

ENDOMINES

21.10.2026 8.10 EEST



Atte Jortikka, Analyttikko
+358 40 054 3725
atte.jortikka@inderes.fi

INDERESIN YHTIÖASIAKAS
YHTIÖRAPORTTI



Heikko tuotanto painaa tulosta

Endomines julkaisee Q3-osavuositarkastuksensa torstaina 5.11. Kvartaalin tuotanto jäi jo lokakuun alussa julkaistuissa luvuissa selvästi odotuksistamme, minkä vuoksi laskimme ennusteitamme etenkin tuotannon osalta. Arvioimme nyt myös ensi vuoden tuotantokasvun jäävän selvästi aiemmin ennakoimastamme. Laskemme tavoitehintamme 8,0 euroon (aik. 8,9 euroa), mikä vastaa osien summaan perustuvaa laskelmaamme. Suosituksemme säilyy vähennä-tasolla.

Tuotanto ja kulan hinta painavat kvartaalia

Ennustamme kolmannen kvartaalin liikevaihdon laskeneen 13 MEUR:oon (aik. 17 MEUR) toisen kvartaalin 16 MEUR:sta. Endomines raportoi vuonna 2025 vain puolivuositain, joten vertailukauden kolmannen kvartaalin taloudellisia lukuja ei ole saatavilla. Pampalon kullantuotanto oli kolmannella kvartaalilla 3 854 unssia, mikä jäi myös vertailukauden 4 010 unssista sekä selvästi aiemmasta noin 4 900 unssin ennusteestamme. Yhtiön mukaan kvartaalin tuotannossa oli mukana alhaisemman pitoisuuden alueita, mikä selittää tuotannon heikkoutta.

Myös kulan keskihinta laski kvartaalilla hieman alle 4 300 USD:iin unssilta toisen kvartaalin noin 4 500 USD:sta. Ennustamme yksikkökustannuksen olleen noin 1 600 EUR/unssi, sillä pieni tuotantomäärä heikentää kiinteiden kulujen jakautumista. Aiempia odotuksiamme ja edellistä kvartaalia heikomman tuotantovolyymin myötä odotamme konsernin käyttökateen laskeneen 4,7 MEUR:oon (aik. 8,3 MEUR) toisen kvartaalin 5,5 MEUR:sta ja oikaistun osakekohtaisen tuloksen olleen 0,07 euroa (aik. 0,16 euroa).

Ohjeistuksen alalaita vaatii ennätysellistä loppuvuotta

Endomines toisti ohjeistuksensa, jonka mukaan koko vuoden kullantuotanto kasvaa 10 ja 20 %:n välillä edellisvuoden 16 630 unssista. Ennustamme viimeiselle neljännekselle noin 4 960 unssin tuotantoa (aik. noin 4 830 unssia), mikä olisi uusi kvartaaliennätys ja nostaisi koko vuoden tuotannon noin 18 500

unssiin (aik. noin 19 400 unssia). Tämä vastaisi noin 11 %:n kasvua (aik. noin 17 %) eli ohjeistuksen alalaitaa. Laskimme tuotantoennusteitamme myös tuleville vuosille, nostimme yksikkökustannusoletuksiamme ja laskimme hieman ensi vuoden kulan hintaoletustamme. Käyttökate-ennusteemme on nyt kuluvalle vuodelle 26 MEUR (aik. 31 MEUR) ja ensi vuodelle 34 MEUR (aik. 44 MEUR).

Bolidenin kanssa uusittu rikastesopimus parantaa yhtiön arvion mukaan nettotulosta vuonna 2027 noin 1,7 ja 2,3 MEUR:n välillä. Ennusteemme sisältävät kuitenkin jo parannuksen tuotannon tehokkuuteen nykytasoilta, ja arvioimme sen kattavan sopimuksen tuoman hyödyn. Q3- raportissa huomioimme kiinnitty erityisesti yksikkökustannustasoon, loppuvuoden tuotantonäkymiin sekä uuden sopimuksen taustaoletuksiin.

Osien summa laski ennustemuutosten myötä

Arvostamme Endominesia osien summalla, joka laski 8,0 euroon osakkeelta (aik. 8,9 euroa). Pampalon tuotannon nykyarvo laski mallissamme ennustemuutosten myötä. Myös Karjalan kultalinjan malminetsinnän ja kehityksen arvo laski, kun tulospohjainen ja varantoperusteinen arvo laskivat verrokkiyhtiöiden matalampien hinnoittelukertoimien myötä. Kassavirtamallin mukainen arvo (noin 190 MEUR) säilyi sen sijaan ennallaan, sillä emme muuttaneet pitkän aikavälin ennusteitamme markkinaparametrien tai hankkeen tuotantopotentiaalin osalta. Muiden omaisuusarvojen arvot säilyivät laskelmassa karkeasti ennallaan. Laskelmamme asettuu hieman nykyisen osakekurssin alapuolelle. Myös tulospohjaiset kertoimet ovat kiristyneet ennustemuutosten myötä (EV/EBITDA 2026-27e noin 13-10x).

Noin 335 MEUR:n yritysarvo vastaa noin 540 euroa nykyistä varantounssia kohden, kun verrokkiyhtiöiden mediaani on noin 200 euroa unssilta. Yhtiön tavoittelemilla 1,5 ja 2,0 miljoonan unssin varannoilla kerroin olisi noin 170 ja 225 euron välillä eli karkeasti verrokkien tasolla, joten arvostus nojaa vahvasti malminetsinnän onnistumiseen.

Suositus

Vähennä

(aik. Vähennä)

Tavoitehinta:

8,00 EUR

(aik. 8,90 EUR)

Osakekurssi:

8,78 EUR

Liiketoimintariski



Arvostusriski



	2025	2026e	2027e	2028e
Liikevaihto	45,5	64,5	73,2	81,1
kasvu-%	58 %	42 %	13 %	11 %
EBIT oik.	11,5	21,1	29,7	30,3
EBIT-% oik.	25,3 %	32,6 %	40,6 %	37,4 %
Nettotulos	7,3	18,1	22,8	23,2
EPS (oik.)	0,94	0,50	0,59	0,61

P/E (oik.)	30,7	17,5	14,8	14,5
P/B	6,1	4,5	3,5	2,8
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
EV/EBIT (oik.)	30,7	15,9	11,0	10,5
EV/EBITDA	21,7	12,8	9,6	8,9
EV/Liikevaihto	7,8	5,2	4,5	3,9

Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

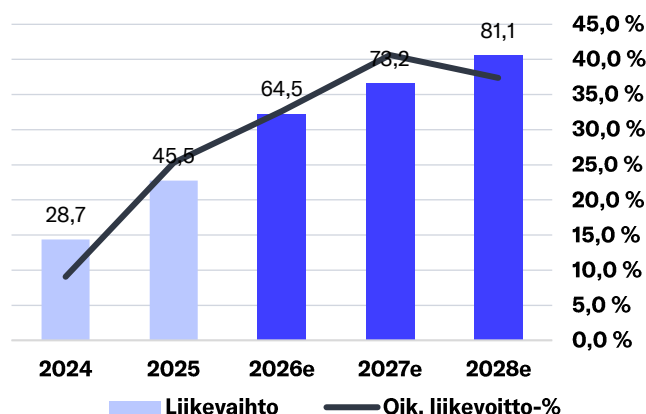
Endomines arvioi kulan tuotannon kasvavan 10–20 % suhteessa vertailukauteen (2025 tuotanto 16 630 unssia)

Osakekurssi



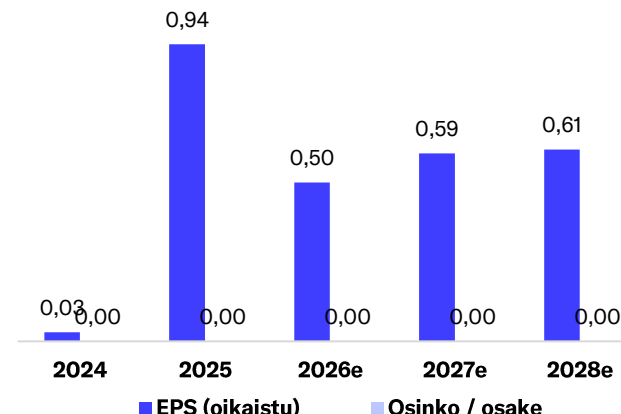
Lähde: Millistream Market Data AB

Liikevaihto ja liikevoitto-% (oik.)



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes

Arvoajurit

- Pampalon syväjatkeen elinkaaren asteittainen pidentyminen
- Onnistuneet malminetsintäinvestoinnit Karjalan kultalinjalla
- Eteläisen kultalinjan suunnitelmien mukainen kehittäminen mahdollistaa tuotannon kasvattamisen uudelle tasolle
- USA:ssa Montanan hankkeiden arvonnousu
- Kullan hinnan nousu

Riskitekijät

- Pampalon tuotannon häiriöt tai syväjatkeen elinkaaren jatkamisessa epäonnistuminen
- Malminetsinnän heikot tulokset ja Karjalan kultalinjan geologinen epävarmuus
- Eteläisen kultalinjan projektiriskien realisoituminen (ml. luvitus)
- Kullan hinnan lasku

Arvostustaso	2026e	2027e	2028e
Osakekurssi	8,78	8,78	8,78
Osakemäärä, milj. kpl	38,4	38,4	38,4
Markkina-arvo	337	337	337
Yritysarvo (EV)	335	328	318
P/E (oik.)	17,5	14,8	14,5
P/E	18,6	14,8	14,5
P/B	4,5	3,5	2,8
P/S	5,2	4,6	4,2
EV/Liikevaihto	5,2	4,5	3,9
EV/EBITDA	12,8	9,6	8,9
EV/EBIT (oik.)	15,9	11,0	10,5
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %

Lähde: Inderes

Otimme tuotantoennusteiden kunnianhimoa alaspäin

Tuotantoennusteiden lasku painaa tulevien vuosien tulosta

Laskimme kuluvan vuoden käyttökate-ennusteeemme 26 MEUR:oon (aik. 31 MEUR) ja ensi vuoden ennusteeemme 34 MEUR:oon (aik. 44 MEUR), eli ennusteet laskivat noin 15 % ja 22 %. Muutosten taustalla ovat pääosin aiempaa maltillisemmat tuotantoennusteet, sillä ennustamme nyt ensi vuodelle noin 20 900 unssin tuotantoa (aik. noin 23 400 unssia). Ennusteitamme painoivat myös aiempaa korkeampi yksikkökustannus, jonka odotamme olevan ensi vuonna noin 1 500 EUR/unssi, sekä kullan hintaoletuksen lasku.

Heikompi euro tukee tulevien vuosien euromääräistä kullan hintaa

Kullan hintaoletuksemme perustuvat kullan forward-hintaan sekä konsensusennusteisiin. Laskimme kuluvan vuoden oletustamme noin 4 500 USD:iin unssilta (aik. 4 600 USD),

kun neljännen kvartaalin oletuksemme laski 4 350 USD:iin (aik. 4 575 USD). Ensi vuoden oletuksemme laski hieman noin 4 650 USD:iin (aik. 4 775 USD), ja vuodelle 2028 ennusteeemme säilyi karkeasti ennallaan noin 4 450 USD:n tasolla. Pitkän aikavälin oletuksemme säilyi noin 4 100 USD:ssa. Kullan hinta on nyt noin 4 100 dollaria unssilta. Ennusteet edellyttävät siis hinnan nousua jo neljännellä kvartaalilla ja selvästi nykyistä korkeampaa hintatasoa ensi vuonna.

Valuuttaoletuksissamme euro on aiempaa heikompi, sillä oletamme EUR/USD-kurssin olevan ensi vuonna 1,17 (aik. 1,19), vuonna 2028 1,16 (aik. 1,17).

Endomines kertoi lokakuun puolivälissä jatkavansa Pampalon kultarikasteen myyntisopimusta Bolidenin kanssa vuoden 2032 loppuun asti. Uusittu sopimus tulee voimaan tammikuussa 2027, ja yhtiö arvioi sen parantavan nettotulostaan vuonna 2027 noin 1,7 ja 2,3 MEUR:n välillä. Odotamme ennusteissamme jo parannusta tuotannon

tehokkuuteen nykytasoilta, ja arvioimme sen kattavan sopimuksen tuoman tulosparannuksen, joten emme nostaneet ennusteitamme sopimuksen perusteella.

Tuloksen ohella seuraamme päivityksiä yhtiön kehityshankkeista. Endomines julkaisi syyskuussa uusia kairaustuloksia Ukkolanvaaran esiintymästä, ja yhtiö tavoittelee esiintymän ensimmäisen mineraalivarantoarvion valmistumista vuoden 2027 alkupuolella. Odotamme mielenkiinnolla tuloksia esiintymän pohjoisen ja eteläisen alueen väliseltä noin 500 metrin vyöhykkeeltä. Eteläisen kultalinjan hanketta, joka tähtää kullan, volframin ja molybdeenin tuotantoon, ei puolestaan valittu lokakuussa EU:n strategiseksi hankkeeksi. Odotamme johdolta kommentteja siitä, miten päätös vaikuttaa hankkeen luvitukseen ja rahoitukseen.

Ennustetaulukko	Q3'25	Q3'26	Q3'26e	2026e
MEUR / EUR	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Inderes
Liikevaihto			12,9	64,5
Käyttökate			4,7	26,1
Liikevoitto (oik.)			3,2	21,1
Liikevoitto			3,2	19,9
Tulos ennen veroja			2,6	17,9
EPS (raportoitu)			0,07	0,50
Liikevaihdon kasvu-%				41,9 %
Käyttökate-%			36,3 %	40,5 %

Lähde: Inderes

Ennustemuutokset	2026e	2026	Muutos	2027e	2027e	Muutos	2028e	2028e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	69,1	64,5	-7 %	82,5	73,2	-11 %	84,8	81,1	-4 %
Käyttökate	30,8	26,1	-15 %	44,1	34,3	-22 %	42,0	35,6	-15 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	25,8	21,1	-18 %	39,6	29,7	-25 %	36,7	30,3	-17 %
Liikevoitto	24,6	19,9	-19 %	39,6	29,7	-25 %	36,7	30,3	-17 %
Tulos ennen veroja	22,6	17,9	-21 %	37,6	27,7	-26 %	34,7	28,3	-18 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,62	0,50	-20 %	0,80	0,59	-26 %	0,74	0,61	-18 %
Osakekohtainen osinko	0,00	0,00		0,00	0,00		0,00	0,00	

Lähde: Inderes

Muutokset vaikuttivat negatiivisesti osien summaan

Osien summa laski ennustemuutosten myötä

Ennustemuutosten myötä Pampalon tuotannon nykyarvo laski mallissamme 152 MEUR:oon (aik. 175 MEUR). Karjalan kultalinjan malminetsinnän ja kehityksen arvo laski 189 MEUR:oon (aik. 205 MEUR), kun sekä tulosperusteinen että varantoperusteinen arvo laskivat madaltuneiden verrokkikertoimien myötä. Yhdysvaltojen kaivosten arvo on ennallaan 20 MEUR ja konsernikulujen nykyarvo noin 29 MEUR.

Lähestymme Karjalan kultalinjan malminetsintäpotentiaalin ja kehityshankkeiden arvoa kolmesta tulokulmasta, jotka ovat kassavirtaperusteinen, tulosperusteinen ja varantoperusteinen menetelmä. Soveltamiemme menetelmien haarukka on mallissamme noin 177–202 MEUR, ja käytämme osien summassa niiden keskiarvoa. Näkemyksemme mukaan pääosa Pampalon tuotantoklusterin ulkopuolisesta arvosta muodostuu Eteläisen kultalinjan hankkeesta, joka on yhtiön kehitysaikataulussa seuraavana.

Hinnoittelu kireä nykyisellä tekemisellä

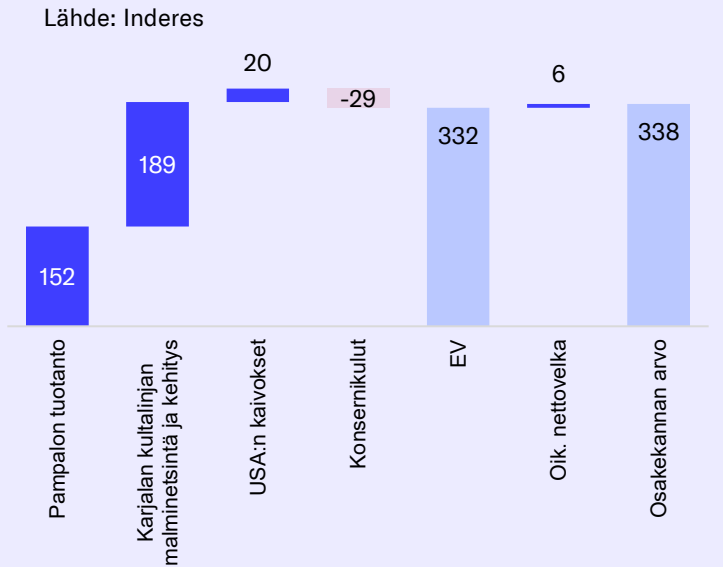
Verrokkiryhmän mineraalivarannot (mitatut, osoitetut ja mahdolliset) on arvostettu mediaanina noin 200 euron (aik. noin 230 euroa) arvoiseksi unssia kohden suhteessa yhtiöiden yritysarvoihin. Nykyisillä varannoilla ja noin 335 MEUR:n yritysarvolla Endominesin varantopohjainen arvostus asettuu noin 540 euroon unssilta, mikä vastaa noin 180 %:n preemiota verrokkiryhmään nähden. Yhtiön tavoittelemilla 1,5 ja 2,0 miljoonan unssin varannoilla kerroin laskisi kuitenkin noin 170 ja 225 euron välille unssilta eli karkeasti verrokkiryhmän tasolle, joten nykyarvostus hinnoittelee jo ennakkoon tavoitteiden saavuttamista.

Myös tulospohjainen arvostus on kiristynyt ennustemuutosten myötä. Osakkeen oikaistu P/E on kuluvalle vuodelle noin 18x ja ensi vuodelle noin 15x (aik. 13x ja 10x), ja vastaavat EV/EBITDA-kertoimet ovat noin 13x ja 10x (aik. 10x ja 7x). Endomines hinnoitellaan selvällä preemiolla verrokkeihin nähden, sillä verrokkiryhmän vastaavat mediaanikertoimet ovat samoille vuosille noin 11x ja 8x (P/E) sekä 6x ja 4x (EV/EBITDA).

Osien summa osakekurssin alapuolella

Osien summa indikoi 8,0 euron (aik. 8,9 euroa) osakekohtaista arvoa, kun huomioimme vaihtovelkakirjalainojen kautta tulevan potentiaalisen laimennuksen. Laskelmamme asettuu nykyisen osakekurssin alapuolelle. Endominesin potentiaalinen kannalta kullan hinta on tärkein yksittäinen tekijä, ja se vaikuttaa tuotannon kannattavuuden lisäksi kehityshankkeiden toteutettavuuteen ja malminetsinnän investointeihin. Pidämme yhtiön pääasiallisena arvoajurina tuleville vuosille Karjalan kultalinjan malminetsintää ja kehityshankkeita, joihin liittyy yhä merkittävää epävarmuutta etenkin aikataulun, luvituksen, investoinnin koon ja rahoituksen osalta. Eteläisen kultalinjan hanke jäi lokakuussa ilman EU:n strategisen hankkeen asemaa, mikä ei madalla näitä riskejä. Onnistuessaan Eteläisen kultalinjan hanke, malminetsinnän tuomat varantolisäykset ja kriittisten mineraalien (volframi ja molybdeeni) hyödyntäminen voisivat kuitenkin nostaa osakkeen arvoa selvästi nykytasolta. Hankkeen epävarmuudet ja mittavat investoinnit huomioiden riskikorjattu tuotto-odotus ei mielestämme ole vielä riittävä.

Arvostustaso	2026e	2027e	2028e
Osakekurssi	8,78	8,78	8,78
Osakemäärä, milj. kpl	38,4	38,4	38,4
Markkina-arvo	337	337	337
Yritysarvo (EV)	335	328	318
P/E (oik.)	17,5	14,8	14,5
P/E	18,6	14,8	14,5
P/B	4,5	3,5	2,8
P/S	5,2	4,6	4,2
EV/Liikevaihto	5,2	4,5	3,9
EV/EBITDA	12,8	9,6	8,9
EV/EBIT (oik.)	15,9	11,0	10,5
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %

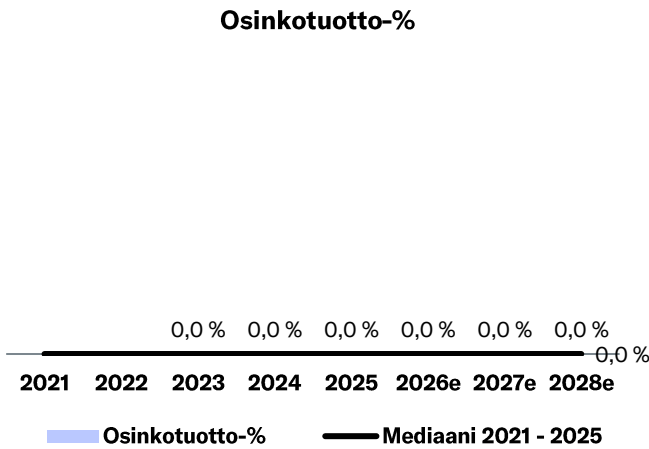
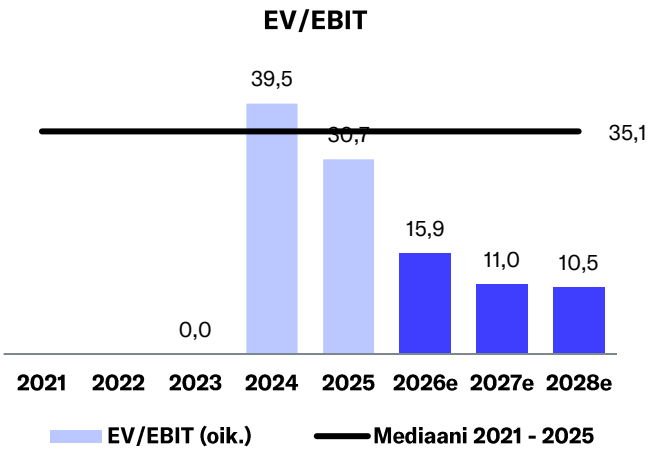
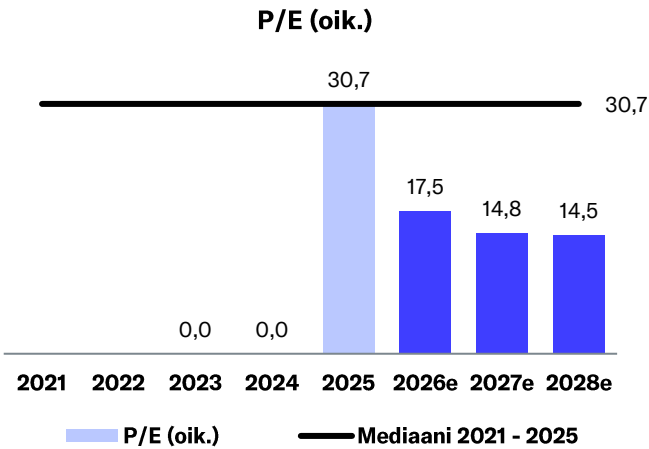


- Osakekannan käypä arvo odotetulla laimennuksella* 338 MEUR, 8,0 EUR/osake**
- Mallin osakemäärä on ~42,4 Mkpl, mikä sisältää arviomme yhtiön nykyisten vvk-lainojen kautta tulevasta potentiaalisesta diluutiosta seuraavan 12 kuukauden aikana ja sitä vastaavasta nettovelan laskusta.

Arvostustaulukko

Arvostustaso	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	2029e
Osakekurssi			6,00	8,26	28,8	8,78	8,78	8,78	8,78
Osakemäärä, milj. kpl			9,80	10,8	12,0	38,4	38,4	38,4	38,4
Markkina-arvo			59	89	344	337	337	337	337
Yritysarvo (EV)			74	103	354	335	328	318	313
P/E (oik.)			neg.	>100	30,7	17,5	14,8	14,5	17,6
P/E			neg.	>100	47,0	18,6	14,8	14,5	17,6
P/B			1,8	2,2	6,1	4,5	3,5	2,8	2,4
P/S			3,0	3,1	7,6	5,2	4,6	4,2	4,3
EV/Liikevaihto			3,7	3,6	7,8	5,2	4,5	3,9	4,0
EV/EBITDA			neg.	17,7	21,7	12,8	9,6	8,9	10,1
EV/EBIT (oik.)			neg.	39,5	30,7	15,9	11,0	10,5	13,3
Osinko/tulos (%)			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 %

Lähde: Inderes



Taulukon markkina-arvo ja yritysarvo huomioivat ennustevuosien osalta ennustetun muutoksen osakemäärässä ja nettovelassa.

Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
			2026e	2027e	2026e	2027e	2026e	2027e	2026e	2027e	2026e	2027e	2026e
Westgold Resources	2934	2602	5,0	4,7	3,6	3,4	1,7	1,7	8,1	7,5	1,3	1,7	1,9
Bellevue Gold	1328	1416	111,7	9,6	10,1	5,0	4,0	2,7		12,7			2,5
Wesdome Gold Mines	2899	2656	5,0	4,3	5,0	4,2	3,4	2,9	9,6	7,5	0,2	0,3	
Hochschild Mining	3072	3166	5,1	4,7	4,0	3,4	2,2	2,0	9,3	7,6	1,5	1,8	3,1
Eldorado Gold Corp	8206	9294	9,2	5,2	6,8	4,0	3,9	2,5	10,6	6,7	0,8	0,9	1,4
Coeur Mining	14049	13736	7,4	5,4	5,7	3,8	3,1	2,5	12,3	7,4	0,3	0,3	1,5
Centerra Gold	3823	3454	7,3	6,5	6,0	5,3	2,1	2,0	12,7	10,8	1,1	1,1	1,9
Agnico Eagle	84785	81945	9,3	8,7	8,4	8,1	6,0	5,8	15,9	15,6	0,9	0,9	3,1
Capricorn Metals	4025	3723	12,7	10,9	11,9	10,3	7,9	6,6	19,3	16,9	0,9	0,8	4,8
Alamos Gold	11952	11538	8,5	6,3	7,6	5,6	5,3	4,2	13,4	10,3	0,9	0,9	2,7
Regis Resources	3298	2651	3,9	4,3	3,0	3,3	1,7	1,8	6,9	7,4	4,3	3,7	2,3
Endomines (Inderes)	337	335	15,9	11,0	12,8	9,6	5,2	4,5	17,5	14,8	0,0	0,0	4,5
Keskiarvo			16,8	6,4	6,5	5,1	3,7	3,1	11,8	10,0	1,2	1,2	2,5
Mediaani			7,4	5,4	6,0	4,2	3,4	2,5	11,4	7,6	0,9	0,9	2,4
Erotus-% vrt. mediaani			114 %	104 %	114 %	130 %	55 %	81 %	53 %	94 %	-100 %	-100 %	89 %

Lähde: Refinitiv / Inderes

Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2024	H1'25	H2'25	2025	Q1'26	Q2'26	Q3'26e	Q4'26e	2026e	2027e	2028e	2029e
Liikevaihto	28,7	21,5	24,0	45,5	18,5	16,2	12,9	17,0	64,5	73,2	81,1	78,6
Käyttökate	5,8	7,7	8,7	16,3	8,8	5,5	4,7	7,2	26,1	34,3	35,6	31,1
Poistot ja arvonalennukset	-3,2	-2,2	-6,5	-8,7	-1,5	-1,7	-1,5	-1,5	-6,2	-4,5	-5,2	-7,5
Liikevoitto ilman kertaeriä	2,6	5,4	6,1	11,5	8,4	3,8	3,2	5,7	21,1	29,7	30,3	23,6
Liikevoitto	2,6	5,4	2,2	7,6	7,3	3,8	3,2	5,7	19,9	29,7	30,3	23,6
Nettorahoituskulut	-2,3	-3,1	-1,3	-4,4	-0,3	-0,5	-0,6	-0,6	-2,0	-2,0	-2,0	-0,2
Tulos ennen veroja	0,4	2,3	0,9	3,2	7,0	3,2	2,6	5,1	17,9	27,7	28,3	23,3
Verot	0,0	0,0	4,2	4,2	0,1	0,1	0,0	0,0	0,2	-5,0	-5,1	-4,2
Vähemmistöosuudet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	0,3	2,3	5,0	7,3	7,1	3,3	2,6	5,1	18,1	22,8	23,2	19,1
EPS (oikaistu)	0,03	0,19	0,74	0,94	0,18	0,09	0,07	0,13	0,50	0,59	0,61	0,50
EPS (raportoitu)	0,03	0,19	0,42	0,61	0,58	0,09	0,07	0,13	0,47	0,59	0,61	0,50

Tunnusluvut	2024	H1'25	H2'25	2025	Q1'26	Q2'26	Q3'26e	Q4'26e	2026e	2027e	2028e	2029e
Liikevaihdon kasvu-%	45,7 %	64,1 %	53,7 %	58,5 %	77,2 %	46,0 %	0,0 %	-29,0 %	41,9 %	13,5 %	10,8 %	-3,1 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%					236,1 %	29,1 %		-6,2 %		41,2 %	1,9 %	-22,3 %
Käyttökate-%	20,2 %	35,6 %	36,1 %	35,9 %	47,5 %	34,0 %	36,3 %	42,4 %	40,5 %	46,8 %	43,8 %	39,6 %
Oikaistu liikevoitto-%	9,1 %	25,2 %	25,4 %	25,3 %	45,5 %	23,3 %	24,7 %	33,6 %	32,6 %	40,6 %	37,4 %	30,0 %
Nettotulos-%	1,1 %	10,8 %	20,9 %	16,1 %	38,3 %	20,6 %	20,0 %	30,1 %	28,0 %	31,1 %	28,6 %	24,4 %

Lähde: Inderes

Vastaavaa	2025	2026e	2027e	2028e
Pysyvät vastaavat	68,4	89,2	107	123
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	0,0
Aineettomat hyödykkeet	31,9	33,9	33,9	33,2
Käyttöomaisuus	31,3	50,1	67,6	84,5
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset varat	0,9	0,9	0,9	0,9
Laskennalliset verosaamiset	4,3	4,3	4,3	4,3
Vaihtuvat vastaavat	23,9	22,6	28,5	34,2
Vaihto-omaisuus	1,1	1,6	1,8	2,0
Muut lyhytaikaiset varat	11,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	7,9	11,0	11,0	10,5
Likvidit varat	3,9	10,0	15,7	21,6
Taseen loppusumma	92,3	112	135	157

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2025	2026e	2027e	2028e
Oma pääoma	56,6	74,7	97,4	121
Osakepääoma	53,3	53,3	53,3	53,3
Kertyneet voittovarot	-128,2	-110,1	-87,4	-64,1
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	132	132	132	132
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	20,4	14,8	13,3	9,5
Laskennalliset verovelat	0,0	0,0	0,0	0,0
Varaukset	6,8	7,5	7,5	7,5
Korolliset velat	5,0	2,0	2,0	2,0
Vaihtovelkakirjalainat	8,6	5,3	3,8	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset velat	15,3	22,3	24,4	26,9
Korolliset velat	0,1	1,0	1,0	1,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	15,2	21,3	23,4	25,9
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	92,3	112	135	157

Yhteenveto

Tuloslaskelma	2024	2025	2026e	2027e
Liikevaihto	28,7	45,5	64,5	73,2
Käyttökate	5,8	16,3	26,1	34,3
Liikevoitto	2,6	7,6	19,9	29,7
Voitto ennen veroja	0,4	3,2	17,9	27,7
Nettovoitto	0,3	7,3	18,1	22,8
Kertaluontoiset erät	0,0	-3,9	-1,1	0,0
Tase	2024	2025	2026e	2027e
Taseen loppusumma	75,8	92,3	111,8	135,2
Oma pääoma	41,2	56,6	74,7	97,4
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettovelat	13,3	9,8	-1,7	-8,9
Kassavirta	2024	2025	2026e	2027e
Käyttökate	5,8	16,3	26,1	34,3
Nettokäyttöpääoman muutos	2,8	-12,9	13,5	1,9
Operatiivinen kassavirta	8,4	2,4	39,9	30,8
Investoinnit	-18,0	-2,7	-27,0	-22,0
Vapaa kassavirta	-4,9	-5,2	17,6	9,8
Arvostuskertoimet	2024	2025	2026e	2027e
EV/Liikevaihto	3,6	7,8	5,2	4,5
EV/EBITDA	17,7	21,7	12,8	9,6
EV/EBIT (oik.)	39,5	30,7	15,9	11,0
P/E (oik.)	>100	30,7	17,5	14,8
P/B	2,2	6,1	4,5	3,5
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %

Lähde: Inderes

Osakekohtaiset luvut	2024	2025	2026e	2027e
EPS (raportoitu)	0,03	0,61	0,47	0,59
EPS (oikaistu)	0,03	0,94	0,50	0,59
Operat. Kassavirta / osake	0,77	0,20	1,04	0,80
Operat. Vapaa kassavirta / osake	-0,45	-0,43	0,46	0,26
Omapääoma / osake	3,80	4,73	1,95	2,54
Osinko / osake	0,00	0,00	0,00	0,00
Kasvu ja kannattavuus	2024	2025	2026e	2027e
Liikevaihdon kasvu-%	46 %	58 %	42 %	13 %
Käyttökatteen kasvu-%			60 %	31 %
Liikevoiton oik. kasvu-%			83 %	41 %
EPS oik. kasvu-%			-47 %	18 %
Käyttökate-%	20,2 %	35,9 %	40,5 %	46,8 %
Oik. Liikevoitto-%	9,1 %	25,3 %	32,6 %	40,6 %
Liikevoitto-%	9,1 %	16,7 %	30,9 %	40,6 %
ROE-%	0,8 %	15,0 %	27,6 %	26,4 %
ROI-%	5,0 %	12,0 %	26,0 %	31,8 %
Omavaraisuusaste	54,4 %	61,3 %	66,8 %	72,1 %
Nettovelkaantumisaste	32,2 %	17,3 %	-2,3 %	-9,2 %
Nettovelka/käyttökate	2,3	0,6	-0,1	-0,3
EBITDA/nettorahoituskulut	2,6	3,7	12,8	17,2

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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

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

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

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen 12 kuukauden kokonaistuotto-odotukseen (sis. kurssinousu ja osingot) ja huomioi Inderesin näkemyksen tuotto-odotukseen liittyvästä riskistä. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituskin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään 2-4 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 arvonmäärittämis menetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmäärittämis menetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

Inderesin suosituspolitiikka perustuu seuraavaan jakaumaan suhteessa osakkeen 12 kuukauden riskikorjattuun kokonaistuotto-odotukseen.

Osta	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on erittäin houkutteleva
------	---

Lisää Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on houkutteleva

Vähennä Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on heikko

Myy Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on erittäin heikko

Osakkeen 12 kuukauden riskikorjatun kokonaistuotto-odotuksen yllä esitettyjen määritelmien mukainen arviointi on yhtiökohtaista ja subjektiivista. Siten eri osakkeilla samansuuruiset 12 kk kokonaistuotto-odotukset voivat johtaa eri suosituksiin eikä eri osakkeiden suosituksia ja 12 kk kokonaistuotto-odotuksia tule verrata keskenään. Tuotto-odotuksen vastapuolena toimii sijoittajan Inderesin näkemyksen mukaan ottama riski, joka vaihtelee voimakkaasti eri yhtiöiden ja tilanteiden välillä. Korkea tuotto-odotus ei siis välttämättä johda positiiviseen suositukseen riskien ollessa poikkeuksellisen suuria, eikä matala tuotto-odotus johda vastaavasti negatiiviseen suositukseen riskien ollessa Inderesin näkemyksen mukaan maltillisia.

Inderesin tutkimusta latineilla 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 Oyj voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoittavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oyj:n omistukset esitetään yksilöitynä mallisalkussa. Inderes Oyj:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin latineen analyttikon palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oyj:llä ei ole investointipankkiliiketoimintaa.

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

Kaikki Inderes Oyj:n osakeomistukset sen seurannassa olevissa kohdeyhtiöissä esitetään yksilöityinä oikeaa rahaa sijoittavassa Inderes Oyj:n mallisalkussa.

Lisätietoa Inderesin tutkimuksesta: <http://www.inderes.fi/research-disclaimer/>

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

Suositushistoria (>12 kk)			
Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
02/12/2020	Myy	3,20 SEK	3,60 SEK
05/01/2021	Vähennä	3,20 SEK	3,07 SEK
20/01/2021	Lisää	3,20 SEK	2,65 SEK
19/02/2021	Lisää	3,20 SEK	2,50 SEK
21/05/2021	Lisää	3,00 SEK	2,56 SEK
20/08/2021	Vähennä	3,00 SEK	3,02 SEK
12/11/2021	Vähennä	2,50 SEK	2,60 SEK
17/01/2022	Vähennä	2,50 SEK	2,73 SEK
28/02/2022	Vähennä	2,20 SEK	2,20 SEK
20/04/2022	Vähennä	2,30 SEK	2,53 SEK
01/07/2022	Vähennä	2,10 SEK	2,12 SEK
19/08/2022	Vähennä	1,80 SEK	1,74 SEK
Osakesarjan käänteinen split 40:1			
29/11/2022	Vähennä	55,0 SEK	55,2 SEK
Sulautuminen ja raportointivaluutan vaihtuminen euroiksi			
20/12/2022	Lisää	5,50 €	4,69 €
16/02/2023	Vähennä	5,50 €	6,05 €
05/04/2023	Lisää	5,60 €	4,86 €
16/06/2023	Lisää	5,30 €	3,92 €
18/08/2023	Vähennä	4,40 €	4,30 €
22/12/2023	Vähennä	4,70 €	5,15 €
12/02/2024	Myy	5,20 €	6,95 €
16/02/2024	Myy	5,20 €	6,55 €
09/04/2024	Vähennä	6,60 €	6,86 €
13/08/2024	Myy	7,30 €	8,38 €
16/08/2024	Vähennä	7,50 €	8,04 €
28/11/2024	Vähennä	7,20 €	7,36 €
10/02/2025	Vähennä	8,40 €	8,60 €
14/02/2025	Vähennä	10,40 €	11,50 €
17/04/2025	Vähennä	16,20 €	15,78 €
30/05/2025	Lisää	19,50 €	17,44 €
12/08/2025	Myy	24,00 €	29,30 €
15/08/2025	Vähennä	25,50 €	27,45 €
06/10/2025	Lisää	29,50 €	26,30 €
07/01/2026	Lisää	32,00 €	28,75 €
06/02/2026	Lisää	33,00 €	29,55 €
Osakesarjan split 3:1			
13/05/2026	Vähennä	11,00 €	10,86 €
28/07/2026	Vähennä	8,60 €	7,81 €
14/08/2026	Vähennä	8,90 €	8,30 €
21/10/2026	Vähennä	8,00 €	8,78 €



TIETO ON SJOITTAJAN PERUSOIKEUS

Inderes demokratisoi sijoittajatiedon yhdistämällä sijoittajat ja pörssiyhtiöt. Sijoittajille olemme luotetun tiedon analyysipalvelu ja yhteisö, ja pörssiyhtiöille olemme laadukkaan sijoittajaviestinnän kumppani. Yli 500 pörssiyhtiötä Euroopassa hyödyntää sijoittajaviestinnän tuotteitamme ja osakeanalyysipalveluitamme tarjotakseen parempaa sijoittajaviestintää omistajilleen.

Tavoitteemme on olla finanssialan sijoittajalähtöisin yhtiö. Inderes on perustettu vuonna 2009 sijoittajien toimesta, sijoittajia varten. Nasdaq First North -listattuna yhtiönä ymmärrämme asiakkaidemme arjen.

Inderes Oyj

Porkkalankatu 5
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

Inderes Ab

Vattugatan 17, 5tr
Stockholm
+46 8 411 43 80

Palkittua analyysia osoitteessa [inderes.fi](https://www.inderes.fi)

[inderes.se](https://www.inderes.se)

**inde
res.**