

ENDOMINES

06.02.2026 07.50 EET



Atte Jortikka
+358400543725
atte.jortikka@inderes.fi

INDERESIN YHTIÖASIAKAS
YHTIÖRAPORTTI



Malminetsinnän vauhti kiihtyy

Endominesin toisen vuosipuoliskon tulos oli odotetun vahva kultamarkkinan tarjoaman myötätuulen avulla. Olemme laskeneet tuotantoennustettamme kuluvalle vuodelle hieman aiemman ennusteen ollessa vuoden 2026 tuotannon ohjeistushaarukan ylälaidassa. Tästä huolimatta ennusteen nousivat kokonaisuudessaan kuluvalle sekä myös tuleville vuosille edelleen vahvan kultamarkkinan myötä. Tänä vuonna Endomines tavoittelee kairaavansa kokonaisuudessaan 50 000 metriä kultalinjalla jonka myötä uskomme yhtiön pystyvän määrittelemään merkittävän osan 1,5 – 2,0 miljoonan unssin varantotavoitteestaan seuraavien kahden vuoden aikana. Ennustemuutosten myötä Pampalon nykyarvo nousee osien summa -mallissamme ja tätä mukaillen nostamme osakkeen tavoitehintamme 33,0 euroon (aik. 32,0 euroa). Suositus säilyy lisää-tasolla.

Markkina tuki toisen vuosipuoliskon tulostasoa

Endominesin H2:n liikevaihto ylitti ennusteen ollen 24,0 MEUR (ennuste 22,5 MEUR). Yhtiön käyttökate sen sijaan alitti odotuksemme päätyen 8,7 MEUR:oon (ennuste 9,9 MEUR). Pampalon tuotannon käyttökate oli lähes ennusteen tasolla (11,8 MEUR, ennuste 11,9 MEUR), sillä vaikka liikevaihto ylitti ennusteen, tuotantokustannukset olivat odotuksiamme korkeammalla. Uskomme Power Miningin liiketoimintakaupan sekä tuotannon matalamman keskipitoisuuden vaikuttaneen negatiivisesti tuotannon yksikkökustannukseen. Lisäksi konsernikustannukset Karjalan kultalinjaan, Yhdysvaltojen toimintoihin ja muihin eriin liittyen olivat ennustettamme korkeammat (-3,0 MEUR, ennuste -2,0 MEUR). Raportoitua liikevoittoa painoi 3,9 MEUR:n alaskirjaus koskien marraskuussa myytyjä kultaesiintymiä Yhdysvalloissa. Yhtiön investoinnit olivat toisella vuosipuoliskolla korkealla noin 11,5 MEUR:n tasolla, mikä johtui käsityksemme mukaan malminetsinnän volyymin nostosta toisella vuosipuoliskolla sekä investoinneista Pampalon ja Hoskon tuotantoon.

Kuluvan vuoden tuotantoennustemme laski hieman

Endomines antoi tuotanto-ohjeistuksensa kuluvalle vuodelle, jossa kullan tuotannon odotetaan nousevan 10–20 % viime vuodesta. Vuoden 2025 tuotantotasoon peilaten tämä tarkoittaa noin 18 000–20 000 unssin tuotantoa. Olemme päivittäneet aiempaa ennustettamme, joka oli hieman yli 20 000 unssia, ja odotamme nyt tuotannon asettuvan kuluvana vuonna noin 19 300 unssiin. Kullan hinta on vahvistunut jälleen merkittävästi edellisestä päivityksestämme geopolitiittisten jännitteiden ja yleisen epävarmuuden tukemana. Olemme nostaneet kullan hintaennustettamme, ja odotamme nyt kuluvan vuoden keskihinnaksi noin 4 700 USD/oz, kun viime vuoden keskihinta oli noin 3 400 USD/oz tasolla. Tuleville vuosille hintaennustemme ovat 4 200–4 700 USD/oz (aiemmin 4 000–4 400 USD/oz). Kohonnut kullan hinta tukee liikevaihtoa ennusteissamme huomattavasti. Kustannuspuolella olemme toisaalta nostaneet Pampalon tuotantokustannusennusteita etenkin kuluvan vuoden ensimmäiselle vuosipuoliskolle. Toisaalta Power Mining liiketoimintakaupan myötä odotamme käteiskustannuksen joustavan alaspäin vertailukaudesta vuoden jälkimmäisellä puoliskolla.

Tuotto-odotus yhä riittävä, joskin epävarmuudet koholla

Ennustemuutosten myötä Pampalon tuotannon nykyarvo nousi osien summa –mallissamme. Lisäksi päivitimme malliimme yhtiön oikaistun nettovelan ja ennusteen konsernikulujen osalta. Säilytimme Karjalan kultalinjan malminetsinnän sekä Yhdysvaltojen projektien arvon ennallaan edellisestä päivityksestämme. Osien summa mallimme indikoima arvo nousi 439 MEUR:oon tai potentiaalinen diluutio huomioiden 33,0 euroon osakkeelta (aik. 32,0 euroa). Tuotto-odotus on yhä riittävä, joskin näkemyksemme mukaan merkittävämpi nousupotentiaali nykytasoilta vaatisi Pampalon tuotannon kannattavan kasvun lisäksi yhä vahvistuvaa kultamarkkinaa sekä merkittäviä onnistumisia malminetsinnässä.

Suositus

Lisää

(aik. Lisää)

Tavoitehint:

33,00 EUR

(aik. 32,00 EUR)

Osakekurssi:

29,55 EUR

Liiketoimintariski



Arvostusriski



	2025	2026e	2027e	2028e
Liikevaihto	45,5	66,7	79,0	83,7
kasvu-%	58 %	47 %	18 %	6 %
EBIT oik.	11,5	33,1	40,6	39,2
EBIT-% oik.	25,3 %	49,5 %	51,4 %	46,9 %
Nettotulos	7,3	30,7	31,7	30,5
EPS (oik.)	0,94	2,55	2,64	2,54
P/E (oik.)	30,7	11,6	11,2	11,6
P/B	6,1	4,1	3,0	2,4
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
EV/EBIT (oik.)	30,7	10,4	7,9	7,5
EV/EBITDA	21,7	9,2	7,1	6,6
EV/Liikevaihto	7,8	5,2	4,1	3,5

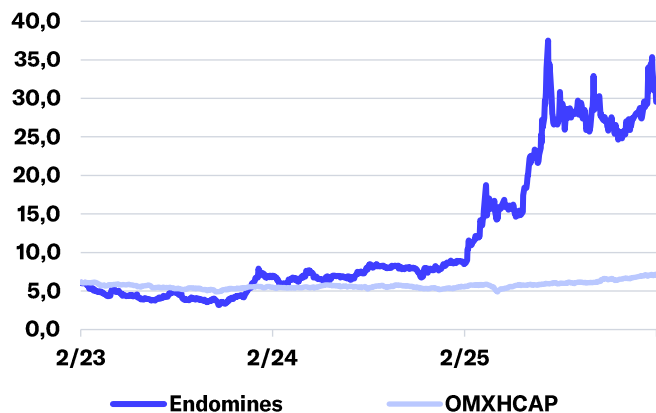
Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Uusi ohjeistus)

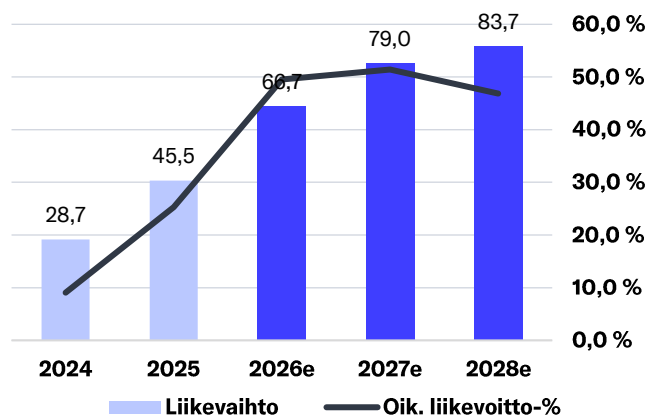
Endomines arvioi kullan tuotannon kasvavan 10–20 % suhteessa vertailukauteen (2025 tuotanto 16 630 unssia)

Osakekurssi



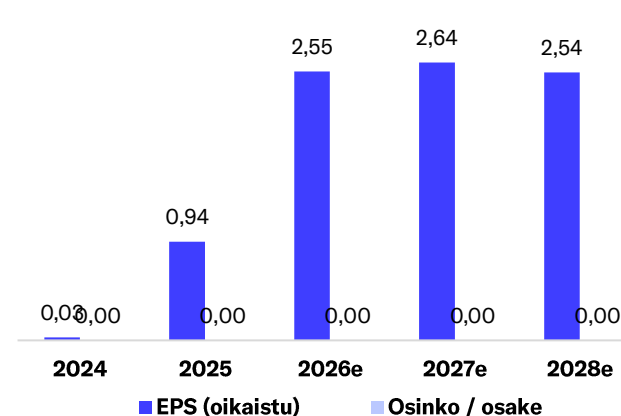
Lähde: Millistream Market Data AB

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
Osakekurssi	29,6	29,6	29,6
Osakemäärä, milj. kpl	12,0	12,0	12,0
Markkina-arvo	355	355	355
Yritysarvo (EV)	345	321	293
P/E (oik.)	11,6	11,2	11,6
P/E	11,6	11,2	11,6
P/B	4,1	3,0	2,4
P/S	5,3	4,5	4,2
EV/Liikevaihto	5,2	4,1	3,5
EV/EBITDA	9,2	7,1	6,6
EV/EBIT (oik.)	10,4	7,9	7,5
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %

Lähde: Inderes

H2:n tuotantokustannus oli odotuksiamme korkeammalla tasolla

Tulos oli odotetusti vahvalla tasolla

Endominen tuotantovolyyymi oli tuotantopäivitysten myötä tiedossa, ja yhtiö tuotti H2:lla 7 797 unssia kultaa (H2'24: 7 285 oz). Vaikka tuotannon taso oli tiedossa, yhtiön liikevaihto ylitti ennusteemme hieman. Uskomme tämän johtuneen joulukuun korkean kullan hinnan ja vahvan tuotantokuukauden yhdistelmästä.

Pampalon käteiskustannus ilman investointeja oli odotuksiimme nähden H2:lla korkealla 1 563 EUR/oz tasolla (H2'24: 1 252 EUR/oz), minkä myötä tuotannon käyttökate asettui 11,8 MEUR:oon (ennuste 11,9 MEUR). Odotimme Power Mining -integraation nostavan kustannustasoa, mutta vaikutus oli ennusteissamme huomioitua suurempi. Kustannuskehitykseen vaikutti käsityksemme mukaan myös se, että korkeaa kultahintaa hyödynnettiin prosessoimalla matalamman kultapitoisuuden malmia. Tuotannon käyttökate toteutui lähellä ennustettamme, kun liikevaihdon ylitys kompensoi odotettua korkeammat

tuotantokustannukset. Lisäksi muun konsernin kulut olivat ennusteitamme korkeammalla (3,0 MEUR vs. ennuste 2,0 MEUR). Konsernin käyttökate asettui täten 8,7 MEUR:oon, mikä jäi 9,9 MEUR:n ennusteestamme. Raportoitu liikevoitto oli toisella vuosipuoliskolla vain 2,2 MEUR jääden ennustamastamme 7,4 MEUR:n tasosta selvästi. Heikkoa raportoitua liiketulosta selitti 3,9 MEUR:n alaskirjaus, joka liittyi vuoden lopussa myytyihin kolmeen kultaesiintymään Yhdysvaltojen Idahossa. Toisaalta tuloslaskelman alemmilla riveillä oli 4,1 MEUR:n Suomen yhtiöiden vahvistetuista verotappioista kirjattu laskennallisen verosaamisen muutos, joka tuki tulosta. Täten yhtiön nettotulos oli toisella vuosipuoliskolla 5,1 MEUR joka jäi lievemmin 6,4 MEUR:n ennusteestamme.

Investoinnit painoivat rahavirtaa

Yhtiön liiketoiminnan nettorahavirta oli vuonna 2025 hyvällä 13,1 MEUR:n tasolla. Yhtiö jatkoi huomattavia investointeja Karjalan kultalinjalla ja investointien

nettorahavirta oli -18,3 MEUR. Täten Endominen investoi toisella vuosipuoliskolla noin 11,5 MEUR ja vapaa kassavirta painui koko vuoden osalta 5,2 MEUR negatiiviseksi. Yhtiön kassassa oli vuoden lopussa 3,9 MEUR. Lisäksi tilikauden aikana sovitusta 12 MEUR:n rahoituskokonaisuudesta oli käyttämättä vielä 7 MEUR. Endominenilla oli myös 10,9 MEUR myytävänä olevia varoja liittyen Yhdysvaltojen omaisuuseriin, joista ainakin osa (1. erä n. 2 MEUR) realisoitunee kuluvan vuoden aikana kassavirtana.

Eteläisen kultalinjan investointi on merkittävä

Endominen pitkän tähtäimen tuotantotavoitteen kannalta tärkeän Eteläisen kultalinjan volframi-, molybdeen- ja kultahankkeen osalta yhtiö jätti EU:n strategisen projektin statushakemuksen tammikuussa. Yhtiö kommunikoi arvioivansa Eteläisen kultalinjan investoinnin olevan kokoluokassa 150 – 200 MEUR. Investointi on yhtiön kokoluokkaan nähden merkittävä, ja vaatii tulorahoituksen lisäksi ulkoista rahoitusta.

Ennustetaulukko MEUR / EUR	H2'24 Vertailu	H2'25 Toteutunut	H2'25e Inderes	2025 Toteutunut
Liikevaihto	15,6	24,0	22,5	45,5
Käyttökate	3,9	8,7	9,9	16,3
Liikevoitto	2,5	2,2	7,4	7,6
Tulos ennen veroja	1,4	0,9	6,4	3,2
EPS (raportoitu)	0,12	0,42	0,54	0,7
Liikevaihdon kasvu-%			43,9 %	58,5 %
Käyttökate-%	25,0 %	36,3 %	44,2 %	35,9 %

Lähde: Inderes

Endominen H2'25: Ennätysvuosi takana, seuraava edessä?



Markkina tukee tulostasoa ennusteissamme edelleen

Useita ennustemuutoksia

Tarkistimme ennusteemme markkinaparametrien osalta kullalle sekä EUR/USD valuuttakurssille. Aiempi ennusteemme kullan keskihinnalle oli kuluvalle vuodelle noin 4300 USD/oz tasolla. Olemme nostaneet ennusteemme keskihinnalle noin 4700 USD/oz tasolle. Tulevien vuosien ennusteemme nousivat samalla 4200 – 4700 USD/oz tasoille (aiemmin 4000 – 4300 USD/oz). Ennustamme EUR/USD-kurssin pysyvän lähellä nykytasoa lähivuosina ja dollarin heikkenevän asteittain noin 1,21 tasolle ennustejakson loppupuolella. Dollarin heikkeneminen vaikuttaa yhtiön liikevaihtoon negatiivisesti, sillä kultarikaste myydään dollareissa.

Endomines ennustaa tuotannon kasvavan 10 – 20 % kuluvana vuonna. Absoluuttisesti ohjeistus tarkoittaa noin 18 000 – 20 000 unssin tuotantoa. Teimme tuotantoennusteisiimme negatiivisia tarkistuksia ja ennustamme nyt tuotannon asettuvan noin 19 300 unssin tasolle (aiemmin noin 20 200 unssia).

Tuotantokustannuksen osalta nostimme ennustettamme etenkin vuoden ensimmäisellä puoliskolle joskin odotamme tuotantokustannuksen laskevan loppuvuotta kohden yhtiön saadessa kustannushyötyjä Power Mining liiketoimintakaupasta. Ennustemuutosten jälkeen odotamme yhtiön liikevaihdon päätyvän kuluvana vuonna 67 MEUR:n (aiemmin 65 MEUR) tasolle liikevaihdon kasvaessa lähes 50 % pääosin viime vuotta korkeamman kullan keskihintaennusteemme avulla. Kannattavuuden osalta odotamme konsernin käyttökateen nousevan 38 MEUR:n tasolle (aiemmin 36 MEUR) kullan hinnan noustessa ennusteissamme suhteellisesti tuotantokustannusta enemmän. Käyttökate-% nousee ennusteissamme vuoden 2025 36 %:n tasolta 56 %:n tasolle.

Endomines siirtyy vuonna 2026 kvartaaliraportointiin jonka myötä olemme lisäksi muuttaneet ennusteemme kvartaalipohjaisiksi.

Investoinnit kasvavat merkittävästi

Endomines tavoittelee tänä vuonna 50 000 metrin kairausohjelmaa tuotantokairausten lisäksi, mikä on yli kaksinkertainen määrä aiempaan verrattuna. Olemme korottaneet ennusteitamme kuluvaan vuoden kairauskulujen osalta ja odotamme nyt noin 10 MEUR:n investointia malminetsintään, kokonaisuudessaan ennustamme investointien olevan noin 25 MEUR:n tasolla. Yhtiön rahoitusasema ja rajallinen kassapuskuri huomioiden suunniteltujen investointien läpivienti edellyttää liiketoiminnan tuloksen ja kassavirran vahvistumista ennusteiden mukaisesti, sillä heikentyvä kannattavuus kaventaisi investointien rahoittamiseen käytettävissä olevaa pääomaa merkittävästi. Yhtiön historiallista malminetsinnän tuottavuutta peilaten 50 000 metrin kairaus voisi tuottaa seuraavien kahden vuoden aikana noin 500 000 unssin kultavarannot.

Ennustemuutokset	2025	2025	Muutos	2026e	2026e	Muutos	2027e	2027e	Muutos
MEUR / EUR	Inderes	Toteutunut	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	44,0	45,5	3 %	64,8	66,7	3 %	78,7	79,0	0 %
Käyttökate	17,6	16,3	-7 %	35,8	37,5	5 %	44,1	45,2	3 %
Liikevoitto	12,8	7,6	-41 %	31,2	33,1	6 %	39,3	40,6	3 %
Tulos ennen veroja	8,7	3,2	-64 %	29,2	30,7	5 %	38,1	38,6	1 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,73	0,94	28 %	2,44	2,55	5 %	2,61	2,64	1 %
Osakekohtainen osinko	0,00	0,00		0,00	0,00		0,00	0,00	

Lähde: Inderes

Endomines Financial Statements Release 2025



Tuotto-odotus yhä riittävä

Pampalon tuotannon arvo nousi mallissamme

Edellä mainittujen ennustemuutosten myötä Pampalon tuotannon nykyarvo nousi ja on nyt mallissamme 192 MEUR (aik. 185 MEUR).

Emme tehneet muutoksia Karjalan kultalinjan malminetsinnän arvon osalta. Odotamme yhtiön pystyvän nostamaan varantonsa Karjalan kultalinjalla maaliskuussa päivitettävässä mineraalivarantoarviossa noin 600 – 800 tuhannen unssin kokoluokkaan ja edelleen noin miljoonaan unssiin vuonna 2027. Arviomme mukaan yhtiöllä on realistiset edellytykset kasvattaa kokonaisvarantonsa tavoitellulle 1,5–2,0 miljoonan unssin tasolle vuoden 2030 loppuun mennessä. Karjalan kultalinjan suuren malminetsintäpotentiaalin (erityisesti Ukkolanvaara) myötä myös vuoden 2030 jälkeiselle malminetsintäpotentiaalille sekä Eteläisen kultalinjan kriittisille mineraaleille annetaan arvonmäärittämisessä arvoa, vaikka nykytiedoin näiden arviointi on haastavaa. Kokonaisuudessaan malminetsintäpotentiaalinarvioimamme arvo säilyy 250 MEUR:ssa.

Endomines tiedotti tammikuussa jättäneensä EU:n strategisen projektin statushakemuksen Eteläisen kultalinjan volframi-, molybdeeni- ja kultahanketta koskien. Mahdollinen strategisen projektin status voisi jouduttaa hankkeen luvitusprosessia ja parantaa sen rahoitusmahdollisuuksia, mikä tukisi pitkän aikavälin sijoitustarinaa. Seuraamme mielenkiinnolla hakemusprosessin etenemistä ja hankkeen tarkempien taloudellisten parametrien tarkentumista tulevina vuosina. Arviomme hakutulosten julkistuksen tapahtuvan kuluvan vuoden loppupuolella.

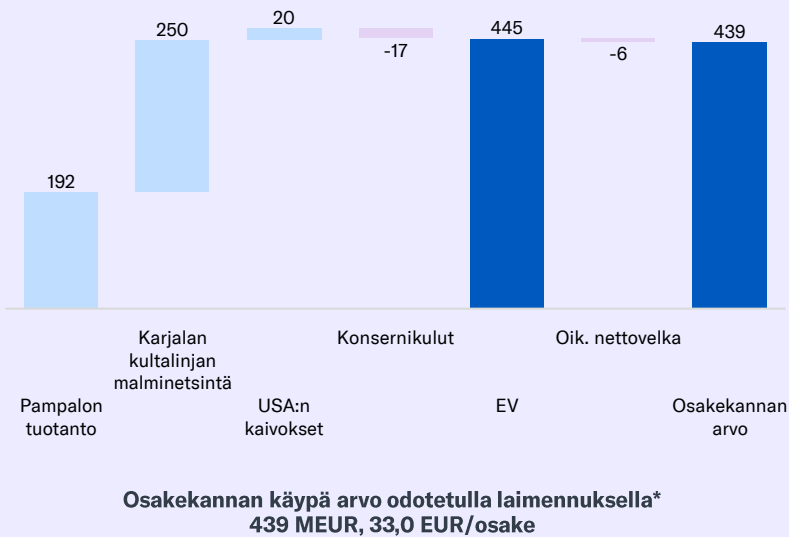
Osien summa osakekurssin yläpuolella

Osien summa mallimme indikoima arvo nousi 439 MEUR:oon tai potentiaalinen diluutio huomioiden 33,0 euroon osakkeelta (aik. 32,0 euroa). Laskelmamme asettuu siten osakekurssin yläpuolelle ja täten riskikorjattu tuotto-odotus säilyy vielä riittävänä.

Yhtiön arvoajureihin liittyy kuitenkin yhä merkittävästi epävarmuutta. Endominesin potentiaalin kannalta kullan hinta on tärkein parametri, jolle myös osien summa -mallimme on varsin herkkä. Muutokset kullan 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 kullan 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 potentiaalinen vastapainoksi.

Arvostustaso	2026e	2027e	2028e
Osakekurssi	29,6	29,6	29,6
Osakemäärä, milj. kpl	12,0	12,0	12,0
Markkina-arvo	355	355	355
Yritysarvo (EV)	345	321	293
P/E (oik.)	11,6	11,2	11,6
P/E	11,6	11,2	11,6
P/B	4,1	3,0	2,4
P/S	5,3	4,5	4,2
EV/Liikevaihto	5,2	4,1	3,5
EV/EBITDA	9,2	7,1	6,6
EV/EBIT (oik.)	10,4	7,9	7,5
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %

Lähde: Inderes



- Mallin osakemäärä on ~13,3 Mkpl, mikä sisältää arviomme yhtiön nykyisten vvk-lainojen kautta tulevasta potentiaalisesta diluutiosta seuraavan 12 kuukauden aikana ja sitä vastaavasta nettovelan laskusta.

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
Maritime Resources													
Westgold Resources	3854	3798	6,6	5,3	4,7	3,8	2,6	2,3	9,3	7,0	1,9	2,6	2,4
Bellevue Gold	1519	1631	15,6	6,8	7,5	4,8	3,8	2,8	20,5	9,4		0,5	2,6
Wesdome Gold Mines	1957	1792	4,4	4,0	3,4	3,3	2,5	2,4	6,5	6,5			
Hochschild Mining	3753	3928	5,9	5,4	4,7	4,6	2,8	2,7	9,5	8,9	1,7	2,1	3,7
Endomines (Inderes)	355	345	10,4	7,9	9,2	7,1	5,2	4,1	11,6	11,2	0,0	0,0	4,1
Keskiarvo			7,1	5,9	4,9	4,4	2,9	2,7	10,5	29,2	1,3	1,5	2,6
Mediaani			6,0	5,8	4,6	4,6	2,7	2,6	9,4	8,9	1,5	1,3	2,6
Erotus-% vrt. mediaani			75 %	37 %	98 %	54 %	90 %	59 %	24 %	26 %	-100 %	-100 %	57 %

Lähde: Refinitiv / Inderes

Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2024	H1'25	H2'25	2025	Q1'26e	Q2'26e	Q3'26e	Q4'26e	2026e	2027e	2028e	2029e
Liikevaihto	28,7	21,5	24,0	45,5	17,0	16,1	17,2	16,5	66,7	79,0	83,7	86,5
Käyttökate	5,8	7,7	8,7	16,3	9,4	9,0	9,8	9,2	37,5	45,2	44,3	37,3
Poistot ja arvonalennukset	-3,2	-2,2	-6,5	-8,7	-1,1	-1,1	-1,1	-1,1	-4,4	-4,6	-5,1	-8,7
Liikevoitto ilman kertaeriä	2,6	5,4	6,1	11,5	8,3	7,9	8,7	8,1	33,1	40,6	39,2	28,6
Liikevoitto	2,6	5,4	2,2	7,6	8,3	7,9	8,7	8,1	33,1	40,6	39,2	28,6
Nettorahoituskulut	-2,3	-3,1	-1,3	-4,4	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-2,4	-2,0	-2,0	-0,2
Tulos ennen veroja	0,4	2,3	0,9	3,2	7,7	7,3	8,1	7,5	30,7	38,6	37,2	28,3
Verot	0,0	0,0	4,2	4,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-7,0	-6,7	-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
Nettotulos	0,3	2,3	5,0	7,3	7,7	7,3	8,1	7,5	30,7	31,7	30,5	23,2
EPS (oikaistu)	0,03	0,19	0,74	0,94	0,64	0,61	0,67	0,63	2,55	2,64	2,54	1,93
EPS (raportoitu)	0,03	0,19	0,42	0,61	0,64	0,61	0,67	0,63	2,55	2,64	2,54	1,93

Tunnusluvut	2024	H1'25	H2'25	2025	Q1'26e	Q2'26e	Q3'26e	Q4'26e	2026e	2027e	2028e	2029e
Liikevaihdon kasvu-%	45,7 %	64,1 %	53,7 %	58,5 %	0,0 %	-25,3 %	0,0 %	-31,2 %	46,7 %	18,3 %	5,9 %	3,4 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%						46,0 %		33,6 %		22,9 %	-3,4 %	-27,2 %
Käyttökate-%	20,2 %	35,6 %	36,1 %	35,9 %	55,2 %	56,1 %	57,1 %	56,1 %	56,1 %	57,3 %	53,0 %	43,1 %
Oikaistu liikevoitto-%	9,1 %	25,2 %	25,4 %	25,3 %	48,7 %	49,3 %	50,7 %	49,4 %	49,5 %	51,4 %	46,9 %	33,0 %
Nettotulos-%	1,1 %	10,8 %	20,9 %	16,1 %	45,2 %	45,5 %	47,2 %	45,8 %	45,9 %	40,1 %	36,5 %	26,8 %

Lähde: Inderes

Vastaavaa	2025	2026e	2027e	2028e
Pysyvät vastaavat	68,4	91,0	103	106
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	0,0
Aineettomat hyödykkeet	31,9	33,9	33,9	33,2
Käyttöomaisuus	31,3	51,9	64,3	67,9
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	36,7	55,1	80,4
Vaihto-omaisuus	1,1	1,7	2,0	2,1
Muut lyhytaikaiset varat	11,0	3,5	3,5	3,5
Myyntisaamiset	7,9	10,0	9,5	10,0
Likvidit varat	3,9	21,5	40,2	64,8
Taseen loppusumma	92,3	128	158	187

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2025	2026e	2027e	2028e
Oma pääoma	56,6	87,3	119	149
Osakepääoma	53,3	53,3	53,3	53,3
Kertyneet voittovarot	-128,2	-97,5	-65,9	-35,4
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	18,1	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	8,6	3,8	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset velat	15,3	22,4	26,3	27,8
Korolliset velat	0,1	1,0	1,0	1,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	15,2	21,4	25,3	26,8
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	92,3	128	158	187

Yhteenveto

Tuloslaskelma	2024	2025	2026e	2027e
Liikevaihto	28,7	45,5	66,7	79,0
Käyttökate	5,8	16,3	37,5	45,2
Liikevoitto	2,6	7,6	33,1	40,6
Voitto ennen veroja	0,4	3,2	30,7	38,6
Nettovoitto	0,3	7,3	30,7	31,7
Kertaluontoiset erät	0,0	-3,9	0,0	0,0

Tase	2024	2025	2026e	2027e
Taseen loppusumma	75,8	92,3	127,7	158,5
Oma pääoma	41,2	56,6	87,3	118,9
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettovelat	13,3	9,8	-9,9	-33,4

Kassavirta	2024	2025	2026e	2027e
Käyttökate	5,8	16,3	37,5	45,2
Nettokäyttöpääoman muutos	2,8	-12,9	11,0	4,1
Operatiivinen kassavirta	8,4	2,4	48,5	42,1
Investoinnit	-18,0	-2,7	-27,0	-17,0
Vapaa kassavirta	-4,9	-5,2	26,4	27,8

Arvostuskertoimet	2024	2025	2026e	2027e
EV/Liikevaihto	3,6	7,8	5,2	4,1
EV/EBITDA	17,7	21,7	9,2	7,1
EV/EBIT (oik.)	39,5	30,7	10,4	7,9
P/E (oik.)	>100	30,7	11,6	11,2
P/B	2,2	6,1	4,1	3,0
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %

Lähde: Inderes

Osakekohtaiset luvut	2024	2025	2026e	2027e
EPS (raportoitu)	0,03	0,61	2,55	2,64
EPS (oikaistu)	0,03	0,94	2,55	2,64
Operat. Kassavirta / osake	0,77	0,20	4,04	3,50
Operat. Vapaa kassavirta / osake	-0,45	-0,43	2,20	2,32
Omapääoma / osake	3,80	4,73	7,27	9,90
Osinko / osake	0,00	0,00	0,00	0,00

Kasvu ja kannattavuus	2024	2025	2026e	2027e
Liikevaihdon kasvu-%	46 %	58 %	47 %	18 %
Käyttökatteen kasvu-%			130 %	21 %
Liikevoiton oik. kasvu-%			187 %	23 %
EPS oik. kasvu-%			172 %	3 %
Käyttökate-%	20,2 %	35,9 %	56,1 %	57,3 %
Oik. Liikevoitto-%	9,1 %	25,3 %	49,5 %	51,4 %
Liikevoitto-%	9,1 %	16,7 %	49,5 %	51,4 %
ROE-%	0,8 %	15,0 %	42,6 %	30,7 %
ROI-%	5,0 %	12,0 %	39,1 %	36,2 %
Omavaraisuusaste	54,4 %	61,3 %	68,3 %	75,0 %
Nettovelkaantumisaste	32,2 %	17,3 %	-11,4 %	-28,1 %

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 sijoitus-suosituksia 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 arvonmääritysmenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmääritysmenetelmät 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 analytikon 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 €



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.**