

# ENDOMINES

13.05.2026 08.20 EEST



Atte Jortikka, Analyttikko  
+358400543725  
atte.jortikka@inderes.fi

INDERESIN YHTIÖASIAKAS  
**YHTIÖRAPORTTI**



# Jäämme odottamaan seuraavaa kultaista hetkeä

Endomines julkaisi odotetun vahvan Q1-tuloksen, jossa liikevaihto ylitti hieman ennusteemme ja kannattavuus oli odotustemme mukainen kertaluonteiset kustannukset huomioiden. Osakekurssi on lähiaikoina mielestämme kirinyt kiinni terävimmän nousukärjen. Hinnoittelu vaikuttaa vaativalta niin tulos- kuin varantoperusteisesti tarkasteltuna, ja nykykurssi vastaa karkeasti osien summa -mallimme mukaista arvoa. Säilytämme Endominesin tavoitehinnan 11,0 eurossa, mutta laskemme suosituksen vähennä-tasolle (aik. lisää).

## Tulosta vaivasivat kertaluonteiset kulut

Endominesin Q1-liikevaihto oli 18,5 MEUR ja ylitti ennusteemme (17,7 MEUR). Käyttökate sen sijaan jäi 8,8 MEUR:iin eli alle odotustemme (9,9 MEUR). Pampalon tuotannon käyttökate ylitti ennusteemme maltillisesti, mikä johtui pääasiassa odotuksia korkeammasta liikevaihdosta. Tuotannon yksikkökustannus oli käytännössä täysin linjassa ennusteemme kanssa. Konsernin muut kustannukset, kuten Karjalan kultalinjaan, Yhdysvaltojen toimintoihin ja muihin eriin liittyvät kulut, olivat kuitenkin selvästi ennustettamme korkeammat. Ylitystä selittävät pääosin liiketoiminnan muiden kulujen noin 1,1 MEUR:n kertaluonteiset erät, jotka liittyvät yhtiön Idahon kaivosten myyntiin. Tuloslaskelman alariveillä nettorahoituskulut olivat -0,3 MEUR, kun ennusteemme oli -0,6 MEUR. Täten nettotulos jäi pääasiassa korkeampien kertaluonteisten kustannusten myötä 8,2 MEUR:n ennusteestamme ja päättyi 7,1 MEUR:oon.

## Tulos kasvaa ennusteissamme täysin uudelle tasolle

Endomines toisti tuotanto-ohjeistuksensa kuluvalle vuodelle, jossa kullan tuotannon odotetaan nousevan 10–20 % viime vuodesta. Q1-tuotanto kasvoi noin 10 % vuodentakaisesta, mikä vastaa ohjeistushaarukan alalaitaa. Koko vuodelle ennustamme yhä noin 17 %:n tuotantokasvua. Huomioitavaa on, että vertailupohja kevenee loppuvuotta kohti, sillä viime vuoden ensimmäinen neljännes oli myös tuotannollisesti vahva. Kullan spot-hinta on nykyisellään käytännössä koko vuoden

ennusteemme tasolla, emmekä ole tehneet siihen merkittäviä muutoksia. Odotamme koko vuoden keskihinnan olevan hieman yli 4 700 USD/unssi tasolla. Tuotantokustannus oli käytännössä linjassa ennusteemme kanssa Q1:llä ja olemme tätä myötä säilyttäneet myös tuotantokustannusennusteemme loppuvuodelle ennallaan. Odotamme muiden kustannusten osalta yhä Yhdysvaltojen toimintojen kustannustason laskevan vertailukaudesta kuluvana vuonna. Toisaalta kustannuspaineita aiheuttaa ennusteissamme vastaavasti kaivosmineraaliveron selvä nousu vertailukaudesta.

Endomines on alkuvuoden aikana edennyt strategiassaan määrätietoisesti niin malminetsinnän kuin Eteläisen kultalinjan kehityksen osalta. Yhtiön historian suurimmasta, 50 000 metrin kairausohjelmasta saatiin alkuvuodesta lupaavia tuloksia [Kartitsasta](#). Lisäksi odotamme lähipäivinä lisää tuloksia Eteläiseltä kultalinjalta. Eteläisellä kultalinjalla yhtiö jätti YVA-ohjelman viranomaiselle ja solmi aiesopimuksen volframmin tuotannosta. Aiesopimus on mielestämme erittäin positiivinen hankkeen kannalta, sillä se vahvistaa edellytyksiä EU:n strategisen hankkeen statuksen saavuttamiselle.

## Terävin nousukärki hiottu pois

Endominesin nykyinen hinnoittelu on näkemyksemme mukaan korkea niin tulosperusteisesti (EV/EBITDA 11x 2026e) kuin varantoperusteisesti (EV/Varannot n. 800 USD/oz, pl. USA:n historialliset varannot). Toisaalta yhtiön varantotavoitteisiin (1,5 – 2,0m Oz) nähden hinnoittelu on varantopohjaisesti mielestämme yhä perusteltavissa (EV/Varannot n. 250 – 330 USD/oz). Osakekurssi on lisäksi hieman osien summa –mallistamme johdettua käypää arvoa hieman alempana. Viimeaikainen kurssinousu on kuitenkin mielestämme kuronut osakkeen selvimmän nousupotentiaalin umpeen. Odotuksiamme vahvempi kullan hintakehitys voisi toisaalta tukea osaketta nykytasoilta luonnollisesti edelleen.

## Suositus

### Vähennä

(aik. Lisää)

## Tavoitehinta:

11,00 EUR

(aik. 11,00 EUR)

## Osakekurssi:

10,86 EUR

## Liiketoimintariski



## Arvostusriski



	2025	2026e	2027e	2028e
<b>Liikevaihto</b>	45,5	69,7	79,0	83,7
<b>kasvu-%</b>	58 %	53 %	13 %	6 %
<b>EBIT oik.</b>	11,5	33,7	40,6	38,3
<b>EBIT-% oik.</b>	25,3 %	48,4 %	51,4 %	45,8 %
<b>Nettotulos</b>	7,3	30,6	31,7	29,8
<b>EPS (oik.)</b>	0,94	0,83	0,83	0,78
<b>P/E (oik.)</b>	30,7	13,1	13,1	14,0
<b>P/B</b>	6,1	4,8	3,5	2,8
<b>Osinkotuotto-%</b>	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
<b>EV/EBIT (oik.)</b>	30,7	12,0	9,4	9,3
<b>EV/EBITDA</b>	21,7	10,9	8,5	8,2
<b>EV/Liikevaihto</b>	7,8	5,8	4,8	4,2

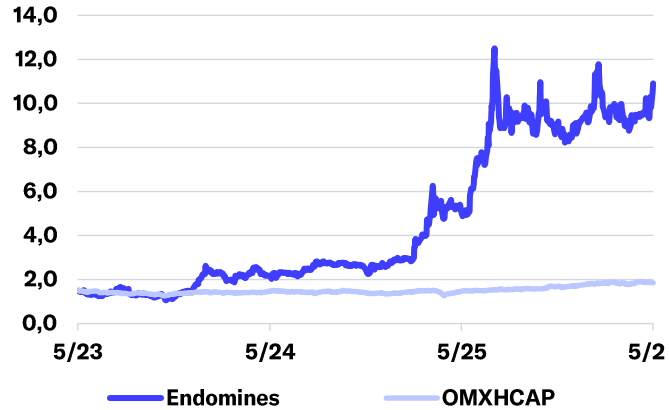
Lähde: Inderes

## Ohjeistus

(Ennallaan)

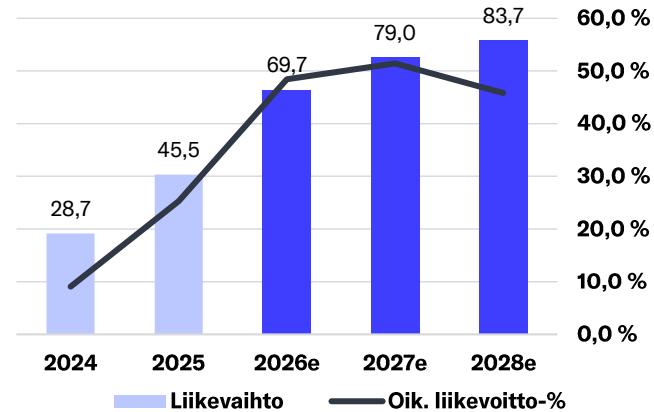
Endomines arvioi kullan tuotannon kasvavan 10–20 % suhteessa vertailukauteen (2025 tuotanto 16 630 unssia)

## Osakekurssi



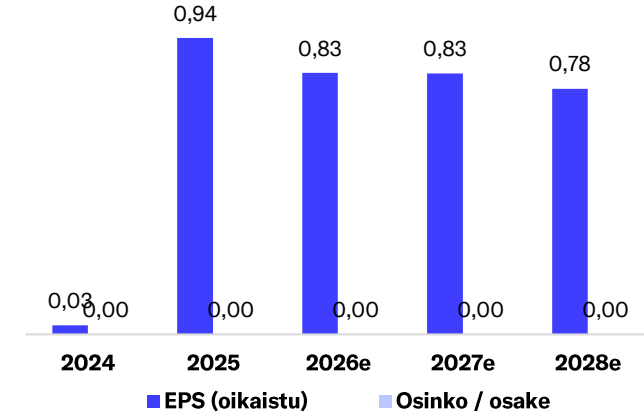
Lähde: Millistream Market Data AB

## Liikevaihto ja liikevoitto-% (oik.)



Lähde: Inderes

## Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes

## Arvoajurit

- Pampalon syväjatkeen elinkaaren pidentyminen asteittain
- Onnistuneet malminetsintäinvestoinnit Karjalan kultalinjalla (ml. kriittiset metallit)
- USA:n projektisalkun arvon purkautuminen (sis. yhteistyömallit tai kaivosten osittaisen myynnin kautta)
- Kullan hinnan nousu

## Riskitekijät

- Pampalon tuotannon mahdolliset ongelmat
- Pampalon syväjatkeen elinkaaren jatkamisessa epäonnistuminen
- Malminetsintäinvestointien epäonnistuminen
- Karjalan kultalinjan geologia (+/-)
- Koko nykyisen strategiakauden rahoituksen ehdot ja hinta (sis. mahdollinen diluutio osakesarjaan)
- Kullan hinnan lasku

Arvostustaso	2026e	2027e	2028e
<b>Osakekurssi</b>	10,9	10,9	10,9
<b>Osakemäärä, milj. kpl</b>	38,4	38,4	38,4
<b>Markkina-arvo</b>	417	417	417
<b>Yritysarvo (EV)</b>	406	383	355
<b>P/E (oik.)</b>	13,1	13,1	14,0
<b>P/E</b>	13,6	13,1	14,0
<b>P/B</b>	4,8	3,5	2,8
<b>P/S</b>	6,0	5,3	5,0
<b>EV/Liikevaihto</b>	5,8	4,8	4,2
<b>EV/EBITDA</b>	10,9	8,5	8,2
<b>EV/EBIT (oik.)</b>	12,0	9,4	9,3
<b>Osinko/tulos (%)</b>	0,0 %	0,0 %	0,0 %
<b>Osinkotuotto-%</b>	0,0 %	0,0 %	0,0 %

Lähde: Inderes

# Tulos vastasi karkeasti odotuksiamme kertaerät oikaistuna

## Kullan hinta vauhditti liikevaihdon vahvaan kasvuun

Endominessin Q1-liikevaihto kasvoi 77 % vertailukaudesta 18,5 MEUR:oon, ylittäen hienoisesti 17,7 MEUR:n ennusteemme. Odotuksiamme hieman positiivisemmin kehittyneen liikevaihdon arvioimme selittyneen todennäköisesti odotuksiamme matalammilla käsittelymaksuilla ja/tai hieman korkeammilla saavutetuilla keskimääräisillä kullan hinnoilla. Liikevaihdon kasvua ajoi yhtiön jo aiemmin operatiivisessa päivityksessään julkaisema 4 955 unssin kultatuotanto. Tuotanto kasvoi vertailukaudesta lähes 10 %. Tuotantovolyymien ohella liikevaihdon kasvua selittää pääasiassa kullan erittäin suotuisa markkinahinta, joka katsauskaudella oli keskimäärin 70,5 % vertailukautta korkeammalla tasolla.

## Kertaerät painoivat tulosta

Konsernin raportoitu liikevoitto nousi 7,3 MEUR:oon, mikä jäi odottamastamme 8,8 MEUR:n tasosta. Kannattavuutta

rasittivat kuitenkin liiketoiminnan muihin kuluihin kirjatut 1,1 MEUR:n kertaerät, joista valtaosa (0,9 MEUR) liittyi Yhdysvaltojen Idahon kultaesiintymien myynnin viimeistelyyn. Kertaeristä puhdistettuna operatiivinen tulos oli karkeasti 8,4 MEUR, mikä oli sekin hieman odotuksiamme matalampi. Pampalon tuotantokustannukset kehittivät karkeasti ennusteidemme mukaisesti. Tuotantokustannusta painoi edelleen maanalaisen kaivoksen matalampi malmin kultapitoisuus. Lisäksi kustannustasoon vaikutti negatiivisesti sähkön korkeampi hinta. Liiketoiminnan muut kulut olivat ennusteitamme hieman korkeammalla tasolla vaikka olimmekin huomioineet tänä vuonna nousseen kaivosmineraaliveron vaikutuksen. Tuloslaskelman alariveillä nettorahoituskulut olivat -0,3 MEUR, kun ennusteemme oli -0,6 MEUR. Täten raportoitu nettotulos jäi pääasiassa korkeampien kertaluonteisten kustannusten myötä 8,2 MEUR:n ennusteestamme ja päättyi 7,1 MEUR:oon.

## Kassavirta vahvalla tasolla

Yhtiön liiketoiminnan nettorahavirta oli kvartaalilla erittäin hyvällä 8,7 MEUR:n tasolla. Yhtiön investoinnit kasvoivat odotetusti vuodentakaisesta ja olivat 5 MEUR:n tasolla (Q1/25 4,1 MEUR). Vertailukaudesta investointien nettorahavirtaa tuki yhtiön USA:n kaivosten myynneistä saatu 1,9 MEUR:n positiivinen rahavirta. Täten kassavirta ennen rahoituksen rahavirtoja kasvoi 5,7 MEUR:oon (Q1/25 -2,6 MEUR). Vahvaa tulosta ja kassavirtaa mukaillen Endominessin nettovelkaantumisaste laski 6,8 %:iin (Q1/25 35,5 %) ja omavaraisuusaste nousi 64,9 %:iin (Q1/25 55,2 %).

Yhtiön rahoitusasema on nykyisellään vakaalla pohjalla. Eteläisen kultalinjan kaavailtu noin 150–200 MEUR:n investointi on kuitenkin yhtiön kokoluokkaan nähden merkittävä ja edellyttää tulevina vuosina tulorahoituksen lisäksi ulkoista rahoitusta.

Ennustetaulukko	Q1'25	Q1'26	Q1'26e	Erotus (%)	2026e
MEUR / EUR	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Tot. vs. inderes	Inderes
Liikevaihto	10,4	18,5	17,7	4 %	69,7
Käyttökate	3,7	8,8	9,9	-11 %	37,4
Liikevoitto (oik.)	2,5	8,4	8,8	-4 %	33,7
Liikevoitto	2,5	7,3	8,8	-17 %	32,6
Tulos ennen veroja	1,4	7,1	8,2	-13 %	30,5
EPS (raportoitu)	0,10	0,60	0,68	-11 %	0,83
Liikevaihdon kasvu-%		77,2 %	70,3 %	6,9 %-yks.	53,1 %
Käyttökate-%	35,2 %	47,5 %	55,8 %	-8,3 %-yks.	53,7 %

Lähde: Inderes

## Endomines Q1'26: Taotaan kun rauta on kuuma



# Näemme Pampalon kaivoksen elinkaarsa potentiaalia

## Lähivuosien ennustemuutokset maltillisia

Säilytimme ennustemme markkinaparametrien osalta ennallaan. Odotamme tänä vuonna kullan keskihinnan ylittävän 4700 USD/oz tason. Tulevien vuosien ennustemme kullan hinnalle ovat yhä 4200 – 4 700 USD/oz tasoilla. Ennustamme EUR/USD-kurssin pysyvän lähellä nykytasoa lähivuosina ja dollarin heikkenevän asteittain noin 1,2 tasolle ennustejakson loppupuolella. Dollarin heikkeneminen vaikuttaa yhtiön liikevaihtoon negatiivisesti, sillä kultarikaste myydään dollareissa. Ennusteiden osalta kullan rooli on kuitenkin valuuttakurssivaihtelua huomattavasti merkittävämpi.

Endominen ennustaa tuotannon kasvavan 10 – 20 % kuluvana vuonna. Absoluuttisesti ohjeistus tarkoittaa noin 18 000 – 20 000 unssin tuotantoa. Säilytämme tuotantoennustemme ennallaan ja odotamme yhtiöltä noin 19 500 unssin tuotantoa, tai noin 17 %:n kasvua viime vuodesta. Tuotantokustannuksen osalta olemme myös

säilyttäneet ennustemme ennallaan yhtiön tuotantokustannuksen ollessa karkeasti linjassa odotuksiimme vuoden ensimmäisellä kvartaalilla. Odotamme yhä tuotantokustannuksen laskevan loppuvuotta kohden yhtiön saadessa kustannushyötyjä Power Mining liiketoimintakaupasta. Ennustamme nyt kuluvan vuoden liikevaihdoksi 70 MEUR (aik. 67 MEUR) ja käyttökatteeksi 37 MEUR (aik. 38 MEUR). Käyttökate-% nousee ennusteissamme vuoden 2025 36 %:n tasolta 53 %:n tasolle.

## Olemme pidentäneet Pampalon kaivoksen elinikää ennusteissamme

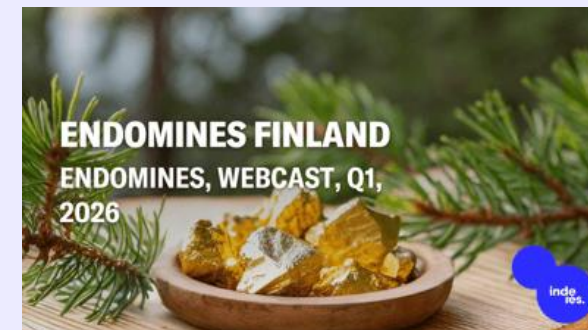
Olemme pidentäneet Pampalon maanalaisen kaivoksen elinikäennustetta (LoM). Aiemmin odotimme tuotannon päättyvän vuonna 2032, mutta nyt ennustamme sen jatkuvan vuoteen 2035 asti. Pampalon nykyiset varannot (123 600 unssia) riittävät nykyisellä tuotantotasolla noin kuuden vuoden tuotantoon. Odotamme kuitenkin yhtiön

pystyvän jatkamaan tuotantoa myös nykyisten tasojen alapuolella, mitä tukevat kairaustulokset kaivoksen syvemmistä osista. Lisäksi nykyinen kullan hintataso mahdollistaa potentiaalisesti ylempien tuotantotasojen laajemman hyödyntämisen. Näemme Pampalon alueella myös mittavampaa malminetsintäpotentiaalia. Odotamme edelleen Pampalon tuotannon saavuttavan huippunsa noin 27 000 unssissa vuonna 2030. Tämä on mielestämme lähellä tuotannon maksimipotentiaalia ilman lisäinvestointeja rikastamoon, kun huomioidaan Pampalon geologia sekä rikastamon nykykapasiteetti.

Ennustemuutokset	2026e	2026	Muutos	2027e	2027e	Muutos	2028e	2028e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	67,4	69,7	3 %	79,0	79,0	0 %	83,7	83,7	0 %
Käyttökate	38,0	37,4	-1 %	45,2	45,2	0 %	44,3	43,4	-2 %
Liikevoitto	33,6	32,6	-3 %	40,6	40,6	0 %	39,2	38,3	-2 %
Tulos ennen veroja	31,2	30,5	-2 %	38,6	38,6	0 %	37,2	36,4	-2 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,81	0,83	2 %	0,83	0,83	0 %	0,80	0,78	-2 %
Osakekohtainen osinko	0,00	0,00		0,00	0,00		0,00	0,00	

Lähde: Inderes

## Endominen, Webcast, Q1'26



# Osakekurssi on kirinyt osien summan kiinni

## Pampalon tuotannon arvo nousi mallissamme

Edellä mainittujen ennustemuutosten myötä Pampalon tuotannon nykyarvo nousi ja on nyt mallissamme 224 MEUR (aik. 194 MEUR). Emme tehneet muutoksia Karjalan kultalinjan malminetsinnän arvon osalta. Arviomme mukaan yhtiöllä on realistiset edellytykset kasvattaa kokonaisvarantonsa tavoitellulle 1,5–2,0 miljonaan unssin tasolle vuoden 2030 loppuun mennessä. Karjalan kultalinjan suuren malminetsintäpotentiaalini (erityisesti Ukkolanvaara ja Kartitsa) myötä myös vuoden 2030 jälkeiselle malminetsintäpotentiaalille sekä Eteläisen kultalinjan kriittisille mineraaleille annetaan arvonmäärityksessä arvoa.

Euroopan suurin kullantuottaja Agnico Eagle tiedotti viime kuussa konsolidoivansa Keski-Lapin vihreäkivivyöhykettä kolmella kaupalla (yht. noin 2,3 miljardia euroa pl. ehdollinen lisävastike). Kun kauppahintaa (Rupert Resourcesin osuus) peilataan ostettavan Rupert Resourcesin Ikkari-projektin kultavarantoihin (4,2 miljoonaa unssia), kaupan varantopohjainen arvostus on noin 500 USD unssilta. Huomattavasti Rupert Resourcesin aiempaa osakekurssia korkeampi kauppahinta on perusteltavissa näkemyksemme mukaan mm. kaupasta syntyvillä synergioilla. Vastaavasti Endominesia hinnoitellaan varantoperusteisesti (pl. USA:n varannot) lähes 800 USD unssilta. Toisaalta yhtiön varantotavoitteisiin (1,5 – 2,0m Oz) nähden hinnoittelu on varantopohjaisesti mielestämme yhä perusteltavissa (n. 250 – 330 USD/oz).

Endomines tiedotti tammikuussa jättäneensä EU:n strategisen projektin statushakemuksen Eteläisen kultalinjan volframi-, molybdeenin- ja kultahanketta koskien. Mahdollinen strategisen projektin status voisi jouduttaa hankkeen luvitusprosessia ja parantaa sen rahoitusmahdollisuuksia, mikä tukisi pitkän aikavälin sijoitustarinaa. Arvioimme hakutulosten julkistuksen tapahtuvan kuluvan vuoden

loppupuolella.

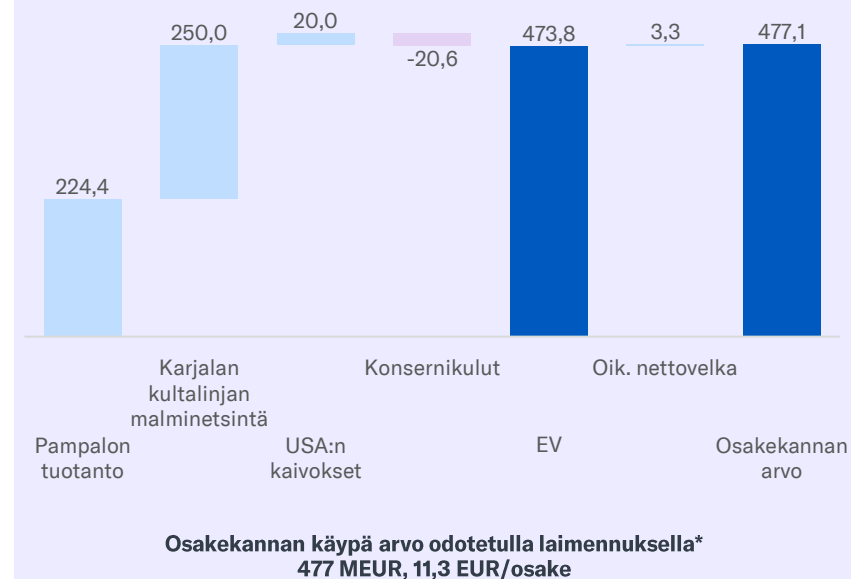
## Osien summa juuri osakekurssin yläpuolella

Osien summa mallimme indikoi 11,3 euron osakekohtaista arvoa. Laskelmamme asettuu juuri nykyisen osakekurssin yläpuolelle ja täten mielestämme riski/tuotto-suhde on aiemmasta heikentynyt. Olemme päivittäneet osien summa – mallissamme käyttämämme osakkeiden lukumäärää vastaamaan nykyisellään ulkona olevien vaihtovelkakirjalainojen konversiosta aiheutuvaa laimennusta osakesarjaan. Odotamme osakesarjan laimentuvan yhä noin 10 %:a ulkona olevien vaihtovelkakirjalainojen sekä niiden kertyneiden korkojen konvertoituessa.

Yhtiön arvoajureihin liittyy yhä merkittävästi epävarmuutta. Endominesin potentiaalini kannalta kullin hinta on tärkein parametri, jolle myös osien summa -mallimme on varsin herkkä. Muutokset kullin hinnassa vaikuttavat yhtiön tuotannon kannattavuuden lisäksi kehityksessä olevien hankkeiden toteutettavuuteen sekä suunniteltuihin malminetsinnän investointeihin. Näemme Endominesin pääasiallisena arvoajurina tuleville vuosille Eteläisen sekä Pohjoisen kultalinjan malminetsinnän ja kehittämisen. Verrattain varhaisen vaiheen kaivoshankkeen kehitykseen liittyy paljon epävarmuuksia joista merkittävimmät liittyvät hankkeen aikatauluun, luvitusprosessiin, investoinnin kokoluokkaan, rahoitukseen sekä hankkeen operatiivisiin parametreihin (ml. tuotantokapasiteetti sekä kustannusprofiili). Hankkeen lopulliseen potentiaaliin ja tarkkaan aikatauluun on vielä vaikea ottaa kantaa, ja esimerkiksi kullin hintakehityksellä vuosikymmenen loppupuolella on tähän suuri merkitys operatiivisten parametrien lisäksi. Kokonaisuutena skenaarioon on vielä matkaa, ja se sisältää monia kysymysmerkkejä (ml. merkittävän investoinnin rahoitus), jotka vaativat sijoittajalta kärsivällisyyttä ja riskinsietokykyä.

Arvostustaso	2026e	2027e	2028e
Osakekurssi	10,9	10,9	10,9
Osakemäärä, milj. kpl	38,4	38,4	38,4
Markkina-arvo	417	417	417
Yritysarvo (EV)	406	383	355
P/E (oik.)	13,1	13,1	14,0
P/E	13,6	13,1	14,0
P/B	4,8	3,5	2,8
P/S	6,0	5,3	5,0
EV/Liikevaihto	5,8	4,8	4,2
EV/EBITDA	10,9	8,5	8,2
EV/EBIT (oik.)	12,0	9,4	9,3
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %

Lähde: Inderes

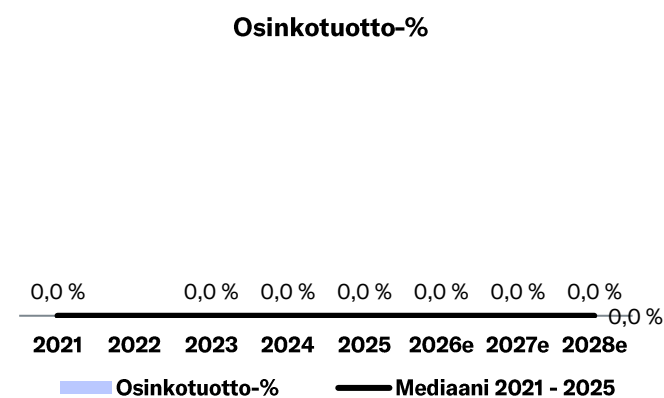
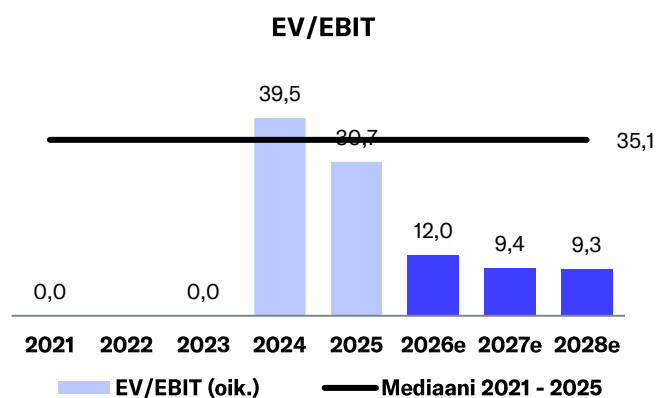
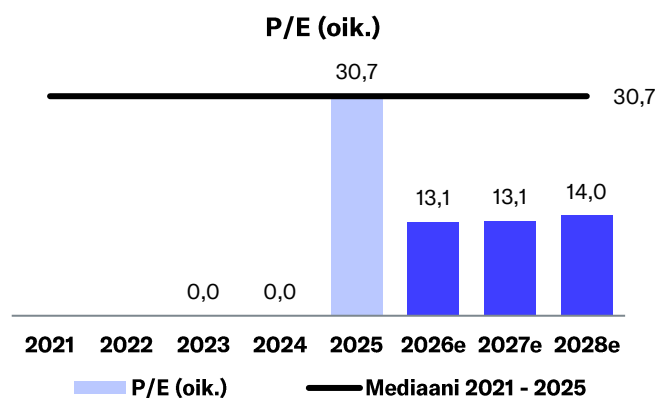


- Mallin osakemäärä on ~42,4 Mkpl, mikä sisältää arviomme yhtiön nykyisten vvk-lainojen kautta tulevasta potentiaalisesta diluutiosta seuraavan 12 kuukauden aikana ja sitä vastaavasta nettovelan laskusta.

# Arvostustaulukko

Arvostustaso	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	2029e
Osakekurssi	0,27		6,00	8,26	28,8	10,9	10,9	10,9	10,9
Osakemäärä, milj. kpl			9,80	10,8	12,0	38,4	38,4	38,4	38,4
Markkina-arvo			59	89	344	417	417	417	417
Yritysarvo (EV)			74	103	354	406	383	355	329
P/E (oik.)			neg.	>100	30,7	13,1	13,1	14,0	17,9
P/E			neg.	>100	47,0	13,6	13,1	14,0	17,9
P/B	2,0		1,8	2,2	6,1	4,8	3,5	2,8	2,4
P/S			3,0	3,1	7,6	6,0	5,3	5,0	4,8
EV/Liikevaihto	>100		3,7	3,6	7,8	5,8	4,8	4,2	3,8
EV/EBITDA	neg.		neg.	17,7	21,7	10,9	8,5	8,2	8,8
EV/EBIT (oik.)	neg.		neg.	39,5	30,7	12,0	9,4	9,3	11,5
Osinko/tulos (%)	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 %

Lähde: Inderes



# Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2024	H1'25	H2'25	2025	Q1'26	Q2'26e	Q3'26e	Q4'26e	2026e	2027e	2028e	2029e
<b>Liikevaihto</b>	<b>28,7</b>	<b>21,5</b>	<b>24,0</b>	<b>45,5</b>	<b>18,5</b>	<b>16,8</b>	<b>17,5</b>	<b>16,8</b>	<b>69,7</b>	<b>79,0</b>	<b>83,7</b>	<b>86,5</b>
<b>Käyttökate</b>	<b>5,8</b>	<b>7,7</b>	<b>8,7</b>	<b>16,3</b>	<b>8,8</b>	<b>9,3</b>	<b>10,0</b>	<b>9,4</b>	<b>37,4</b>	<b>45,2</b>	<b>43,4</b>	<b>37,2</b>
Poistot ja arvonalennukset	-3,2	-2,2	-6,5	-8,7	-1,5	-1,1	-1,1	-1,1	-4,8	-4,6	-5,1	-8,7
<b>Liikevoitto ilman kertaeriä</b>	<b>2,6</b>	<b>5,4</b>	<b>6,1</b>	<b>11,5</b>	<b>8,4</b>	<b>8,2</b>	<b>8,9</b>	<b>8,3</b>	<b>33,7</b>	<b>40,6</b>	<b>38,3</b>	<b>28,6</b>
<b>Liikevoitto</b>	<b>2,6</b>	<b>5,4</b>	<b>2,2</b>	<b>7,6</b>	<b>7,3</b>	<b>8,2</b>	<b>8,9</b>	<b>8,3</b>	<b>32,6</b>	<b>40,6</b>	<b>38,3</b>	<b>28,6</b>
Nettorahoituskulut	-2,3	-3,1	-1,3	-4,4	-0,3	-0,6	-0,6	-0,6	-2,1	-2,0	-2,0	-0,2
<b>Tulos ennen veroja</b>	<b>0,4</b>	<b>2,3</b>	<b>0,9</b>	<b>3,2</b>	<b>7,0</b>	<b>7,6</b>	<b>8,3</b>	<b>7,7</b>	<b>30,5</b>	<b>38,6</b>	<b>36,4</b>	<b>28,3</b>
Verot	0,0	0,0	4,2	4,2	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	-7,0	-6,5	-5,1
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
<b>Nettotulos</b>	<b>0,3</b>	<b>2,3</b>	<b>5,0</b>	<b>7,3</b>	<b>7,1</b>	<b>7,6</b>	<b>8,3</b>	<b>7,7</b>	<b>30,6</b>	<b>31,7</b>	<b>29,8</b>	<b>23,2</b>
<b>EPS (oikaistu)</b>	<b>0,03</b>	<b>0,19</b>	<b>0,74</b>	<b>0,94</b>	<b>0,18</b>	<b>0,20</b>	<b>0,22</b>	<b>0,20</b>	<b>0,83</b>	<b>0,83</b>	<b>0,78</b>	<b>0,61</b>
<b>EPS (raportoitu)</b>	<b>0,03</b>	<b>0,19</b>	<b>0,42</b>	<b>0,61</b>	<b>0,58</b>	<b>0,20</b>	<b>0,22</b>	<b>0,20</b>	<b>0,80</b>	<b>0,83</b>	<b>0,78</b>	<b>0,61</b>

Tunnusluvut	2024	H1'25	H2'25	2025	Q1'26	Q2'26e	Q3'26e	Q4'26e	2026e	2027e	2028e	2029e
<b>Liikevaihdon kasvu-%</b>	45,7 %	64,1 %	53,7 %	58,5 %	77,2 %				53,1 %	13,4 %	5,9 %	3,4 %
<b>Oikaistun liikevoiton kasvu-%</b>					236,1 %					20,4 %	-5,6 %	-25,5 %
<b>Käyttökate-%</b>	20,2 %	35,6 %	36,1 %	35,9 %	47,5 %				53,7 %	57,3 %	51,9 %	43,0 %
<b>Oikaistu liikevoitto-%</b>	9,1 %	25,2 %	25,4 %	25,3 %	45,5 %				48,4 %	51,4 %	45,8 %	33,0 %
<b>Nettotulos-%</b>	1,1 %	10,8 %	20,9 %	16,1 %	38,3 %				43,9 %	40,1 %	35,6 %	26,8 %

Lähde: Inderes

# Tase

Vastaavaa	2025	2026e	2027e	2028e
<b>Pysyvät vastaavat</b>	<b>68,4</b>	<b>90,6</b>	<b>103</b>	<b>106</b>
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	0,0
Aineettomat hyödykkeet	31,9	33,9	33,9	33,2
Käyttöomaisuus	31,3	51,5	63,9	67,6
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
<b>Vaihtuvat vastaavat</b>	<b>23,9</b>	<b>38,0</b>	<b>55,5</b>	<b>80,1</b>
Vaihto-omaisuus	1,1	1,7	2,0	2,1
Muut lyhytaikaiset varat	11,0	3,5	3,5	3,5
Myyntisaamiset	7,9	10,4	9,5	10,0
Likvidit varat	3,9	22,3	40,5	64,4
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>92,3</b>	<b>129</b>	<b>158</b>	<b>186</b>

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2025	2026e	2027e	2028e
<b>Oma pääoma</b>	<b>56,6</b>	<b>87,2</b>	<b>119</b>	<b>149</b>
Osakepääoma	53,3	53,3	53,3	53,3
Kertyneet voittovarat	-128,2	-97,6	-65,9	-36,1
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
<b>Pitkäaikaiset velat</b>	<b>20,4</b>	<b>18,1</b>	<b>13,3</b>	<b>9,5</b>
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	8,6	3,8	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Lyhytaikaiset velat</b>	<b>15,3</b>	<b>23,3</b>	<b>26,3</b>	<b>27,8</b>
Korolliset velat	0,1	1,0	1,0	1,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	15,2	22,3	25,3	26,8
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>92,3</b>	<b>129</b>	<b>158</b>	<b>186</b>

# Yhteenveto

Tuloslaskelma	2024	2025	2026e	2027e
<b>Liikevaihto</b>	28,7	45,5	<b>69,7</b>	<b>79,0</b>
<b>Käyttökate</b>	5,8	16,3	<b>37,4</b>	<b>45,2</b>
<b>Liikevoitto</b>	2,6	7,6	<b>32,6</b>	<b>40,6</b>
<b>Voitto ennen veroja</b>	0,4	3,2	<b>30,5</b>	<b>38,6</b>
<b>Nettovoitto</b>	0,3	7,3	<b>30,6</b>	<b>31,7</b>
<b>Kertaluontoiset erät</b>	0,0	-3,9	<b>-1,1</b>	<b>0,0</b>

Tase	2024	2025	2026e	2027e
<b>Taseen loppusumma</b>	75,8	92,3	<b>128,6</b>	<b>158,5</b>
<b>Oma pääoma</b>	41,2	56,6	<b>87,2</b>	<b>118,9</b>
<b>Liikearvo</b>	0,0	0,0	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
<b>Nettovelat</b>	13,3	9,8	<b>-10,7</b>	<b>-33,7</b>

Kassavirta	2024	2025	2026e	2027e
<b>Käyttökate</b>	5,8	16,3	<b>37,4</b>	<b>45,2</b>
<b>Nettokäyttöpääoman muutos</b>	2,8	-12,9	<b>11,4</b>	<b>3,7</b>
<b>Operatiivinen kassavirta</b>	8,4	2,4	<b>48,9</b>	<b>41,6</b>
<b>Investoinnit</b>	-18,0	-2,7	<b>-27,0</b>	<b>-17,0</b>
<b>Vapaa kassavirta</b>	-4,9	-5,2	<b>26,7</b>	<b>27,5</b>

Arvostuskertoimet	2024	2025	2026e	2027e
<b>EV/Liikevaihto</b>	3,6	7,8	<b>5,8</b>	<b>4,8</b>
<b>EV/EBITDA</b>	17,7	21,7	<b>10,9</b>	<b>8,5</b>
<b>EV/EBIT (oik.)</b>	39,5	30,7	<b>12,0</b>	<b>9,4</b>
<b>P/E (oik.)</b>	>100	30,7	<b>13,1</b>	<b>13,1</b>
<b>P/B</b>	2,2	6,1	<b>4,8</b>	<b>3,5</b>
<b>Osinkotuotto-%</b>	0,0 %	0,0 %	<b>0,0 %</b>	<b>0,0 %</b>

Lähde: Inderes

Osakekohtaiset luvut	2024	2025	2026e	2027e
<b>EPS (raportoitu)</b>	0,03	0,61	<b>0,80</b>	<b>0,83</b>
<b>EPS (oikaistu)</b>	0,03	0,94	<b>0,83</b>	<b>0,83</b>
<b>Operat. Kassavirta / osake</b>	0,77	0,20	<b>1,28</b>	<b>1,09</b>
<b>Operat. Vapaa kassavirta / osake</b>	-0,45	-0,43	<b>0,70</b>	<b>0,72</b>
<b>Omapääoma / osake</b>	3,80	4,73	<b>2,27</b>	<b>3,10</b>
<b>Osinko / osake</b>	0,00	0,00	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>

Kasvu ja kannattavuus	2024	2025	2026e	2027e
<b>Liikevaihdon kasvu-%</b>	<b>46 %</b>	<b>58 %</b>	<b>53 %</b>	<b>13 %</b>
<b>Käyttökateen kasvu-%</b>			<b>129 %</b>	<b>21 %</b>
<b>Liikevoiton oik. kasvu-%</b>			<b>193 %</b>	<b>20 %</b>
<b>EPS oik. kasvu-%</b>			<b>-12 %</b>	<b>0 %</b>
<b>Käyttökate-%</b>	20,2 %	35,9 %	<b>53,7 %</b>	<b>57,3 %</b>
<b>Oik. Liikevoitto-%</b>	9,1 %	25,3 %	<b>48,4 %</b>	<b>51,4 %</b>
<b>Liikevoitto-%</b>	9,1 %	16,7 %	<b>46,8 %</b>	<b>51,4 %</b>
<b>ROE-%</b>	0,8 %	15,0 %	<b>42,6 %</b>	<b>30,7 %</b>
<b>ROI-%</b>	5,0 %	12,0 %	<b>38,6 %</b>	<b>36,2 %</b>
<b>Omavaraisuusaste</b>	54,4 %	61,3 %	<b>67,8 %</b>	<b>75,0 %</b>
<b>Nettovelkaantumisaste</b>	32,2 %	17,3 %	<b>-12,3 %</b>	<b>-28,4 %</b>
<b>Nettovelka/käyttökate</b>	2,3	0,6	<b>-0,3</b>	<b>-0,7</b>
<b>EBITDA/nettorahoituskulut</b>	2,6	3,7	<b>17,8</b>	<b>22,7</b>

# 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 esittäjensä 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 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 12 kuukauden kokonaistuotto-odotukseen (sis. kurssinousu ja osingot) ja huomioi Inderesin näkemyksen tuotto-odotukseen liittyvästä riskistä. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituksin 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 missään tutkimuksen mukana otama 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 laatineilla analyytikoilla 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 laiteinen analyytikon 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.

## Suositus historia (>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 €



# 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.**