallissamme WACC-% on noin 15 %.

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 arviossa mielestämme ehdottomasti tarpeen. Friday-projektin tuotannon nousussa ja kustannustason painuessa kohti yhtiön indikoimia tavoitteita näemme Fridayn

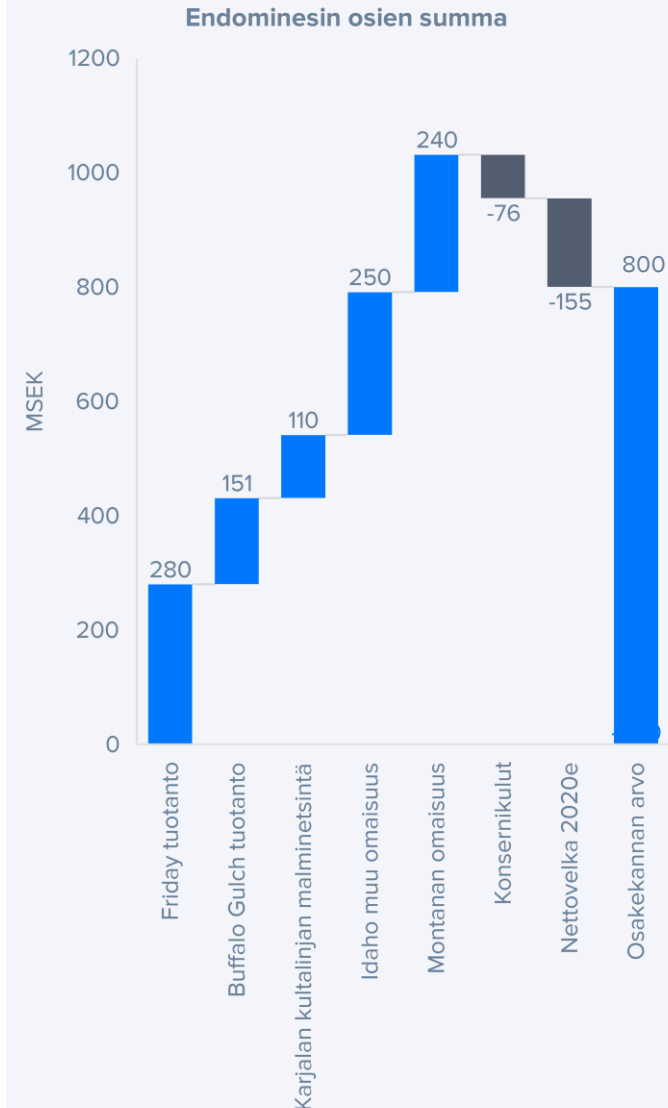
projektiriskipreemioissa laskuvaraa. Myös Buffalo Gulch -projektin eteneminen (ml. uudet tiedot mineraalivarannoista) voisi laskea sen projektiriskipreemiota. Konsernin osalta riskipreemio painuisi, jos yhtiö saisi parannettua historiallisten mineraalivarojensa luokitusta. Siten pääoman kustannusta voi olla mielestämme perusteltua tarkastaa asteittain alaspäin projektiriskipreemion osalta, kunhan yhtiöllä kykenee näyttämään kovaa dataa ja/tai lisätietoja projektien etenemisestä ja/tai taloudellisesta suorituskyvystä. Myös osakkeen likviditeetin parantuessa (ml. free floatin parantuminen) likviditeettipreemiota voisi olla perusteltua pienentää.

Osien summa on noin 6,3 SEK/osake

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

- Friday 280 MSEK
- Buffalo Gulch 150 MSEK
- Konsernikulut -76 MSEK

Idahon muiden omaisuuserien arvon arvioimme olevan 250 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



Arvonmääritys ja suositus 4/7

omaisuuserien arvossa voi olla nousuvara, jos yhtiö pystyy päivittämään mineraalivarantoarviot nykypäivään. Yhtiön tulevat tiedotteet projektien geologiasta ja mineraalivarannoista voivat muuttaa näkemystämme niistä huomattavastikin tiedotteiden sisällöstä riippuen. Luonnollisesti kullan hinnan nousulla olisi myös positiivinen vaikutus kehitysportfolioon ja päinvastoin.

Montanan projektien arvon arvioimme olevan toistaiseksi osien summa -mallissamme 240 MSEK. Arvioimme on selvästi suurempi kuin yrityskaupan vajaan 2 MUSD:n yritysarvo, mutta kuten todettua, mielestämme Endomines sai kaupassa lupaavan, suurehkon ja lähellä tuotantovaihetta olevan projektin kohtuulliseen hintaan. Lisäksi vuoden 2020 lopun nettovelkaennusteemme sisältää jo Montanan projekteja edistäviä investointeja ja kasvattaa siten sen arvoa. Osien summa -mallissamme soveltamalla arvolla Montanan projektien historialliset kultaekvivalenttivarannot on hinnoiteltu tasolle 42 USD/oz, mikä vastaa

mielestämme paremmin todellisuutta (ml. myös kullan hinta on noussut tammikuun jälkeen) kuin yrityskaupan alhainen arvostus noin 20 USD/oz. US Grantissa olevan rikastamon arvo on arvioimme mukaan maltillisesti positiivinen tässä vaiheessa.

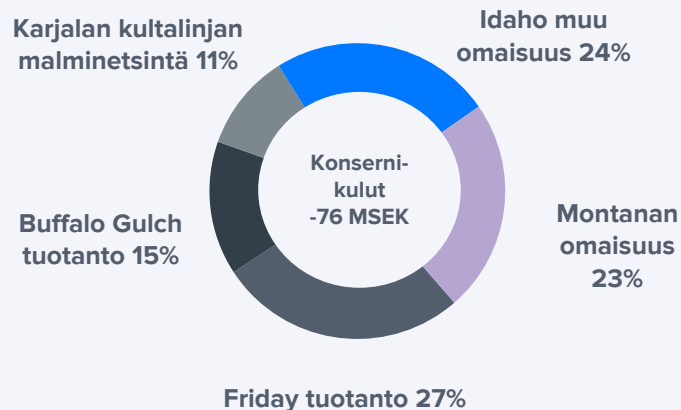
Suomen omaisuuserien arvo on arvioimme mukaan 110 MSEK, mikä pohjautuu pääosin viime vuosien malminetsintäinvestointien kuluihin sekä aiemmin alueella tehtyihin 80 kilometrin kairauksiin (noin 100 €/m) sekä konservatiiviseen arvioon Pampalon rikastamon laitteiden jäännösarvosta. Pampalon alueen yli 160 km:n kairauksien tuloksista valtaosa on jo hyödynnetty vuosien 2011-2018 tuotannossa. Pampalon malminetsintä- ja tuotantopotentiaalin nykyarvo sisältyy Karjalan kultalinjan arvioituun arvoon.

Osien arvot huomioiden Endominesin yritysarvoksi muodostuu 955 MSEK. Kun tästä vähennetään yhtiön vuoden 2020 lopun ennustamamme 155 MSEK:n nettovelat osakekannan arvoksi jää 795 MSEK.

Osakkeen arvoksi tulee siten 6,3 SEK, kun huomioidaan Transatlatic-järjestelyn todennäköiset vaikutukset yhtiön osakemäärään. Näin ollen osake on mielestämme järkevästi hinnoiteltu suhteessa osien summaan, sillä osakekurssi liikkuu vain lievästi osien summan yläpuolella noin 6,7 SEK:n tasolla. Osien summa -mallissamme emme ole odottaneet ulkona olevien warranttien konvertoituvan osakkeiksi ja tuovan yhtiölle uutta omaa pääomaa, sillä osakekurssi ja tavoitehintamme on alle warranttien merkkauskurssin.

Osien summan herkkyyshanalyysi

Koska osien summa on huomattavan herkkä keskeisten ennusteparametrien suhteen, testasimme analyysin indikoimaa osakkeen arvoa muuttamalla kullan hintaa, tuotantokustannuksia, malminetsintäprojektien arvoa ja diskonttaus korkoa herkkyyshanalyysissä. Muutamme yhtä parametriä kerrallaan. Tätä kautta saadaan kuva siitä, mitä pitäisi tapahtua, jotta osakkeen nykyinen kurssitaso ei olisi perusteltu.



Yritysarvo (EV) 955 MSEK

Nettovelkaennuste 2020 lopussa -155 MSEK

Osakekannan käypä arvo per osake*
800 MSEK, 6,33 SEK/osake

*Osakemäärä on arvio, sillä mallissa jo huomioidussa Transatlantic-järjestelyssä liikkeelle laskettavien osakkeiden tarkka määrä ei ole vielä tiedossa. Yhtiön osakemäärä on järjestelyn osakekomponentin kokoluokka huomioiden mahdolliset poikkeamat osakemääräennusteessa ei kuitenkaan ole suuri

Arvonmääritys ja suositus 5/7

Lisäksi herkkyysanalyysi 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 Endominesin profiilia korkean tuottopotentiaalın ja riskin sijoituskohteena. Osakkeen vipu on voimakkaimmillaan 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 kassavirtapotentialista. Mineraalivarantoihin pohjautuvan verrokkianalyysin verrokkiryhmässä on 15 pääosin Pohjois-Amerikassa toimivaa pienehköä kultakaivosyhtiötä, joiden liiketoimintaprofiilit ovat pääosin mielestämme kohtuulliseen hyvin vertailtavissa Endominesiin.

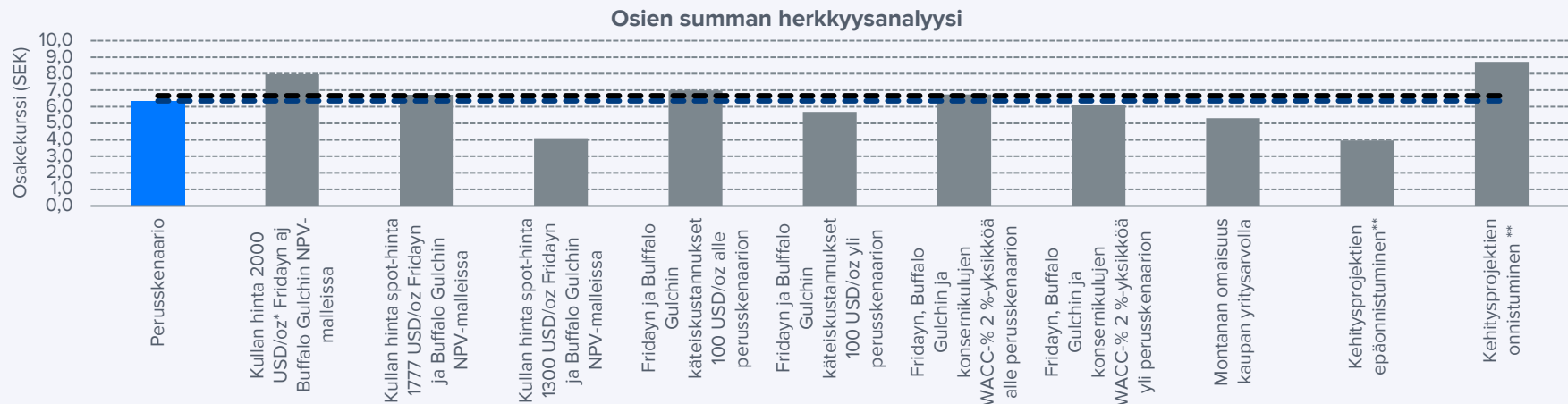
Verrokkiryhmään kuuluvien kultakaivosyhtiöiden mitattujen ja osoitettujen mineraalivarantojen kultaunssia vastaava metallimäärä (ts. varantojen mahdollisesti sisältämät muut metallit on muutettu kullaksi nykyisillä metallien spot-hinnoilla ja valuuttakursseilla) on arvostettu mediaanina noin 40 dollarin arvoiseksi suhteessa yhtiöiden yritysarvoihin (EV). Endominesin vastaava luku on lähes 100 USD/oz, joten yhtiö on tuntuvasti yliarvostettu suhteessa verrokkiryhmään tällä mittarilla. Mielestämme tätä kuitenkin selittää ainakin osin se, että Endominesin mineraalivarannoista vain 12 % on mitattuja ja

osoitettuja, kun verrokkiryhmällä vastaava luku on noin 70 %.

Myös historialliset mineraalivarannot huomioituna Endominesin arvostus olisi vain lievästi yli verrokkiryhmän tällä mittarilla. Siten emme näe mineraalivarantopohjaisen arvostuksen indikoivan osakkeelle huomattavaa väärinhinnoittelua kumpaankaan suuntaan menetelmän vaatimat leveät toleranssit huomioiden. Mineraalivaranto-analyysi kuitenkin tukee näkemystämme, jonka mukaan Endominesin arvosta merkittävä osa on korkean riskin ja tuottopotentiaalın historiallisissa varannoissa ja/tai malminetsinnässä.

Arvostuskertoimet

Seuraamme Endominesissa myös perinteisiä arvostuskertoimia (P/E, EV/EBITDA, P/B), vaikka lähtökohtaisesti rajallisen elinkaaren omaavien kaivosyhtiöiden hinnoitteluun arvostuskertoimet sopivat mielestämme melko huonosti. Vuosien 2020-2021 kertoimilla Endomines on erittäin kallis,



Arvonmääritys ja suositus 6/7

mutta lähivuosina P/E-luvut ja EV/EBITDA-kertoimet painuvat vauhdikkaasti kasvun ja tuloskasvun mukana ja vuoden 2023 kertoimet ovat 7x (P/E) ja 3x (EV/EBITDA). Q1:n lopun luvuilla laskettu P/B 1,6x on mielestämme toistaiseksi yhtiölle kohtuullinen, kun huomioidaan, että oma pääoma supistuu tappiollisen nettotuloksen takia.

Mataliksi painuvista tuloskertoimista ei mielestämme kannata kuitenkaan innostua liikaa, sillä ennusteisiin liittyy huomattavia riskejä ja vuoden 2023 ennusteillamme tulostuotto on karkeasti yhtiölle tälle hetkellä soveltamiemme oman pääoman kustannusten tasolla. Siten osakkeeseen on mielestämme jo hinnoiteltu melko paljon positiivista kehitystä sisään, vaikka muuhun pörssiin peilattuna vuoden 2023 kertoimet eivät olekaan korkeita. Arvostuksen myös pitää olla matala suhteessa pörssiyhtiöiden yleisiin arvostuksiin, kun yhtiön elinkaari on peruskenaariossa lyhyt.

VanEckin juniorikultakaivosyhtiöistä koostuvaan

ETF-indeksiin kuuluu noin 50 yhtiötä, joille on saatavilla ennusteita lähivuosille. Tämän keskimäärin huomattavasti Endominesia suuremmista yhtiöistä (keskimääräinen markkina-arvo 2,2 mrd. euroa) koostuvan verrokkiryhmän tämän ja ensi vuoden mediaani P/E-luvut ovat 16x ja 10x ja vastaavat EV/EBITDA-kertoimet 6x ja 4x. Kiihdyttämässä oleva Endomines on toki huomattavan kallis suhteessa vakaampaan verrokkiryhmään lyhyellä tähtäimellä, mutta vuoden 2023 ennusteillammekaan yhtiö ei ole huomattaen halpa suhteessa näihin verrokkeihin.

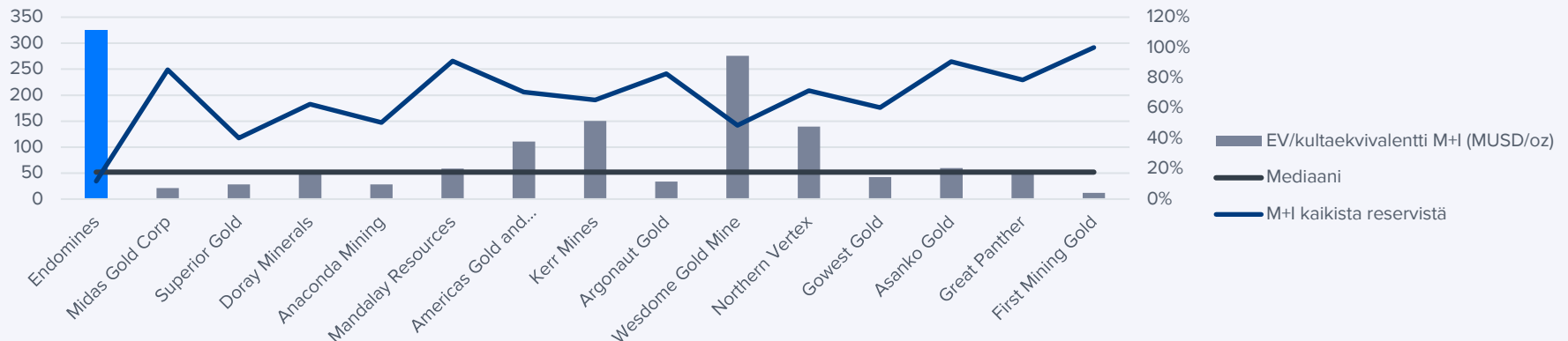
Verrokkiryhmän P/B-luku on 1,8x on Endominesin tasolla. Siten yhtiön P/B on myös korkeahko suhteessa vakaampaan VanEck-yhtiöiden joukkoon. Verrokkiryhmän tasearvostus peilaa mielestämme liiketoiminnan korkeaa pääomaintensiteettiä ja investointitarvetta (ts. taseen kokoa), minkä takia pitkän aikavälin pääoman tuotto jää toimialalla keskimäärin alhaiseksi, vaikka voittomarginaalit onnistuneissa

projekteissa voivat olla paksujakin. Tätä toimialan viitekehystä on pitkällä juoksussa vaikea päästä karkuun, vaikka ainakin lyhyellä tähtäimellä yhtiökohtaiset erot voivat toki olla suuriakin. Näin ollen suhteellinen kerroinanalyysikään ei mielestämme indikoi osakkeen olevan erityisen alas hinnoiteltu millään kertoimella.

Indikatiivisen kassavirtamalli kohoaa vajaaseen 8 kruunuun osakkeelta

Aikaisemmin läpi käytyihin konsernin ennusteisiimme ja tuottovaatimuksiin perustuvan DCF-mallin osakkeelle indikoima arvo nousee 7,6 Ruotsin kruunuun eli jonkun verran osakekurssin yläpuolelle. Näin ollen mallin perusteella osakkeessa voisi olla nousuvaraa. Muiden arvonmääritysmallien luomaa kokonaiskuvaa indikatiivinen DCF-malli ei kuitenkaan muuta, kun huomioidaan, että malli pohjautuu suurelta osin epävarmoihin historiallisiin mineraalivarantoihin.

Mineraalivarantojen arvostus



Arvonmääritys ja suositus 7/7

Oikein hinnoittelussa osakkeessa ei mielestämme ole riittävää tuotto-odotusta

Tarkastamme Endominen tavoitehintamme 6,35 Ruotsin kruunuun (aik. 5,80 SEK) yhtiön ennusteisiimme ja arvonmääritysmalleihin tekemiä muutoksia heijastellen. Toistamme osakkeen vähennä-suosituksemme. Mielestämme Endominen on tällä hetkellä konsensuksen mukaisella kullan hintaskenaariolla täyteen hinnoiteltu suhteessa osien summaansa eivätkä muutkaan arvonmääritysmallit indikoi mielestämme osakkeen olevan selvästi väärin arvostettu suhteessa osakkeen toistaiseksi erittäin korkeaan riskiprofiiliin. Kurssinousupotentiaalin puutteen takia 12 kk:n riskikorjattu tuotto-odotus ei ole mielestämme houkutteleva, sillä osinkoa emme kaivoskehitykseen ja kasvuun panostavan yhtiön odota lähivuosina maksavan. Yhtiön suotuisan skenaarion keskipitkän ja pitkän tähtäimen potentiaaliin on taas tässä vaiheessa vaikea nojata nykyisiäkin ennusteitamme voimakkaammin.

Keskeisimpiä osakkeeseen liittyviä riskejä 12 kuukauden aikana ovat mielestämme rahoituksen hinta (ja saatavuus), metallien hinnat ja tuotantoriskit. Lyhyen tähtäimen pääriskit ovat arviomme mukaan osin kaksisuuntaisia, sillä kullan hinnan nousun jatkuessa osakkeessa voisi olla edelleen myös selkeää nousuvaraa. Myös odotuksia edullisempi rahoituspaketti ja/tai tuotantomäärän nousu voisi tukea osaketta, mutta kaikkiin kolmeen tekijään liittyy myös negatiivinen riski. Etenkin tuotannon ja rahoitusjärjestelyiden

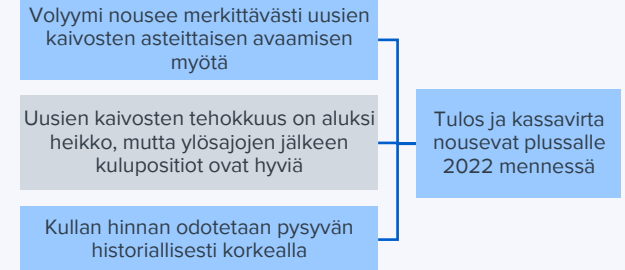
osalta epävarmuus on ylhäällä, kun taas kultamarkkinan lyhyen ajan näkymä on vahva ja spot-hinta on nyt myös soveltamiamme konsensuksen hintaennusteita korkeammalla (ts. riski kullan hinnan osalta taipuu positiiviselle puolelle). Emme myöskään halua nojata näkemystämme konsensusta positiivisempaan kullan hintaskenaarioon ainakaan ennen kuin rahoitus- ja tuotantoriskit ovat laskeneet.

Positiivinen ajuri voi seuraavan 12 kuukauden tähtäimellä olla myös nykyisten mineraalivarantoarvioiden päivitys. Päivityksessä yhtiön mineraalivarantoarviot tulisivat arviomme mukaan nousemaan, mikä heijastelee etenkin kultamarkkinoiden viimeisen vuoden aikana vahvistunutta tilannetta. Myös historiallisten varantojen luokittelu nykystandardien mukaiseksi voisi tukea osaketta, mutta tähän liittyy arviomme mukaan jossain määrin mineraalivarantoarvioiden päivitystä enemmän epävarmuutta, sillä varantojen luokittelumuutokset saattavat vaatia myös aikaa ja rahaa vaativia kairauksia. Keskipitkällä ja pitkällä tähtäimellä yhtiön elinkaaren jatkuminen on mielestämme osakkeen tärkeimpiä ajureita, mutta elinkaaren jatko vaatii toki onnistunutta pääoman allokoitinta malminetsintään ja/tai yrityskauppoihin.

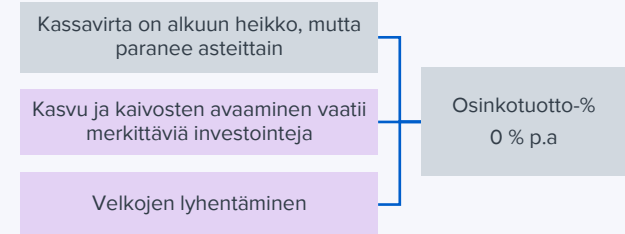
Osaketuoton ajurit Q1'20 LTM-2022

■ Positiivinen ■ Neutraali ■ Negatiivinen

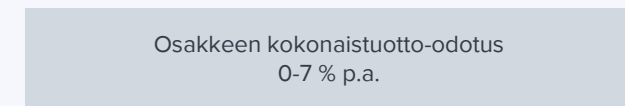
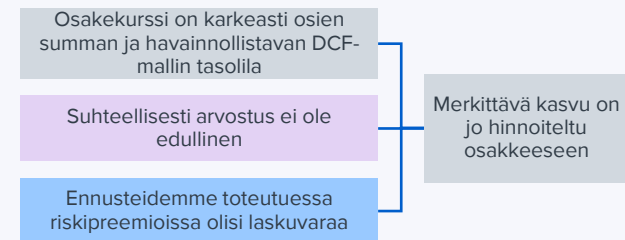
Tulostuoton ajurit



Osinkotuoton ajurit



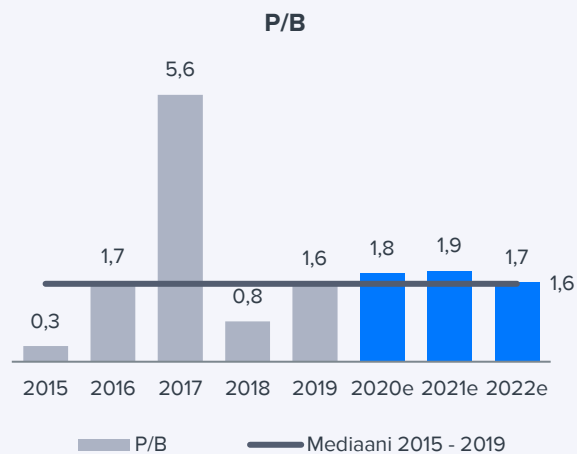
Arvostuskertoimien ajurit



Arvostus yhteenveto

Arvostustaso	2015	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e	2023e
Osakekurssi	3,60	12,6	16,5	5,96	5,64	6,66	6,66	6,66	6,66
Osakemäärä, milj. kpl	15,3	15,3	15,3	35,4	70,1	126,4	126,4	126,4	126,4
Markkina-arvo	55	192	252	211	545	842	842	842	842
Yritysarvo (EV)	118	246	320	405	751	997	1056	1040	887
P/E (oik.)	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	13,6	7,3
P/E	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	13,6	7,3
P/Kassavirta	neg.	neg.	neg.	6,4	neg.	neg.	neg.	20,6	4,8
P/B	0,3	1,7	5,6	0,8	1,6	1,8	1,9	1,7	1,4
P/S	0,5	1,9	2,1	2,0	90,3	8,5	4,2	1,8	1,2
EV/Liikevaihto	1,0	2,4	2,6	3,9	>100	10,1	5,2	2,3	1,3
EV/EBITDA (oik.)	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	17,2	6,8	3,5
EV/EBIT (oik.)	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	>100	12,0	5,8
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



Vertailuryhmä pienehköistä kaivosyhtiöistä

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B 2020e
				2020e	2021e	2020e	2021e	2020e	2021e	2020e	2021e	2020e	2021e	
Westgold Resources	2,20	567	563	20,9	3,4	5,4	2,2	1,7	1,0	27,6	6,0			1,8
Hocschild Mining	193,00	1105	1203	15,6	7,3	5,2	3,6	2,3	1,6	43,3	14,1	1,1	1,2	1,7
Eldorado Gold	12,55	1372	1684	13,3	5,6	7,7	3,5	4,0	1,7	10,6	14,9			0,4
New Gold	1,78	787	1118	717,2	6,2	5,0	2,7	1,9	1,4		15,7			1,0
Coeur Mining	4,69	1018	1277	25,0	13,5	7,6	5,6	1,9	1,8		22,2			
Argonaut Gold	2,35	278	247	2,5		2,2		0,7		8,8	4,1			0,5
Centerra Gold	14,66	2816	2774	6,3	3,1	3,4	2,2	1,5	1,0	10,7	7,3	0,8	1,0	1,3
Endomines (Inderes)	6,66	842	997	-38,3	146,6	-151,1	17,2	10,1	5,2	-15,5	-66,3	0,0	0,0	1,8
Keskiarvo				143,1	26,4	7,7	3,6	2,2	1,5	20,2	12,0	1,0	1,1	1,1
Mediaani				18,3	6,2	5,3	3,5	1,9	1,6	10,7	13,0	1,0	1,1	1,1
Erotus-% vrt. mediaani				-310 %	2265 %	-2947 %	391 %	424 %	219 %	-245 %	-612 %	-100 %	-100 %	60 %

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

Konsernin indikatiivinen DCF-malli

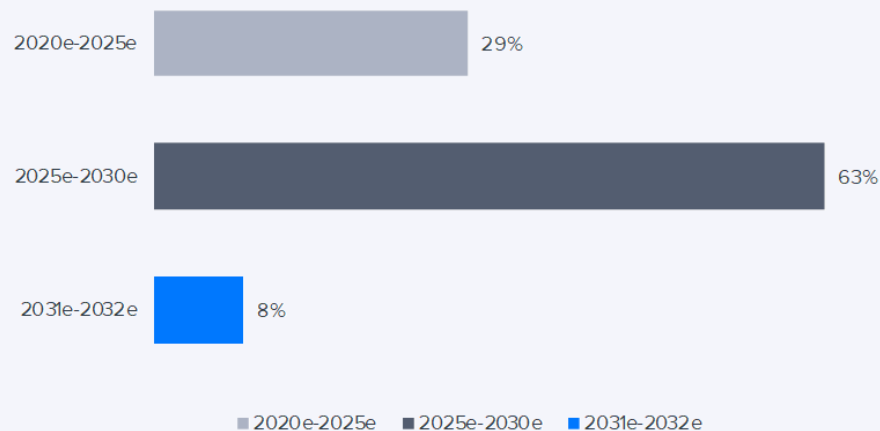
DCF-laskelma	2019	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e
Liikevoitto	-52,5	-26,0	7,2	86,8	153	298	469	546	470	454	437	432	249
+ Kokonaispoistot	3,6	19,4	54,3	66,7	99,6	101	119	117	115	108	90,9	95,6	279
- Maksetut verot	0,1	0,0	0,0	0,0	-12,8	-58,4	-93,3	-109,0	-93,7	-90,4	-87,1	-86,2	-49,6
- verot rahoituskuluista	0,0	0,0	0,0	0,0	-2,5	-1,2	-0,5	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,3	-0,2
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
- Käyttöpääoman muutos	-3,6	-9,7	-1,0	-2,5	-2,4	-1,7	-3,9	-0,5	1,8	0,4	0,6	0,0	0,0
Operatiivinen kassavirta	-52,3	-16,3	60,4	151	235	338	491	554	493	471	441	442	478
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	3,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
- Bruttoninvestoinnit	-99,7	-79,9	-100,0	-110,0	-60,0	-150,0	-30,0	-40,0	-40,0	-30,0	-30,0	-30,0	-30,0
Vapaa operatiivinen kassavirta	-148,4	-96,3	-39,6	41,0	175	188	461	514	453	441	411	412	448
+/- Muut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vapaa kassavirta	-148,4	-96,3	-39,6	41,0	175	188	461	514	453	441	411	0,0	0,0
Diskontattu vapaa kassavirta		-89,5	-31,9	28,7	107	99,5	212	205	157	133	108	93,5	88,4
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		114	1203	1235	1206	1100	1000	789	583	426	293	186	92,5
Velaton arvo DCF		1114											
- Korolliset velat		-174,7											
+ Rahavarat		19,7											
-Vähemmistöosuus		0,0											
-Osinko/pääomapalautus		0,0											
Oman pääoman arvo DCF		959											
Oman pääoman arvo DCF per osake		7,6											

Pääoman kustannus (wacc)

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

Lähde: Inderes

Rahavirran jakauma jaksoittain



Tuloslaskelman yhteenveto ja avainlukuja

Lyhennetty tuloslaskelma	2015	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e	2023e
Liikevaihto	113,0	101	121	104	6,0	98,7	202	456	693
Käyttökate (EBITDA)	-62,8	-9,2	-5,7	-5,5	-48,8	-6,6	61,5	153	253
Oikaistu liikevoitto (EBIT)	-156,6	-103,1	-64,8	-48,5	-52,5	-26,0	7,2	86,8	153
Liikevoitto (EBIT)	-156,6	-103,1	-64,8	-48,5	-52,5	-26,0	7,2	86,8	153
Tulos ennen veroja	-162,7	-104,7	-69,2	-37,5	-76,8	-54,3	-12,7	61,9	128
Nettotulos	-165,0	-125,0	-69,2	-37,3	-76,7	-54,3	-12,7	61,9	116
Osakekohtainen tulos	-10,8	-8,2	-4,53	-1,10	-1,09	-0,43	-0,10	0,49	0,92
Vapaa kassavirta	-122,2	-60,4	-9,2	32,9	-148,4	-96,3	-39,6	41,0	175

Avainluvut	2015	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e	2023e
Liikevaihdon kasvu-%	-34,3 %	-10,5 %	19,7 %	-14,0 %	-94,2 %	1534,7 %	104,5 %	125,9 %	52,0 %
Käyttökate-%	-55,6 %	-9,1 %	-4,7 %	-5,3 %	-809,0 %	-6,7 %	30,5 %	33,7 %	36,5 %
Oik. liikevoitto-%	-138,6 %	-102,1 %	-53,5 %	-46,6 %	-869,5 %	-26,3 %	3,6 %	19,0 %	22,1 %
Liikevoitto-%	-138,6 %	-102,1 %	-53,5 %	-46,6 %	-869,5 %	-26,3 %	3,6 %	19,0 %	22,1 %
ROE-%	-67,8 %	-88,3 %	-86,6 %	-25,1 %	-26,1 %	-13,7 %	-2,8 %	13,0 %	20,5 %
ROI-%	-50,0 %	-44,5 %	-38,6 %	-16,3 %	-10,2 %	-4,4 %	1,1 %	12,1 %	20,6 %
Omavaraisuusaste	61,6 %	51,6 %	28,3 %	50,2 %	57,0 %	68,1 %	59,6 %	59,6 %	70,9 %
Nettovelkaantumisaste	37,6 %	47,3 %	149,3 %	77,1 %	61,2 %	33,9 %	48,2 %	39,2 %	7,3 %

Osakelukuja	2015	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e	2023e
EPS (oikaistu)	-10,80	-8,18	-4,53	-1,10	-1,09	-0,43	-0,10	0,49	0,92
Kassavirta / osake	-8,00	-3,96	-0,60	0,93	-2,12	-0,77	-0,32	0,33	1,40
Osinko / osake	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Omapääoma / osake	11,0	7,50	2,97	7,11	4,79	3,65	3,55	4,04	4,96

Lähde: Inderes

Tase

Vastaavaa	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Pysyvät vastaavat	476	573	633	679	722
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aineettomat hyödykkeet	355	371	391	400	408
Käyttöomaisuus	116	196	236	274	309
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset varat	5,4	5,5	5,4	5,4	5,4
Laskennalliset verosaamiset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vaihtuvat vastaavat	24,5	17,1	37,8	66,9	128
Vaihto-omaisuus	1,8	0,0	3,0	6,1	13,7
Muut lyhytaikaiset varat	0,8	0,6	0,3	0,3	0,3
Myyntisaamiset	3,0	0,8	14,8	30,3	68,4
Likvidit varat	18,9	15,7	19,7	30,3	45,6
Taseen loppusumma	501	590	671	746	850

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Oma pääoma	252	336	457	444	506
Osakepääoma	281	241	241	241	241
Kertyneet voittovarot	-601,9	-678,8	-733,1	-745,8	-684,0
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	572	774	950	950	950
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	180	232	134	183	182
Laskennalliset verovelat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Varaukset	9,0	12,7	12,7	12,7	12,7
Lainat rahoituslaitoksilta	2,4	43,7	121	170	170
Vaihtovelkakirjalainat	169	175	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset velat	68,9	21,9	79,8	118	161
Lainat rahoituslaitoksilta	41,7	2,5	53,4	74,4	74,2
Lyhytaikaiset korottomat velat	25,6	9,9	16,8	34,3	77,5
Muut lyhytaikaiset velat	1,6	9,6	9,6	9,6	9,6
Taseen loppusumma	501	590	671	746	850

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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

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

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

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

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen tämänhetkisen hinnan ja 12 kuukauden tavoitehintamme väliseen prosenttiero. Suosituspolitiikka on neliportainen suositukseen myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään neljä kertaa vuodessa yhtiöiden osavuosikatsausten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti.

Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvion mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmäärittämenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF) ja lisäarvomalli (EVA), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa-analyysi. Käytettävät arvonmäärittämenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

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

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

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

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

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

Suositushistoria (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
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	6,35 SEK	6,66 SEK

Inderes on kaikille osakesijoittajille avoin analyysipalvelu ja yhteisö. Toimintaamme ohjaavat viisi periaatetta: riippumattomuus, laadukas analyysi, intohimo osakemarkkinoita kohtaan, pääomamarkkinoiden avoimuuden parantaminen sekä toiminta yhteisönä yhteisen hyvän edistämiseksi. Tavoittemme on vaikuttaa positiivisesti yhteiskuntaan edistämällä kotimaista omistajuutta ja kansankapitalismia. Yhteisöömme kuuluvat sijoittajat oppivat tuntemaan kohdeyhtiöt paremmin, ymmärtävät omistajuuden merkityksen ja voivat kehittyä paremmiksi sijoittajiksi. Pörssiyrityksille varmistamme, että yhtiöstä on jatkuvasti sijoittajien ja omistajien saatavilla laadukasta tietoa päätöksentekoon. Inderes-yhteisöön kuuluu yli 35 000 aktiivista sijoittajaa ja yli 100 kotimaista pörssiyritystä, jotka haluavat pitää omistajiensa tietotarpeista huolta. Palvelemme yhteisöämme yli 20 työntekijän tiimillä intohimosta osakesijoittamiseen.

Inderes Oy

Itämerentori 2
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

Palkittua analyysiä osoitteessa www.inderes.fi

Palkinnot



STARMINE
ANALYST AWARDS
FROM REFINITIV



THOMSON REUTERS
ANALYST AWARDS
WINNER



2012, 2016, 2017, 2018,
2019

Suositus- ja
ennustetarkkuus



2014, 2016, 2017, 2019

Suositustarkkuus



2014, 2015, 2016, 2018,
2019

Suositus- ja
ennustetarkkuus



2012, 2016, 2018, 2019

Suositustarkkuus



2015, 2018

Suositus- ja
ennustetarkkuus



2017, 2019

Suositustarkkuus



2017

Suositustarkkuus



2018

Ennustetarkkuus



2019

Suositustarkkuus

**Analyysi kuuluu
kaikille.**