

Endomines

Yhtiöpäivitys

13/5/2019

- Laskemme Endominesin tavoitehintamme 4,10 Ruotsin kruunuun (aik. 5,00 SEK) ja nostamme suosituksemme vähennä-tasolle (aik. myy)
- Endomines paikkaa kassavajeensa järjestämällä kokoluokkaansa suhteutettuna suuren osakeannin, joka aiheuttaa mittavan diluution osakkeeseen
- Osien summa -mallimme osakkeelle indikoima arvo laski alustavan antipäivityksen takia selvästi
- Osake on hinnoiteltu edelleen osien summan alapuolelle, mutta osakkeeseen mahdollisesti kohdistuva myyntipaine ja annin onnistumiseen liittyvä epävarmuus pitävät näkemyksemme varovaisena

Rahoitusriski realisoitui, kuten pelkäsimme

Endomines tiedotti suunnittelevansa osakeannin järjestämistä. Anti ei ollut meille yllätys ja se aiheuttaa osakesarjaan odotetusti rajun laimennuksen. Päivitimme Endominesin osien summa -mallimme huomioimaan alustavasti osakeannin, mikä laskee mallin osakkeelle indikoimaa arvoa selvästi. Näin ollen laskemme yhtiön tavoitehintamme 4,10 Ruotsin kruunuun (aik. 5,00 SEK), mutta nostamme suosituksemme vähennä-tasolle (aik. myy) osakkeen viime päivien rajun kurssilaskun jälkeen. Yhtiö hinnoitellaan yhä osien summansa alapuolelle, mutta lyhyen tähtäimen epävarmuus pitää tuotto/riski-profiilin epätyydyttävänä.

Kassatilanne aiotaan korjata suurella osakeannilla

Endominesin hallitus ehdottaa yhtiökokoukselle (10.6.) merkintäoikeusannin järjestämistä kesäkuun lopulla (alustavasti 14.6-1.7.). Osakeannilla yhtiö aikoo kerätä 165 MSEK:n bruttovarat (kuluilla vähennetyt nettovarot 155 MSEK). Endominesin mittakaavaan (MCAP 149 MSEK) suhteessa suuressa merkintäoikeusannissa yhtiön nykyiset omistajat saavat yhtä omistamaansa osaketta kohti yhden merkintäoikeuden ja 3 merkintäoikeutta antaa omistajalle oikeuden merkitä 4 yhtiön uutta osaketta hintaan 3,50 kruunua per osake. Siten yhtiön osakemäärä kasvaa annin myötä korkeintaan 120 % 82,6 miljoonaan osakkeeseen (ei sis. Vvk-lainan pakollisesta konversiosta vuosina 2020-2021 tulevia osakkeita), jos anti merkittäisiin täysmääräisesti. Endomines on saanut pääomistajiltaan merkintäsitoumukset 10 %:lle annin bruttoarvosta ja ei-sitovat indikaatiot halukkuudesta osallistua 20 %:lle bruttoarvosta. Antirahat yhtiö aikoo käyttää Friday-kaivoksen ylösajoon ja laajentamiseen, TVL Gold -järjestelyyn liittyvien lainojen ja niiden korkojen maksuun, Rescue, Unity ja Kimberly -projektien viemiseen kohti tuotantoa sekä Karjalan kultalinjan kulanetsintään. Lisäksi yhtiö kertoi tavoittelevansa 40 000 unssin kullan tuotantoa vuonna 2023, kun USA:n neljä projektia ovat tuotannossa.

Osakeanti on ei ollut yllätys ja laimennusvaikutus on odotetusti raju

Endominesin viime aikojen negatiivisen uutisvirran (Fridayn viivästyksset ja toimitusjohtajan äkkivaihdos) ja Q1:n lopun kriittinen kassatilanne huomioiden osakeanti ei ollut lainkaan yllättävä ja mielestämme se on käytännössä ainoa keino akuutin lisäpääomatarpeen kattamiseen. Annin laimennusvaikutus (-57 %) nykyomistajille on silti hyvin raju, kuten pelkäsimme. Lisäksi yhtiön olisi tärkeää saada osakeanti läpi lähestulkoon täysimääräisesti, jotta pakollisten kohteiden (loppuvuoden tappiot ja investoinnit, Fridayn käyttöpääoma ja TVL Gold -maksut) jäljiltä pääomia jäisi riittävästi myös arvonluonnin kannalta kriittiseen projektikehitykseen.

Kurssi on osien summan alapuolella, mutta tarkkailemme tilannetta edelleen sivusta

Päivitimme Endominesin osien summa -mallimme huomioimaan alustavasti osakeannin. Perusskenaariossa odotamme annin menevän läpi suunnitellusti. Käytännössä anti laskee yhtiön vuoden lopun nettovelkaennustetta ja nosti osakemäärää. Pääomarakenteen muutosten myötä nostimme myös pääoman kustannustamme lievästi. Muutokset laskevat mallin osakkeelle indikoimaa osakekohtaista arvoa yli 25 % noin 5 SEK:iin. Mallin osakkeelle indikoima arvo on edelleen Endominesin osakekurssin yläpuolella, mutta suuren annin läpimeno (kehitystyön hidastuminen loisi painetta projektien arvoihin) ja 2019 tuotanto-ohjeistukseen liittyvä epävarmuus sekä annin myötä osakkeeseen kohdistuva todennäköinen myyntipaine eivät vielä houkuttele nojaamaan osien summaan.

Analytiikko



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

Suositus ja tavoitehintaa

Vähennä

(aik. Myy)



4,10 SEK

(aik. 5,00 SEK SEK)

Osakekurssi: 4,25 SEK

Potentiaali: -3,5 %

Ohjeistus

(Ennallaan)

Endomines arvioi kuluvan vuoden tuotannon olevan 5 000 - 8 000 unssia kultaa lopullisen tuotantomäärän ollessa riippuvainen vuoden aikana louhittavan malmin pitoisuudesta ja määrästä.

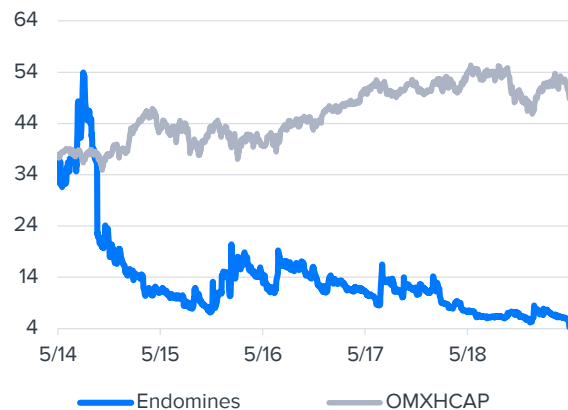
Avainluvut

	2018	2019e	2020e	2021e
Liikevaihto	104,0	68,1	108,1	108,1
kasvu-%	-14 %	-35 %	59 %	0 %
EBIT oik.	-48,5	-29,3	-1,9	-3,3
EBIT-% oik.	-46,6 %	-43,0 %	-1,8 %	-3,0 %
Nettotulos	-37,3	-42,5	-19,8	-17,2
EPS (oik.)	-1,10	-1,20	-0,22	-0,18

P/E (oik.)	neg.	neg.	neg.	neg.
P/B	0,8	0,4	0,3	0,3
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
EV/EBIT (oik.)	neg.	neg.	neg.	neg.
EV/EBITDA	neg.	neg.	6,9	4,4
EV/Liikevaihto	3,9	4,3	2,1	1,3

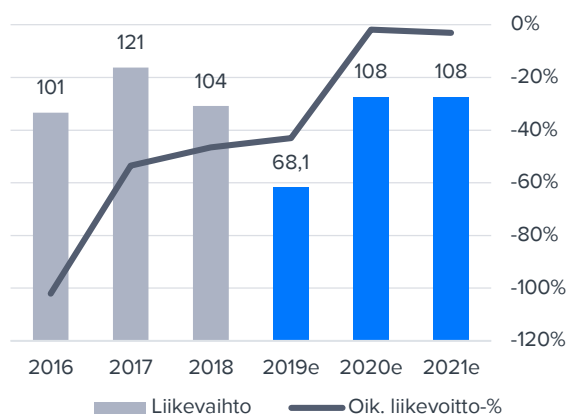
Lähde: Inderes

Osakekurssi



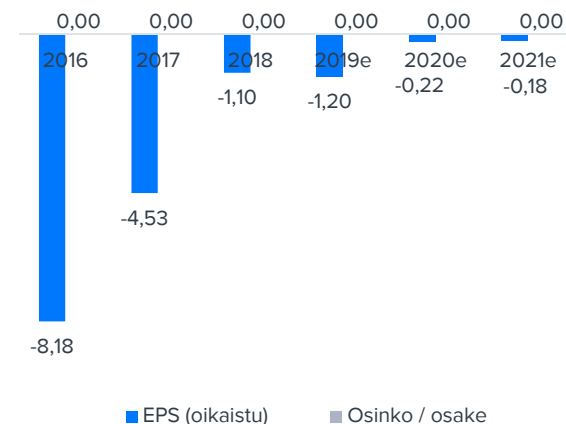
Lähde: Thomson Reuters

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
- Kasvurahoituksen ehdot ja hinta

Arvostus

- Epävarmat malminetsintäprojektit muodostavat tuntuvan osan Endominesin arvosta
- Mineraalivarannot on hinnoiteltu suhteellisesti preemiolla
- Tuotto-odotus ei saa tukea osingosta

MCAP
150
MSEK

EV
290
MSEK

P/B
0,4
2019e

P/E (oik.)
neg.
2019e

Suuri osakeanti paisuttaa osakemäärää

Yhtiö aikoo kattaa rahoitustarpeensa osakeannilla

Endominesin hallitus ehdottaa yhtiökokoukselle (10.6.) merkintäoikeusannin järjestämistä kesäkuun lopulla (alustavasti 14.6-1.7.). Osakeannilla yhtiö aikoo kerätä 165 MSEK:n bruttovarat (kuluilla vähennetyt nettovarat 155 MSEK). Endominesin mittakaavaan (MCAP 149 MSEK) suhteessa suuressa merkintäoikeusannissa yhtiön nykyiset omistajat saavat yhtä omistamaansa osaketta kohti yhden merkintäoikeuden ja 3 merkintäoikeutta antaa omistajalle oikeuden merkitä 4 yhtiön uutta osaketta hintaan 3,50 kruunua per osake.

Näin ollen yhtiön osakemäärä kasvaa annin myötä korkeintaan 120 % 82,6 miljoonaan osakkeeseen (ei sis. vaihtovelkakirjalainan pakollisesta konversiosta vuosina 2020-2021 tulevia osakkeita), jos anti merkittäisiin täysmääräisesti. Endomines on saanut pääomistajiltaan merkintäsitoumukset 10 %:lle annin bruttoarvosta ja ei-sitovat indikaatiot halukkuudesta osallistua 20 %:lle bruttoarvosta.

Antirahoille riittää käyttökohteita

Antirahat yhtiö aikoo käyttää Friday-kaivoksen ylösajoon ja laajentamiseen (tuotanto 9000 unssista 13 000 unssiin), TVL Gold -järjestelyyn liittyvien lainojen (3 MUSD 9/2019) ja niiden korkojen maksuun (2019 ja 2020 aikana), Rescue (2021), Unity (2022) ja Kimberly -projektien viemiseen kohti tuotantoa sekä Karjalan kultalinjan kullannetsintään. Tarkemmin yhtiö ei yksittäisten kohteiden rahantarpeita avannut, mutta arviomme mukaan ”pakollisia” kohteita ovat TVL Gold -maksut ja Friday-projektin viimeistely, minkä jälkeen loppuosa varoista käytetään yhtiön kehittämiseen. Rescuen, Unityn ja Kimberlyn

tuotannon aloittamisen vaatimaa rikastamoinvestointia tällä antirahalla ei arviomme mukaan pystytä kuitenkaan kattamaan, vaikka pidämme mahdollisena, että yhtiö voi selvittää investoinnista Rescuen vanhan rikastamon korjaamisella (kustannus lienee joitakin miljoonia dollareita ja alempi kuin Fridayn rikastamon 9,5-10,0 MUSD: n investointi). Lisäksi yhtiö voisi periaatteessa käyttää antirahoja myös keväällä lasketun kalliin (korko 12 %) 3,7 MEUR:n joukkovelkakirjalainan ennenaikaiseen takaisinlunastukseen, mutta lähtökohtaisesti emme usko antirahoja riittävän tähän kohteeseen.

Osakeanti ei ollut meille yllätys

Endominesin viime aikojen negatiivisen uutisvirran (Fridayn viivästykset ja toimitusjohtajan äkkivaihdos) ja Q1:n lopun kriittinen kassatilanne huomioiden osakeanti ei ollut lainkaan yllättävä ja mielestämme se on käytännössä ainoa keino akuutin lisäpääomatarpeen kattamiseen. Annin laimennusvaikutus (-57 %) nykyomistajille on silti hyvin raju, kuten pelkäsimme. Lisäksi yhtiön olisi tärkeää saada osakeanti läpi lähestulkoon täysimääräisesti, jotta pakollisten kohteiden (loppuvuoden tappiot ja investoinnit, Fridayn käyttöpääoma ja TVL Gold -maksut) jäljiltä pääomia jäisi riittävästi myös arvonluonnin kannalta kriittiseen projektikehitykseen. Annin onnistuminen ei mielestämme ole läheskään varmaa, kun huomioidaan isoilta omistajilta saatu merkintäsitoumusten määrä.

2023 mennessä tavoitteena on saada neljä projektia tuotantoon USA:ssa

Lisäksi yhtiö kertoi tavoittelevansa 40 000 unssin

kullan tuotantoa vuonna 2023, kun USA:n neljä projektia ovat tuotannossa. Pidämme tavoitetta realistisena, sillä yhtiön keväällä julkaisemat mineraalivarantoarviot Rescuesta ja Kimberlystä olivat lupaavia ja myös alkuvuodesta vuokratussa Unityssä on selvää tuotantopotentiaalia. Tällä tuotantotasolla yhtiön liikevaihtopotentiaali (kullan hinta 1300 USD/oz) olisi arviomme mukaan vajaat 500 MSEK ja tämä liikevaihtotaso antaisi arviomme mukaan yhtiölle muutaman kymmenen miljoonan kruunun nettotulospotentiaalin. Tämä potentiaali on kuitenkin vielä monen mutkan takana.

Alennus osien summaan on yhä perusteltu

Anti aiheutti tuntuvia muutoksia osien summa-malliimme

Endominesin arvonnäärityksemme taustalla on osien summa -malli, joka muodostuu yhtiön kaikkien projektien ja konsernikulujen arvioimistamme nykyarvoista sekä kuluvan vuoden lopun vaihtovelkakirjalainalla oikaistuista nettovelvoista. Päivitimme Endominesin osien summa -mallimme huomioimaan alustavasti osakeannin.

Perusskenaariossa odotamme annin menevän läpi suunnitellusti. Käytännössä anti laski etenkin yhtiön vuoden lopun nettovelkaennustetta ja nosti osakemäärää. Pääomarakenteen muutosten myötä nostimme myös pääoman kustannustamme lievästi, mikä laski tunnistettua tuotantopotentiaalia omaavien Friday- ja Buffalo Gulch -projektien ja konsernikulujen nykyarvoennusteita lievästi. Yhtiön malminetsintähankkeille antamamme arvot olemme

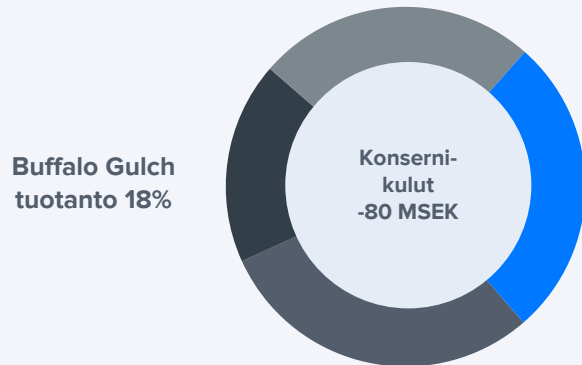
pitäneet ennallaan. Friday- ja Buffalo Gulch -projektien markkina- ja kustannusparametrimme säilyivät ennallaan, sillä päivitimme ne yhtiön 8.5. julkaisema Q1-raportin jälkeen. Q1:llä kerättyyn velkaraan liittyneistä warranteista mahdollisesti seuraavaa laimennusvaikutusta emme mallissa vielä huomioi, sillä tavoitehintamme on warranttien muuntokurssin alapuolella. Mallin diskonttauskorjoja olemme laskeneet lievästi pitkien korkojen viime aikojen liikkeitä heijastellen. Tarkemmin olemme käyneet mallin logiikka läpi lokakuussa julkaistussa laajassa raportissamme, joka on luettavissa [täältä](#).

Lyhyen tähtäimen tuotto/riski-profiili ei houkuttele mielestämme ostoihin

Muutokset laskivat mallin osakkeelle indikoimaa osakekohtaista arvoa yli 25 % noin 5 SEK:iin. Mallin osakkeelle indikoima arvo on edelleen Endominesin osakekurssin yläpuolella. Mielestämme osakkeen

tuotto/riski-kuva on silti lyhyellä tähtämellä epätydyttävä useamman tekijän takia. Suuren annin läpimenoon liittyy epävarmuutta ja kehitystyön hidastuminen rahoituksen puutteen takia loisi painetta projektien arvoihin osien summassa. Toiseksi yhtiön vuoden 2019 tuotanto-ohjeistuksen saavuttaminen ei ole mielestämme varmaa Fridayn rikastamon viivästyksistä huomioiden ja tuotanto-ohjeistuksen lasku rokottaisi markkinoiden luottamusta yhtiöön ja todennäköisesti kasvattaisi lähivartaalien tappioita (ts. söisi kassaa). Kolmanneksi osakkeeseen kohdistuu arviomme mukaan lähiaikoina myyntipainetta merkintäoikeuksien irtoamisen takia. Näin ollen jäämme toistaiseksi odottamaan parempaa riskikorjattua tuotto-odotusta Endominesissa, vaikka osakekurssi onkin painunut viime päivinä vauhdilla.

Karjalan kultalinjan malminetsintä 25%



Friday tuotanto 30%

Yritysarvo (EV) 437 MSEK

Oikaistu* nettovelka 2019e 32 MSEK

Osakekannan käypä arvo täysin laimennettuna*
469 MSEK, 4,91 SEK/osake

Idaho muu omaisuus 27%

*Vaihtovelkakirjalaina käsitelty pakollisen konversion takia mallissa jo omana pääomana ja osakemäärässä on huomioitu konversiona tulevat uudet osakkeet, oletuksena on kesälle 2019 kaavailun osakeannin täysimääräinen toteutuminen

Arvostustaulukko

Arvostustaso	2014	2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e	2022e
Osakekurssi	9,78	3,60	12,6	16,5	5,96	4,25	4,25	4,25	4,25
Osakemäärä, milj. kpl	15,3	15,3	15,3	15,3	35,4	35,4	89,3	95,4	95,4
Markkina-arvo	149	55	192	252	211	150	150	150	150
Yritysarvo (EV)	100	118	246	320	405	290	224	143	254
P/E (oik.)	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.
P/E	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.
P/Kassavirta	neg.	neg.	neg.	neg.	6,4	neg.	neg.	15,8	neg.
P/B	0,5	0,3	1,7	5,6	0,8	0,4	0,3	0,3	0,3
P/S	0,9	0,5	1,9	2,1	2,0	2,2	1,4	1,4	1,4
EV/Liikevaihto	0,6	1,0	2,4	2,6	3,9	4,3	2,1	1,3	2,3
EV/EBITDA (oik.)	18,4	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	6,9	4,4	7,8
EV/EBIT (oik.)	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %

Lähde: Inderes

Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2017	Q1'18	Q2'18	Q3'18	Q4'18	2018	Q1'19	Q2'19e	Q3'19e	Q4'19e	2019e	2020e	2021e	2022e
Liikevaihto	121	29,4	42,1	24,3	8,3	104	2,1	16,0	25,0	25,0	68,1	108	108	108
Konserni	121	29,4	42,1	24,3	8,3	104	2,1	16,0	25,0	25,0	68,1	108	108	108
Käyttökate	-5,7	-8,5	8,5	0,6	-6,1	-5,5	-11,5	-8,3	-0,3	0,7	-19,4	32,5	32,5	32,5
Poistot ja arvonalennukset	-59,1	-11,3	-11,7	-11,8	-8,1	-43,0	-1,8	-2,7	-2,7	-2,7	-9,9	-34,5	-35,8	-34,5
Liikevoitto ilman kertaeriä	-64,8	-19,9	-3,2	-11,2	-14,2	-48,5	-13,3	-11,0	-3,0	-2,0	-29,3	-1,9	-3,3	-2,0
Liikevoitto	-64,8	-19,9	-3,2	-11,2	-14,2	-48,5	-13,3	-11,0	-3,0	-2,0	-29,3	-1,9	-3,3	-2,0
Konserni	-64,8	-19,9	-3,2	-11,2	-14,2	-48,5	-13,3	-11,0	-3,0	-2,0	-29,3	-1,9	-3,3	-2,0
Nettorahoituskulut	-4,5	21,7	-2,1	-4,9	-3,8	11,0	0,3	-4,5	-4,5	-4,5	-13,2	-17,9	-13,9	-4,3
Tulos ennen veroja	-69,2	1,9	-5,3	-16,0	-18,0	-37,5	-13,0	-15,5	-7,5	-6,5	-42,5	-19,8	-17,2	-6,3
Verot	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,9
Vähemmistöosuudet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	-69,2	1,9	-5,3	-16,0	-17,9	-37,3	-13,0	-15,5	-7,5	-6,5	-42,5	-19,8	-17,2	-5,3
EPS (oikaistu)	-4,53	0,05	-0,15	-0,45	-0,50	-1,05	-0,37	-0,44	-0,21	-0,18	-1,20	-0,22	-0,18	-0,06
EPS (raportoitu)	-4,53	0,05	-0,15	-0,45	-0,50	-1,05	-0,37	-0,44	-0,21	-0,18	-1,20	-0,22	-0,18	-0,06
Tunnusluvut	2017	Q1'18	Q2'18	Q3'18	Q4'18	2018	Q1'19	Q2'19e	Q3'19e	Q4'19e	2019e	2020e	2021e	2022e
Liikevaihdon kasvu-%	19,7 %	-12,2 %	24,2 %	-9,2 %	-69,2 %	-14,0 %	-92,9 %	-62,0 %	3,1 %	201,9 %	-34,5 %	58,7 %	0,0 %	0,0 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	-37,2 %	82,5 %	-65,5 %	69,3 %	-62,7 %	-25,2 %	-33,1 %	242,4 %	-73,2 %	-85,9 %	-39,5 %	-93,3 %	67,8 %	-40,2 %
Käyttökate-%	-4,7 %	-29,1 %	20,3 %	2,5 %	-73,4 %	-5,3 %	-547,6 %	-51,9 %	-1,2 %	2,8 %	-28,5 %	30,1 %	30,1 %	30,1 %
Oikaistu liikevoitto-%	-53,5 %	-67,7 %	-7,6 %	-46,1 %	-171,1 %	-46,6 %	-633,3 %	-68,8 %	-12,0 %	-8,0 %	-43,0 %	-1,8 %	-3,0 %	-1,8 %
Nettotulos-%	-57,2 %	6,3 %	-12,6 %	-66,1 %	-215,6 %	-35,9 %	-619,0 %	-96,9 %	-30,0 %	-26,0 %	-62,4 %	-18,4 %	-15,9 %	-4,9 %

Lähde: Inderes

Tase

Vastaavaa	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Pysyvät vastaavat	130	476	522	520	507
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aineettomat hyödykkeet	63,1	355	370	379	387
Käyttöomaisuus	62,2	116	146	136	114
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset varat	5,2	5,4	5,4	5,4	5,4
Laskennalliset verosaamiset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vaihtuvat vastaavat	30,1	24,5	45,9	33,2	32,2
Vaihto-omaisuus	2,2	1,8	1,7	2,7	2,7
Muut lyhytaikaiset varat	2,5	0,8	0,3	0,3	0,3
Myyntisaamiset	9,6	3,0	11,6	18,4	18,4
Likvidit varat	15,8	18,9	32,4	11,9	10,8
Taseen loppusumma	161	501	567	553	539

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Oma pääoma	45,4	252	365	430	499
Osakepääoma	262	281	281	281	281
Kertyneet voittovarot	-566,1	-601,9	-644,4	-664,3	-681,4
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	349	572	728	813	899
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	83,6	180	190	103	19,9
Laskennalliset verovelat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Varaukset	7,7	9,0	9,0	9,0	9,0
Lainat rahoituslaitoksilta	75,9	2,4	0,0	0,0	2,3
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	169	172	85,4	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,0	0,0	8,6	8,6	8,6
Lyhytaikaiset velat	31,5	68,9	13,2	20,0	21,0
Lainat rahoituslaitoksilta	7,6	41,7	0,0	0,0	1,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	19,0	25,6	11,6	18,4	18,4
Muut lyhytaikaiset velat	4,9	1,6	1,6	1,6	1,6
Taseen loppusumma	161	501	567	553	539

Yhteenveto

Tuloslaskelma	2016	2017	2018	2019e	2020e	Osakekohtaiset luvut	2016	2017	2018	2019e	2020e
Liikevaihto	101,1	121,0	104,0	68,1	108,1	EPS (raportoitu)	-8,18	-4,53	-1,10	-1,20	-0,22
Käyttökate	-9,2	-5,7	-5,5	-19,4	32,5	EPS (oikaistu)	-8,18	-4,53	-1,10	-1,20	-0,22
Liikevoitto	-103,1	-64,8	-48,5	-29,3	-1,9	Operat. kassavirta / osake	-0,79	0,25	0,19	-1,17	0,35
Voitto ennen veroja	-104,7	-69,2	-37,5	-42,5	-19,8	Vapaa kassavirta / osake	-3,96	-0,60	0,93	-2,48	-0,02
Nettovoitto	-125,0	-69,2	-37,3	-42,5	-19,8	Omapääoma / osake	7,50	2,97	7,11	10,30	4,82
Kertaluontoiset erät	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	Osinko / osake	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Tase	2016	2017	2018	2019e	2020e	Kasvu ja kannattavuus	2016	2017	2018	2019e	2020e
Taseen loppusumma	222,1	160,6	500,9	567,5	553,3	Liikevaihdon kasvu-%	-11 %	20 %	-14 %	-35 %	59 %
Oma pääoma	114,5	45,4	251,7	364,7	430,3	Käyttökateen kasvu-%	-85 %	-38 %	-3 %	253 %	-268 %
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	Liikevoiton oik. kasvu-%	-34 %	-37 %	-25 %	-40 %	-93 %
Nettovelat	54,1	67,7	194,1	139,6	73,5	EPS oik. kasvu-%	-24 %	-45 %	-76 %	9 %	-81 %
Kassavirta	2016	2017	2018	2019e	2020e	Käyttökate-%	-9,1 %	-4,7 %	-5,3 %	-28,5 %	30,1 %
Käyttökate	-9,2	-5,7	-5,5	-19,4	32,5	Oik. Liikevoitto-%	-102,1 %	-53,5 %	-46,6 %	-43,0 %	-1,8 %
Nettokäyttöpääoman muutos	-1,8	9,5	12,0	-22,0	-1,0	Liikevoitto-%	-102,1 %	-53,5 %	-46,6 %	-43,0 %	-1,8 %
Operatiivinen kassavirta	-12,1	3,8	6,6	-41,4	31,5	ROE-%	-88,3 %	-86,6 %	-25,1 %	-13,8 %	-5,0 %
Investoinnit	-44,2	-18,6	-388,9	-55,0	-33,0	ROI-%	-44,5 %	-38,6 %	-16,3 %	-5,8 %	-0,4 %
Vapaa kassavirta	-60,4	-9,2	32,9	-87,8	-1,5	Omavaraisuusaste	51,6 %	28,3 %	50,2 %	64,3 %	77,8 %
						Nettovelkaantumisaste	47,3 %	149,3 %	77,1 %	38,3 %	17,1 %
Suurimmat omistajat			%-osakkeista			Arvostuskertoimet	2016	2017	2018	2019e	2020e
Handelsbanked Finland standard client A/C			22,0 %			EV/Liikevaihto	2,4	2,6	3,9	4,3	2,1
Nordea Bank ABP, Nordea Bank AB (publ)			14,2 %			EV/EBITDA (oik.)	neg.	neg.	neg.	neg.	6,9
Joensuu Kauppa ja Kone			10,5 %			EV/EBIT (oik.)	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.
Ålandsbanken AB W8IMY			2,7 %			P/E (oik.)	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.
Aktia Bank ABP			2,2 %			P/B	1,7	5,6	0,8	0,4	0,3
						Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %

Lähde: Inderes

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

Raporteilla esitettävä informaatio on hankittu useista eri julkisista lähteistä, joita Inderes pitää 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 tulevast. 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 suosituksen myy, vähennä, lisää ja

osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään neljä kertaa vuodessa yhtiöiden osavuositarkastusten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvon 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 jakaumaan suhteessa osakkeen nousuvara 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 sijoitavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oy:n omistukset esitetään yksilöitynä mallisalkussa. Inderes Oy:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin laatineen analytikon palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oy:llä ei ole investointipankkiliiketoimintaa.

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

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

Suositus historia (>12 kk)

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



Inderes on kaikille osakesijoittajille avoin analyysipalvelu ja yhteisö. Toimintaamme ohjaavat viisi periaatetta: riippumattomuus, laadukas analyysi, intohimo osakemarkkinoita kohtaan, pääomamarkkinoiden avoimuuden parantaminen sekä toiminta yhteisönä yhteisen hyvän edistämiseksi. Tavoitteemme on vaikuttaa positiivisesti yhteiskuntaan edistämällä kotimaista omistajuutta ja kansankapitalismia. Yhteisöömme kuuluvat sijoittajat oppivat tuntemaan kohdeyhtiöt paremmin, ymmärtävät omistajuuden merkityksen ja voivat kehittyä paremmiksi sijoittajiksi. 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



2015, 2018
Suositus- ja
ennustetarkkuus



2014, 2016, 2017
Suositustarkkuus



2014, 2015, 2016, 2018
Suositus- ja
ennustetarkkuus



2012, 2016, 2018
Suositustarkkuus



2012, 2016, 2017, 2018
Suositus- ja
ennustetarkkuus



2017
Suositustarkkuus



2017
Suositustarkkuus



2018
Ennustetarkkuus



**Analyysi kuuluu
kaikille.**