

Endomines i startgroparna

Sanningens stund är nära för Endomines. Nu är det bara någon månad kvar tills bolagets guldproduktion ska starta. Utvecklas allt som det ska står aktien betydligt högre i början av nästa år.

TEXT: ANDERS HÄGERSTRAND | anders.hagerstrand@borsveckan.se

EFTER MÅNGA ÅRS förberedelser är det snart dags för det stora testet för det svensk-finska gruvbolaget Endomines. Någon gång under det fjärde kvartalet - bolaget vägrar säga när - ska den första malmen in bolagets nya anrikningsverk vid underjordsgruvan Pampola i finländska Karelen. Att trimma in ett nytt anrikningsverk är inte enkelt och därför ett riskmoment.

Följaktligen håller investerarna och andra intressenter andan inför ett besked om hur produktionen löper. Vår bedömning är att det finns en tydlig uppsida i Endomines-aktien om den kommersiella produktionen kommer i gång enligt plan i det första kvartalet. Om Endomines lyckas öka produktionen som planerat värderas bolagets kommande vinster och kassaflöden för snålt.

Endomines plan är att guldproduktionen successivt ska öka under det första halvåret 2011 och från och med det tredje kvartalet nästa år ska produktionen ligga på planerad toppnivå, vilket är 900-1000 kilo guld i årstakt. Med den produktions-takten ska Endomines kunna redovisa fria kassaflöden på runt 147 Mkr per år givet dagens guldpris och valutakurser, enligt våra beräkningar. Det kan jämföras med att Endomines börsvärde på First North är cirka 540 Mkr.

Investeringarna som bolaget gjort i Pampola ligger på cirka 200 Mkr, av detta har 74 Mkr finansierats med ett lån från Nordea. Följaktligen kan bolaget i ett tidigt skede få ett stort överskott som kan skiftas ut till ägarna och investeras i nya projekt - om allt går som det ska.

För att minska marknadsrisken prissäkrade Endomines förra hösten 50 procent av den planerade guldproduktionen från och med det tredje kvartalet 2011 till och med 2015. Prissäkring gjordes till 840 euro per ton guld, det är ungefär lika mycket ett

ton guld kostar i euro i dagsläget eftersom dollarn försvagats betydligt mot euron sedan dess. Samtidigt har guldets som handlas i dollar stigit till nya toppnivåer.

Vi räknar med att Endomines redovisar en vinst per aktie på cirka 1,40 kronor på årsbasis när produktionen går fullt. Det innebär att aktien handlas för p/e 5,2. Av allt att döma borde p/e-talet stiga betydligt om bolaget når full produktion som utlovats. Jämförbara guldbolag handlas för ungefär 15 gånger vinsten för 2011 och 12 gånger vinsten för 2012.

Ett problem med att jämföra värderingen mellan olika guldbolag är att livslängden varierar betydligt på olika bolags reserver vilket också ska påverka värderingsmultiplarna. Betydelsen av det ska dock inte överdrivas för mycket. Eftersom den prospektering som krävs för att få malmer klassade som reserver är dyr så väljer gruvbolag i normalfallet att inte prospektera mer än vad som krävs för att få finansiering till att bygga en gruvanläggning eller säkra en produktion för de närmaste åren. Det är alltså relativt ovanligt att guldruvor har så stora reserver att det ger en betydligt längre livslängd än genomsnittet.

Underskattade reserver

Det anrikningsverk som Endomines bygger precis intill Pampola-gruvan har kapacitet för att att hantera 230.000 ton malm per år. Det betyder att bolagets nuvarande malmreserver räcker till produktion i mellan 6 och 7 år. Reserverna i huvudfyndigheten Pampola-gruvan räcker till drygt 4 års produktion, de resterade reserverna finns i satellitfyndigheten Hosko.

Sannolikheten är dock hög för att det finns mer guldreserver längs den 4 mil långa karelska gulddinjen. Det finns sammanlagt 23 fyndigheter i området och ännu har prospektering skett vid bara 5 av dessa. Mellan raderna går det att uttyda att Endomines ledning är relativt säkra på att de kan öka bolagets guldreserver väsentligt. Vi utgår ifrån att Endomines kommer att hitta betydligt mer guld i Pampola-gruvan och längs den karelska gulddinjen. Skulle de misslyckas med det är aktien betydligt mindre intressant.

Det är möjligt att fördubbla kapaciteten i anrikningsverket vid Pampola-gruvan, vilket skulle innebära en investering på cirka 18,4 Mkr. När intäkterna från guld-



produktionen är i gång räknar bolaget med att lägga cirka 9,2 Mkr per år på prospektering. Bolaget ska dels borra djupare ner i Pampola-gruvan och dels utforska satellitfyndigheterna. Malm som eventuellt kommer att brytas vid satellitfyndigheter ska transporteras med lastbil till anrikningsverket vid Pampola-gruvan.

Det är populärt att jämföra Endomines med Nordic Mines eftersom båda bolagen är nära att starta guldproduktion. Det senare bolagets projekt och reserver är betydligt större men å andra sidan är vår bedömning att Endomines har bättre möjlighet att öka sina reserver. Vi anser att man ska äga aktier i båda bolagen för att sprida riskerna.

Endomines-aktien har de senaste veckorna handlats i spannet 7,15-7,80 kronor. Vi tror inte att den låga värderingen av aktien beror på att marknaden ser en betydande risk för att något ska gå snett under de närmaste månaderna. De flesta bedömare är nog ense om att sannolikheten är hög för att uppstarten i stort sett ska gå enligt plan. Det rabatten istället antagligen beror på är att om något mot förmodan går snett så kan det snabbt innebära stora problem för Endomines. Eftersom bolaget inte har kassaflöde från någon annan produktionen kan ytterligare kostnader eller betydande förseningar sätta bolaget i en svår finansiell situation.

Men givet rådande starka guldmarknad och Endomines låga värdering tycker vi att det är värt att axla den relativt låga risk som finns för att bolaget råkar ut för seriösa problem i samband med produktionsstarten. Köp aktien. ■

