

# Endomines

## Yhtiöpäivitys

14/2/2020

- Toistamme Endominesin myy-suosituksemme ja nostamme yhtiön tavoitehintamme 5,10 Ruotsin kruunuun (aik. 4,15 SEK) osien summa laskelmamme muutoksia heijastellen
- Endominesin Q4-raportissa ei ollut suurempia yllätyksiä, mutta kassa kaipaa jo kipeästi vahvistamista, jotta projektikehitystä pystytään ylläpitämään
- Endominesin osien summa laskelman arvo on noussut etenkin kullan hintaennusteiden nousun ajamana
- Osien summa -mallimme perusteella Endomines on yhä melko selvästi yliarvostettu eivätkä suhteelliset arvostusmittarit indikoi osakkeen olevan houkuttelevasti hinnoiteltu

# Odotamme tilannekuvan selkiytymistä

Endominesin Q4-raportti ei tarjonnut oleellisia yllätyksiä tai merkittävää uutta tietoa. Yhtiön rahoitustilanne tarvitsee jo nopeasti vahvistamista, jotta Endomines pystyy jatkamaan tuotannon ylösajoa Fridayssä sekä muutenkin erittäin kunnianhimoista kehitysohjelmaansa. Osake on hinnoiteltu yhä osien summa -mallimme yläpuolelle konsensuksen kullan hintaskenaariolla. Siten toistamme Endominesin myy-suosituksemme ja tarkastamme tavoitehintamme 5,10 Ruotsin kruunuun (aik. 4,15 Ruotsin kruunua) osien summa -malliimme tekemiämme muutosten takia.

## Kassa kaipaa jo kipeästi vahvistamista

Endominesin Q4:n negatiivinen liikevoitto vastasi jokseenkin odotuksiamme, kun huomioidaan yhtiön juokseva kulurakenne ja sinänsä odotetusti lähes nollassa jäänyt liikevaihto. Näin ollen raportin numeroista tärkein olikin poikkeuksellisesti kassa, joka oli pudonnut Q4:llä negatiivisen tuloksen ja Fridayn starttivaiheen investointien takia vain 15 MSEK:iin. Arviomme mukaan kassa kaipaa jo pikaisesti vahvistusta, kun huomioidaan yhtiön 1) juoksevat kulut 2) Fridayn starttivaiheen sitomat pääomat 3) yhtiön malminetsintähankkeet etenkin Idahossa ja 4) suunnitteilla oleva Transatlantic-järjestelyn vaatimat käteissijoitukset. Rahoituksesta yhtiöllä ei ollut vielä Q4-raportissa uutta kerrottavaa eikä raportti avannut myöskään lyhyen ja keskipitkän ajan rahoitustarvetta. Etenkin yhtiön väläyttämä mahdollisuus yltää jo 24-36 kuukauden päästä jopa 100 000 unssin kultatuotantoon (liikevaihto yli 1000 MSEK) on erittäin kunnianhimoinen ja tämän tuotantotason saavuttaminen vaatii Endominesin mittakaavassa merkittäviä pääomia. Kasvurahoituksen hinta ja muut ehdot ovat mielestämme yksi yhtiön keskeisiä riskejä, vaikka sinällään pidämme Endominesin investointisuunnitelmia lupaavina (etenkin suunniteltu Transatlantic-järjestely vaikuttaa alustavasti houkuttelevalta) ja kultamarkkinan vahva tilanne tukee tuotantotason nostoon tehtäviä panostuksia.

## Fridayn kuluva vuoden tuotantovolyyminen ei saatu vielä ohjeistusta

Endomines ei Q4-raportissa antanut tuotanto-ohjeistusta kuluvalle vuodelle, vaikka Fridayn kaupallisen tuotannon pitäisi alkaa maaliskuussa (joulukuussa ja tammikuussa yhtiö on jo rikastanut pieniä määriä heikkolaatuista malmia). Yhtiö jatkaa yhä Fridayn kaivoksen elinkaariarvion päivittämistä päätettyjen louhintamenetelmien ja rikastamon käyttöönoton perusteella ja tuotanto-ohjeistus julkaistaan arvion valmistumisen jälkeen. Siten tietty epävarmuus jatkuu, mutta arviomme mukaan Endominesilla on silti hyvät edellytykset saavuttaa ennusteidemme mukainen reilun 8000 unssin tuotantotaso tänä vuonna ja jopa ylittää hieman yli 9000 unssissa olevat lähivuosien ennusteemme (nopeampi tuotanto tosin lyhentäisi kaivoksen elinkaarta, jos uusia varantoja ei löydy). Fridayn kaivoksen kassavirran käynnistyminen helpottaisi ylösajon jälkeen myös yhtiön rahoitustilannetta, mutta yksin Fridayn kassavirta ei tietenkään riitä yhtiön erittäin kunnianhimoisten suunnitelmien rahoittamiseen.

## Endominesin osake hinnoiteltu mielestämme osien summansa yläpuolelle

Päivitimme Endominesin tavoitehintamme taustalle olevan osien summa -mallin raportin jälkeen. Mallin osakkeelle indikoimaa arvoa tukivat etenkin nousseet kullan lähiaikojen konsensusennusteet (2020e: kullan hinta 1597 USD/oz vs. spot 1572 USD/oz). Myös diskonttaus korkoja laskimme lievästi (taustalla pitkien korkojen lasku). Yhtiön osakekurssi on yhä osien summan yläpuolella ja konsensuksen ennusteiden mukaisella kullan hintaskenaariolla pidämme siten osaketta korkealle arvostettuna. Emme ole huomioineet vielä mallissamme sinänsä lupaavalla vaikuttavaa Transatlantic-järjestelyä, sillä hankkeesta julkaistut tiedot ovat hyvin puutteellisia. Myös suhteellisella mineraalivarantopohjaisella arvostuksella osake on hinnoiteltu verrokkiryhmää ylempäs.

## Analytytikot



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

## Suositus ja tavoitehintaa

**Myy**

(aik. Myy)



**5,10 SEK**

(aik. 4,15 SEK)

Osakekurssi: 6,50 SEK

Potentiaali: -21,5 %

**Ohjeistus**

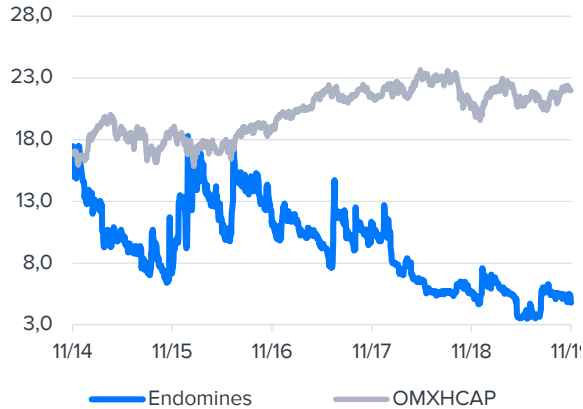
(-)

## Avainluvut

	2019	2020e	2021e	2022e
<b>Liikevaihto</b>	6,0	115,0	197,2	274,9
<b>kasvu-%</b>	-94 %	1806 %	71 %	39 %
<b>EBIT oik.</b>	-52,5	17,2	38,5	50,7
<b>EBIT-% oik.</b>	-	14,9 %	19,5 %	18,4 %
<b>Nettotulos</b>	-76,7	3,5	27,6	45,7
<b>EPS (oik.)</b>	-1,09	0,03	0,24	0,40
<b>P/E (oik.)</b>	neg.	>100	27,3	16,5
<b>P/B</b>	1,6	1,5	1,4	1,3
<b>Osinkotuotto-%</b>	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
<b>EV/EBIT (oik.)</b>	neg.	46,7	20,4	16,0
<b>EV/EBITDA</b>	neg.	20,7	9,3	8,1
<b>EV/Liikevaihto</b>	>100	7,0	4,0	2,9

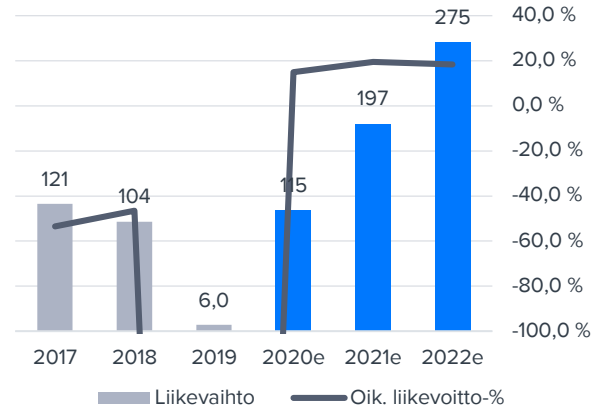
Lähde: Inderes

## Osakekurssi



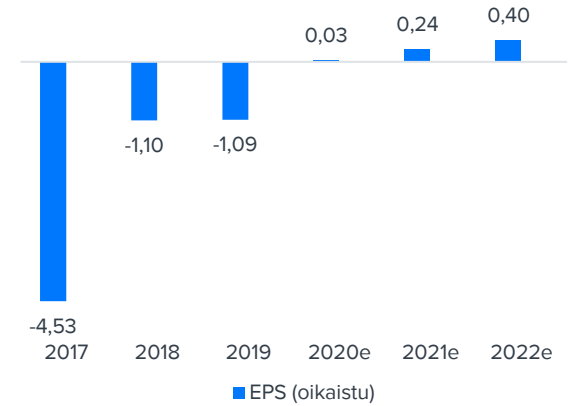
Lähde: Thomson Reuters

## Liikevaihto ja liikevoitto-%

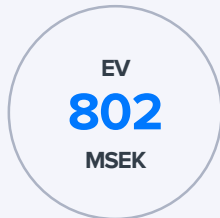


Lähde: Inderes

## Osakekohtainen tulos



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 yläpuolelle
- Mineraalivarantojen ja oman pääoman arvostus suhteessa verrokkeihin ei ole erityisen alhainen
- Tuotto-odotus ei saa tukeaa osingosta, mutta kultamarkkinan vahva tilanne tukee osaketta
- Kuivumassa oleva kassa ja Fridayn tuotantovolyymien epävarmuus nostavat lyhyen ajan riskejä

# Tuotanto-ohjeistusta saadaan vielä odotella

## Starttivaikeudet heijastuivat myös kassaan

Endominesilla ei ollut yhtään kaivosta rikastetuotannossa kvartaalilla, kun Fridayn startti myöhästyi aiemmin tiedotetun mukaisesti. Näin ollen yhtiön tulos ja liiketoiminnan kassavirta pysyivät jokseenkin odotustemme mukaisella tappiolla Q4:llä, kun taas Fridayn kehitystyön kuluja yhtiö myös aktivoi taseeseen. Louhintaa Fridayssä on toki kassan säästämiseksi operoitu harkiten ja vähäisissä määrin.

Näin ollen välikvartaalin raportin numeroista tärkein olikin poikkeuksellisesti kassa, joka oli pudonnut Q4:llä negatiivisen tuloksen ja Fridayn starttivaikkeen investointien takia vain 15 MSEK:iin. Arviomme mukaan kassa kaipaa jo pikaisesti vahvistusta, kun huomioidaan yhtiön 1) juoksevat kulut 2) Fridayn starttivaikkeen sitomat pääomat (sis. käyttöpääoma ja tuotannon ylläpitoon vaadittavat investoinnit 3) yhtiön malminetsintähankkeet etenkin Idahossa ja 4) suunnitteilla oleva Transatlantic-järjestelyn vaatimat käteissijoitukset (pääosa kauppasummasta on kuitenkin tarkoitus maksaa osakkeilla).

Rahoituksesta yhtiöllä ei ollut vielä Q4-raportissa uutta kerottavaa, joskin yhtiö liputti sinänsä yllätyksettömästi, että käyttöpääomarahoiutus ei riitä seuraavalle 12 kuukaudelle. Raportti ei juurikaan avannut myöskään lyhyen ja keskipitkän ajan rahoitustarvetta. Etenkin yhtiön julkaisema potentiaalinen mahdollisuus ylittää vain 24-36 kuukauden päästä jopa 100 000 unssin kultatuotantoon (liikevaihto olisi karkeasti 1500 MSEK nykyisillä kullin hinnoilla) on erittäin kunnianhimoinen ja tämän tuotantotason saavuttaminen vaatii Endominesin mittakaavassa merkittäviä pääomia laiteinvestointeihin, ylläpitoinvestointeihin ja malminetsintään. Kasvurahoituksen hinta on mielestämme yksi yhtiön keskeisiä riskejä, vaikka sinällään pidämmekin Endominesin investointisuunnitelmia lupaavina (etenkin suunniteltu Transatlantic-järjestely vaikuttaa alustavasti houkuttelevalta) ja kultamarkkinan vahva tilanne tukee tuotantotason nostoon tehtäviä panostuksia.

## Kuluvan vuoden tuotanto-ohjeistusta ei vielä saatu

Endomines ei Q4-raportissa antanut uutta tuotanto-ohjeistusta kuluvalle vuodelle, vaikka kaupallisen tuotannon (jouluukuussa ja tammikuussa yhtiö on jo rikastanut pieniä määriä heikkolaatuista malmia). Yhtiö jatkaa edelleen Fridayn kaivoksen elinkaariarvion päivittämistä päätettyjen louhintamenetelmien ja rikastamon käyttöönoton perusteella ja tuotanto-ohjeistus julkaistaan valmistumisen jälkeen. Tämä oli lievästi negatiivinen ja riskejä nostava uutinen, mutta arviomme mukaan Endominesilla on silti hyvät edellytykset saavuttaa ennusteidemme mukainen reilun 8000 unssin tuotantotaso tänä vuonna ja jopa ylittää hieman yli 9000 unssissa olevat lähivuosien ennusteemme (nopeampi tuotanto tosin lyhentäisi kaivoksen elinkaarta, jos uusia varantoja ei löydy). Fridayn kaivoksen kassavirran käynnistyminen helpottaisi ylösajon jälkeen myös yhtiön rahoitustilannetta, mutta yksin Fridayn kassavirta ei tietenkään riitä yhtiön erittäin kunnianhimoisten kasvuiinvestointisuunnitelmien rahoittamiseen. .

Enustetaulukko	Q4'18	Q4'19	Q4'19e	Q4'19e	Konsensus		Erutus (%)	2019e
MSEK / SEK	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Tot. vs. inderes	Inderes
Liikevaihto	8,3	0,9	0,0					6,0
Liikevoitto	-14,2	-13,8	-20,0					-52,5
Osinko/osake	0,00	0,00	0,00					0,00

Lähde: Inderes

# Osien summa nousi kullan hintaennusteiden ajamana...

## Osien summa mallin arvon on noussut hieman

Endominesin arvonmäärittämisemme taustalla on osien summa -malli, joka muodostuu yhtiön kaikkien projektien ja konsernikulujen arvioimistamme nykyarvoista sekä vaihtovelkakirjalainalla oikaistuista nettoveloista (aik. vuoden 2019 lopun ennusteeseen vaihtovelkakirjalainalla oikaistuista nettoveloista). Yhtiön malminetsintähankkeille antamamme arvot olemme pitäneet ennallaan. Idahon muulle omaisuudelle (sis. Rescue, Unity, Kimberly ja Deadwood) aiemmin antamamme arvo on myös mielestämme ollut järkevä suhteessa yhtiön osakeannin aikaan julkaistavien lisätietoihin (ml. tuotantopotentiaali, projekti aikataulu ja tuotannon käteiskulut) sekä kullan hintaennusteiden nousuun. Myös Karjalan kultalinjan omaisuudelle antamamme arvo on pysynyt ennallaan.

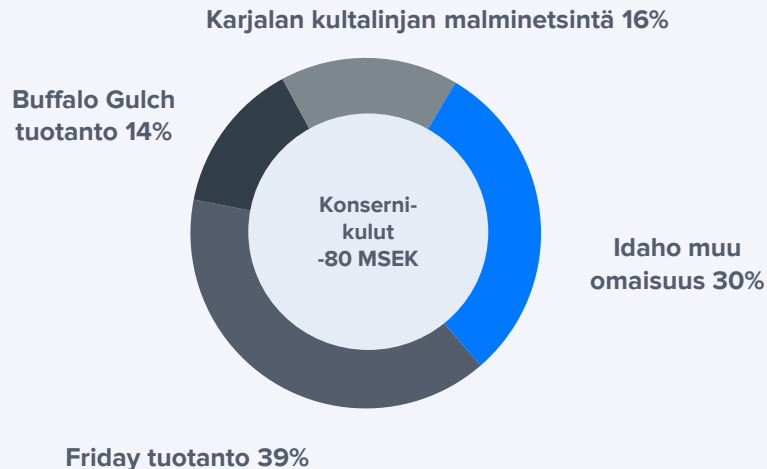
Sen sijaan jo tunnistettua tuotantopotentiaalia (ts.

luokiteltuja mineraalivarantoja) omaavien Friday ja Buffalo Gulch -projektien arvioita tuki kullan hinnan nousu. Mallimme pohjautuu kullan hinnan osalta Reutersin konsensuksen hintaennusteeseen, joka on noussut vuosien 2020-2021 osalta tuoreimmassa päivityksessä tasolle 1551-1591 USD/oz (aik. 1500-1530 USD/oz). Tämä on johtunut arviomme mukaan viime vuosia korkeammalle tasolle kesän hintarallin jälkeen vakaantuneesta kullan spot-hinnasta, jota ovat tukeneet taas taloudellisen ja poliittisen epävarmuuden nousu sekä rahapolitiikan keventyminen. Myös pidemmällä tähtäimellä kullan kysyntä/tarjonta-dynamiikka on mielestämme terve ja tukee vähintään vakaata hintakehitystä nykytasoilta, jos muut tekijät eivät muutu.

Käytämme nyt mallissamme oikaistuna nettovelkana viimeisintä toteumaa, sillä kehitysvauhtiin liittyy tuntuvaa epävarmuutta ja toisaalta

malminetsintäinvestointien pitäisi arviomme mukaan heijastua positiivisesti projektien arvoon vähintään investointia vastaavalla arvolla. Myös diskonttauskorjoja laskimme lievästi (taustalla pitkien korkojen lasku) ja konsernikulujen nykyarvoennusteemme putosi hieman, mitkä tukivat mallin arvoa. Fridayn tuotantovolyymien ja tuotantokustannusten ennusteemme pidimme käytännössä ennallaan. Kokonaisuutena mallimme osakkeelle indikoima arvo nousi lopulta muutosten yhteisvaikutuksen takia vajaat 25 % hieman yli 5 kruunuun osakkeelta.

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



Yritysarvo (EV) 589 MSEK

Oikaistu\* nettovelka 2019 -10 MSEK

Osakekannan käypä arvo täysin laimennettuna\*  
579 MSEK, 5,10 SEK/osake

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

## ...kurssi on yhä selvästi osien summan yläpuolella

### Tuotto-odotus jää epätydyttäväksi hyväksi arvostukseen ja riskitasoon peilattuna

Endominesin osakekurssi on nyt osien summan yläpuolella, joten pidämme osaketta korkealle hinnoiteltuna. Lyhyellä aikavälillä rahoitukseen liittyvä epävarmuus (etenkin rahoitusehdot) ei myöskään puolla riskinottoa tässä vaiheessa. Sen sijaan Transatlantic-järjestely voi mielestämme olla hyvinkin potentiaalinen yhtiölle hankkeen suuren tuotantopotentiaalin takia, mutta hankkeesta toistaiseksi julkaistut tiedot ovat olleet hyvin rajallisia emmekä siten ole sisällyttäneet Transatlantica osien summa malliimme.

Myöskään Endominesin osakkeen tase- tai mineraalivarapohjainen arvostus ei indikoi osakkeen olevan selvästi aliarvostettu (2020e: P/B 1,5x vs. verrokkiryhmä 1,3-1,5x). Kokonaiskuva huomioiden jatkamme Endominesissa paremman tuotto/riski-profilin käyttämistä (ts. operaatioihin liittyvien riskien laskemista tai houkuttelevampaa hinnoittelua suhteessa osien summaan).

### Kurssinousu vaatisi kullan hinnan nousun jatkumista ja/tai mineraalivarantoarvioiden päivitystä ja/tai Transatlantic-potentiaalin vahvistumista

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

eikä se mielestämme tulisi olla enää erityisen positiivinen ajuri osakkeelle. Sen sijaan kuluva tuotantoennusteen ylittäessä Fridayssä alun perin tavoitellun 9000 unssin vuosituotannon ja/tai kustannustason painuessa tasolla 600-900 USD/oz olevan käteiskustannushaarukan alempaan puoliskoon (2019e: käteiskustannus 900 USD/oz) osakkeessa voisi osien summa –mallissamme olla nousuvaraa.

Arvostustaso	2020e	2021e	2022e
Osakekurssi	6,50	6,50	6,50
Osakemäärä, milj. kpl	113,4	113,4	113,4
Markkina-arvo	737	737	737
Yritysarvo (EV)	786	786	786
P/E (oik.)	>100	27,3	16,5
P/E	>100	27,3	16,5
P/Kassavirta	neg.	26,8	neg.
P/B	1,5	1,4	1,3
P/S	6,5	3,8	2,7
EV/Liikevaihto	7,0	4,0	2,9
EV/EBITDA (oik.)	20,7	9,3	8,1
EV/EBIT (oik.)	46,7	20,4	16,0
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %

Lähde: Inderes

# Arvostustaulukko ja verrokkiryhmän arvostus

Arvostustaso	2015	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e	2023e
Osakekurssi	3,60	12,6	16,5	5,96	5,64	6,50	6,50	6,50	6,50
Osakemäärä, milj. kpl	15,3	15,3	15,3	35,4	70,1	113,4	113,4	113,4	113,4
Markkina-arvo	55	192	252	211	545	737	737	737	737
Yritysarvo (EV)	118	246	320	405	751	786	786	786	786
P/E (oik.)	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	>100	27,3	16,5	9,1
P/E	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	>100	27,3	16,5	9,1
P/Kassavirta	neg.	neg.	neg.	6,4	neg.	neg.	26,8	neg.	5,4
P/B	0,3	1,7	5,6	0,8	1,6	1,5	1,4	1,3	1,1
P/S	0,5	1,9	2,1	2,0	90,3	6,5	3,8	2,7	2,7
EV/Liikevaihto	1,0	2,4	2,6	3,9	>100	7,0	4,0	2,9	2,4
EV/EBITDA (oik.)	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	20,7	9,3	8,1	3,9
EV/EBIT (oik.)	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	46,7	20,4	16,0	7,1
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	30,0 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	3,3 %

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
				2020e	2021e	2020e	2021e	2020e	2021e	2020e	2021e	2020e	2021e	
Westgold Resources	2,03	499	480		8,4		3,8		1,3	20,3	10,5			1,8
Hocschild Mining	158,90	1011	1134	10,1	7,4	4,3	3,7	1,9	1,8	16,3	12,7	1,8	2,7	1,5
Eldorado Gold	10,32	1093	1484	19,4	5,6	7,1	3,4	2,6	1,6	69,5	8,5		0,5	0,4
New Gold	1,06	492	1013	68,6	14,8	5,5	3,7	1,9	1,6					0,6
Coeur Mining	6,56	1414	1626		23,4	11,5	6,3	2,5	2,0		36,3			
Argonaut Gold	1,74	219	200	9,2	5,9	5,0	2,5	1,6	1,2	8,7	3,6			0,3
Centerra Gold	11,03	2175	2215	23,4	6,2	4,8	3,5	1,7	1,6	11,4	7,7			1,1
<b>Endomines (Inderes)</b>	<b>6,50</b>	<b>737</b>	<b>786</b>	<b>46,7</b>	<b>20,4</b>	<b>20,7</b>	<b>9,3</b>	<b>7,0</b>	<b>4,0</b>	<b>216,6</b>	<b>27,3</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>1,5</b>
<b>Keskiarvo</b>				<b>26,2</b>	<b>14,9</b>	<b>13,5</b>	<b>5,0</b>	<b>2,3</b>	<b>1,8</b>	<b>25,2</b>	<b>22,7</b>	<b>1,8</b>	<b>1,6</b>	<b>0,9</b>
<b>Mediaani</b>				<b>19,4</b>	<b>7,9</b>	<b>5,5</b>	<b>3,7</b>	<b>1,9</b>	<b>1,6</b>	<b>16,3</b>	<b>10,5</b>	<b>1,8</b>	<b>1,6</b>	<b>0,8</b>
<b>Erotus-% vrt. mediaani</b>				<b>140 %</b>	<b>159 %</b>	<b>279 %</b>	<b>153 %</b>	<b>265 %</b>	<b>144 %</b>	<b>1230 %</b>	<b>159 %</b>	<b>-100 %</b>	<b>-100 %</b>	<b>82 %</b>

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

# Lyhennetty tuloslaskelma ja avainlukuja

Lyhennetty tuloslaskelma	2015	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e	2023e
Liikevaihto	113,0	101	121	104	6,0	115	197	275	275
Käyttökate (EBITDA)	-62,8	-9,2	-5,7	-5,5	-48,8	38,7	83,9	100	172
Oikaistu liikevoitto (EBIT)	-156,6	-103,1	-64,8	-48,5	-52,5	17,2	38,5	50,7	94,6
Liikevoitto (EBIT)	-156,6	-103,1	-64,8	-48,5	-52,5	17,2	38,5	50,7	94,6
Tulos ennen veroja	-162,7	-104,7	-69,2	-37,5	-76,8	3,5	27,6	45,7	91,5
Nettotulos	-165,0	-125,0	-69,2	-37,3	-76,7	3,5	27,6	45,7	82,4
Osakekohtainen tulos	-10,8	-8,2	-4,53	-1,10	-1,09	0,03	0,24	0,40	0,73
Vapaa kassavirta	-122,2	-60,4	-9,2	32,9	-148,4	-4,1	28,1	-20,4	141

Avainluvut	2015	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e	2023e
Liikevaihdon kasvu-%	-34,3 %	-10,5 %	19,7 %	-14,0 %	-94,2 %	1805,6 %	71,4 %	39,4 %	0,0 %
Käyttökate-%	-55,6 %	-9,1 %	-4,7 %	-5,3 %	-809,0 %	33,6 %	42,6 %	36,5 %	62,6 %
Oik. liikevoitto-%	-138,6 %	-102,1 %	-53,5 %	-46,6 %	-869,5 %	14,9 %	19,5 %	18,4 %	34,4 %
Liikevoitto-%	-138,6 %	-102,1 %	-53,5 %	-46,6 %	-869,5 %	14,9 %	19,5 %	18,4 %	34,4 %
ROE-%	-67,8 %	-88,3 %	-86,6 %	-25,1 %	-26,1 %	0,8 %	5,2 %	8,1 %	13,1 %
ROI-%	-50,0 %	-44,5 %	-38,6 %	-16,3 %	-10,2 %	3,1 %	6,6 %	8,0 %	14,1 %
Omavaraisuusaste	61,6 %	51,6 %	28,3 %	50,2 %	57,0 %	83,5 %	83,6 %	79,4 %	90,7 %
Nettovelkaantumisaste	37,6 %	47,3 %	149,3 %	77,1 %	61,2 %	9,4 %	5,7 %	9,6 %	-12,1 %

Osakelukuja	2015	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e	2023e
EPS (oikaistu)	-10,80	-8,18	-4,53	-1,10	-1,09	0,03	0,24	0,40	0,73
Kassavirta / osake	-8,00	-3,96	-0,60	0,93	-2,12	-0,04	0,25	-0,18	1,24
Osinko / osake	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,22
Omapääoma / osake	11,0	7,50	2,97	7,11	4,79	4,54	4,78	5,18	5,91

Lähde: Inderes



# Tase

Vastaavaa	2018	2019	2020e	2021e	2022e
<b>Pysyvät vastaavat</b>	<b>476</b>	<b>573</b>	<b>584</b>	<b>594</b>	<b>664</b>
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aineettomat hyödykkeet	355	371	391	400	388
Käyttöomaisuus	116	196	187	189	271
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset varat	5,4	5,5	5,4	5,4	5,4
Laskennalliset verosaamiset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Vaihtuvat vastaavat</b>	<b>24,5</b>	<b>17,1</b>	<b>32,5</b>	<b>55,5</b>	<b>77,2</b>
Vaihto-omaisuus	1,8	0,0	3,5	5,9	8,2
Muut lyhytaikaiset varat	0,8	0,6	0,3	0,3	0,3
Myyntisaamiset	3,0	0,8	17,3	29,6	41,2
Likvidit varat	18,9	15,7	11,5	19,7	27,5
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>501</b>	<b>590</b>	<b>616</b>	<b>649</b>	<b>741</b>

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2018	2019	2020e	2021e	2022e
<b>Oma pääoma</b>	<b>252</b>	<b>336</b>	<b>515</b>	<b>542</b>	<b>588</b>
Osakepääoma	281	241	241	241	241
Kertyneet voittovarot	-601,9	-678,8	-675,4	-647,8	-602,0
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
<b>Pitkäaikaiset velat</b>	<b>180</b>	<b>232</b>	<b>54,5</b>	<b>48,2</b>	<b>71,3</b>
Laskennalliset verovelat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Varaukset	9,0	12,7	12,7	12,7	12,7
Lainat rahoituslaitoksilta	2,4	43,7	41,8	35,5	58,7
Vaihtovelkakirjalainat	169	175	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Lyhytaikaiset velat</b>	<b>68,9</b>	<b>21,9</b>	<b>47,1</b>	<b>58,4</b>	<b>81,5</b>
Lainat rahoituslaitoksilta	41,7	2,5	17,9	15,2	25,2
Lyhytaikaiset korottomat velat	25,6	9,9	19,6	33,5	46,7
Muut lyhytaikaiset velat	1,6	9,6	9,6	9,6	9,6
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>501</b>	<b>590</b>	<b>616</b>	<b>649</b>	<b>741</b>

# Yhteenveto

Tuloslaskelma	2017	2018	2019	2020e	2021e	Osakekohtaiset luvut	2017	2018	2019	2020e	2021e
Liikevaihto	121,0	104,0	6,0	<b>115,0</b>	<b>197,2</b>	EPS (raportoitu)	-4,53	-1,10	-1,09	<b>0,03</b>	<b>0,24</b>
Käyttökate	-5,7	-5,5	-48,8	<b>38,7</b>	<b>83,9</b>	EPS (oikaistu)	-4,53	-1,10	-1,09	<b>0,03</b>	<b>0,24</b>
Liikevoitto	-64,8	-48,5	-52,5	<b>17,2</b>	<b>38,5</b>	Operat. kassavirta / osake	0,25	0,19	-0,75	<b>0,25</b>	<b>0,73</b>
Voitto ennen veroja	-69,2	-37,5	-76,8	<b>3,5</b>	<b>27,6</b>	Vapaa kassavirta / osake	-0,60	0,93	-2,12	<b>-0,04</b>	<b>0,25</b>
Nettovoitto	-69,2	-37,3	-76,7	<b>3,5</b>	<b>27,6</b>	Omapääoma / osake	2,97	7,11	4,79	<b>4,54</b>	<b>4,78</b>
Kertaluontoiset erät	0,0	0,0	0,0	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	Osinko / osake	0,00	0,00	0,00	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>
<b>Tase</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020e</b>	<b>2021e</b>	<b>Kasvu ja kannattavuus</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020e</b>	<b>2021e</b>
Taseen loppusumma	160,6	500,9	589,6	<b>616,4</b>	<b>649,0</b>	Liikevaihdon kasvu-%	20 %	-14 %	-94 %	<b>1806 %</b>	<b>71 %</b>
Oma pääoma	45,4	251,7	336,0	<b>514,9</b>	<b>542,5</b>	Käyttökateen kasvu-%	-38 %	-3 %	789 %	<b>-179 %</b>	<b>117 %</b>
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	Liikevoiton oik. kasvu-%	-37 %	-25 %	8 %	<b>-133 %</b>	<b>124 %</b>
Nettovelat	67,7	194,1	205,8	<b>48,2</b>	<b>31,0</b>	EPS oik. kasvu-%	-45 %	-76 %	-1 %	<b>-103 %</b>	<b>694 %</b>
<b>Kassavirta</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020e</b>	<b>2021e</b>	Käyttökate-%	-4,7 %	-5,3 %	-809,0 %	<b>33,6 %</b>	<b>42,6 %</b>
Käyttökate	-5,7	-5,5	-48,8	<b>38,7</b>	<b>83,9</b>	Oik. Liikevoitto-%	-53,5 %	-46,6 %	-869,5 %	<b>14,9 %</b>	<b>19,5 %</b>
Nettokäyttöpääoman muutos	9,5	12,0	-3,6	<b>-9,9</b>	<b>-0,8</b>	Liikevoitto-%	-53,5 %	-46,6 %	-869,5 %	<b>14,9 %</b>	<b>19,5 %</b>
Operatiivinen kassavirta	3,8	6,6	-52,3	<b>28,8</b>	<b>83,1</b>	ROE-%	-86,6 %	-25,1 %	-26,1 %	<b>0,8 %</b>	<b>5,2 %</b>
Investoinnit	-18,6	-388,9	-99,7	<b>-32,9</b>	<b>-55,0</b>	ROI-%	-38,6 %	-16,3 %	-10,2 %	<b>3,1 %</b>	<b>6,6 %</b>
Vapaa kassavirta	-9,2	32,9	-148,4	<b>-4,1</b>	<b>28,1</b>	Omavaraisuusaste	28,3 %	50,2 %	57,0 %	<b>83,5 %</b>	<b>83,6 %</b>
						Nettovelkaantumisaste	149,3 %	77,1 %	61,2 %	<b>9,4 %</b>	<b>5,7 %</b>
<b>Suurimmat omistajat</b>						<b>Arvostuskertoimet</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020e</b>	<b>2021e</b>
Handelsbanked Finland standard client A/C			22,0 %			EV/Liikevaihto	2,6	3,9	>100	<b>7,0</b>	<b>4,0</b>
Nordea Bank ABP, Nordea Bank AB (publ)			14,2 %			EV/EBITDA (oik.)	neg.	neg.	neg.	<b>20,7</b>	<b>9,3</b>
Joensuu Kauppa ja Kone			10,5 %			EV/EBIT (oik.)	neg.	neg.	neg.	<b>46,7</b>	<b>20,4</b>
Ålandsbanken AB W8IMY			2,7 %			P/E (oik.)	neg.	neg.	neg.	<b>&gt;100</b>	<b>27,3</b>
Aktia Bank ABP			2,2 %			P/B	5,6	0,8	1,6	<b>1,5</b>	<b>1,4</b>
						Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %	<b>0,0 %</b>	<b>0,0 %</b>

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 tulevastä. 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 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 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
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
14.2.2029	Myy	5,10 SEK	6,50 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](http://www.inderes.fi)

## Palkinnot



STARMINE  
ANALYST AWARDS  
FROM REFINITIV



THOMSON REUTERS  
ANALYST AWARDS  
WINNER



2012, 2016, 2017, 2018,  
2019

Suositus- ja  
ennustetarkkuus



2014, 2016, 2017, 2019

Suositustarkkuus



2014, 2015, 2016, 2018,  
2019

Suositus- ja  
ennustetarkkuus



2012, 2016, 2018, 2019

Suositustarkkuus



2015, 2018

Suositus- ja  
ennustetarkkuus



2017, 2019

Suositustarkkuus



2017

Suositustarkkuus



2018

Ennustetarkkuus



2019

Suositustarkkuus

**Analyysi kuuluu  
kaikille.**