

ENDOMINES

28.07.2026 07.20 EEST



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

INDERESIN YHTIÖASIAKAS
LAAJA RAPORTTI



Mahdollisuuksien mukana roimasti riskiä

Vahvan operatiivisen suorituksen ja suotuisan kullon hintakehityksen ansiosta Endomines on viime vuosina muuttunut käännemyhtiöstä kasvuyhtiöksi. Ennustamme Pampalon tuotantoklusterin etenevän kohti täyttä kapasiteettia tulevina vuosina, minkä lisäksi odotamme yhtiön saavuttavan varantotavoitteensa kuluvan strategiakauden aikana. Osakkeen hinta ei ole mielestämme perusteltavissa nykyisellä tuotannolla tai varannoilla, vaan hinnoittelu nojaa vahvasti Eteläisen kultalinjan hankkeen etenemiseen suunnitelmien mukaisesti. Huomioiden hankkeeseen liittyvät epävarmuudet sekä mittavat investoinnit, jää riskikorjattu tuotto-odotus mielestämme liian matalaksi. Ennustemuutosten sekä arvostusmallimme päivitettyjen parametrien seurauksena laskemme tavoitehintamme 8,60 euroon (aik. 11,00 euroa). Suosituksemme säilyy vähennä-tasolla.

Strategian kasvutavoitteet nojaavat Eteläiseen kultalinjaan

Endomines on suomalainen kaivosyhtiö, jonka toiminnan ytimessä ovat kullantuotanto ja malminetsintä Itä-Suomessa sijaitsevalla Karjalan kultalinjalla. Yhtiöllä on lisäksi hankkeita Yhdysvalloissa Idahossa ja Montanassa, mutta ne eivät kuulu nykyisen strategian painopisteisiin. Strategiassaan Endomines tavoittelee 1,5–2,0 miljoonan unssin kultavarantojen määrittämistä Karjalan kultalinjalta vuoden 2030 loppuun mennessä sekä 70 000–100 000 unssin vuotuista kullantuotantoa vuoden 2030 tienoilla. Molemmat tavoitteet nojaavat vahvasti Eteläisen kultalinjan hankkeeseen, minkä vuoksi pidämme sen etenemistä kohti tuotantoa lähivuosien keskeisimpänä arvoajurina.

Tuotanto on nykymarkkinassa merkittävän kannattavaa

Odotamme yhtiön tuottavan tänä vuonna hieman alle 19 500 unssia (+17 % v/v). Keskipitkän aikavälin ennusteemme nojaavat tuotannon kasvuun Pampalon tuotantoklusterissa. Yhtiöllä on näkemyksemme mukaan edelleen hyvät edellytykset kasvattaa

tuotantoaan myös keskipitkällä aikavälillä nykytasoilta. Kasvu kulminoituu lähivuosina siten nimenomaan rikastamoon ja sen vapaan kapasiteetin hyödyntämiseen. Pidemmällä aikavälillä tuotannon kasvattamisen ajuri on Eteläisen kultalinjan hanke. Yhtiö tavoittelee julkaisevansa hankkeesta PFS-tasoisien tutkimuksen ensi vuoden aikana. Emme tässä vaiheessa sisällytä Eteläisen kultalinjan tuotantoa varsinaisiin tuotantoennusteisiimme joskin huomioimme sen osien summa mallissamme. Odotamme kuluvan vuoden aikana lisätietoja myös hankkeen kriittisten mineraalien (volframi ja molybdeenin) hyödyntämismahdollisuuksista (ml. kriittisten mineraalien tuottajan statushakemuksen tulokset), mikä tukisi hankkeen toteutettavuutta entisestään.

Potentiaalia on yhä, mutta riskikorjattu tuotto-odotus jää nykyhinnoittelulla ohueksi

Yhtiön hankeportfolio huomioiden mielestämme Endominesin osakkeen arvo määrittyy parhaiten osien summana. Olemme raportin yhteydessä päivittäneet tavoitehintamme taustalla olevia parametreja etenkin Karjalan kultalinjan malminetsinnän sekä kehityspotentiaalin osalta. Varantopohjaisen arvostuksen lisäksi arvostamme näitä eriä nyt myös kassavirtamallilla sekä tulevaisuuden tuotantopotentiaaliin perustuvilla tulostekijöillä. Varantopohjaista arvostusta painaa edelliseen päivitykseen nähden verrokkiyhtiöiden laskenut varantopohjainen arvostus kultamarkkinan viilenneyttyä kuluvan vuoden aikana. Lisäksi olemme laskeneet sekä tulevien vuosien että pitkän aikavälin kullon hintaennusteitamme. Odotamme kullon hinnan nousevan nykytasoilta keskipitkällä aikavälillä, kun taas pitkän aikavälin ennusteemme vuodesta 2029 eteenpäin asettuu karkeasti nykyiselle hintatasolle. Muutosten jälkeen osien summana johdettu käypä arvo asettuu edelleen osakkeen nykykurssin yläpuolelle. Riskitaso huomioiden emme pidä osakkeen tuotto-odotusta kuitenkaan vielä riittävänä.

Suositus

Vähennä

(aik. Vähennä)

Tavoitehinta:

8,60 EUR

(aik. 11,00 EUR)

Osakekurssi:

7,71 EUR

Liiketoimintariski



Arvostusriski



	2025	2026e	2027e	2028e
Liikevaihto	45,5	68,0	83,2	86,2
kasvu-%	58 %	50 %	22 %	4 %
EBIT oik.	11,5	31,2	42,5	40,7
EBIT-% oik.	25,3 %	45,8 %	51,1 %	47,2 %
Nettotulos	7,3	28,0	33,2	31,8
EPS (oik.)	0,94	0,76	0,87	0,83

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

Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

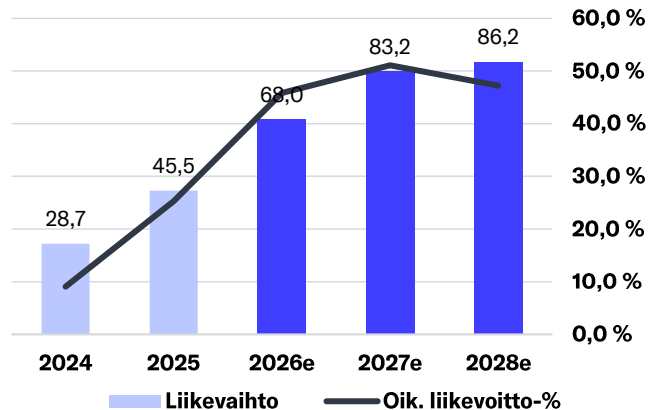
Endomines arvioi kullon tuotannon kasvavan 10–20 % suhteessa vertailukauteen (2025 tuotanto 16 630 unssia)

Osakekurssi



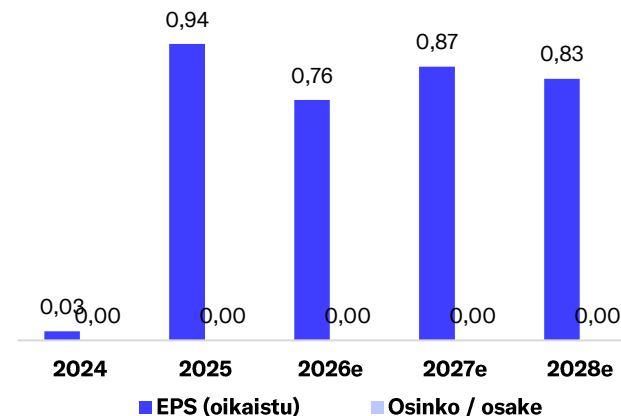
Lähde: Millistream Market Data AB

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	7,71	7,71	7,71
Osakemäärä, milj. kpl	38,4	38,4	38,4
Markkina-arvo	296	296	296
Yritysarvo (EV)	288	267	251
P/E (oik.)	10,1	8,9	9,3
P/E	10,5	8,9	9,3
P/B	3,5	2,5	2,0
P/S	4,3	3,6	3,4
EV/Liikevaihto	4,2	3,2	2,9
EV/EBITDA	8,3	5,7	5,5
EV/EBIT (oik.)	9,2	6,3	6,2
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %

Lähde: Inderes

Endomines lyhyesti

Endomines on suomalainen kaivosyhtiö, joka keskittyy kullan tuotantoon ja malminetsintään Itä-Suomessa sijaitsevalla Karjalan kultalinjalla. Endomines omistaa myös kaksi kultaesiintymää Montanassa Yhdysvalloissa.

2005

Perustamisvuosi

2022

Kotipaikan vaihto ja listautuminen pelkästään Helsingin pörssiin

45,5 MEUR

Liikevaihto 2025

16,3 MEUR

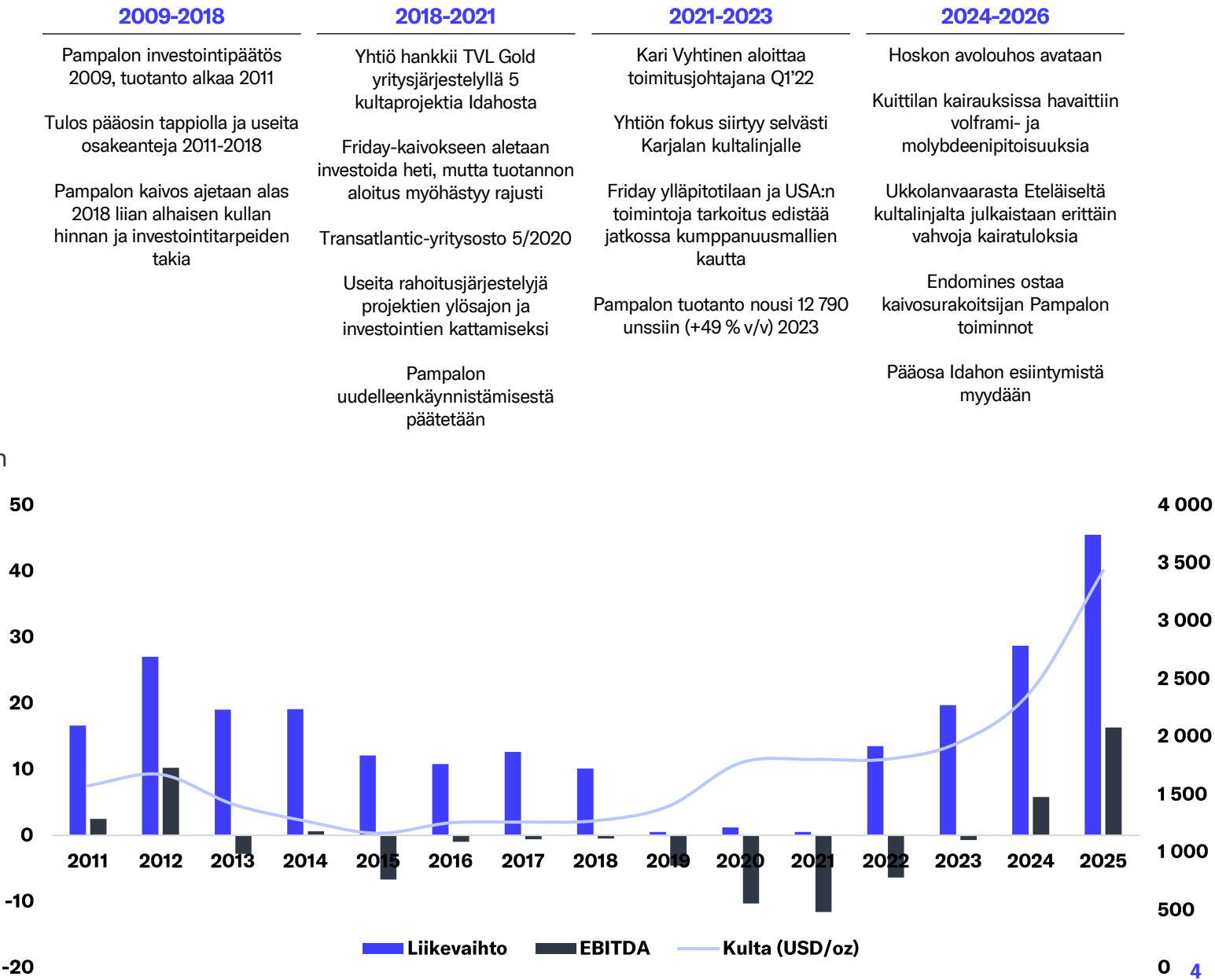
Konsernin käyttökate 2025

48 %

Pampalon tuotannon käyttökate-% 2025

619 600 unssia

Kultavarannot Karjalan kultalinjalla 2025



Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	5-16
Strategia	17-19
Taloudellinen tilanne	20-21
Markkinat ja kilpailijat	22-28
Ennusteet	29-31
Arvonmääritys ja suositus	32-39
Taulukot ja vastuuvapauslauseke	40-46

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/9

Endomines lyhyesti

Endomines on kultaan keskittynyt kaivosteollisuuden tuotanto- ja kehitysyritys. Eri tasoille luokiteltuja kultamineraalivarantoja Endominesilla on yhteensä reilut 0,6 miljoonaa troy-unssia Karjalan kultalinjalla (jalometallimarkkinoiden troy-unssi on 31,10 g). Lisäksi yhtiöllä on lähes tämän verran historiallisia varantoja USA:n Montanassa, jotka eivät tosin vastaa nykystandardien luokittelua.

Endominesin liikevaihto on historiallisesti perustunut Ilomantsin Pampalon kultakaivokseen, joka muodostaa myös nykyisin yhtiön tuotannon perustan. Pampalon maanalaisen kaivoksen lisäksi yhtiöllä on tuotannossa Pampalon avolouhos sekä Hoskon kaivos.

Yhtiöllä on lisäksi kaksi kehitysprojektia Montanassa Yhdysvalloissa, jotka siirtyivät Endominesille vuonna 2020 toteutetun Transatlantic-yritysjärjestelyn myötä. Endominesilla on myös kaksi kultaesiintymää Idahossa, joskin se myi valtaosan Idahossa sijainneista esiintymistä vuoden 2025 lopussa australialaiselle Yellowstone Miningille.

Kullan tuotannon ohella Endominesin toiminnassa korostuvat malminetsintä ja esiintymien kehitystyö Karjalan kultalinjalla. Yhtiö on viimeisen viiden vuoden aikana lisännyt malminetsintäkairausten määrää kultalinjalla merkittävästi, minkä ansiosta varannot ovat kasvaneet selvästi aiemmasta. Nykyisen strategiakauden tavoitteena on käynnistää Eteläisen kultalinjan hankkeen tuotanto noin vuonna 2030. Tämän jälkeen vuorossa on yhtiön nykysuunnitelmien mukaan Pohjoinen kultalinja, johon kuuluu tällä hetkellä Kartitsan hanke.

Historiallinen kehitys

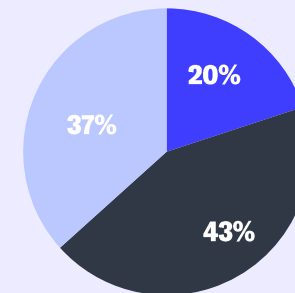
Endomines aloitti tuotannon Pampalon kaivoksella vuonna 2011 usean vuoden kehitysprojektin päätteeksi. Tätä ennen sillä ei ollut kehitysyritykselle tyypillisesti liikevaihtoa ja sen tulos oli tappiollinen. Myös Pampalon kaivoksen ensimmäisessä tuotantovaiheessa vuosina 2011-2018 Endomines oli suurissa vaikeuksissa, sillä yhtiö ylsi tällä aikajaksolla vain kolmena vuonna positiiviseen oikaistuun käyttökatteeseen ja vain yhtenä vuonna positiiviseen nettotulokseen. Erittäin heikon historiallisen tuloskehityksen taustalla olivat arviomme mukaan Pampalon kaivoksen tuotantovaiheessa malmin odotuksia matalampi kultapitoisuus (tuotantomäärän lasku), arvioitua korkeammat tuotantokustannukset, kullan hinnan lasku sekä epäonnistuneet suojaukset.

Vuonna 2019 yhtiön liikevaihto loppui Pampalon kaivoksen alasajoon ja vuodet 2020-2021 Endomines oli käytännössä ilman liikevaihtoa, sillä Fridayn kaivoksen käynnistyminen Yhdysvalloissa viivästyi useampaan otteeseen ja Pampalon uudelleenkäynnistyksestä päätettiin vasta talvella 2021.

Sen sijaan vuotta 2022 voi pitää Endominesille käänteen tekävänä nykyisen suunnan osalta. Yhtiö julkisti tällöin uuden strategiansa, jonka keskiössä ovat Suomen liiketoiminnot sekä se sai onnistuneesti ylösajettua Pampalon tuotannon.

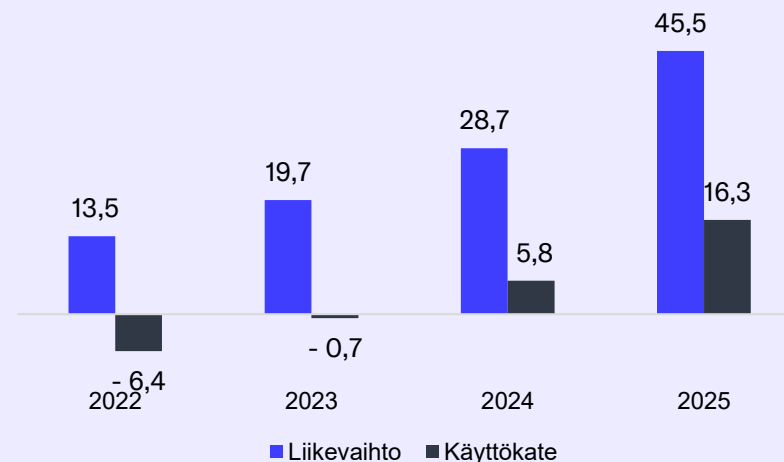
Vuosina 2023–2025 Endominesin tulospääntee konkretisoitui yhtiön kasvatettua tuotantoaan Pampalossa suotuisan kullan hinnan siivittämänä. Liikevaihto on kasvanut noin 50 %:n vuosivauhtia vuodesta 2022 lähtien, ja käyttökate on noussut selvästi tappiollisesta noin 16 MEUR:n tasolle viime vuonna.

Endominesin varannot Karjalan kultalinjalla noin 600 tuhatta unssia



■ Pampalo ■ Eteläinen Kultalinja ■ Karjalan kultalinjan satelliitit

Liikevaihdon ja käyttökate kehitys (MEUR)



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/9

Kultamarkkinan moniottelija

Endominesin varsinaisia ydinprosesseja ovat malminetsintä, louhinnan suunnittelu, kaivostoiminta ja malmin rikastamon operointi. Aiemmin Pampalon kaivostoiminta on ollut alihankkijan vastuulla, mutta Endomines osti maanalaisen louhinnan palveluntuottajan Power Miningin Pampalon liiketoiminnan vuoden 2025 toisella vuosipuoliskolla.

Endominesin erottaa monesta varhaisen vaiheen malminetsintäyhtiöstä se, että yhtiö pystyy rahoittamaan malminetsintäinvestointejaan Pampalon kaivostuotannon kassavirralla. Tämä vähentää ulkopuolisen rahoituksen tarvetta ja pienentää osakkeenomistajien diluutoriskiä.

Yhtiön liiketoiminta sitoo kaivosalalle tyypilliseen tapaan tuntuvasti pääomia. Pääomia sitoutuu sekä kiinteään omaisuuteen (esim. laitteet ja koneet) että aineettomaan omaisuuteen (aktivoitavat malminetsintäinvestoinnit ja/tai yrityskaupoista tuleva aineeton omaisuus). Käyttöpääomaa liiketoiminta sitoo kuitenkin vähemmän ja saamisten kierto on mahdollista pitää ostovelkojen kiertoa nopeampana. Kokonaisuutena liiketoiminta on kuitenkin varsin pääomaintensiivistä, ja Endomines operoi kokoluokkaansa nähden raskaalla taseella. Näkemyksemme mukaan pääomaintensiivisyys on sijoittajan kannalta selkeä rasite, sillä se rajoittaa yhtiön kykyä tuottaa pääomalle ja jakaa voittoja omistajille. Kyse on toimialan rakenteellisesta piirteestä, joka koskee kaivosyhtiöitä laajemminkin, emmekä odota tilanteen muuttuvan olennaisesti jatkossa. Pääomaraskaasta liiketoimintamallista huolimatta Endomines ylsi vuonna 2025 vahvan tulostason siivittämänä noin 15 prosentin oman pääoman tuottoon.

Lopputuotteena kultarikaste

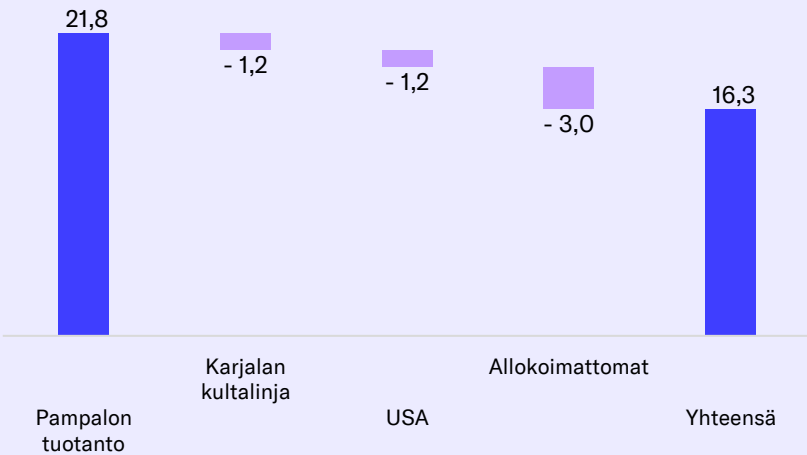
Endominesin lopputuote ei ole ilman lisäinvestointeja puhdas kulta vaan kultaa sisältävä rikaste. Käytännössä Pampalossa ja Hoskossa louhittu malmi murskataan ja jauhetaan kuulamylyillä hienoksi, minkä jälkeen kulta erotetaan lietteestä vaahdotusmenetelmällä. Tarvittaessa voidaan käyttää lisäksi painovoimaerotusta.

Rikastamo tuottaa Bolidenin Harjavallan sulattoon toimitettavan vaahdotusrikasteen. Endominesin liikevaihto ei siten perustu suoraan kullan myyntiin, vaan rikasteen myyntiin sulatolle. Jalostuskulut vähennetään yhtiön liikevaihdosta, joten Endominesin liikevaihto muodostuu tuotantomäärän, kullan markkinahinnan ja jalostuskuluvähennyksen yhteisvaikutuksena. Käytännössä yhtiö saa rikasteestaan lähes 90 % sen sisältämän kullan maailmanmarkkinahinnasta.

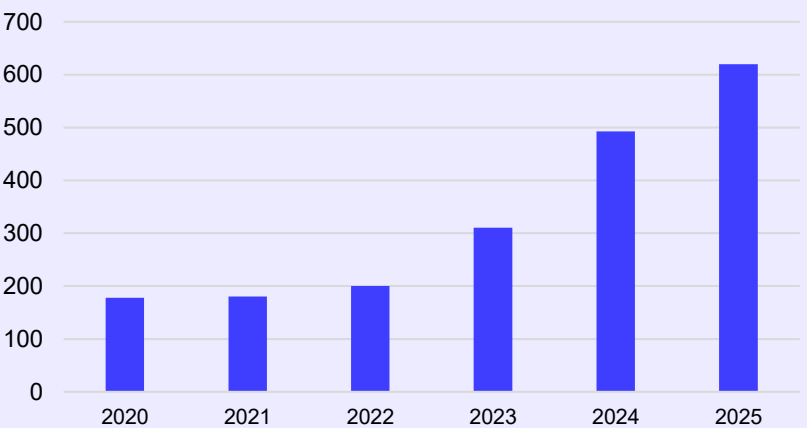
Globaalit kultamarkkinat ovat Endominesin kokoon suhteutettuna valtavat ja niiden likviditeetti on hyvä. Siten yhtiön myyntiriskit ovat käytännössä olemattomia. On kuitenkin hyvä huomata, että volatiilin kullan hinnan myötä yhtiön liikevaihto ja kannattavuus ovat alttiina heilunnalle.

Sivumetalliliikevaihtoa Endominesilla ei ole historiallisesti ollut, ja yhtiön liikevaihto on siten täysin riippuvainen kullasta. Pitkällä aikavälillä Karjalan kultalinjan geologia mahdollistaa kuitenkin myös sivumetallien hyödyntämisen. Esimerkiksi Eteläisellä kultalinjalla on kairaustuloksissa havaittu volframia ja molybdeeniä, jotka voivat tulevaisuudessa tukea yhtiön liikevaihtoa ja monipuolistaa tulolähdettä kullan ohella.

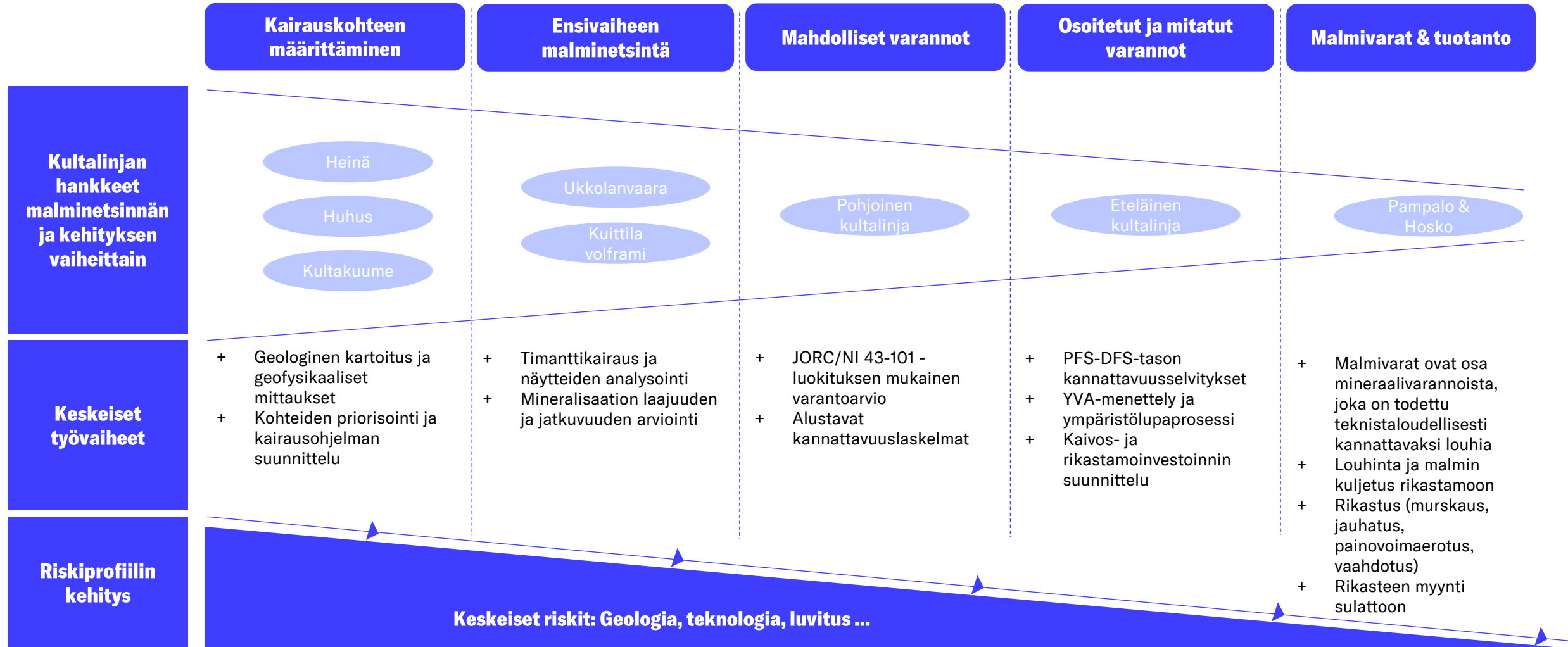
Käyttökatteen jakauma (MEUR, 2025)



Kokonaisvarantojen kehitys Karjalan kultalinjalla (koz)



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 3/9



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 4/9

Pampalo

Tuloskäänte on toteutunut

Kasvaneita tuotantomääriä sekä väkivahvaa kultamarkkinaa peilaten Pampalon tuotannon käyttökatteen kehitys on ollut voimakkaasti nousujohteinen. Vuoden 2025 Pampalon tuotanto -segmentin käyttökate oli 21,8 MEUR (EBITDA-%: 48 %), mikä on selkeä parannus edellisvuoteen (10,3 MEUR, 36 %). Pampalon tuotanto sisältää huomattavaa tulosvipua kullan hinnan kehitykseen nähden. Tätä kautta näemme marginaalitasoissa myös yhä nousupotentiaalia, joka voi realisoitua joko käteiskustannuksen laskun tai kullan hinnan positiivisen euromääräisen kehityksen kautta. Toisaalta on syytä huomioida, että malmin kultapitoisuuden vaihtelu voi ajoittain olla huomattavaakin, mikä heijastuu suoraan tuotettuun kultamäärään ja sitä kautta segmentin kannattavuuteen. Kannattavuuden muodostumisen näkökulmasta pidämmekin loughinnan suunnittelussa ja toteutuksessa onnistumista kriittisenä tekijänä. Tähän lukeutuvat muun muassa kiviolosuhteiden hallinta sekä sivukivilaimennuksen pitäminen kurissa, sillä laimennuksen kasvu painaa syötteen pitoisuutta ja nostaa samalla yksikkökustannuksia. Nykyisillä kullan hinnoilla yhtiön pitäisi näkemyksemme mukaan kuitenkin pystyä jatkamaan selvästi positiivisen käyttökatteen ja operatiivisen kassavirran tuottamista Pampalon tuotannossa, vaikka yksittäisten kvartaalien välillä voikin esiintyä pitoisuuden ja kustannusten vaihtelusta johtuvaa heiluntaa.

Pampalon malmivarat ovat pysyneet vakaina viime vuosina kasvaneesta tuotannosta huolimatta

Vuoden 2025 lopussa Pampalon kaivoksen malmivarat sisälsivät kokonaisuudessaan 644 000 tonnin

kokonaismalmivarat pitoisuudella 2,29 g/t, sisältäen kultaa 47 500 unssia (2024: 46,6 koz). Malmivarat kasvoivat tonneissa 9,5 % ja unsseissa 1,9 % verrattuna edellisen vuoden arvioon. Pampalon malmivara-arvio kattaa maanalaisen kaivoksen sekä avolouhoksen malmivarat. Päivitetystä arviossa maanalaisessa kaivoksessa on 330 000 tonnin todetut malmivarat pitoisuudella 2,37 g/t kultaa, sisältäen 25 100 unssia kultaa, sekä 170 000 tonnin todennäköiset malmivarat pitoisuudella 3,21 g/t, sisältäen 17 600 unssia. Avolouhoksen päivitetystä malmivara-arviossa on 144 000 tonnin todennäköiset malmivarat pitoisuudella 1,04 g/t, sisältäen 4 800 unssia kultaa. Pääosa malmivarojen kasvusta tulee vuonna 2025 toteutetusta maanalaisesta kairausohjelmasta, jossa kairattiin yhteensä 123 kairareikää yhteispituudeltaan 11 328 m suunnitellulle loughinta-alueelle tasojen 915 ja 1035 välille sekä esiintymän syväjatkkeille.

Malmivarojen lisäksi yhtiö raportoi maanalaisen kaivoksen osalta 275 000 tonnin mitatut mineraalivarannot pitoisuudella 2,85 g/t (25,2 koz kultaa), 143 000 tonnin osoitetut mineraalivarannot pitoisuudella 3,81 g/t (17,6 koz kultaa) sekä 317 000 tonnin mahdolliset mineraalivarannot pitoisuudella 4,08 g/t (41,6 koz kultaa). Avolouhoksella on lisäksi raportoitu 491 000 tonnin mahdolliset mineraalivarannot pitoisuudella 1,65 g/t, sisältäen 26 100 unssia kultaa.

Tuotantopotentiaalia myös nykyisten kultavarantojen päälle

Pampalon maanalaisen kaivoksen todellinen elinkaari on haastava arvioida. Yhtiö on tyypillisesti toteuttanut malminetsintää Pampalon maanalaisessa kaivoksessa tuotantotasoin, jolloin yhtiön varannoissa on korkeintaan nykyisen tuotantotason sekä seuraavan tason varannot. Käytännössä yhtiö ylläpitää noin kolmen vuoden tuotantopuskuria, jota täydennetään vuosittaisilla maanalaisilla

kairauskampanjoilla aina seuraavalle 60–80 metrin syvyysvälille. Esiintymä on edelleen avoin syvyysuunnassa nykyisen 1 035 metrin tason alapuolella, ja vastaavanlaiset orogeeniset maanalaiset kultakaivokset ovat maailmalla toimineet tyypillisesti vuosikymmeniä. Mallin keskeisin riski on se, että yksittäinenkin epäonnistunut kairauskampanja voi suoraan lyhentää kaivoksen jäljellä olevaa elinkaarta, koska mittavampaa varantopuskuria ei käytännössä ole. Endomines päivitti kirjanpidollisesti Pampalon kaivoksen taloudellisen pitoajan vuoden 2034 loppuun asti.

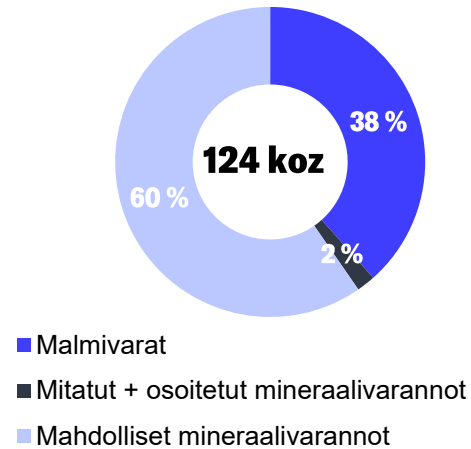
Pampalon nykyiset varannot (123 600 unssia) riittävät nykyisellä tuotantotasolla laskennallisesti noin kuuden vuoden tuotantoon. Odotamme kuitenkin yhtiön pystyvän jatkamaan tuotantoa myös nykyisten tasojen alapuolella, mitä tukevat kairaus tulokset kaivoksen syvemmistä osista. Lisäksi nykyinen kullan hintataso mahdollistaa potentiaalisesti ylempien tuotantotasojen laajemman hyödyntämisen. Näemme Pampalon alueella myös mittavampaa malminetsintäpotentiaalia esimerkiksi Pampalon avolouhoksen osalta.

Kultapitoisuudet verrattain matalat

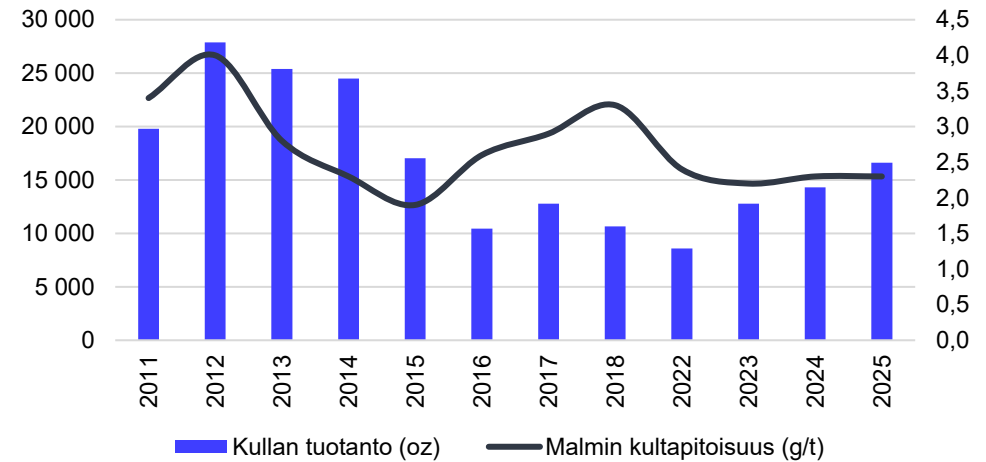
Pampalon nykyiset malmivarat ovat pitoisuudeltaan verrattain matalia suhteessa tuotantovaiheessa oleviin maanalaisiin kultakaivosprojekteihin Pohjois-Amerikassa, Euroopassa, Australiassa ja Uudessa-Seelannissa (5–6 g/t Au vs. Pampalon maanalaiset malmivarat 2,4–3,2 g/t Au). Vastaavien alueiden tuotantovaiheessa olevien avolouhoskultaprojektien pitoisuudet ovat tyypillisesti noin 1–2 g/t Au, kun taas Pampalon avolouhoksen malmivaran pitoisuus on 1,0 g/t, eli vaihteluvälin alapäässä.

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 5/9

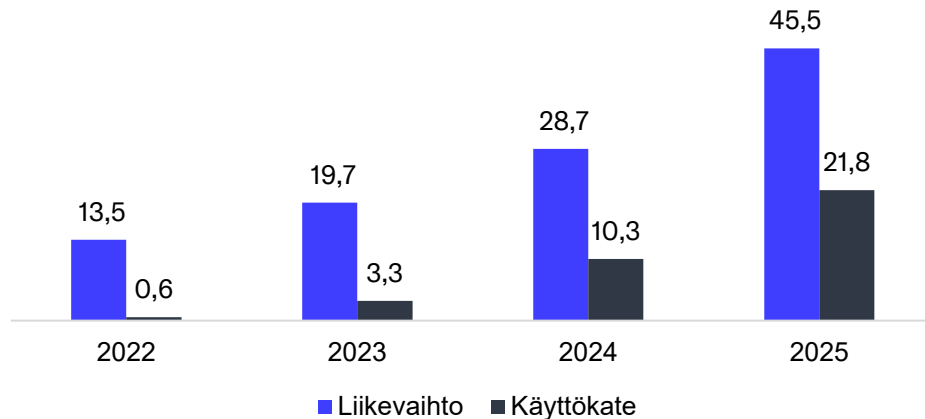
Pampalon malmivarat ja mineraalivarannot



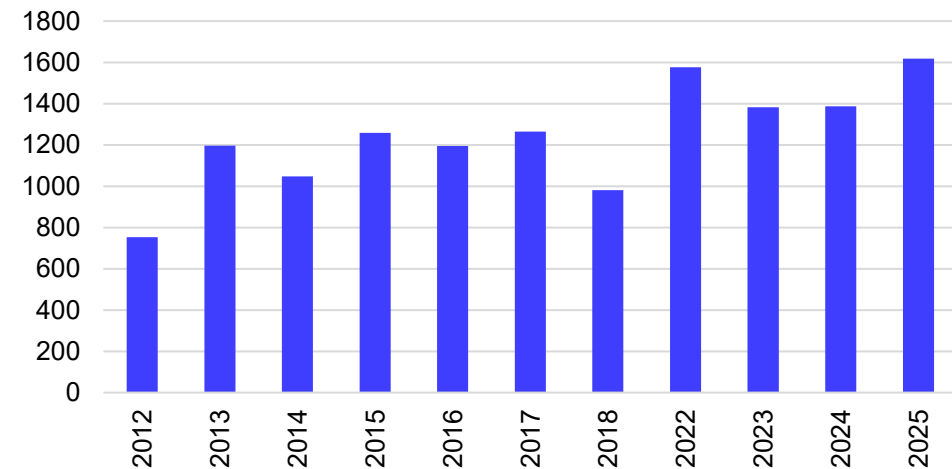
Pampalon tuotantovolyymi ja malmin kultapitoisuus



Pampalon tuotannon liikevaihdon ja käyttökatteen kehitys (MEUR)



Pampalon historiallinen käteiskustannus (USD/oz*)



* Laskettu vuoden keskimääräisellä EUR/USD valuuttakurssilla
Lähde: Endomines, Inderes

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 6/9

Eteläinen kultalinja

Tärkeässä roolissa yhtiön strategian toteutuksessa

Eteläinen kultalinja on Endominesin strategiassa seuraava kehityskohde, joka siirtyy tuotantoon nykysuunnitelmien mukaisesti noin vuonna 2030.

Eteläinen kultalinja on 268 800 unssin kokonaisvarannolla Karjalan kultalinjan suurin yksittäinen varantokeskittymä, joka koostuu Korvilansuon (138 800 oz), Kuittilan (97 500 oz), Muurinsuon (32 500 oz) ja Ukkolanvaaran esiintymistä. Yhtiön strategian mukaan alueelle laaditaan esiselvitys (PFS) vuoden 2027 ensimmäiselle puoliskolle, investointipäätös on suunniteltu vuodelle 2028 ja tuotannon käynnistyminen ajoittuu noin vuoteen 2030.

Eteläisen kultalinjan varannot ennallaan 2025

Eteläisen kultalinjan (Korvilansuo, Kuittila ja Muurinsuo) mineraalivarannot pysyivät vuoden 2025 päivityksessä ennallaan. Tämä johtuu siitä, että Korvilansuon ja Kuittilan merkittävät varantopäivitykset toteutettiin vuoden 2024 aikana tehtyjen määrityskairausten pohjalta ja julkaistiin alkuvuonna 2025. Korvilansuon mahdolliset mineraalivarannot sisältävät 2 727 000 tonnia pitoisuudella 1,58 g/t eli 138 800 unssia, ja Kuittilan vastaavasti 2 211 000 tonnia pitoisuudella 1,37 g/t eli 97 500 unssia. Muurinsuon varannot koostuvat 354 000 tonnin osoitetuista mineraalivarannoista pitoisuudella 1,94 g/t eli 22 100 unssia sekä 231 000 tonnin mahdollisista mineraalivarannoista pitoisuudella 1,40 g/t eli 10 400 unssia, eikä näissä tapahtunut muutoksia edellisvuoteen verrattuna. Vuonna 2025 uusia kairauksia ei näiden esiintymien osalta tehty,

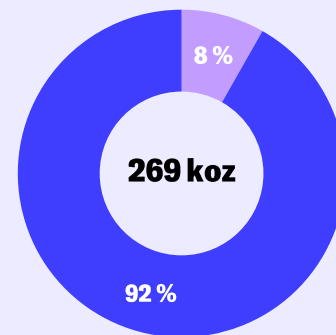
vaan yhtiön malminetsintäpanostus kohdistui Pampalon maanalaiseen kaivokseen, Kartitsaan ja Ukkolanvaaraan. Eteläinen kultalinja on kuitenkin edelleen Karjalan kultalinjan suurin yksittäinen varantokeskittymä.

Malminetsinnän keskiössä vuonna 2026

Endomines suorittaa Karjalan kultalinjalla kuluvana vuonna noin 50 000 metrin malminetsintäkairausohjelman. Uskomme tästä pääosan keskittyvän Eteläiselle kultalinjalle ja etenkin Ukkolanvaaraan, missä yhtiöllä ei nykyisellään ole vielä määritettyjä varantoja. Endomines julkaisi Ukkolanvaarasta keväällä 2025 lähihistoriansa merkittävimmän yksittäisen kairaustuloksen. Kommentoimme tulosta tarkemmin [täällä](#). Ukkolanvaaran ensimmäisen kairausohjelman loputkin tulokset olivat lupaavia, vaikka ne jäivätkin poikkeuksellisen vahvan ensimmäisen julkaistun tuloksen varjoon.

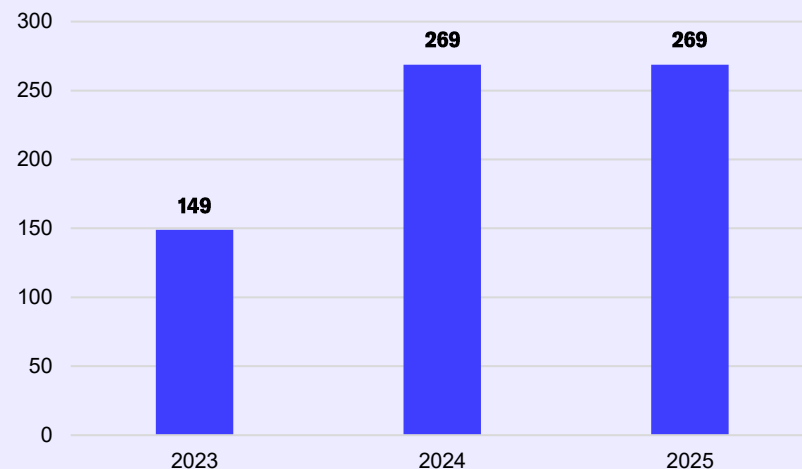
Yhtiö julkaisi Ukkolanvaarasta toukokuussa 2026 tuloksia talven 2025-2026 kairausohjelman osalta. Kokonaisuudessaan kairausohjelman Ukkolanvaaran pohjoisosiin liittyneet reiät olivat erittäin lupaavia. Tämä oli tosin odotettua, koska kairareiät sijaitsivat lähellä viime vuonna julkaistua UKKO-001-kairareikää. Mielestämme positiivista oli lisäksi se, että kultamineralisaatiota havaittiin myös esiintymän eteläisellä alueella. Kolme uutta vyöhykettä löytyi aiemmin tunnistettujen alueiden välistä, mikä antaa alustavia viitteitä laajasta esiintymästä, joka on varantojen muodostumisen kannalta keskeistä. Endominesin tavoitteena on julkaista Ukko-esiintymän ensimmäinen varantoarvio vuoden 2026 jälkipuoliskolla. Täten odotamme Eteläisen kultalinjan varantomäärän kääntyvän kuluvana vuonna takaisin selvään kasvuun.

Eteläisen kultalinjan mineraalivarannot



Mitatut + osoitetut mineraalivarannot Mahdolliset mineraalivarannot

Eteläisen kultalinjan varannot (koz)



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 7/9

Eteläisellä kultalinjalla esiintyy volframia ja molybdeeninä

GTK (Geologian tutkimuskeskus) löysi Kuittilan esiintymän Ilomantsissa vuonna 1984 alueellisen molybdeenin- ja volframimalminetsinnän yhteydessä. Endomines aloitti vuonna 2023 uuden kairausohjelman Kuittilassa, jossa havaittiin molybdeeninä muiden mineraalien lisäksi. Vuonna 2024 alueen jatkokairauksissa havaittiin laajemmin molybdeenin lisäksi kohonneita volframipitoisuuksia kultavyöhykkeen sivukivessä.

Yhtiö raportoi yksittäisiä korkean pitoisuuden leikkauksia niin molybdeenin kuin volframin osalta. Korkeimmat raportoidut pitoisuudet olivat 1,43 % molybdeeninä 0,85 metrin matkalla kairareissä KT-074 ja 0,59 % volframia 1,05 metrin matkalla kairareissä KT-052. Vertailun vuoksi Euroopan suurimman toimivan volframikaivoksen, EQ Resourcesin Barruecopardon kaivoksen Espanjassa, mineraalivarannon keskipitoisuus on 0,20 % WO₃. Endominesin raportimat yksittäiset leikkaukset ovat siis moninkertaisia suhteessa tähän, joskin on huomattava, että alustavat yksittäiset tulokset eivät edusta koko esiintymän keskipitoisuutta.

Volframi on EU:n luokittalema kriittinen mineraali

Kiina tuottaa noin 80 % maailman volframin kaivostuotannosta ja hallitsee vielä suurempaa osuutta volframin jatkojalostuksesta. Kiinan vientirajoitukset vuonna 2025 ovat entisestään kiristäneet saatavuutta ja nostaneet hintoja ennätystasolle. Tämän poikkeuksellisen keskittymisen ja siihen liittyvän toimitusvarmuusriskin vuoksi EU on luokitellut volframin kriittiseksi raaka-aineeksi. Endomines jätti tammikuussa 2026 strategisen projektin statushakemuksen Eteläisen kultalinjan volframi-molybdeenin- ja kultahankkeelle. Arvioimme hakukierroksen tuloksien julkistettavan vuoden 2026 loppupuolella. Status

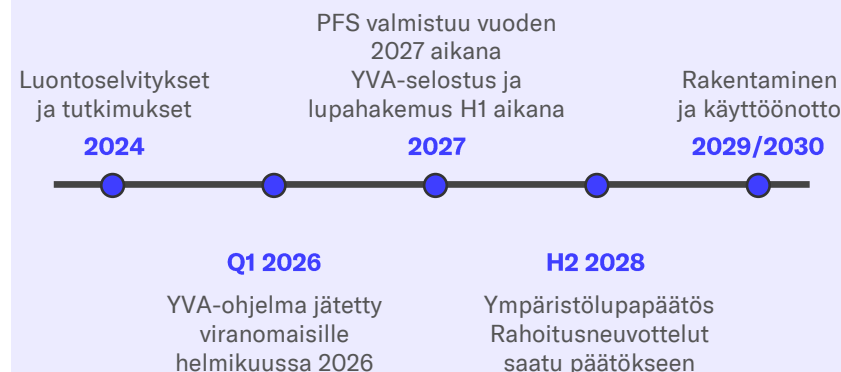
nopeuttaisi käsityksemme mukaan hankkeen luvitusprosessia sekä parantaisi sen rahoitettavuutta.

Endomines solmi volframin osalta aiesopimuksen

Endomines solmi alkuvuodesta ei-sitovan aiesopimuksen (LOI) itävaltalaisen Wolfram Bergbau und Hütten AG:n kanssa volframiyhteistyöstä. Wolfram Bergbau und Hütten AG tuottaa Itävallassa volframikarbidia ja volframimetallijauheita. Se on maailman johtavia vertikaalisesti integroituneita alan toimijoita ja operoi maanalaista kaivosta sekä volframin jalostuslaitosta. Yhtiö kuuluu Sandvik-konserniin. Sandvik hyödyntää volframikarbidia esimerkiksi metallinleikkausteollisuuden leikkuutyökaluissa. Aiesopimuksen tavoitteena on muodostaa yhteistyön perusta, jonka pohjalta yhtiöt voivat lopulta neuvotella kaupallisen offtake-sopimuksen volframirikasteesta ottaen huomioon rikasteen laadun, saannon ja prosessointikustannukset. Konkreettisena tavoitteena on muun muassa tekninen yhteistyö volframin louhintaan ja rikastukseen liittyvässä tutkimuksessa. Lisäksi tarkoituksena on asiantuntemuksen ja parhaiden käytäntöjen vaihto prosessoinnin, laadunvalvonnan ja vastuullisuuden osalta.

Näemme aiesopimuksen positiivisena Endominesille. Tekninen yhteistyö luvitus- ja suunnitteluvaiheissa tukee yhtiön tavoitetta suunnitella tuotantolaitos siten, että se kykenee tuottamaan suoraan markkinoille soveltuvaa rikastetta. Tämä on kriittistä hankkeen taloudellisen kannattavuuden ja teknisten riskien hallinnan kannalta, sillä volframin prosessointi vaatii erikoistunutta osaamista. Aiesopimus on kuitenkin vasta ensimmäinen askel, ja matka kaupalliseen volframituotantoon sekä potentiaaliseen offtake-sopimukseen on edelleen pitkä ja epävarma.

Eteläinen kultalinja – kehitysaikataulu



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 8/9

Hankkeen luvitus on käynnissä

Kuten mainitsimme, yhtiön tavoiteaikataulu tähtää tuotannon aloittamiseen Eteläisellä kultalinjalla noin vuonna 2030. Aikataulu on optimistinen muttei mielestämme mahdoton, mikäli prosessi etenee ilman merkittäviä viivästyksiä. Mielestämme suurin yksittäinen riski hankkeen aikataulussa liittyy luvitusprosessiin. Esimerkiksi mahdolliset valitukset hidastaisivat suunniteltua aikataulua selvästi. Toisaalta taas EU:n strategisen projektin status asettaisi raamit luvituksen aikataululle (strategisen projektin lupamenettely saa kestää enintään 27 kuukautta).

Endomines toimitti Eteläisen kultalinjan YVA-ohjelman viranomaisille helmikuussa 2026. YVA-ohjelman mukaan Eteläisen kultalinjan hankkeessa on useampi mahdollinen toteutusvaihtoehto. Vaihtoehdoissa merkittävimpana muuttujana on rikastamon sijainti. Rikastamon sijaintia kaavaillaan joko Ukkolanvaaraan, Muurinsuolle tai Korvilansuolle. Lisäksi vaihtoehtona on hyödyntää myös Pampalon nykyistä rikastamoa Eteläisen kultalinjan malmin rikastamiseen. Eteläisen kultalinjan kaivosten suunniteltu toiminta-aika on 13–20 vuotta. Toiminnan alkuvaiheessa tavoitellaan noin 1,5 miljoonan tonnin vuotuista kultamalmin louhintaa, mikä voi myöhempinä vuosina nousta 3 miljoonaan tonniin. Karjalan kultalinjalle tyypillisellä, noin 1,5 g/t kultapitoisuudella sekä noin 85 %:n rikastamon saannilla 1,5 miljoonan tonnin vuotuinen kaivostuotanto vastaisi unseissa noin 60 000 unssin vuosituotantoa.

Lisäksi suunniteltuna on louhia noin miljoona tonnia vuodessa malmia, joka sisältää volframia ja/tai molybdeenia. Investoinnin kokoluokaksi on arvioitu noin 200 MEUR. Arvioimme, ettei tämä alustava luku kata volframin ja molybdeenin talteenoton vaatimaa rikastamoinvestointia. YVA-ohjelman kaikissa toteutusvaihtoehdoissa näille metalleille on suunniteltu

kullasta erillinen prosessilinja tai kokonaan oma rikastamo.

Pohjoinen kultalinja

Tuotanto pidemmässä puussa

Vastaavasti kolmannen merkittävän alueen kultalinjalla muodostaa Pohjoinen kultalinja, joka koostuu Hoskon kaivoksesta sekä Kartitsan malminetsintäalueesta. Pohjoinen kultalinja sijaitsee sijaitsee noin 15 km Pampalon kaivoksesta pohjoiseen ja on osa Karjalan kultalinjaa. Malminetsinnän osalta yhtiö työskentelee tällä hetkellä Pohjoisen kultalinjalla erityisesti Kartitsassa, jossa vuosien 2025–2028 malminetsintä- ja kairausohjelma tähtää alueen ensimmäisen kultavarannon määrittämiseen ja sen kasvattamiseen. Samanaikaisesti Endomines edistää alueen kaavoitusta, selvityksiä ja luvitusta. Yhtiön tavoitteena on saada Eteläinen kultalinja tuotantoon noin vuonna 2030 ja Pohjoinen kultalinja, johon Kartitsa kuuluu, noin 2–3 vuotta tämän jälkeen. Endomines julkaisi alueen ensimmäisen mineraalivarantoarvion maaliskuussa 2026, jolloin mahdolliset kultavarannot olivat 124 000 unssia kultaa. Alueen kultapitoinen vyöhyke on tällä hetkellä jo noin 1 500 metriä pitkä ja mineralisaatio on edelleen avoin useisiin suuntiin, mikä korostaa alueen jatkotutkimuspotentiaalia.

Yhtiö julkaisi huhtikuussa Kartitsan talven 2026 kairausohjelman tuloksia. Kartitsan kairausohjelma käsitti 18 kairausreikää ja yhteensä noin 2 679 metriä. Merkittävimmät lävistykset saatiin rei'istä KA-083 (5,05 m @ 14,90 g/t) ja KA-074 (12,15 m @ 3,49 g/t), jotka sisältävät myös erittäin korkean pitoisuuden kapeampia vyöhykkeitä. Lävistysten pituuspainotettu keskipitoisuus oli laskelmiemme mukaan noin 1,9 g/t:n tasolla. Esimerkiksi yhtiön Karjalan kultalinjan nykyisten kultavarantojen keskipitoisuus on 1,6 g/t.

Eteläinen kultalinja – alustavat tuotantoparametrit

Vaihe 1 (noin vuonna 2030)

Tuotantokapasiteetti: 1,5Mt kultamalmia

Suunniteltu keskipitoisuus: 1,5 g/t

Kultarikasteen vuosituotanto: 60-65,000 unssia

Vaihe 2

Tuotantokapasiteetti: 3,0Mt kultamalmia

Suunniteltu keskipitoisuus: 1,5 g/t

Kultarikasteen vuosituotanto: 120-130,000 unssia

Volframin ja molybdeenin tuotanto (noin vuonna 2030)

Tuotantokapasiteetti: 1,0Mt syötettä rikastamoon

Suunniteltu volframirikasteen tuotanto: 1 000 t/v

Suunniteltu molybdeenirikasteen tuotanto 600 t/v

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 9/9

USA:n projektiportfolio

Endomines myi pääosan Idahon esiintymistä 2025

Endomines myi vuoden 2025 lopussa Idahossa sijaitsevat Fridayn, Buffalo Gulchin ja Deadwoodin kultaesiintymät australialaisen Yellowstone Miningin tytäryhtiölle Elk Range Mineralsille. Kaupan velaton kokonaishinta on 20 miljoonaa Australian dollaria (noin 11,2 MEUR), mikä koostuu viidestä erästä. Olemme käyneet maksuerien logiikkaa läpi tarkemmin [täällä](#). Kaupan myötä Endominesin liiketoimintamalli selkeytyy ja se saavuttaa noin 0,5 MEUR:n vuotuiset kustannussäästöt myytyihin esiintymiin liittyvien ylläpitokulujen poistuessa.

Yhtiöllä on yhä hallussaan Rescue ja Kimberly esiintymät Idahossa. Molempien esiintymien mineraalivarannot on luokiteltu historiallisiksi, sillä ne on määritetty ennen nykyisten raportointistandardien voimaantuloa. Kimberlyssä sijaitsee lisäksi painovoima- ja vaahdotusrikastamo, joka on mitoitettu 100 tonnin päivittäiselle käsittelykapasiteetille. Kohteella on myös kuulamylly, dieselgeneraattori sekä muuta kaivostoiminnan kannalta olennaista infrastruktuuria. Kokonaisuudessaan yhtiön historialliset varannot Idahossa ovat kaupan jälkeen hieman yli 200 000 unssia.

Montanan projektit yhä omistuksessa

Yhtiölle jäi yhä transaktion jälkeen omistukseen Montanan osavaltiossa USA:ssa sijaitsevat Kearsarge sekä US Grant projektit. Endomines hankki vuonna 2020 Transatlantic Mining Corporationilta US Grantin kaivoksen ja rikastamon sekä Virginia Cityn kaivospiirissä sijaitsevan Kearsarge Gold -projektin vuokrasopimuksen.

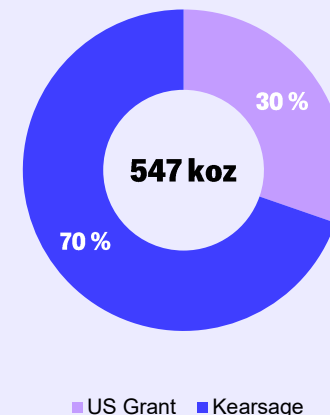
Näistä US Grant on korkean kulta- ja hopeapitoisuuden

maalainen kaivos, jonka historialliset varannot ovat yhteensä 165 700 unssia kultaa ja 4,47 miljoonaa unssia hopeaa 346 000 tonnissa mineralisoitunutta kiveä. Kaivoksesta on historiallisesti louhittu korkean kulta- ja hopeapitoisuuden malmia eri jaksoina vuosien 1867 ja 1984 välillä.

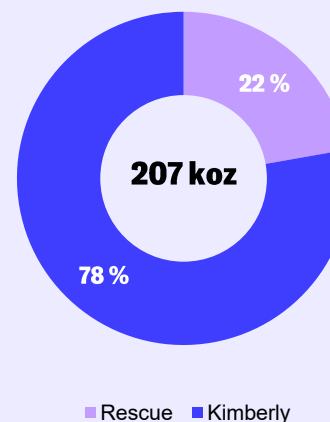
Keasarge-projekti on puolestaan korkean kultapitoisuuden maalainen kaivos, jonka historialliset varannot ovat yhteensä 381 000 unssia kultaa 4,1 miljoonassa tonnissa mineralisoitunutta kiveä. 1990-luvulla alueella harjoitettiin laajalti malminetsintää, jolloin tunnetulla kolmen kilometrin kultavyöhykkeellä kairattiin yhteensä 135 reikää 350 metrin matkalta. Kearsarge-projekti sijaitsee lyhyen ajomatkan päässä US Grant -projektista, mikä mahdollistaa sen, että US Grant -projektin rikastamoa voidaan hyödyntää myös Kearsarge-projektissa.

Kearsarge tarjoaa yhtiön johdon mukaan mahdollisuuden suuremman mittakaavan kultaoperaatioon, ja hopean hinnan voimakas nousu on parantanut US Grantin hopeavarantojen houkuttelevuutta. Yhtiö on käynnistänyt jäljellä olevien USA:n projektien strategisten vaihtoehtojen arvioinnin, mutta strateginen painopiste on selkeästi Suomessa. Pampalon vahvan kassavirran myötä arvioimme Endominesin mahdollisesti suuntaavan rajatusti pääomia myös Montanan malminetsintäkairauksiin, joiden avulla esiintymien potentiaalia voitaisiin hahmottaa paremmin ja projektien arvoa mahdollisesti nostaa. Montanan projektien tulevaisuus riippuu pitkälti strategisten vaihtoehtojen arvioinnin tuloksista, eikä ole poissuljettua, että yhtiö päätyy myymään myös nämä projektit keskittyäkseen täysin Suomen toimintoihinsa.

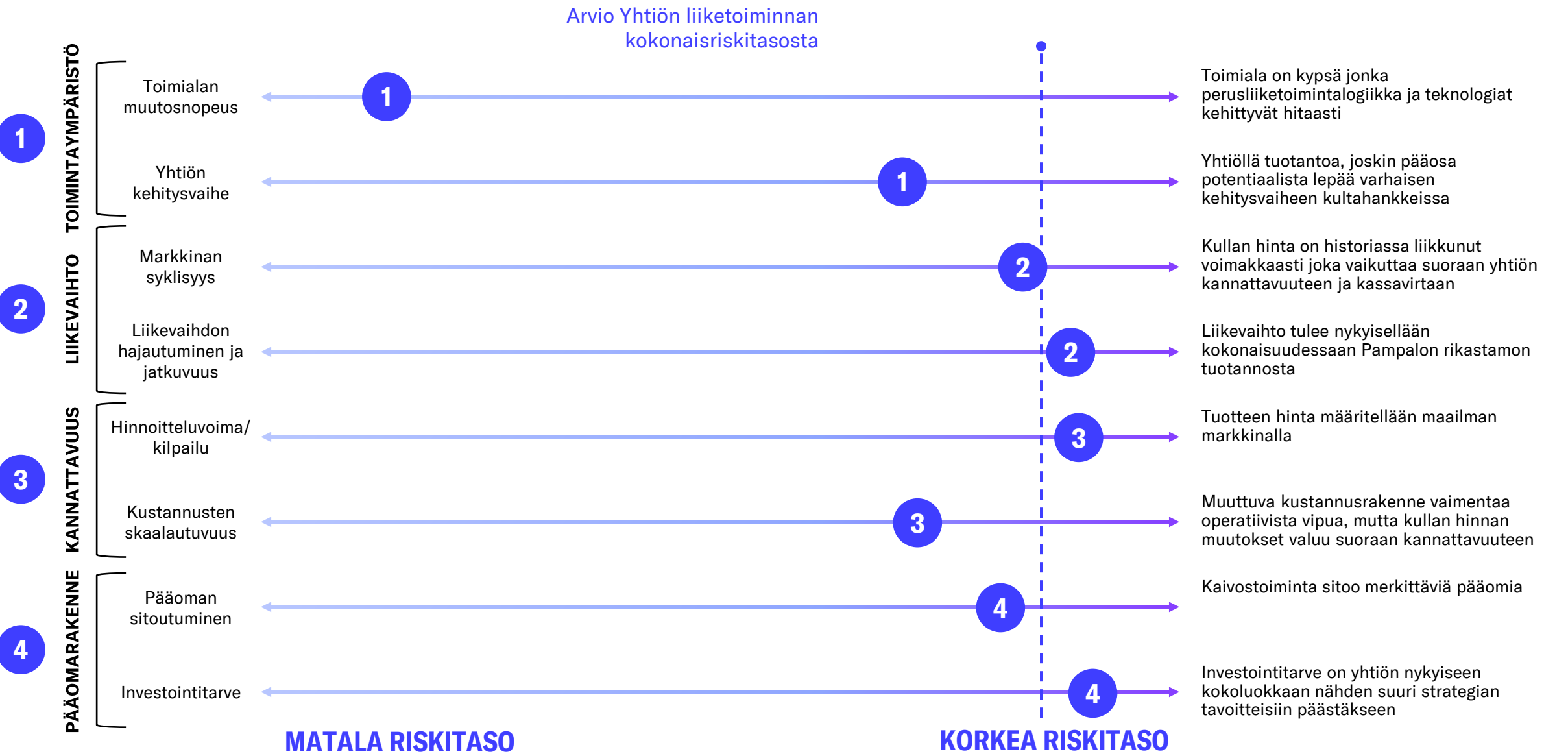
Montanan historiallisten varantojen jakauma



Idahon historiallisten varantojen jakauma



Liiketoiminnan riskiprofiili



Sijoitusprofiili

1

Nykyisellä kullan hinnalla kullan tuottaminen Karjalan kultalinjalla erittäin kannattavaa

2

Eteläisen sekä Pohjoisen kultalinjan hankkeissa mittava malminetsintäpotentiaali

3

Volframin sekä molybdeenin hyödyntäminen onnistuneesti parantaisi Eteläisen kultalinjan hankkeen toteutettavuutta merkittävästi

4

Kasvu uuteen kokoluokkaan vaatii merkittäviä investointeja

5

Potentiaallinen yritysostokohde erityisesti jos Eteläisen ja/tai Pohjoisen kultalinjan potentiaali pystytään osoittamaan

Potentiaali

- 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

Riskit

- 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

Strategia ja taloudelliset tavoitteet 1/3

Karjalan kultalinja strategian keskiössä

Endomines julkisti päivitetyn strategiansa vuosille 2026–2029 toukokuussa 2025. Yhtiön strategia on muuttunut viime vuosina vain maltillisesti sen kehitysvaiheen mukaisesti. Edellisellä strategiakaudella Yhdysvaltojen esiintymät olivat näkyvämmässä roolissa, kun yhtiö etsi niihin ratkaisua. Idahon esiintymien myynnin jälkeen strategia keskittyy nyt käytännössä kokonaan Suomeen ja Karjalan kultalinjalle.

Pampalon kaivoksen tuotanto muodostaa edelleen Endominesin liiketoiminnan ja strategian perustan. Kuten mainitsimme, kaivoksen kassavirta nykyisellä kullan hintatasolla mahdollistaa yhtiön kasvupanostusten (erityisesti malminetsintä) rahoittamisen tulorahoitteisesti, mikä vähentää yhtiön riippuvuutta ulkoisesta rahoituksesta. Yhtiö on saanut täytettyä Pampalon rikastamon kapasiteettia viime vuosina joskin kapasiteetin käyttöasteessa on yhä parannettavaa ja täten Endomines hakee nykyiselläkin strategiakaudella Pampalossa tuotannon kasvua. Endomines tuotti viime vuonna 16 630 unssia ja tavoittelee vuoteen 2029 mennessä yli 25 000 unssin tuotantoa. Pampalon rikastamon kapasiteetti on nykyisellään käsityksemme mukaan noin 25 000 – 28 000 unssin vuosituotannon tasolla.

Malminetsinnän rooli on mielestämme yhtiölle korostetun tärkeä nykyisellä strategiakaudella huomioiden kunnianhimoiset tuotantotavoitteet vuodesta 2030 eteenpäin. Yhtiö toteuttaa vuonna 2026 historiansa laajimman kairausohjelman Karjalan kultalinjalla joka käsittää yhteensä noin 50 000 kairausmetriä. Määrä on yli kaksinkertainen edellisen vuoden noin 18 000 metrin ohjelmaan.

Nykyisellä strategiakaudella merkittävin ero edelliseen nähden on kriittisten mineraalien sisällyttäminen osaksi yhtiön strategiaa. Endominesin tavoitteena on aloittaa volframin ja molybdeenin tuotanto osana Eteläisen kultalinjan tuotantolaitoksen käynnistämistä. Yhtiön alustavan arvion mukaan volframia ja molybdeeniä esiintyy kullantuotannon yhteydessä syntyvässä sivukivessä, mikä tekee niiden tuotannosta potentiaalisesti kultaa täydentävän sivutuotevirran.

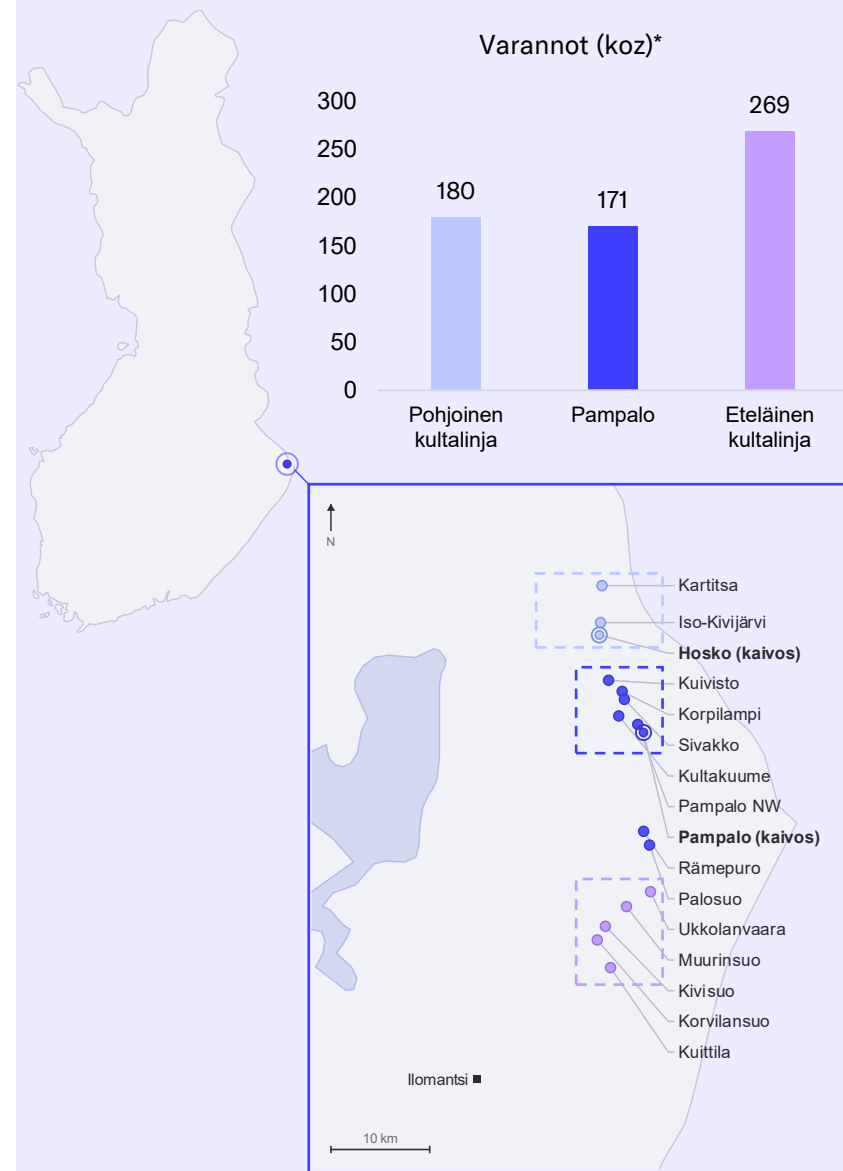
Vastuullisuuden osalta Endomines pyrkii asemoimaan itsensä alan edelläkävijäksi. Yhtiö on nostanut vastuullisuuden strategiseksi painopisteeksi ja laajentanut johtoryhmäänsä vastuullisuusjohtajalla. Keskeisimpänä pitkän aikavälin tavoitteena on fossiilivapaa kullantuotanto vuoteen 2035 mennessä. Tavoite on kunnianhimoinen, mutta kaivosalan perinteisesti haastavan vastuullisuusmaineen huomioiden onnistunut aseointi voi toimia yhtiölle kilpailuetuna esimerkiksi luvitusprosesseissa ja rahoituksen hankinnassa.

Pitkän tähtäimen tavoitteet

Strategiaa silmällä pitäen yhtiö on lanseerannut pitkän aikavälin operatiiviset tavoitteet, jotka ovat nykyisellään:

- 1,5–2 miljoonan unssin kultavarannot määritetty Karjalan kultalinjalla vuoden 2030 loppuun mennessä.
- Vuotuinen kullantuotanto 70 000–100 000 unssia noin vuonna 2030.
- EU:n listaaman kriittisen mineraalin, volframin, ja teollisuuden aloille tärkeän molybdeenin, tuotannon aloitus noin vuonna 2030.
- Fossiilivapaa kullantuotanto vuoteen 2035 mennessä.

Strategia keskittyy Karjalan kultalinjalle



Lähde: Endomines, GTK, Inderes

* Pampalon varantoihin laskettu myös Rämepuro

Strategia ja taloudelliset tavoitteet 2/3

Tavoitteiden saavuttaminen lepää Eteläisen kultalinjan kaivoshankkeen harteilla

Näkemyksemme mukaan Endominen pitkän tähtäimen tavoitteiden saavuttamisen avaintekijä on malminetsinnän onnistuminen Karjalan kultalinjalla. Nykyisestä 619 600 unssin resurssipohjasta on pitkä matka 1,5–2,0 miljoonan unssin tavoitteeseen, ja varantojen on käytännössä lähes kolminkertaistuttava vuoteen 2030 mennessä. Endominen historiallinen konversiosuhde on ollut noin 100 000 unssia määritettyä varantoa 10 000 kairattua metriä kohden. Tätä suhdetta peilaten tavoitteen alarajan (1,5 miljoonaa unssia) saavuttaminen edellyttäisi noin 90 000 metriä lisäkairaus nykyisestä varantotasosta. Kuluvaan vuoden suunniteltu noin 50 000 metrin kairausohjelma kattaisi siten yli puolet tästä tarpeesta, mikä tekee vuodesta 2026 tärkeän tavoitteen saavuttamisen kannalta.

Vastaavasti yhtiön tuotantotavoite on riippuvainen Eteläisen kultalinjan kaivoksen kehityksestä. Kuten mainitsimme, Pampalon rikastamon kapasiteetti vastaa vain noin 35-40 %:a asetetun tuotantotavoitteen alarajasta. Tavoitteen saavuttaminen edellyttää siten Eteläisen kultalinjan tuotantolaitoksen käynnistämistä noin vuonna 2030, ja käytännössä tämän hankkeen toteutuminen ratkaisee, ylletäänkö 70 000–100 000 unssin vuosituotantoon vai ei.

Myös volframin ja molybdeenin tuotannon käynnistäminen kytkeytyy suoraan Eteläisen kultalinjan kaivoshankkeeseen, sillä kyseisiä mineraaleja on toistaiseksi havaittu nimenomaan alueen esiintymissä. Kommentoimme Eteläisen kultalinjan volframi ja molybdeenin potentiaalia tarkemmin myöhemmillä sivuilla.

Strategian toteutukseen liittyy luonnollisesti myös riskejä

Luonnollisesti myös strategian riskit liittyvät Karjalan kultalinjan malminetsinnässä sekä kehitystyössä onnistumiseen. Malminetsinnän osalta aiemmin mainittu historiallinen konversiosuhde kairausmetreistä varantoihin ei ole tae tulevasta, ja yksittäisten kairausohjelmien tulokset voivat jäädä odotuksia heikommiksi. Lisäksi malminetsintä kohdistuu yhä enemmän varhaisessa vaiheessa oleviin kohteisiin, kuten Ukkolanvaaraan, joiden geologinen ymmärrys on vielä rajallinen. Tämän vuoksi kairausmetrien valikoiva kohdentaminen nousee onnistumisen kannalta keskeiseen asemaan.

Malminetsinnän ohella selvä riski liittyy Eteläisen kultalinjan luvitusprosessiin, joka on edellytys hankkeen etenemiselle. Eteläisen kultalinjan ympäristövaikutusten arviointiohjelma (YVA) on jätetty helmikuussa 2026, mutta lupaprosessin kesto ja lopputulos ovat epävarmoja. Kehitystyön osalta Eteläisen kultalinjan esiselvityksen (PFS) valmistuminen vuoden 2027 ensimmäiselle puoliskolle, investointipäätös vuodelle 2028 ja tuotannon käynnistäminen noin vuonna 2030 muodostavat tiukan aikataulun, jossa viivästykset yhdessä vaiheessa siirtävät koko ketjua eteenpäin. Lisäksi noin 200 miljoonan euron kaivosinvestoinnin kustannusarvion ylittyminen muodostaa riskin. Suurten kaivoshankkeiden kohdalla on toimialalla tyypillistä, että kustannusarviot tarkentuvat ylöspäin hankkeen edetessä esiselvityksestä toteutukseen.

Endominen strategian kulmakivet 2025-2029



Pampalon tuotanto on toiminnan ja tulevan kasvun moottori



Malminetsintä mahdollistaa tuotantotason pitkän tähtäimen kasvun



Kriittiset mineraalit Karjalan kultalinjalla ovat nouseva tutkimusalue



Taloudellinen vakaus tukee kasvuvaihetta



Vastuullisuus on kaiken toiminnan selkäranka

Strategia ja taloudelliset tavoitteet 3/3

Myös kullan hinnan kehitys on luonnollisesti Endominesille riski molempiin suuntiin. Kullan hinnan mahdollisessa pidempiaikaisessa tasokorjauksessa alaspäin matalamman kultapitoisuuden esiintymien taloudellinen potentiaali olisi rajallinen varsinkin ilman mittavia panostuksia tuotantomäärien kasvattamiseen. Tämän osalta on hyvä huomata kuitenkin, että avolouhinnassa tuotantokustannukset ovat tyypillisesti merkittävästi maanalaista toimintaa alhaisempia. Merkittävä tasokorjaus voisi kuitenkin heikentää Eteläisen kultalinjan kannattavuutta ja siten vaarantaa hankkeen rahoituksen sekä toteutettavuuden. Investointi on Endominesin kokoluokkaan nähden erittäin suuri, minkä vuoksi ulkopuolinen rahoitus on hankkeelle keskeisessä asemassa.

Edellisellä strategiakaudella toteuma jäi tavoitteista mutta suunta oli oikea

Endominesin edellinen strategiakausi päättyi viime vuonna. Yhtiön nykyinen strategia jatkaa edeltäjänsä linjauksia ja rakentuu pitkälti sen pohjalle, joten strategioiden välillä on runsaasti jatkuvuutta.

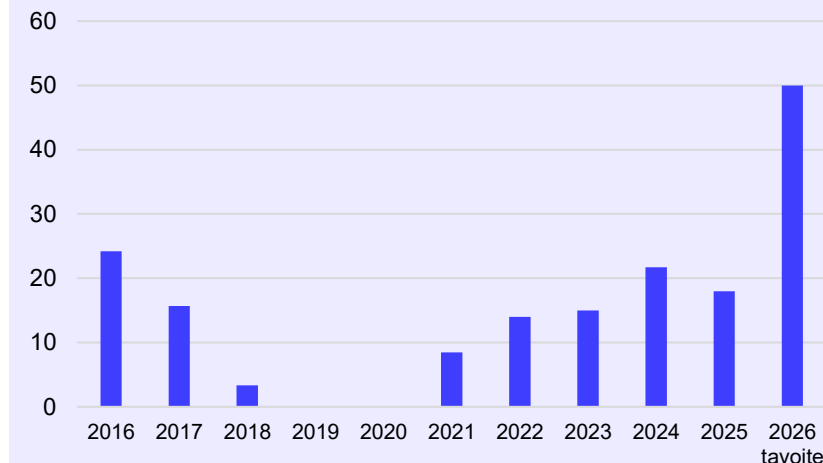
Aiemman strategian keskeiset numeeriset tavoitteet (julkaistu 10/2022) olivat yli miljoonan unssin kultaminalisaation määrittäminen Karjalan kultalinjalle vuoden 2025 loppuun mennessä sekä 20 000 unssin vuosituotannon saavuttaminen Pampalossa vuoden 2024 loppuun mennessä. Kummassakaan tavoitteessa ei täysin onnistuttu. Karjalan kultalinjan mineraalivarannot olivat vuoden 2025 lopussa 619 600 unssia eli noin 62 prosenttia tavoitellusta tasosta, ja Pampalon vuosituotanto jäi 14 304 unssiin vuonna 2024. Tuotantotavoitteen osalta osalta yhtiö

ilmoitti heinäkuussa 2024 saavuttaneensa kyvyn ajaa tuotantoa ajoittain 20 000 unssin vuositasolla, vaikka koko vuoden tuotantomäärä jäikin selvästi tämän alle. Lisäksi yhtiö asetti vuonna 2022 kolmannen operatiivisen tavoitteen Yhdysvaltain toimintojen kumppanuussopimuksesta vuoden 2023 loppuun mennessä. Yhdysvaltain omaisuus on sittemmin rajattu strategian ulkopuolelle, ja yhtiö myi Idahon kohteistaan kolme loppuvuodesta 2025.

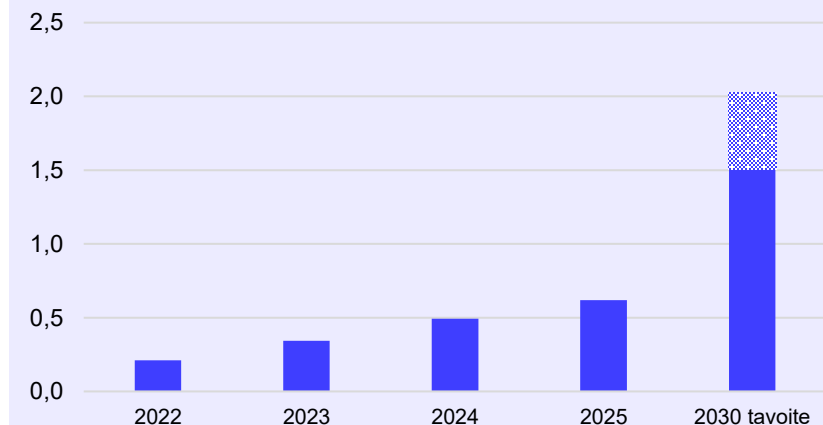
Vaikka absoluuttisista tavoitteista jäätiin, oli kehitys edellisellä strategiajaksolla mielestämme selvästi oikeansuuntaista sekä tuotannon että varantojen osalta. Pampalon kultatuotanto kasvoi vuoden 2022 noin 8 600 unssista 16 630 unssiin vuonna 2025, eli kasvua kertyi runsaat 90 prosenttia. Vastaavasti yhtiön kultavarannot yli kolminkertaistuivat vuosina 2022–2025. Lisäksi Yhdysvalloissa yhtiö pääsi irti pääosasta Idahon omistuksistaan, vaikka sekä kaupan aikataulu että ehdot jättivät toivomisen varaa.

Tavoitteiden alittuminen heijasteleekin näkemyksemme mukaan pikemminkin alkuperäisten aikataulujen kunnianhimoisuutta kuin kehityskulun pysähtymistä. Nykyisellä strategiakaudella fokus on selkeämpi yhtiön keskittyessä kokonaan Karjalan kultalinjalle, mikä parantaa edellytyksiä tavoitteiden saavuttamiselle. Lisäksi yhtiö investoi selvästi kasvuun esimerkiksi malminetsintäinvestointien kautta joka tuo tavoitteisiin uskottavuutta.

Syväkairaus kilometreissä*



Karjalan kultalinjan varantojen kehitys (miljoonaa unssia)



Taloudellinen tilanne 1/2

Taseessa korostuu pitkäaikainen omaisuus

Olemme tarkastelleet Endominessin tasetta Q1'26:n lopun lukujen perusteella. Taseen loppusumma ylitti tällöin 100 MEUR:n tason. Q1:n lopussa taseen varat olivat lähinnä pitkäaikaisia. Suurin erä oli aineeton omaisuus (34 MEUR), joka koostui pääosin mineraalivarantojen etsintä- ja arviointimenoista (33 MEUR). Erä koostuu USA:n projekteista (jakoa ei ole avattu Q1-raportilla, mutta 2025 lopussa 15 MEUR) ja Karjalan kultalinjan hankkeiden (15 MEUR) etsintäkuluista. Yhtiön aineellinen omaisuus (35 MEUR) kohdistuu erityisesti Pampalon ja Hoskon kaivoksiin sekä Pampalon rikastamoon. Yleisellä tasolla pidämme yhtiön aineetonta sekä aineellista omaisuutta kuranttina, eikä eriin liity mielestämme akuutteja alaskirjauspaineita ainakaan nykyisessä markkinatilanteessa. Vastaavasti lyhytaikaisia varoja yhtiöllä oli 18 MEUR, jossa suurimmat erät olivat kassa (9 MEUR) sekä myyntisaamiset (6 MEUR).

Yhtiö on rahoitettu pääosin omalla pääomalla ja joukkovelkakirjalainoilla

Omaa pääomaa yhtiöllä oli Q1:n lopussa 65 MEUR, mutta tilanne ei vielä huomionnut kvartaalin jälkeen tehtyjä 2,7 MEUR:n vvk-lainojen konvertointeja, jotka tulevat vahvistamaan yhtiön omaa pääomaa sekä rahoitusasemaa (ja kasvattavat osakemäärää). Vastaavasti korollista velkaa Endominessilla oli lähes 14,0 MEUR. Velka koostuu pääosin suomalaisille sijoittajille vuosina 2021–2025 suunnatuista vaihtovelkakirjalainoista sekä vuonna 2025 sovitusta uudesta pitkäaikaisesta rahoituskokonaisuudesta, johon kuuluvat vakuudellinen laina ja limiitit. Käsityksemme mukaan vvk-lainojen haltijat ovat pääosin yhtiön suuria osakkeenomistajia. Korottomia velkoja ja varauksia yhtiöllä oli puolestaan noin 21,0 MEUR. Q1:n lopussa näistä suurimman osan muodostivat ostovelat (7,3 MEUR), siirtovelat (4,3 MEUR) ja pitkäaikaiset varaukset (6,9 MEUR,

sisältäen kaivosalueiden ympäristön ennallistamiskustannukset).

Taseen tunnusluvut ovat tervehtyneet

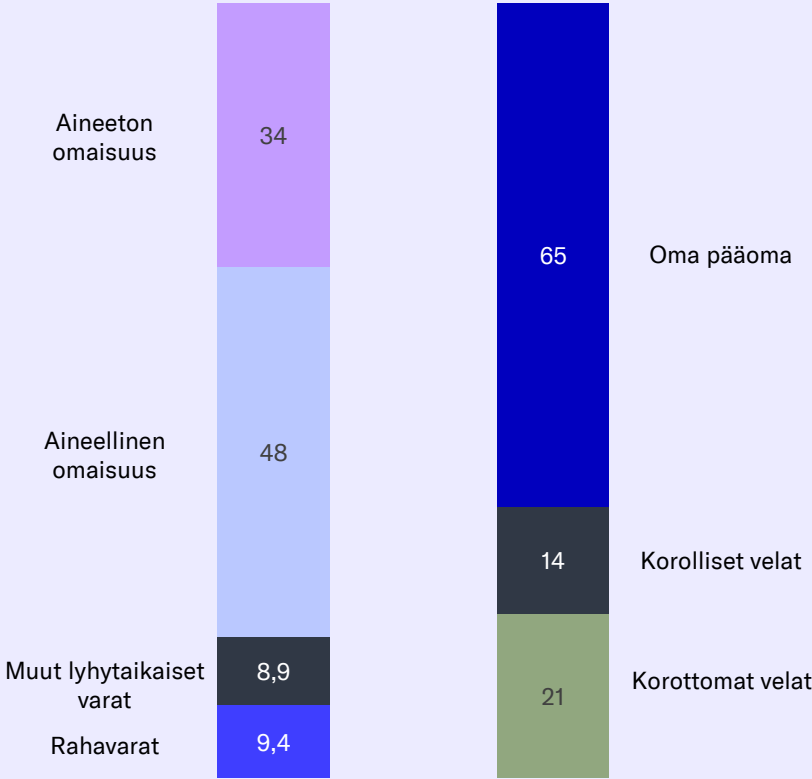
Yhtiön nettovelkaantumisaste oli Q1/26:n lopussa alhaisella 7 %:n tasolla (2025: 36 %) ja omavaraisuusaste puolestaan 65 %:ssa (2025: 55 %). Endominessin viime aikojen vahvan tulostason sekä kassavirran myötä taseen tunnusluvut ovat tervehtyneet merkittävästi.

Kassavirta tukee kasvuinvestointeja

Vahvistunut kassavirta on mahdollistanut yhtiölle suuremmat investoinnit. Vuonna 2025 yhtiön investoinnit olivat yhteensä 18 MEUR kun vuonna 2024 ne olivat 10 MEUR. Pääosa investoinneista liittyi Pampalon ja Hoskon kaivoksiin sekä tuotantoon. Lisäksi Endomines tiedotti vuonna 2025 ostavansa aiemman alihankkijansa Power Mining Oy:n Pampalon kaivosliiketoiminnan. Yrityskaupan velaton kauppahinta oli noin 2,6 MEUR, joka sisältää maanalaiseen kaivostoimintaan tarvittavat koneet ja laitteet (~1,95 MEUR) sekä varaston (~0,6 MEUR). Kauppa rahoitetaan kassasta, ja se maksetaan kolmessa erässä vuosien 2025–2026 aikana.

Endomines on lisännyt panostuksiaan selvästi myös Karjalan kultalinjan malminetsintään. Kuluvana vuonna yhtiö kasvattaa kairausmetrimäärää lähes kolminkertaiseksi aiempaan verrattuna, mikä nostaa myös kokonaisinvestointien tasoa. Tämän vuoden noin 50 000 metrin kairausohjelma kustantaa arviomme mukaan noin 5-10 MEUR. Q1/26:n liiketoiminnan rahavirta oli noin 9 MEUR. Täten kullan hinnan säilyessä nykyisellä korkealla tasollaan Endominessilla on mielestämme hyvät lähtökohdat tulorahoittaa malminetsintäinvestoinnit osana yhtiön kokonaisinvestointeja. Malminetsinnän lisäksi uskomme Pampalon kaivostoimintaan sitoutuvan investointeja.

Taserakenne Q1'26 lopussa



Taseen loppusumma 100,2 MEUR

Lähde: Endomines, Inderes

Taloudellinen tilanne 2/2

Idahon maksuerät jakautuvat usealle vuodelle

Endomines myi Idahossa sijaitsevat Fridayn, Buffalo Gulchin ja Deadwoodin kultaesiintymät australialaisen Yellowstone Miningin tytäryhtiölle Elk Range Mineralsille. Kaupan velaton kokonaishinta on 20 miljoonaa Australian dollaria (noin 11,2 MEUR), mikä koostuu viidestä erästä. Ensimmäinen erä (noin 2 MEUR) maksettiin Endominesille kaupan toteutumispäivänä helmikuussa 2026. Seuraavat erät perustuvat seuraaviin ehtoihin:

- 2. erä on sidottu siihen, listautuuko ostajan emoyhtiö (Elk ListCo) pörssiin 12 kuukauden sisällä kaupan toteutumispäivästä eli viimeistään helmikuussa 2027. Jos listautuminen tapahtuu, Endomines saa joko 9,95 % Elk ListCo:n osakkeista tai 1,5 MAUD:n arvosta osakkeita sen mukaan kumpi on suurempi. Jos listautumista ei tapahdu lainkaan, Endomines saa 1,5 MAUD käteisenä.
- 3. erä (6 MAUD) erääntyy joko silloin kun myytyjen esiintymien JORC-standardin mukaiset kultavarannot saavuttavat 0,5 miljoonaa unssia, tai viimeistään kaksi vuotta sopimuksen allekirjoituksesta (19.11.2027). Nykyinen historiallinen varantotaso on noin 0,34 Moz.
- 4. erä (5 MAUD) toimii samalla logiikalla, mutta varantokynnys on 1,0 Moz ja takaraja neljä vuotta eli 19.11.2029. Myös tässä Endomines voi valita käteisen tai osakkeet.
- 5. erä (4 MAUD) erääntyy vuosi kaupallisen tuotannon käynnistymisestä tai viimeistään viisi vuotta sopimuksen allekirjoituksesta (19.11.2030). Jos tuotantotaso käynnistyessään on alle 15 000 unssia vuodessa, maksetaan Endominesille 500 USD/oz korvauksena myydystä kullasta 3 000 tuotetun unssin jälkeen. Tämä korvaus pienentää sovittua maksuerää ja voi olla enintään 5. maksuerän suuruinen.

Elk Range Mining on listautumassa Australian pörssiin elokuussa. Listautuminen laukaisisi samalla 2. erän, ja suunnitellulla noin 22-25 MAUD:n listautumisarvostuksella 9,95 %:n omistusosuuden arvo olisi reilut 2 MAUD eli sovittua 1,5 MAUD:n vähimmäistasoa suurempi.

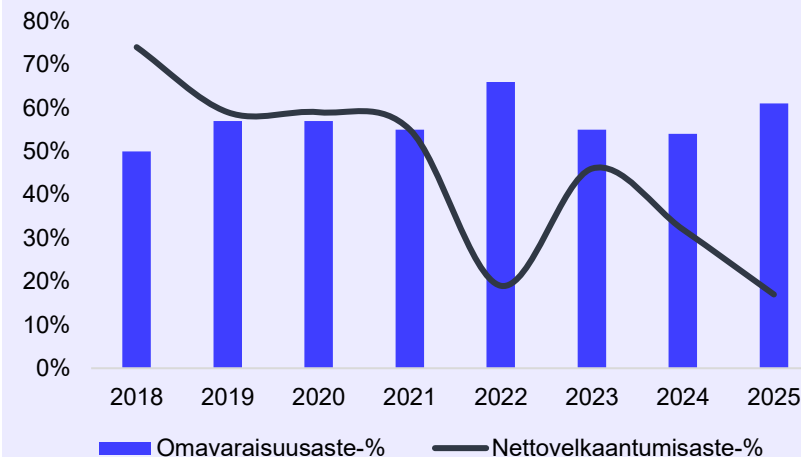
Kasvuloikka vaatii mittavia investointeja

Endomines on alustavasti arvioinut Eteläisen kultalinjan investoinniksi noin 200 MEUR. Yhtiö tavoittelee saavansa hankkeeseen ympäristöluvan vuoden 2028 toisella vuosipuoliskolla jolloin myös rahoitusneuvotteluiden tulisi olla valmiit. Endominesin nykyinen rahoitusasema on vahvempi kuin koskaan sen historiassa, mutta mittakaava ei vielä riitä huomioiden tulevan investoinnin kokoluokka. Tämän myötä uskomme investoinnin vaativan merkittävän määrän ulkoista rahoitusta. Arviomme mukaan todennäköisin rahoitusrakenne koostuu useammasta lähteestä. Rahoituksen rungon muodostavat todennäköisesti tulosrahoitus, projektikohtainen velkarahoitus sekä oman pääoman ehtoinen anti. Näiden lisäksi pakettia voisivat täydentää streaming tai royalty tyyppiset järjestelyt kullantuotannolle sekä volframin off-take sopimukseen liittyvä ennakkomaksu. Mikäli yhtiö saa Eteläiselle kultalinjalle EU:n strategisen projektin statuksen, avautuu lisäksi pääsy EU:n ja kansallisiin avustusrakenteisiin.

Vvk-lainoja yhä maltillinen määrä konvertoimatta

Endominesin taseessa oli Q1/26:n lopussa vaihtovelkakirjalainoja noin 8 MEUR. Käsityksemme mukaan auki olevien lainojen muuntaminen osakkeiksi olisi nykyisellä osakekurssilla kannattavaa. Laskelmamme mukaan konversio laimentaisi osakesarjaa nykytilanteessa noin 10 prosenttia, jolloin vaihtovelkakirjoilla laimennettu osakemäärä nousisi hieman yli 42 miljoonaan osakkeeseen.

Taseen avainlukujen kehitys



Markkina ja kilpailijat 1/6

Endomines toimii kultamarkkinalla

Viime vuosina fyysisen kullan tunnistettu kysyntä on ollut globaalisti noin 5 000 tonnia eli noin 160 miljoonaa unssia World Gold Councilin tilastojen mukaan. Markkinan rahallinen arvo vaihtelee puolestaan kullan hinnan mukana, mutta viime aikojen 4 500 USD/oz hintatasoilla kultamarkkinan arvo olisi noin 700 miljardia dollaria.

Maailman tunnetut kullan mineraalivarannot olivat Metals Focusin mukaan 132 000 tonnia eli noin 4,2 miljardia unssia vuoden 2024 lopussa. Tarkemman taloudellisen tarkastelun läpäisseet malmivarat olivat selvästi näitä pienemmät, tai noin 55 000 tonnia (1,8 miljardia unssia). Mineraalivarannot olisivat riittäneet noin 26 vuoden kysynnän täyttämiseen (kysyntä 2025 noin 5 000 tonnia). Huomioiden muiden toimijoiden varannot, muiden metallien sivutuotteena louhittava kulta, kierrätys sekä mineraalien etsintäpotentiaali, ei kulta ole loppumassa maailmasta lähitulevaisuudessa. Pitkällä aikavälillä heikkenevien esiintymien hyödyntäminen voi vaatia kullan hinnan nousua, jolla taas olisi hintajoustosta riippuen kysyntää heikentävä vaikutus.

Kultamarkkina on siten Endominesin kokoluokkaan suhteutettuna valtava. Kyseessä on maailman suurin jalometallimarkkina ja yksi suurimmista raaka-ainemarkkinoista, mitä selittää etenkin sijoittajien kiinnostus kultaan vaihtoehtoisena sijoitusluokkana. Siten kullan kysyntään ja hinnanmuodostukseen liittyy myös spekulatiivisia talouteen sekä raha- ja maailmanpolitiikkaan liittyviä elementtejä. Tämä vaikuttaa luonnollisesti myös markkinalla operoiviin kultakaivosyhtiöihin.

Kysyntä on ollut historiallisesti vakaata

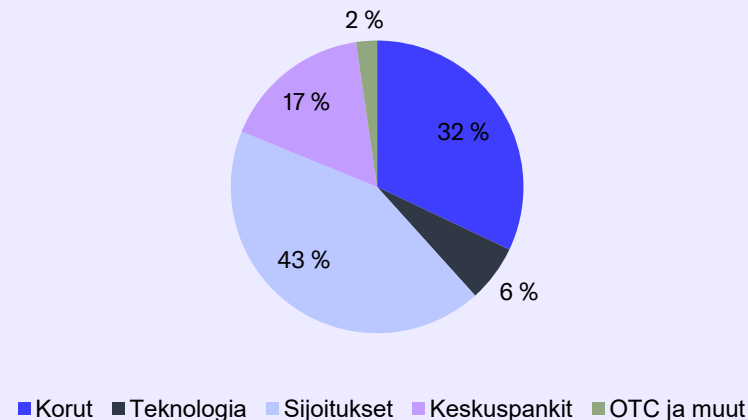
Fyysisen kullan loppukysyntä jakautuu kuluttaja-, sijoitus- ja teollisuuskysyntään, minkä lisäksi kysyntään vaikuttavat keskuspankkien netto-ostot, tuottajien suojaukset ja OTC-kaupankäynti, jota ei pysty kuitenkaan suoraan tilastoimaan.

Historiallisesti fyysisen kullan tunnistettu kysyntä on ollut melko vakaata. World Gold Councilin tilaston mukaan viimeisen kymmenen vuoden aikana kysyntä on kuitenkin jakautunut huomattavasti segmenteittäin. Kullan korukysyntä on laskenut vuodessa (CAGR-%) noin 4 %:n vauhtia kun taas vastaavasti sijoituskysyntä on kasvanut lähes 9 %:n tahtia ja keskuspankkikysyntä noin 4 %:n vauhtia.

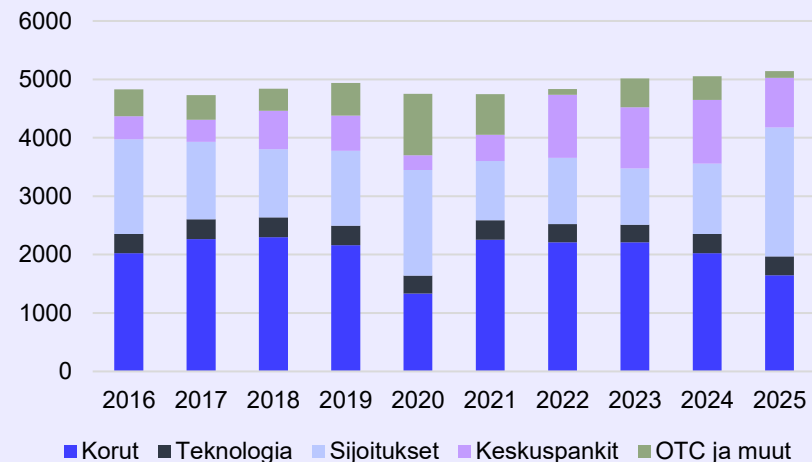
Kuluttajakysyntä on heikentynyt kullan hinnan nousun myötä

Perinteisesti suurin yksittäinen kultaa käyttävä sektori on kuluttajasektori kattaen noin puolet kullan kysynnästä. Kuitenkin vuonna 2025 sijoituskysyntä ajoi kulutuskysynnän ohi. Kultaa kuluttajat käyttävät etenkin koruissa, joita yksityishenkilöt ostavat sekä koriste-esineisiin että omaisuuden säilyttämistä varten (etenkin kehittyvillä markkinoilla, joissa vaihtoehdot ovat rajallisia). Tärkeimpiä maita kullan korukäytön suhteen ovat väestöriikkaat Kiina ja Intia. Korukysynnän pääajureita ovat kotitalouksien käytettävissä olevat tulot, joita ajaa niin ikään pitkällä aikavälillä BKT:n kasvu. Myös korukysynnän kasvu painottuu jatkossa kehittyville markkinoille, sillä näillä alueilla ollaan vasta saavuttamassa sellainen BKT:n absoluuttinen taso, jolla kuluttajat ryhtyvät ostamaan kultakoruja. Toisaalta viimeisen kahden vuoden aikana kullan hinnan nousu on heikentänyt kullan kuluttajakysyntää etenkin kehittyvillä markkinoilla ostovoiman vahvistumisen viiveestä johtuen.

Kullan kysyntä segmenteittäin 2025, % kokonaiskysynnästä



Kullan kysyntä segmenteittäin, 2016–2025 (tonnia)



Markkina ja kilpailijat 2/6

Kokonaisuutena arvioimme kuluttajakysynnän omaavan kuitenkin osin defensiivisiä piirteitä, vaikka kuluttajat voivatkin siirtää hankintoja heikomman taloussyklin tai korkeamman hintatason aikana. Vastaavasti pidemmällä aikavälillä korukysynnän kasvun jatkuminen normaalioloissa noin globaalin BKT:n tahdissa on mielestämme realistinen oletamus. Sen sijaan lyhyellä aikavälillä arvioimme viimeisen kahden vuoden aikana reippaasti nousseen kullan hinnan ja edelleen paikoin koholla olevan inflaation ja tätä kautta kuluttajan ostovoiman heikentymisen voivan vaikuttaa kuluttajakysyntään.

Sijoituskysyntä on tukenut kullan hinnan vahvaa nousua viime vuosina

Nettosijoitukset kultarahoihin, -tankoihin ja -harkkoihin kattavat keskimäärin noin 25-30 % kullan fyysisestä kysynnästä. Historiallisesti sijoituskysyntä on ollut etenkin turvasatamakysyntää, joka tyypillisesti kasvaa maailmantalouteen liittyvän epävarmuuden ja/tai heikon kasvun myötä. Sijoituskysynnän voimakkuus on jossain määrin spekulatiivinen elementti, sillä kysynnän taustalla on konkreettisen käyttötarpeen tai -halun sijaan lähinnä ajatus kullasta arvon säilyttäjänä. Siten sijoituskysyntä antaa kullalle defensiivistä luonnetta. Usein erityisesti keskuspankkien elvytystoimet (rahamäärän lisääminen) nostavat kullan sijoituskysyntää, kun taas rahapolitiikan kiristämisen vaikutus on päinvastainen. Huomioitavaa on, että kullan sijoituskysyntä on erittäin volatiilista ja sijoituskysyntä vaihtelee vuosittain selvästi korukysyntää enemmän. Vuonna 2025 kullan kokonaiskysynnästä peräti 44 % tuli sijoittajakysynnästä. Sijoittajakysynnän osuus on ollut korkeampi lähihistoriassa vain vuonna 2020 koronapandemian myötä.

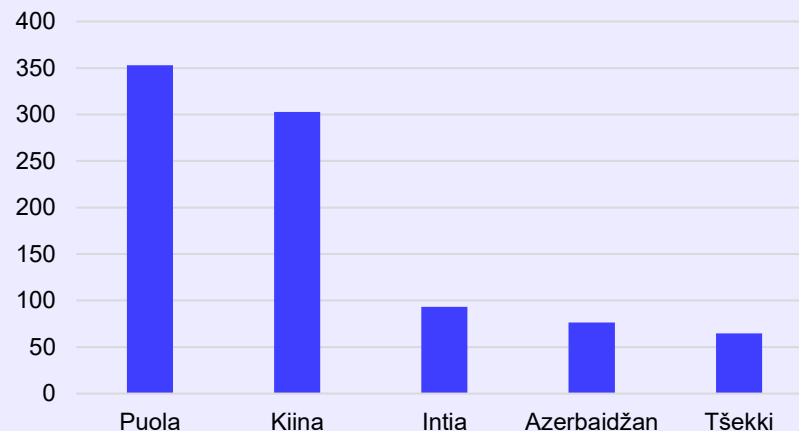
Keskuspankkien rooli kullan kysynnässä noussut

Keskuspankit ja muut instituutiot kattoivat 2010-luvulla noin 10 % fyysisen kullan kysynnästä. Vuosina 2022–2025 keskuspankkien netto-ostot ovat kuitenkin nousseet huomattavasti ja olleet vuosina 2022–2024 jopa yli 20 % tunnistetusta kokonaiskysynnästä. Arviomme mukaan tämän taustalla olivat nopeasti kohonnut inflaatio sekä geopolittiset epävarmuudet (ml. eri valuuttaparien kehitys), joihin etenkin kehittyvien maiden keskuspankit reagoivat kultaostojen kasvatuksella. Viimeisen 14 vuoden ajan keskuspankit ovat olleet joka vuosi netto-ostajia, mutta luonnollisesti nettomyynnit ovat mahdollisia, vaikkakin viimeaikaiseen kehitykseen peilaten epätodennäköisiä. World Gold Councilin vuoden 2025 kyselytutkimuksen mukaan keskuspankkien kultavarantopäätöksiä ohjaavat korkotaso, inflaatio ja geopolittiset jännitteet. Noin 85 % keskuspankeista on kasvattanut kultavarantojaan viimeisen viiden vuoden aikana. Etenkin kehittyvien maiden keskuspankit ovat lisänneet kultaomistuksiaan, ja suurimmat netto-ostajat ovat viime vuosina olleet Puola, Kiina ja Intia.

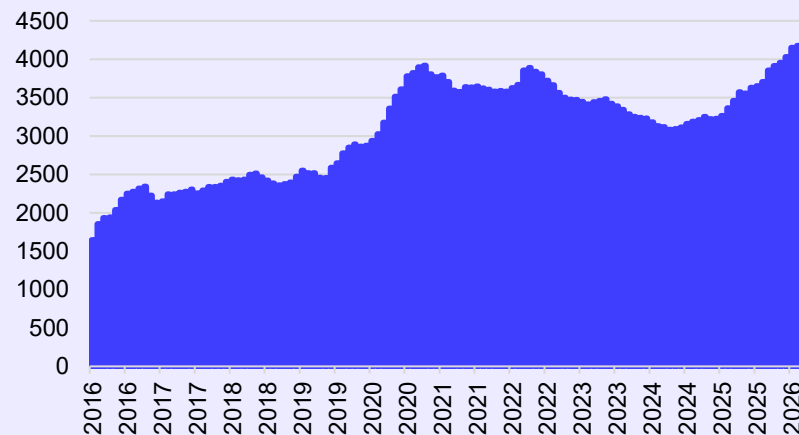
Teollisuuden kysyntä pitkällä aikavälillä laskussa

Teollisuus kattaa alle 10 % kullan kysynnästä. Kulta käytetään etenkin elektroniikka- ja hammaslääketieteellisessä teollisuudessa sen fyysisten ominaisuuksien takia (esim. sähkönjohtavuus ja kovuus). Kulta on kuitenkin teollisuustuotannossa erittäin kallis materiaali, ja sen osuutta pyritään jatkuvasti minimoimaan. Teollisuussektorin kultakysyntä onkin supistunut koko 2000-luvun ajan. Tämän trendin on perusteltua olettaa myös jatkuvan, mutta sen vaikutus kullan kysynnän kokonaiskuvaan on mielestämme rajallinen, sillä pääosa kullan kysynnästä muodostuu muista lähteistä.

Keskuspankkien kumulatiivinen nettokysyntä 2023-2026, tonneissa



Kultaan sijoittavien ETF-rahastojen omistukset, tonneissa



Markkina ja kilpailijat 3/6

Kaivostuotanto kattaa noin ¾ tarjonnasta

Maailman vuotuisesta kullan tarjonnasta noin 70-80 % tulee kaivoksista. Loput noin 20-30 % kullan tarjonnasta tulee pääosin kierrätyksestä, sillä kulta on verrattain helppo ottaa talteen etenkin koruista ja osittain myös vanhoista teollisuustuotteista.

Huomioitavaa kuitenkin on, että kullan hintataso ja muutamat muut tekijät vaikuttavat kierrätysasteeseen huomattavasti, mitä heijastelee esimerkiksi 2010-luvulla laskuun lähtenyt kierrätyskullan tarjonta. Pitkällä aikavälillä odotamme kuitenkin kierrätyksen tarjonnan kääntyvän nousukäyrälle etenkin kiertotalouden vahvojen ajureiden tukemana.

Lisäksi suojausoperaatiot voivat luoda kultamarkkinoille tarjontaa, kun tuottajat ovat valmiita myymään tulevien vuosien tuotantoaan etukäteen tulevien vuosien hintatasojen lukitsemiseksi ja/tai investointien rahoittamiseksi. Tämän tekijän vaikutus markkinaan on kuitenkin ollut viime vuosina vähäinen. Vastaava tarjontaa luova vaikutus voisi periaatteessa olla myös valtioiden ja/tai keskuspankkien nettomyynneillä, sillä ainakin tiettyjen valtioiden varannot voisivat vaikuttaa markkinaan ainakin lyhyellä aikavälillä.

Markkina on ollut ylijäämäinen viime vuosina

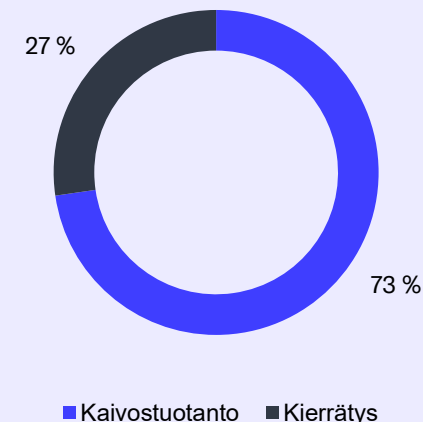
Kultamarkkina on ollut vuodesta 2010 alkaen suhteellisen hyvin tasapainossa, vaikka World Gold Councilin lukujen mukaan markkina on ollut ylijäämäinen viimeisen 10 vuoden ajan (2016-2025) tunnistettuun kysyntään peilattuna. Sen sijaan markkinaa arvioidaan tasoittaneen OTC-kaupankäynnin (pörssin ulkopuolinen kaupankäynti) kysynnän kasvu. Keskipitkällä aikavälillä arvioimme, että

BKT:n kasvua jossain määrin hitaammin kasvava kysyntä ja kaivostuotannon ylläpitämisen vaatimat investoinnit pitävät kultamarkkinan hyvässä tasapainotilassa. Merkittävää pulaa kullasta ei sen sijaan keskipitkällä tähtäimellä näytä olevan tulossa. Pitkällä tähtäimellä kullan tuotannon ylläpitäminen voi kuitenkin vaatia tuntuvia investointeja, joiden kannattavuus riippuu silloisesta kullan hintatasosta. Endominesin kannalta kullan markkinatasapainon jokseenkin terve näkymä on mielestämme joka tapauksessa hyvä asia.

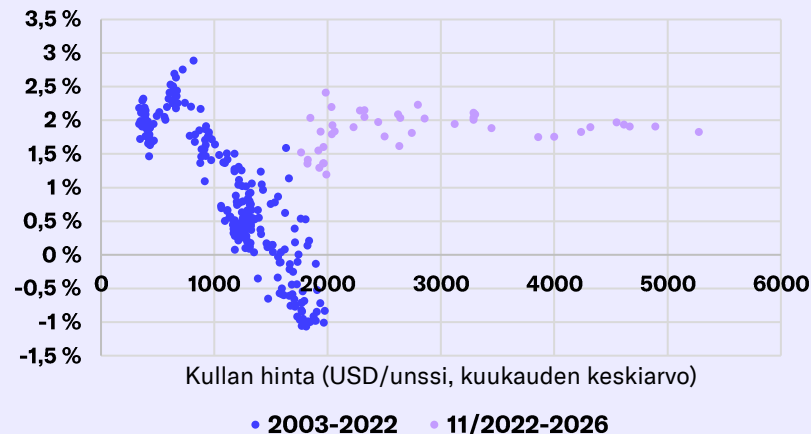
Kullan hinta on kehittynyt vahvasti

Verrattain hyvästä markkinatasapainosta huolimatta kullan hinta oli pitkään laskukäyrällä vuoden 2011 kesällä noin tasolta 1830 USD/oz haetun huipun jälkeen. Finanssikriisin jälkeisen ajan pohjakosketuksensa kullan hinta haki joulukuussa 2015 tasolta 1060 USD/oz. Vuoden 2016 alussa hinta alkoi jälleen saada tukea talouskasvuun liittyneen epävarmuuden kasvusta ja USA:n siirtyneistä koronnostoista, jotka tukivat sijoituskysyntää. Kullan hinta elpyi vuoden 2016 elokuun alkuun mennessä jo tasolle 1340 USD/oz Brexitin jälkimainingeissa. Sen jälkeen talouskasvun piristymisen ja USA:n korkojen nostot jättivät kullan hinnan sahaamaan tasolle 1200-1300 USD/oz. Vuonna 2019 kohonnut poliittinen ja taloudellinen epävarmuus nosti kullan hinnan yli 1500 USD/oz tason. Vuoden 2020 kesällä hinta nousi hetkellisesti päälle 2000 USD/oz, kun pandemian takia kohonnut epävarmuus sekä keskuspankkien massiiviset elvytystoimet tukivat kullan hintaa. Tämän jälkeen kullan hinta lähti loivaan laskuun talouskasvun kiihtyessä koronapandemian pohjilta. Vuonna 2021 kullan hintataso pysyi noin 1700-1900 USD/oz tasolla.

Kullan tarjonnan jakautuminen



Kullan hinnan ja Yhdysvaltain 10 vuotisen valtionlainan reaalikoron suhde 2003-2026



Markkina ja kilpailijat 4/6

Vuodesta 2022 kevään jälkeen kullan hinta lähti selvään nousuun dollarin heikkenemisen myötä sekä kiristyneen geopolittisen tilanteen myötä ja jäi sahaamaan 2000 USD/oz molemmin puolin vuoden 2023 loppuun asti. Tämän jälkeen kullan hintakehitys on saanut voimakasta myötätuulta muun muassa kohollaan säilyneestä inflaatiosta, FEDin koronlaskuista, geopolitiikan jatkuneista epävarmuuksista sekä Kiinan ja muiden kehittyvien maiden keskuspankkien jatkuneista netto-ostoista myötä.

Pidemmällä aikavälillä kullan hinta on noussut voimakkaasti. Finanssikriisin jälkeen nousua on vauhdittanut keskuspankkien elvyttävä rahapolitiikka, joka on saanut sijoittajat epäilemään löysän rahapolitiikan vaikutuksia valuuttojen arvoon ja hakeutumaan kultaan. Lisäksi ETF-tuotteiden luoma

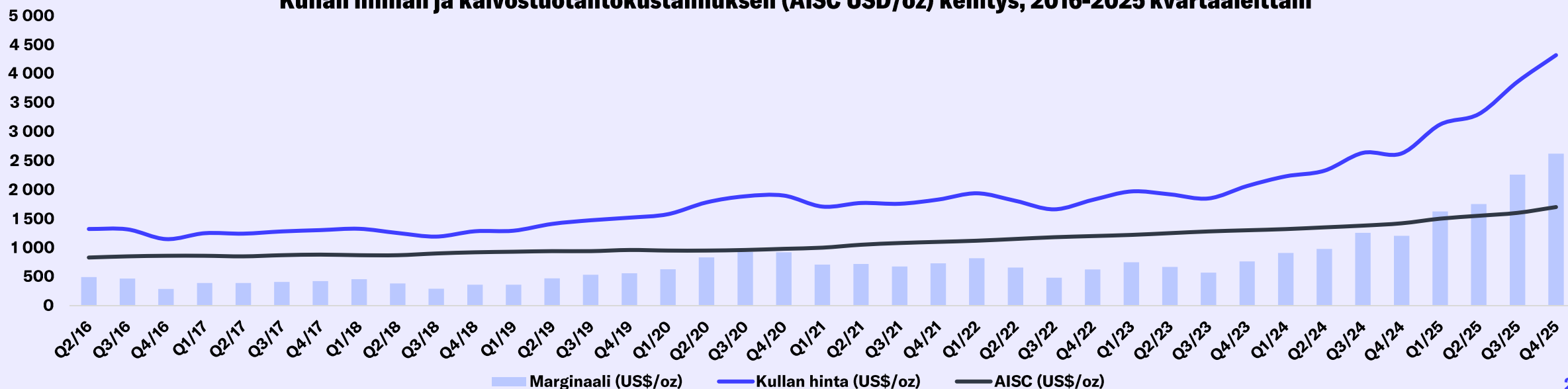
sijoituskysynnän voimistuminen ja elintason nousu Kiinassa ja Intiassa on tukenut kulutuskysyntää. Tarjontapuolella siirtyminen heikompiin esiintymiin on nostanut kustannustasoa ja siten tarjontakäyrän paikkaa.

Historiallisesti volatiilin kullan hinnan ennustaminen on erittäin vaikeaa ja sen hintatasoon vaikuttaa useita ulkoisia ajureita. Endominesin ennusteissamme nojaammekin tätä peilaten Bloombergin konsensusennusteisiin kullan hinnan osalta. Mielestämme sijoittajien on kuitenkin tärkeää ymmärtää kullan ajurien todennäköinen kehityssuunta ja olemme käyneet näitä tarkemmin läpi [täällä](#).

Historiassa kullan hinnan kehitys on ollut voimakkaasti käänteisessä yhteydessä Yhdysvaltain 10 vuotisen valtionlainan reaalikorkoon. Vuosina 2003–2022 reaalikoron

noustessa kullan hinta tyypillisesti laski, ja reaalikorko selitti yksinään noin 70 prosenttia kullan hintavaihtelusta. Marraskuusta 2022 lähtien tämä yhteys on kuitenkin katkennut. Kulta on kallistunut noin 179 prosenttia, vaikka Yhdysvaltain 10 vuotisen valtionlainan reaalikorko on pysynyt jokseenkin samalla tasolla. Rallia ovat ajaneet muut tekijät, ennen kaikkea keskuspankkien kullanosot, geopolittiset jännitteet ja sijoittajien halu hajauttaa pois Yhdysvaltain dollarista.

Kullan hinnan ja kaivostuotantokustannuksen (AISC USD/oz) kehitys, 2016-2025 kvartaaleittain



Markkina ja kilpailijat 5/6

Kullan tuotanto on globaalisti hyvin hajautunutta

Globaaleille pääomavaltaisille toimialoille tyypillisesti kultakaivossektori on kokonaisuutena erittäin hajautunut toimiala. Maailman viiden suurimman kultayhtiön (Newmont, Agnico Eagle, Barrick Gold, Zijin, Navoi) vuosituotanto oli viime vuonna yhtiön raporttien mukaan noin 3-6 miljoonaa unssia per yhtiö eli viidellä suurimmalla on yhteensä 15-20 %:n osuus globaalista kaivostuotannosta. Maantieteellisesti kullan tuotanto on keskittynyt melko suppealle alueelle, sillä 10 suurinta tuottajamaata tuottavat selvästi yli puolet maailman kaivoskullasta. Tällä hetkellä merkittävimpiä kullan tuottajia ovat Kiina, Venäjä, Australia, Kanada ja USA. Kokonaisuutena Endominen on lähivuosina marginaalinen peluri sektorin merkittävimpiin yhtiöihin suhteutettuna. Strategian mukaisella kehityksellä yhtiön tuotanto nousee noin vuonna 2030 tasolle 70 000–100 000 unssia vuodessa. Tämä pitää Endominen edelleen junior-tuottajien kokoluokassa, sillä mid-tier-kategorian alakynnykseksi katsotaan yleisesti 100 000 unssin vuosituotanto.

Kultamarkkinan globaalin luonteen takia Endominen relevantteja kilpailijoita ovat kaikki maailman kultakaivokset. Tarkastelu täytyy mielestämme kuitenkin viedä yhtiötasolta kaivostasolle, sillä Endominen kaivoksen tuotantokyky sekä tuotantokustannusten taso suhteessa muihin kaivoksiin ovat keskeisimpiä yhtiön kilpailukykyä määrittäviä tekijöitä.

Kaivosten kustannuskilpailukyky korostuu etenkin Endominen kaltaisten pienten yhtiöiden kohdalla, joiden kassavirta tulee kokonaan yhdestä tai muutamasta lähteestä ja joiden tuotannon ulkopuoliset hallintokulut ovat suhteellisesti korkeita (skaalaetujen puute). Siten peilaamme Endominen suhteellista kilpailukykyä ensisijaisesti muihin primäärikultakaivoksiin, sillä sivutuotteena kultaa tuottavien

kaivosten tuotannon määrä (ts. kullan tarjonta) riippuu pääosin muista tekijöistä kuin kullan hinnasta.

Pampalon tuotantokustannukset keskimääräistä kultakaivosta korkeammalla

Metals Focusin Q4'25:n tuotantokustannusarvion mukaan keskimääräinen ylläpitoinvestoinnin huomioiva primäärikullan tuotantokustannus oli noin 1600 USD/oz (AISC all-in sustaining cash cost). Parhaan neljänneksen tuotantokustannuksen yläraja oli noin 1500 USD/unssi, kun taas viimeisen neljänneksen kustannukset olivat 2300 USD/unssista ylöspäin.

Pampalon käteiskustannus ilman investointeja oli vuonna 2025 1432 EUR/unssi (nykyisellä EUR/USD-kurssilla ~1660 USD/oz). Näemme yhtiöllä kuitenkin edellytyksiä painaa hieman kustannustasoaan tuotantovolyymin kasvun sekä tuotannon tehokkuuden parantamisen kautta (Power Miningin Pampalon kaivosliiketoiminnan oston myötä). Vastaavasti etenkin investoinnit huomioiden arvioisimme Pampalon AISC kustannuksen olevan kustannuskäyrän heikoimmassa puolikkaassa.

Pääsyy keskimääräistä heikompaan positioon globaalilla kustannuskäyrällä on Pampalon tuotannon verrattain matala malmin kultapitoisuus sekä toiminnan kokoluokka. Esimerkiksi Agnico Eaglen Kittilän kultakaivoksessa malmivarojen kultapitoisuus on yli 4 g/t. Vastaavasti Pampalon maanalaisen kaivoksen malmivarojen kultapitoisuus on hieman alle 3 g/t. Lisäksi Kittilän kaivoksen vuosituotanto on yli 200 000 unssia, mikä on yli kymmenenkertainen määrä suhteessa Pampaloon. Historiassa maanalaisten kultakaivosten keskipitoisuudet ovat olleet karkeasti 4-6 g/t tasolla. Uskomme kuitenkin lähihistoriassa kullan hinnan noustua voimakkaasti keskipitoisuuksien laskeneen yhtiöiden hyödyntäessä yhä matalamman kultapitoisuuden esiintymiä tai esiintymien osia.

Perinteiset keskiuureet avolouhokset ovat tyypillisesti 1–2 g/t haarukassa. Avolouhoksessa tonnikohtainen louhintakustannus on murto-osa maanalaisen kaivoksen kustannuksesta, joten kannattavuuden kynnyks ylittyy paljon matalammalla pitoisuudella. Pampalon avolouhoksen malmivarojen pitoisuus on 1,04 g/t.

Kullan tuottajien marginaalit ennätystasolla

Yleisesti kultakaivosten kannattavuus on tällä hetkellä globaalisti erittäin hyvä. Metals Focusin datan mukaan vain noin prosentti globaalista kullantuotannosta oli kassanegatiivista Q4 2025:llä eli operoi AISC:llä, joka ylitti kullan senhetkisen markkinahinnan. Tämän jälkeen kullan hinta on jatkanut nousuaan alkuvuodesta 2026. Vaikka matalamman pitoisuuden malmien hyödyntäminen on nostanut toimialan keskimääräistä AISC:tä, ovat tuottajien marginaalit silti ennätystasolla kullan hinnan noustessa kustannuksia selvästi nopeammin.

Parantunut kannattavuus on heijastunut suoraan yhtiöiden pääomanjakoon ja strategiaan liikkeisiin, kun taseiden vahvistuminen on kiihdyttänyt velanmaksua, osingonmaksua ja yrityskauppa-aktiiviteettia. Samaan aikaan kullantuottajien suojauskirja on supistunut World Gold Councilin mukaan noin 120 tonniin, mikä on matalin taso sitten vuoden 2013. S&P Globalin datan mukaan kultaliitännäisten yrityskauppojen vuotuinen arvo on pysynyt viime vuosina poikkeuksellisen korkealla tasolla. Vuonna 2024 kultakauppoja tehtiin 19,3 miljardin dollarin edestä ja vuonna 2025 arvo nousi edelleen 21,2 miljardiin dollariin, mikä oli korkein taso 15 vuoteen. Kasvanut yrityskauppa-aktiivisuus heijastuu myös Suomeen ja Endominen lähiympäristöön. Agnico Eagle ilmoitti huhtikuussa 2026 ostavansa Rupert Resourcesin noin 2,9 miljardin Kanadan dollarin kokonaisarvolla.

Markkina ja kilpailijat 6/6

Kiinalla vahva ote molybdeenin ja volframin markkinoista

Molybdeenin käytetään korkean sulamispisteensä sekä lujuutensa myötä metallinjalostuksessa. Yhdysvaltain geologian tutkimuskeskuksen (USGS) tilastoinnin mukaan vuonna 2025 Kiinan osuus molybdeenin kaivostuotannosta oli lähes 40 %. Käsityksemme mukaan jalostuskapasiteetista Kiinan osuus on yhä merkittävämpi. Muita merkittäviä molybdeenin kaivostuottajia oli Yhdysvallat, Chile ja Peru. Molybdeenin tuotetaan pääosin sivutuotteena esimerkiksi kuparikaivoksilta, joskin maailmassa on myös molybdeenin primäärilouhintaa.

Volframia hyödynnetään sen kovuuden myötä esimerkiksi leikkuutyökaluissa ja kaivos- ja louhintatyökaluissa. Lisäksi sitä käytetään muun muassa ilmailu- ja sotateollisuudessa. Molybdeenistä poiketen, volframin tuotanto on vielä merkittävämmän keskittynyt Kiinaan. Kiina tuottaa yli 80 %:a maailman volframin kaivostuotannosta ja arvioiden mukaan yhä suuremman osan volframin jalostuksesta. Kiinan suuren roolin vuoksi arvoketjussa on volframin hintakehitys ollut viimeisen vuoden aikana erityisen vahvaa. Kiinan lisäksi volframia tuotetaan muun muassa Venäjällä sekä Pohjois-Koreassa ja muut maat vastaavat vain noin 13 %:sta volframin tuotannosta. Euroopassa volframia tuotetaan Itävallassa, Espanjassa sekä Portugalissa. Euroopan tuotanto vastaa kuitenkin vain noin 2,5 %:sta globaalista tuotannosta.

Vientirajoitukset alleviivaavat volframin strategista asemaa

Kiina asetti volframille vientirajoituksia vuoden 2025 alussa. Kiinan arvoketjua hallitsevan roolin vuoksi vientirajoitukset ovat nostaneet volframin hintaa selvästi viimeisen vuoden aikana. Volframia hinnoitellaan tällä hetkellä lähes 3 000

dollaria per metrinen tonniyksikkö (MTU). Ennen Kiinan vientirajoitusten asettamista hinta on ollut historiassa noin 200-400 USD/mtu tasolla.

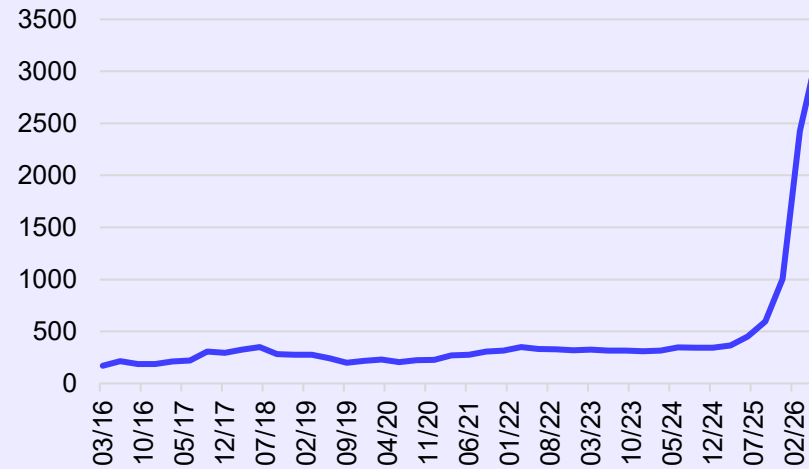
Myös molybdeenin hinta on noussut

Myös molybdeenin hinta on noussut merkittävästi vuoden 2024 pohjilta. Kiina asetti helmikuussa 2025 vientirajoituksia myös molybdeenijauheille, joskin molybdeenin osalta rajoitukset kohdistuvat kapeasti vain ohjusteknologiassa käytettäviin korkean puhtausasteen jauheisiin. Molybdeenin hintareaktio on ollut selvästi maltillisempi kuin volframin myös koska Kiinan osuus molybdeenin kaivos ja jalostustuotannosta on matalampi.

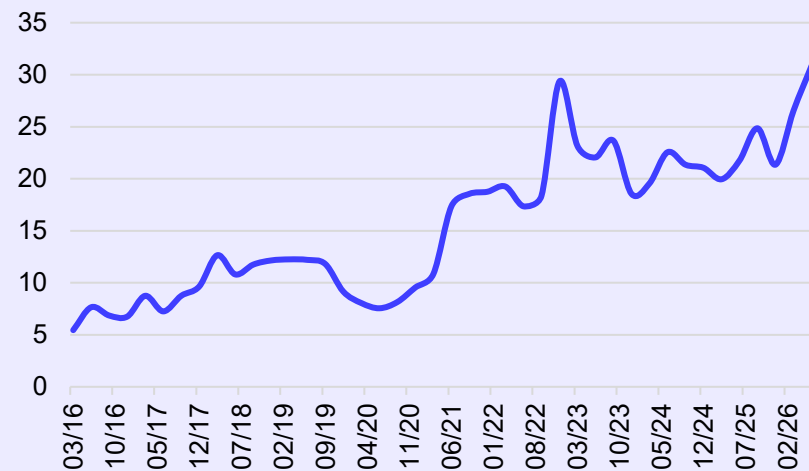
Endomines on haarukoinut 30-90 MEUR:n liikevaihtopotentiaalia

Yhtiö on itse hahmotellut volframin ja molybdeenin yhteenlasketulle tuotannolle noin 30-90 MEUR:n vuotuisen liikevaihtopotentiaalin. Suunnitelmissa volframin tuotanto asettuisi noin 1 000 tonniin ja molybdeenin tuotanto noin 600 tonniin vuositason. Liikevaihtohaarukan leveys johtuu yhtiön ennen kaikkea tuotantomäärien ja hyödykkeiden hintojen epävarmuudesta. Olennaista on lisäksi, ettei toteutuva hinta määräydy suoraan markkinanoteerauksesta, vaan yhtiö myisi nykyiseen tapaansa rikastetta, jonka hinta jää selvästi jalostetun tuotteen noteerauksen alapuolelle laatu- ja epäpuhtausvähennysten sekä jatkojalostajan katteen vuoksi. Karkean laskelmamme perusteella yhtiön ilmoittama haarukka asettuu johdonmukaisesti normalisoitujen ja nykyisten metallihintojen välille, kun rikasteen hinnoittelussa huomioidaan tämä alennus. Volframin viimeaikainen voimakas hinnannousu selittääkin näkemyksemme mukaan haarukan yläreunaa.

Volframin hinta*, USD/mtu W03



Molybdeenin hinta*, USD/lb



*Euroopan volframin APT-noteeraus (ammoniumparavolframaatti, 88,5 % WO₃), molybdeenioksidin (57 % Mo) hintaindeksi (EU)

Lähde: Bloomberg, Inderes

Kullan hinta-ajurit ja niiden näkymät

Ajuri	Vaikutus kullan hintanäkymään	Inderesin kommentti
Kuluttajien korukysyntä		Globaalin talouskasvunäkymän epävarmuus, kullan hinnan voimakas nousu ja vielä osin jäljessä tuleva ostovoiman nousu ovat vaikuttaneet kulutuskysyntään
Sijoituskysyntä		Nousseet korkotasot laskeneet kullan houkuttelevuutta. Toisaalta keskuspankkien mahdollisesti jatkuvat ostot voivat tukea hintakehitystä.
Kullan tarjonta		Lyhyen ajan kasvunäkymä maltillinen viime vuosien rajallisten investointien myötä.
Tuotantokustannukset		Tuotantokustannukset todennäköisesti tasaantumassa keskipitkällä aikavälillä inflaation taittumisen myötä. Lyhyellä aikavälillä kustannuspaineet kuitenkin osin läsnä. Ajan yli nousupainetta malmin laadun laskun kautta.
USA:n dollari		Dollari heikkeni euroa vastaan selvästi vuoden 2025 aikana ja EUR/USD on liikkunut viime aikoina noin 1,16 tuntumassa. Valuuttamarkkinoilla nopeat liikkeet ovat kuitenkin edelleen mahdollisia varsinkin maailmanpolitiikan ja -talouden epävarmassa tilanteessa.
USA:n korkotaso		Markkinakorot ovat nousseet viimeaikoina inflaatiopelkojen myötä. Toisaalta kullan hinnan ja reaalikorkojen välinen käänteinen yhteys heikentynyt huomattavasti viimeisen kolmen vuoden aikana.
Maailmanpolitiikka		Krooniseksi muodostunut epävarmuus tukee kullan houkuttelevuutta ja vahvistaa turvasatamakysyntää (ml. valuuttoihin liittyvä epävarmuus etenkin kehittyvillä markkinoilla)
Muiden sektoreiden kysyntä		Teollinen kysyntä voi kohdata laskupaineita nykyisillä hintatasoilla, sen sijaan suojausten tarjoama tuki todennäköisesti rajallinen

 **Positiivinen**
 **Neutraali**
 **Negatiivinen**

Ennusteet 1/3

Endominesin tulosta ajavat ennen kaikkea tuotantovolyymit sekä kullan hinta

Endominesin tulos on huomattavan herkkä kullan hinnan ja EUR/USD-valuuttakurssin muutoksille, ja siten näiden parametrien muutokset vaikuttavat oleellisesti tulosennusteidemme tasoon. Mallimme nojaa näiden osalta Bloombergin konsensusennusteisiin nykyisellä ennustejaksollamme (2026-2029) sekä kullan futuurihintoihin. Vuoden 2030 kullan hintaennusteena olemme käyttäneet vuoden 2029 ennustetta tätä pidemmällä ajanjaksolla olevien ennusteiden rajallisen määrän takia. Ennusteissa olemme hyväksyneet mukaan vain alle 3 kuukautta sitten päivitetyt ennusteet.

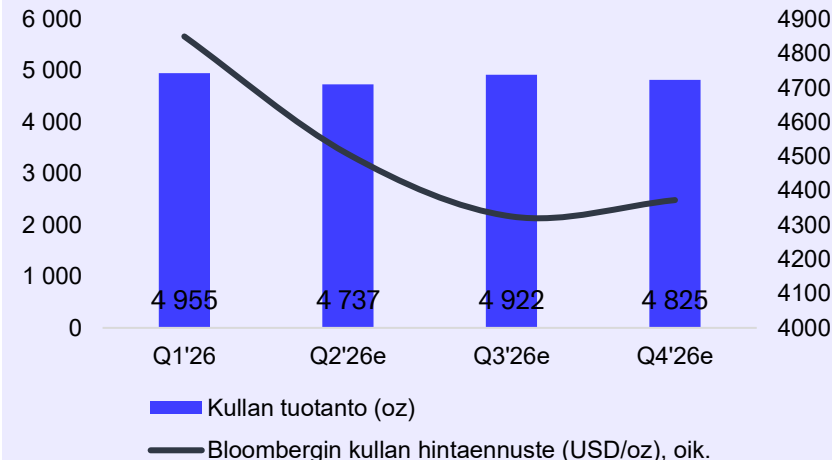
Tuotantovolyymien osalta ennusteemme perustuvat olemassa oleviin Pampalon malmivaroihin sekä mineraalivarantoihin (ml. Hosko). Lisäksi odotamme yhtiön pystyvän jatkamaan tuotantoa myös nykyisten tasojen alapuolella, mitä tukevat kairaustulokset kaivoksen syvemmistä osista. Nykyinen kullan hintataso mahdollistaa myös potentiaalisesti ylempien tuotantotasojen laajemman hyödyntämisen. Näemme Pampalon alueella lisäksi mittavampaa malminetsintäpotentiaalia. Täten kullan tuotantoennusteemme ylittävät yhtiön nykyiset varannot Pampalossa. Emme sisällytä varsinaisiin ennusteisiimme vielä tuotantoa Eteläiseltä kultalinjalta hankkeeseen liittyvän epävarmuuden vuoksi. Yhtiöllä on edellä mainittujen esiintymien ohella voimassa oleva ympäristölupa esimerkiksi Rämepuron satelliittikaivoksella, joskin sen laajamittaisempi hyödyntäminen vaatisi näkemyksemme mukaan täydentävää luvitusta. Emme sisällytä uusia satelliittiesiintymiä ennusteisiimme tässä vaiheessa. USA:n kaivosten osalta emme ennusta tuotannon käynnistymistä ennusteperiodilla.

Kuluennusteemme pohjautuvat historiallisiin toteutumiin ja niiden pohjalta tekemiimme omiin arvioihin tulevasta kehityksestä. Investointioletukset perustuvat puolestaan arvioihimme yhtiön nykystrategian tavoitetasosta. Odotamme, että yhtiö aktivoi malminetsintäkuluja taseeseensa ja poistaa niitä asteittain yhtiön elinkaaren aikana.

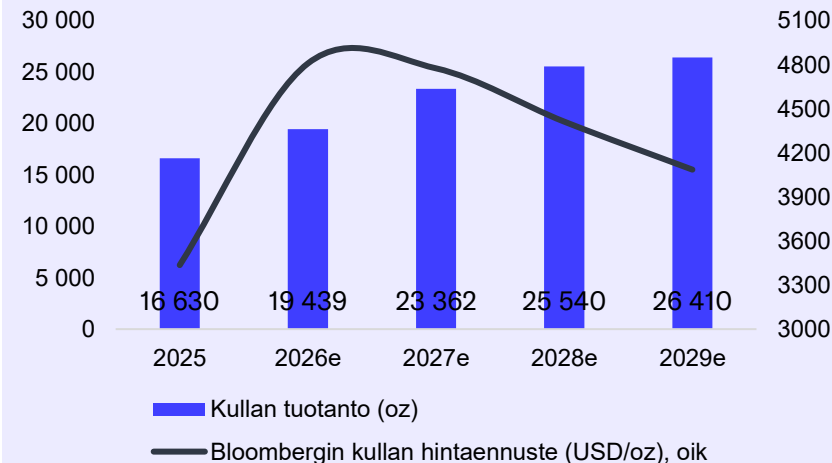
Hyvät lähtökohdat tuotannon kasvuun 2026

Endomines ohjeistaa tuotantoaan vuositasolla. Vuodelle 2026 yhtiö arvioi kullan tuotannon kasvavan 10-20 % suhteessa vertailukauteen. Vuoden 2025 16 630 unssin tuotanto huomioiden tuotanto ohjeistus implikoi tälle vuodelle noin 18 000 – 20 000 unssin tuotantoa. Kaivoksista yhtiöllä on nykyisellään tuotannossa Pampalon maanalainen kaivos, avolouhos sekä Hoskon satelliittiesiintymä. Vuoden ensimmäisellä puoliskolla Endomines tuotti kultaa 9 692 unssia. Kullan tuotanto kasvoi noin 10 %:a verrattain vahvasta vertailukaudesta. Ennustamme kuluvan vuoden tuotannon olevan noin 19 500 unssin tasolla (+ 15 v/v). Vuoden 2025 toisen vuosipuoliskon tuotantoa painoi Endominesin Pampalon maanalaisen kaivoksen urakoitsijan liiketoiminnan hankinta. Yhtiön mukaan integraatio alkoi kuitenkin vaikuttaa positiivisesti tuotantoon jo vuoden lopussa. Siksi emme ennakoivasta vastaavaa tuotannon laskua kuin vuonna 2025, jolloin tuotanto heikkeni jokseenkin merkittävästi loppuvuotta kohti. Mallissamme ennustamme tälle ja tuleville vuosille rikastamon saannon pysyvän noin 85 %:n tasolla ja Endominesin saavan kultarikasteestaan noin 90 %:a kullan spot-hinnasta. Rikastamon saanto on ollut noin 83 – 86 % viime vuosina. Kultarikasteesta saatava hinta on arvioimme, eikä sopimushintaa ole julkisesti kerrottu.

Kullan tuotanto ja hintaennuste Q1'26-Q4'26e



Kullan tuotanto ja hintaennuste 2025-2029e



Ennusteet 2/3

Bloombergin kullan konsensusennusteet odottavat tämän vuoden kullan keskihinnan asettuvan Q2-Q4:llä noin 4500 USD/oz tasolle, mikä on selvästi yli nykyisen kullan spot-kurssin (n. 4100 USD/oz). Huomioiden selvästi matalampi spot-kurssi, sovellamme loppuvuodelle lisäksi kullan forward hintaa ennusteeseemme. Näistä johdettuna ennustamme loppuvuodelle 4300-4400 USD/oz kullan hintaa. Konsensusennusteet EUR/USD kurssille ovat vastaavasti Q3-Q4:llä noin 1,15-1,16 tasoilla. Nykyisellään EUR/USD on 1,14 tasolla. Vahvempana säilyvä dollari luonnollisesti tukisi liikevaihtoennusteitamme. Sekä tuotannon että markkinan parametrit huomioiden ennustamme liikevaihdon päätyvän tänä vuonna noin 68 MEUR:n tasolle (+ 49 % v/v). Kasvua ajaa ennusteissamme etenkin kullan hinnan nousu.

Odotamme tuotantokustannusten laskun tukevan kannattavuutta vuoden mittaan

Tuotantokustannusten osalta odotamme laskevaa trendiä loppuvuotta kohden yhtiön saadessa kustannushyötyjä Power Mining liiketoimintakaupasta. Tuotannon kustannustaso oli Q1/26:lla mielestämme poikkeuksellisen korkealla huomioiden kasvanut tuotanto. Uskomme tämän taustalla olleen yhä matalamman pitoisuuden malmin hyödyntäminen. Lisäksi ensimmäisellä kvartaalilla yhtiön kustannustasoa nosti korkealla tasolla ollut sähkön hinta.

Muiden kustannusten osalta ennustamme kasvua viime vuodesta etenkin nousseen kaivosveron seurauksena. Endomines kirjaa kaivosmineraaliveron muihin kustannuksiin, eikä se näy esimerkiksi yhtiön raportoimassa tuotannon yksikkökustannuksessa. Yhtiö itse odottaa kaivosmineraaliveron nousevan kuluvana vuonna noin 2 MEUR:oon, mikä on linjassa odotustemme kanssa. Veron taso on nykyisellään 2,5 % kaivosmineraalin sisältämän

metallin verotusarvosta. Yhdysvalloissa odotamme kulutason laskevan vuoden kuluessa selvästi vertailukaudesta, sillä yhtiö divestoi pääosan Idahon esiintymistä viime vuoden lopussa. Tuotantokustannukset ja muut kustannukset huomioiden odotamme konsernin käyttökateen yltävän tänä vuonna 34 MEUR:oon eli 51 %:iin liikevaihdosta (vertailukaudella 16 MEUR ja 36 %).

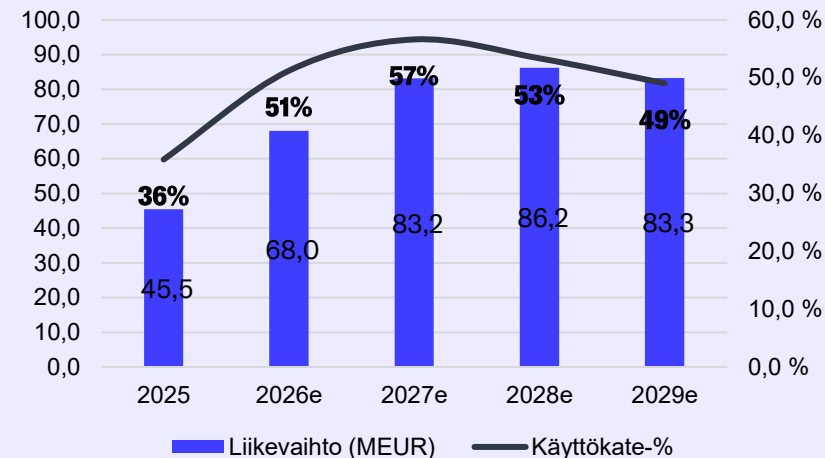
Poistot ennustamme olevan noin 5 MEUR:n tasolla ja liikevoiton asettuvan täten 34 MEUR:oon. Odotamme nettorahoituskulujen olevan noin -2 MEUR:ssa, puolestaan verojen odotamme jäävän nolliin historiallisia tappioita peilaten. Raportoitu tulos on ennusteissamme täten vuonna 2026 0,84 euroa osakkeelta.

Kassavirta ohjautuu investointeihin

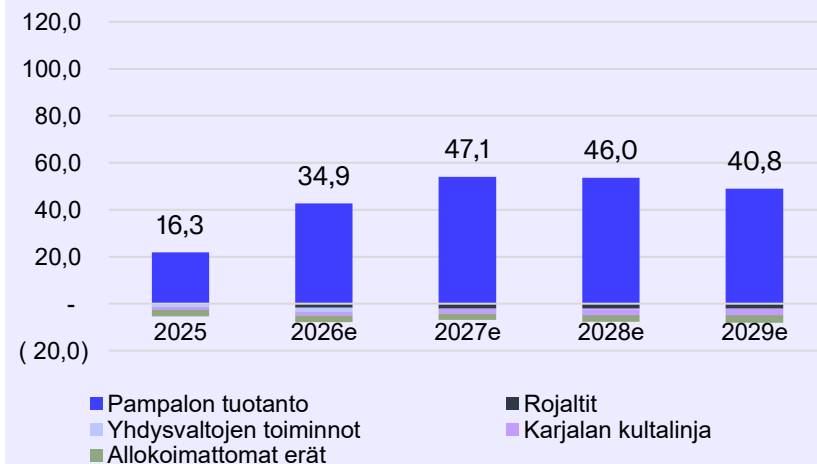
Nykyisillä kullan hinnoilla odotammekin yhtiön yltävän konsernitasolla selvästi positiiviseen operatiiviseen kassavirtaan. Odotamme kassavirran kuitenkin ohjautuvan voimakkaasti investointeihin. Ennustamme yhtiön investointien olevan tänä vuonna noin 25 MEUR:n tasolla. Tästä merkittävä osa kohdistuu yhtiön historian laajimpaan kairausohjelmaan. Endomines suunnittelee tänä vuonna 50 000 metrin kairauksia, mikä n. 150 EUR/metri kustannustasolla muodostaa ennusteemme pohjan. Eteläisen sekä Pohjoisen kultalinjan malminetsinnän lisäksi odotamme yhtiön investoivan Pampalossa tuotantoon sekä malminetsintään.

Taseen puolella ennustamme yhtiön omavaraisuusasteen nousevan lähes 70 %:iin. Puolestaan vahvaa kassavirtaa peilaten odotamme taseen kääntyvän vuoden loppuun mennessä nettokassan puolelle.

Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys



Käyttökate ennusteet segmenteittäin



Ennusteet 3/3

Rikastamon kapasiteetti rajoittaa tuotannon vahvempaa kasvua 2027-2029

Kuten aiemmissa kappaleissa kävimme läpi, Endominesin Pampalon rikastamon kapasiteetti mahdollistaa nykyisellään arviomme mukaan hieman yli 25 000 unssin tuotannon vuositason. Rikastamon kapasiteetti on 450 000 tonnia malmia vuodessa. Huomioiden viimeisten vuosien malmin kultapitoisuus (n. 2,2 g/t) sekä rikastamon saanti (n. 85 %) on teoreettinen kullan tuotanto noin 27 000 unssia täydellä kapasiteetilla. Ennustamme Endominesin kullan tuotannon jatkavan kasvuaan tulevina vuosina saavuttaen noin 26 000 unssin tason vuonna 2029.

Ennustamme kullan hinnan laskevan nykytasoiltaan loivasti tulevien vuosien aikana

Olemme tarkistaneet kullan hintaennustetta tuleville vuosille. Mallissamme kullan hinta laskee vuosina 2026–2029 asteittain noin 4 600 dollarista 4 000 dollariin unssilta (aiemmin noin 4 700–4 200 USD/oz). Odotettu hintataso perustuu pääasiassa konsensusennusteeseen. Euron ja dollarin väliseksi valuuttakurssiksi oletamme noin 1,16, mikä merkitsisi euron vahvistumista dollariin nähden noin 2 % nykytasolta (noin 1,14). Tuotantokustannuksen odotamme inflatoituvan noin 2 %:n vuosivauhdilla. Tämän myötä ennustamme tuotannon käteiskustannuksen olevan keskimäärin noin 1300 EUR/oz tasolla vuosina 2027-2029. Tuotannon käyttökate-% säilyy ennusteissamme erittäin korkealla, noin 56-62 %:n tasolla joka vastaa noin 47-52 MEUR:n tuotannon käyttökate 2027-2029. Vastaavalla ennustejaksolla odotamme muiden kustannusten (sis. rojalitit) olevan noin 7-8 MEUR vuositason. Tätä kautta konsernin käyttökate on noin 41-47 MEUR (EBITDA- %: 47-56 %). Ennakoimme yhtiön poistojen kasvavan maltillisesti

tuotannon kasvun myötä. Korkokulujen arvioimme puolestaan pienenevän, kun vahva kassavirta kääntää taseen nettokassaposiitiiviseksi.

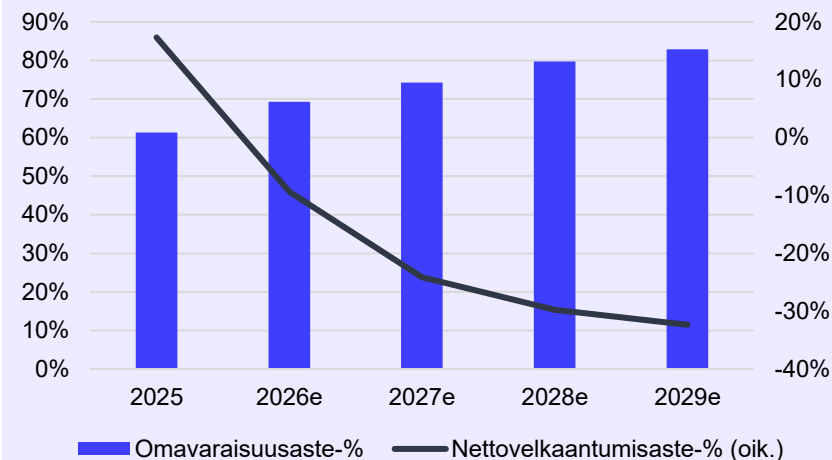
Tuotannon tasonosto Eteläisen kultalinjan varassa

Pampalon kapasiteettirajoitteen vuoksi yhtiön merkittävämpi tuotannon kasvupotentiaali nojaa Eteläisen kultalinjan kaivoshankkeen käynnistymiseen. Hanke on tällä hetkellä luvitusvaiheessa ja yhtiö työstää hankkeen kannattavuusselvitystä. Käymme arvostusosiossa hankkeen potentiaalia niin lukujen kuin arvostuksen osalta läpi. Emme kuitenkaan vielä tässä vaiheessa sisällytä Eteläisen kultalinjan tuotantoa varsinaisiin ennusteisiimme johtuen epävarmuuksista liittyen mm. hankkeen luvitusprosessiin, tekniseen toteutettavuuteen, geologiaan sekä rahoitukseen.

Tuleva investointi osittain tulorahoitettavissa

Odotamme Endominesin jatkavan panostuksia malminetsintään ja Karjalan kultalinjan kehitykseen myös tulevina vuosina. Ennustamme yhtiön investoivan lisäksi Pampalon tuotantoon kasvattaakseen tuotantovolyymeja ennusteidemme mukaisesti. Investoinneista huolimatta arvioimme yhtiön operatiivisen rahavirran säilyvän koko ennustejakson selvästi positiivisena. Ennustamamme vahva tulostaso ja kassavirta vahvistavat myös taseen tunnuslukuja. Arvioimme yhtiön omavaraisuusasteen nousevan 83 prosenttiin vuonna 2029, ja jatkuvan vahvan kassanmuodostuksen myötä tase säilyy vahvasti nettokassan puolella. Vahvasta kassavirrasta huolimatta yhtiö tarvitsee näkemyksemme mukaan huomattavaa ulkoista rahoitusta kattaakseen Eteläisen kultalinjan suunnitellun noin 200 MEUR:n investoinnin.

Taseen avainlukujen kehitys



Liiketoiminnan kassavirta ja investoinnit (MEUR)



Arvostus 1/8

Tavoitehintamme taustalla on osien summa -malli

Mielestämme oikea tapa määrittää Endominesin osakkeen arvo on osien summa -menetelmä. Osien summassamme keskeiset elementit ovat:

- Pampalon tuotantoklusterin arvo sisältäen Pampalon syväjatkeen, avolouhoksen sekä Hoskon kaivoksen (ts. nykyiset tuotantoennusteemme)
- Karjalan kultalinjan malminetsintäpotentiaali ja kehityshankkeet
- USA:n omaisuuserät
- Konsernikulut diskontattuna nykyarvoon
- Konsernin nettovelat oikaistuna vaihtovelkakirjalainoista

Pampalon tuotannon nykyarvo voidaan määrittää kassavirtojen nykyarvona (NPV). Mallissamme sisällytämme myös nykyvarannot ylittävää tuotantoa, sillä Pampalon suhteellisen lyhyt varantojen elinikä on historiallisesti täydentynyt vuosittain kairausten ja uusien tuotantotasojen myötä. Tämän vuoksi rajautuminen pelkkiin nykyvarantoihin aliarvioisi mielestämme kaivoksen todellista tuotantopotentiaalia etenkin nykyisellä kullan hintatasolla. Korostamme samalla, että oletukseen liittyy epävarmuutta, sillä varantojen täydentyminen ei ole automaattista vaan riippuu malminetsinnän onnistumisesta.

Muiden esiintymien (Eteläinen ja Pohjoinen kultalinja) kehitysvaihe on näkemyksemme mukaan vielä niin varhainen, ettei pelkkä kassavirtaperusteinen menetelmä ole yksinään riittävä niiden arvonmäärittämisessä. Tämän vuoksi olemme lähestyneet Karjalan kultalinjan malminetsintäpotentiaalin ja kehityshankkeiden

arvonmäärittäystä useammasta tulokulmasta. Eteläisen kultalinjan tuotantosuunnitelmat ovat muita esiintymiä pidemmällä, joten haarukoimme hankkeen arvoa sekä kassavirtaperusteisesti että tulosperusteisesti ennustamaamme tuotantoskenaarioon nojaten. Muiden esiintymien potentiaalin otamme huomioon lisäksi varantoperusteisesti. Näkemyksemme mukaan pääosa Karjalan kultalinjan Pampalon tuotantoklusterin ulkopuolisesta arvosta muodostuu kuitenkin Eteläisen kultalinjan hankkeesta, joka on yhtiön kehitysaikataulussa seuraavana.

USA:n omaisuuserät arvostamme niiden tasearvoon sekä todennäköisyyspainotettuun kassavirtamalliin Idahon myytyjen esiintymien tulevista maksueristä.

Puolestaan konsernikulut olemme diskontanneet seuraavan 10 vuoden osalta. Tämä nojaa Pampalon nykyisiin tuotantoennusteisiimme, sillä konsernitason kustannukset kytkeytyvät ensisijaisesti käynnissä olevaan tuotantoon.

Nettovelkana olemme käyttäneet vuoden 2026 lopun ennustettamme oikaistuna vaihtovelkakirjalainojen konversioilla. Käsityksemme mukaan yhtiöllä on edelleen useampi vaihtovelkakirjalaina avoinna. Koska osakekurssi on selvästi näiden oletetun konversiohinnan yläpuolella, pidämme lainojen muuntumista osakkeiksi todennäköisenä ennen niiden erääntymistä.

Osien summa -analyysin lisäksi suhteutamme Endominesin arvoa ja louhintapotentiaalia (mineraalivarantopohjainen arvostus) sekä arvostuskertoimia suhteessa muihin kaivosyhtiöihin.

Arvostustaso	2026e	2027e	2028e
Osakekurssi	7,71	7,71	7,71
Osakemäärä, milj. kpl	38,4	38,4	38,4
Markkina-arvo	296	296	296
Yritysarvo (EV)	288	267	251
P/E (oik.)	10,1	8,9	9,3
P/E	10,5	8,9	9,3
P/B	3,5	2,5	2,0
P/S	4,3	3,6	3,4
EV/Liikevaihto	4,2	3,2	2,9
EV/EBITDA	8,3	5,7	5,5
EV/EBIT (oik.)	9,2	6,3	6,2
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %

Lähde: Inderes

Arvostus 2/8

Kaivosyhtiöiden pääomakustannukset vaihtelevat suuresti

Kassavirta-analyysit ovat herkkiä käytetylle diskonttauskorolle, jonka pitäisi mielestämme heijastella sijoittajien riskit huomioivaa tuottovaatimusta. Määritämme diskonttauskoron yhtiön pääomarakenteen keskiarvona. Oman pääoman kustannuksen osatekijöitä ovat riskitön korko, projekti- ja maariski (riskipreemio) sekä osakkeen volatiliiteetti (beta-kerroin), kun vieraan pääoman kustannus määräytyy velkarahoituksen hinnan ja verokilven perusteella.

Pääoman kustannus vaihtelee rajusti projektin kehitysvaiheen ja riskien mukaan. Se on korkeimmillaan nuorissa malminetsintäprojekteissa kehittyvissä maissa ja alimmillaan kypsissä tuotantoprojekteissa vakaisissa maissa. Tämä heijastuu oman ja vieraan pääoman kustannukseen, joskin suuren velkaosuuden saaminen juniorikaivosyhtiölle on usein vaikeaa.

Diskonttokorossa otettava huomioon projektikohtainen riski

Käytämme Endominesin riskittömänä korkona USA:n ja Saksan 10 vuoden valtionlainojen keskiarvoa, joka on nousseiden korkojen myötä noin 3,8 %. Historialliseen tasoon nähden tämä ei ole poikkeuksellisen korkea.

Projektiriskipreemio kattaa geologiset, tekniset sekä rakentamiseen, ympäristöön ja ennusteisiin liittyvät riskit. Endominesin kohdalla riski painottuu näkemyksemme mukaan malmin määrään ja laatuun sekä kulan

hintaennusteisiin, kun taas teknologia- ja ympäristöriskejä pidämme maltillisina. Pampalon tuotannolle emme sisällytä hankekohtaista riskipreemiota, sillä Endomines on viime vuosina vakiinnuttanut tuotantonsa kaivoksella. Eteläisen kultalinjan osalta sovellamme sen sijaan preemiota hankkeen aikaisemman kehitysvaiheen myötä.

Beta-kertoimena käytämme arvoa 1,2x, joka perustuu eurooppalaisten jalometallikaivosyhtiöiden beta-aineistoon (Damodaran). Näin Endominesin oman pääoman kustannukseksi muodostuu Pampalossa 9,8 %. Arvioimme konsernin tavoitellun velka-asteen olevan 20 % ja velan kustannukseksi 10 %, jolloin Pampalon WACC ja diskonttauskorko on 9,5 %. Käytämme tätä tasoa myös konsernikulujen nykyarvon laskennassa. Vastaavasti korkeamman projektiriskipreemion myötä sovellamme yhtiön malminetsintä sekä kehityshankkeisiin korkeampaa, noin 13,5 %:n diskonttauskorkoa.

Tuottovaatimus laskee hankkeen kehitysvaiheen rinnalla

Näemme Endominesin diskonttokorossa alentumispotentiaalia keskipitkällä aikavälillä etenkin Eteläisen kultalinjan osalta. Geologisen varmuuden lisääntyminen, lupaprosessien edistyminen sekä rahoituksen ja rakentamisen ratkeaminen purkavat hankkeen projektiriskiä asteittain ja vievät diskonttokorkoa kohti tuotantovaiheen tasoa. Lisäksi mahdollinen EU:n kriittisten raaka-aineiden asetuksen mukainen strategisen hankkeen status voisi sujuvoittaa lupamenettelyä ja rahoituksen saatavuutta, mikä alentaisi projektiriskiä ja pääoman hintaa.

Pääoman kustannus

	Pampalo	Kehityshankkeet
Oman pääoman kustannus		
Riskitön korko	3,8%	3,8%
Riskipreemio	5,0%	5,0%
Beta	1,2	1,2
Hankekohtainen riskipreemio	0,0%	5,0%
Vieraan pääoman kustannus		
Vieraan pääoman kustannus	10,0%	10,0%
Veroaste	20,0%	20,0%
Pääomarakenne		
Velkaosuus	20,0%	20,0%
WACC	9,5%	13,5%

Arvostus 3/8

Erittäin kannattavan tuotannon ansiosta Pampalon arvo on noussut mallissamme viime vuosina huomattavasti

Kun Pampalon kassavirrat sekä konsernikulut diskontataan nykyhetkeen määritetyillä diskonttauskoroilla saadaan näiden omaisuuserien arvoksi:

- Pampalon tuotantoklusteri 188 MEUR
- Konsernikulut -22 MEUR

Pampalon arvostuksen merkittävämpää nousupotentiaalia rajaa rikastamon kapasiteetti, joka asettaa tuotannolle katon ilman lisäinvestointeja. Toisaalta esimerkiksi ennusteitamme pidempi kaivoksen toimintaikä kohottaisi arvostusta. Kassavirtamallin herkin muuttuja on kullan hinta, jonka odotamme nousevan lähivuosina hieman nykytasoilta. Pampalon tuotantoennusteita käsittelemme tarkemmin ennusteet-osiossa.

Tarkastelemme yhtiön malminetsintä sekä kehityshankkeiden arvostusta useammasta tulokulmasta

Endominesin arvostuksen kannalta keskeisessä asemassa ovat näkemyksemme mukaan yhtiön malminetsintä ja kehityshankkeet, joista Eteläisen kultalinjan hanke näyttää tarinassa pääroolia. Yhtiö tavoittelee noin vuonna 2030 yhteensä 70 000–100 000 unssin vuotuista kullantuotantoa, mikä edellyttää Eteläisen kultalinjan tuotannon ylösajoa Pampalon rinnalle. Sovellamme Eteläisen kultalinjan sekä Karjalan kultalinjan malminetsinnän potentiaalin hahmottamiseen useampaa arvostusmenetelmää. Yhtiö on julkaissut aiemmin Eteläisen kultalinjan hankkeen suunniteltuja [tuotantoparametrejä](#). Yhtiön aikataulun mukaan PFS-tason esiselvitys julkaistaan vuoden 2027 ensimmäisellä puoliskolla, jolloin myös hankkeen tarkemmat tekniset ja taloudelliset parametrit täsmentyvät. Huomautamme, että tässä vaiheessa tulevaisuuden oletuksemme Eteläiselle kultalinjalle perustuvat

omiin arvioihimme, aiemmin julkaistuihin alustaviin tuotantoparametreihin sekä esimerkiksi Karjalan kultalinjan historialliseen kustannustasoon ja kultapitoisuuteen.

Pohjaamme Eteläisen kultalinjan kassavirtamallin odotuksiimme tuotannon parametreistä

Nojaamme kassavirtamallissamme tuotannon aloitukseen Eteläisellä kultalinjalla vuonna 2031. Näkemyksemme mukaan tähän pääseminen vaatii hyvää onnistumista hankkeen kehityksen sekä luvituksen osa-alueilla. Endominesin viranomaiselle toimittaman YVA-ohjelman mukaan tuotannon kesto olisi noin 13–20 vuotta. Eteläisen kultalinjan kassavirtamallimme kattaa tuotantovuodet 2031-2046 (16 vuotta).

Odotamme tuotannon ylösajon ensimmäisen vaiheen täyteen 1,5Mt kultamalmin louhintaan kestävän kaksi vuotta ja tuotannon saavuttavan unssitasolla hieman yli 60 000 unssin kullantuotantoa pelkästään Eteläisellä kultalinjalla. Odotuksemme perustuvat Karjalan kultalinjalle tyypilliseen, noin 1,5 g/t kultapitoisuuteen sekä noin 85 %:n rikastamon saantiin. Huomioiden ennusteemme Pampalolle, skenaarion toteutuminen tarkoittaisi lähes 90 000 unssin tuotantoa konsernitasolla vuonna 2033. Käytämme Eteläisen kultalinjan kassavirtamallissa kullan pitkän aikavälin hintaoletuksena 4 086 USD/oz, joka on lähellä nykyistä spot-hintaa. Oletus perustuu vuoden 2029 konsensusennusteeseen. Täten pelkästään Eteläisen kultalinjan yli 60 000 unssin tuotanto vastaisi liikevaihdollisesti lähes 200 MEUR:n liikevaihtoa kun huomioidaan että rikasteesta maksettaisiin noin 90 %:a kullan spot-hinnasta.

Ensimmäisessä vaiheessa 2031-2035 tuotanto saavuttaa hieman yli 60 000 unssin tason jonka aikana odotamme yhtiön aloittavan valmistelevat työt sekä investoinnin tuotannon kasvattamiseen toisessa vaiheessa. Ensimmäisen vaiheen

investoinnin oletamme olevan kassavirtamallissamme hieman yli 200 MEUR. Toisessa vaiheessa vuodesta 2036 eteenpäin odotamme yhtiön kaksinkertaistavan tuotantonsa 3 miljoonaan tonniin vuodessa. Odotamme toisen vaiheen investoinnin olevan noin 150 MEUR.

Mallissamme käytämme tuotannon alkuvaiheessa noin 1 300 EUR/oz yksikkökustannusta (cash cost ilman investointeja), ja kustannustaso nousee kaivoksen elinkaaren loppua kohden lähes 1 700 EUR/oz tasolle. Alkuvaiheen yhtiön nykytasoa matalampaa kustannusoletusta perustelee tuotannon käynnistyminen avolouhintana. Elinkaaren edetessä odotamme louhinnan siirtyvän enenevässä määrin maan alle, mikä nostaa yksikkökustannuksia. Arvioimme kannattavuusvaikutuksen jäävän kuitenkin vähäiseksi, sillä oletamme louhittavan malmin keskipitoisuuden nousevan vastaavasti maanalaiseen louhintaan siirryttäessä.

Diskonttaamme tuotantoa 13,5 %:n pääomakustannuksella. Verrattain korkean pääomakustannuksen sekä kaukana olevien kassavirtojen myötä viimeisten vuosien merkitys nykyarvon laskennassa vähäinen. Tuotantoskenaariomme sekä siitä johdettuun [kassavirtamalliin](#) perustuen Eteläisen kultalinjan tuotannon nykyarvo on 183 MEUR tai 4,3 euroa osakkeelta.

Kassavirtamallin selvästi herkin muuttuja on kullan hinta. Sen jälkeen nettonykyarvoa liikuttavat eniten käytetty diskonttokorko, ennustettu tuotantomäärä ja yksikkökustannus. Myös investointien mittaluokka vaikuttaa luonnollisesti nettonykyarvoon, mutta jää merkitykseltään selvästi edellä mainittuja pienemmäksi. Parametreistä tuotantomäärän, yksikkökustannuksen ja investointien kokoluokan haarukointi on suoraviivaisempaa, sillä arvioiden tukena ovat yhtiön alustavat suunnitelmat sekä Pampalon nykyinen tuotanto- ja kustannustaso.

Arvostus 4/8

	2031e	2032e	2033e	2034e	2035e	2036e	2037e	2038e	2039e	2040e	2041e	2042e	2043e	2044e	2045e	2046e
Tuotantomäärä (oz)	20 496	49 191	61 488	61 488	61 488	87 450	109 312	147 572	163 969	163 969	163 969	136 641	136 641	136 641	55 250	55 250
Kullan hinta (USD/oz)	4 086	4 086	4 086	4 086	4 086	4 086	4 086	4 086	4 086	4 086	4 086	4 086	4 086	4 086	4 086	4 086
Sulaton osuus	10 %	10 %	10 %	10 %	10 %	10 %	10 %	10 %	10 %	10 %	10 %	10 %	10 %	10 %	10 %	10 %
Liikevaihto (MEUR)	64	155	188	188	188	268	335	452	502	502	502	419	419	419	169	169
Tuotantokustannus (MEUR)	27	64	80	82	83	121	154	212	240	245	250	212	217	221	91	92,9
Rojaltit (MEUR)	2	4	5	5	5	7	8	11	13	13	13	10	10	10	4	4
Käyttökate-%	56 %	56 %	55 %	54 %	49 %	49 %	49 %	49 %	48 %	47 %	46 %	45 %	44 %	43 %	38 %	37 %
Käyttökate (MEUR)	36	87	104	102	93	133	165	221	242	237	232	188	184	179	65	62
Poistot (MEUR)	14	15	16	21	26	27	27	28	29	29	30	30	31	31	32	32
Liikevoitto (MEUR)	22	72	88	81	67	106	137	193	213	208	202	157	153	148	33	30
Verot (MEUR)	4	13	16	15	12	19	25	35	38	37	36	28	28	27	6	5
Investoinnit (MEUR)	12	12	12	75	75	12	12	12	10	10	10	5	5	5	6	7
FCF	20	62	76	13	6	102	128	174	193	190	186	155	151	148	53	50
DCF	10	27	30	4	2	27	30	36	35	31	26	19	17	14	5	4
WACC-%	13,5 %	13,5 %	13,5 %	13,5 %	13,5 %	13,5 %	13,5 %	13,5 %	13,5 %	13,5 %	13,5 %	13,5 %	13,5 %	13,5 %	13,5 %	13,5 %
Investoinnit 2026-2030	(218)															

Arvostus 5/8

Kassavirtamallin rinnalla arvotamme malminetsinnän ja tulevan tuotannon kasvun kerroinperusteisesti

Tulospohjaiset arvostuskertoimet eivät näkemyksemme mukaan sovellu erityisen hyvin juniorikaivosyhtiöiden arvonmäärittelyyn. Juniorikaivosyhtiön arvo muodostuu ensisijaisesti sen mineraalivarannoista, malmivaroista ja malminetsintäpotentiaalista eikä nykyisestä tai lähivuosien tuloksesta. Tästä huolimatta sovellamme tulospohjaista arvostusta täydentävänä tarkasteluna Eteläisen kultalinjan tuotantoskenaarioomme. Tarkasteluvuodeksi valitsemme ennusteestamme vuoden 2033, jolloin ensimmäisen tuotantovaiheen ylösajo on arvioimme mukaan saatu päätökseen ja tulostaso kuvaa jo vakiintunutta tuotantoa Eteläisellä kultalinjalla. Sovellamme ennusteeseemme EV/EBITDA-kerrointa 4,5x, mikä on linjassa verrokkiyhtiöiden nykyisen arvostustason kanssa. Verrokkiarvostusta käsittelemme tarkemmin seuraavissa kappaleissa. Tulospohjaisen arvostuksen nykyarvo on 13,5 %:n pääomakustannuksella 187 MEUR tai noin 4,4 euroa osakkeelta.

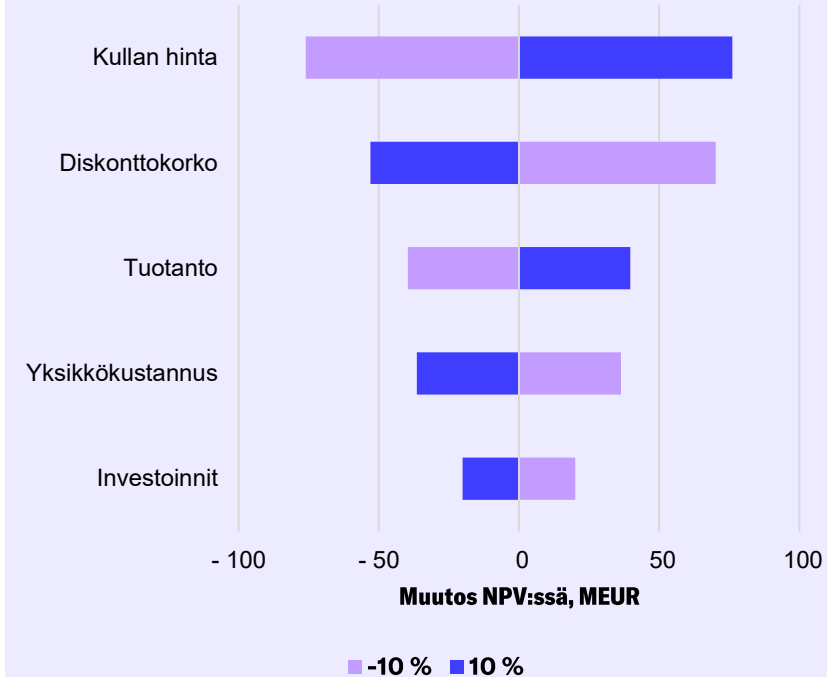
Tulospohjaisen tarkastelun lisäksi hyödynnämme mielestämme malminetsintä ja kehityshankkeelle paremmin soveltuvaa varantopohjaista arvostusta. Odotamme yhtiön saavuttavan tavoittelemansa 1,5–2,0 miljoonan unssin kultavarannot Karjalan kultalinjalla vuoden 2030 loppuun mennessä. Tästä arvioimme noin 0,1–0,2 miljoonan unssin liittyvän Pampalon tuotantoklusteriin (nykyisellään 0,2 miljoonaa unssia), jolloin kultalinjan muiden esiintymien varannoiksi jää noin 1,4–1,9 miljoonaa unssia. Kassavirtamallista ja tulospohjaisesta arvostuksesta poiketen varantopohjainen tarkastelu kattaa myös Pohjoisen kultalinjan esiintymät, joiden osuuden kokonaisvarannoista arvioimme

vuonna 2030 nousevan selvästi Pampaloa suuremmaksi. Sovellamme varantoennusteeseemme EV/varannot-kerrointa noin 172 EUR/unssi, mikä on linjassa verrokkiyhtiöiden nykyisen arvostustason kanssa. Huomioimme laskelmassa myös malminetsinnän kustannukset jotka odotamme säilyvän 150 EUR/m tasolla. Varantopohjaisen arvostuksen netto nykyarvo on 146 MEUR tai noin 3,4 euroa osakkeelta.

Eteläisen kultalinjan arvo muodostaa merkittävän osan osien summasta

Menetelmien tulokset asettuvat suhteellisen kapeaan 146–187 MEUR:n haarukkaan (noin 3,4–4,4 euroa osakkeelta), mikä tukee näkemystämme arvon suuruusluokasta. Huomautamme kuitenkin menetelmien eroavan kattavuudeltaan, sillä kassavirtapohjainen ja tulospohjainen tarkastelu rajautuvat Eteläiseen kultalinjaan, kun taas varantopohjainen arvostus sisältää myös Pohjoisen kultalinjan esiintymät. Korostamme arvioon liittyvän tässä vaiheessa poikkeuksellisen paljon epävarmuutta, sillä esimerkiksi Eteläisen kultalinjan kassavirtalaskelman oletuksemme nojaavat alustaviin tuotantoparametreihin ja tarkentuvat aikaisintaan vuoden 2027 ensimmäisellä puoliskolla julkaistavan PFS-selvityksen myötä. Lisäksi arvon realisoituminen edellyttää onnistumista malminetsinnässä, luvituksessa ja hankekehityksessä sekä mittavan investointiohjelman rahoituksessa. Kokonaisuutena pidämme Karjalan kultalinjan potentiaalia Endominesin arvonluonnin kannalta Pampalon ohella erittäin tärkeänä ajurina, jonka arvo täsmentyy portaittain kairaustulosten, kehitysvaiheiden ja lupaprosessin edetessä.

Eteläinen kultalinja, NPV-herkkyys



Arvostus 6/8

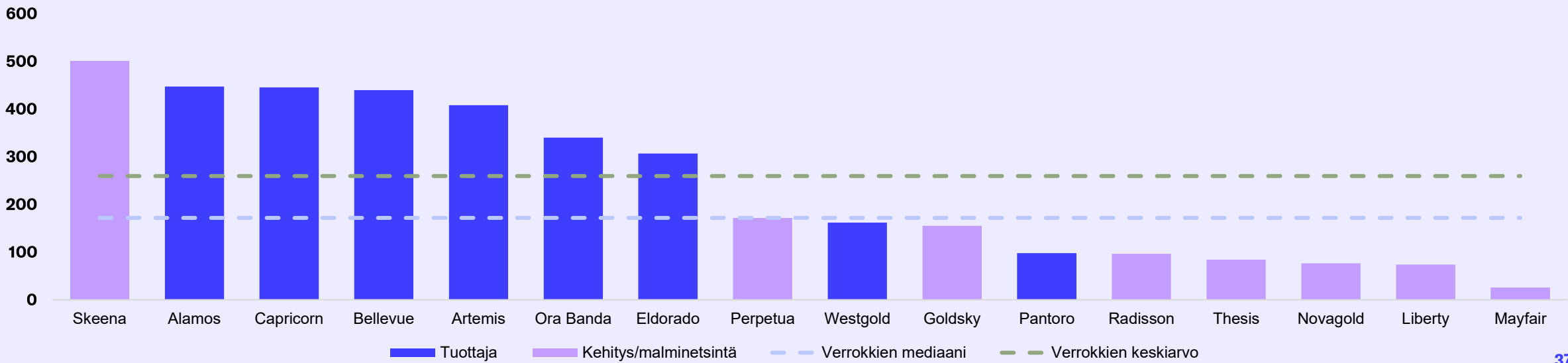
Tämän hetkiset varannot eivät perustele nykyhinnoittelua

EV/Resources eli yritysarvon suhde mineraalivarantoihin on karkea mutta yleisesti käytetty tunnusluku sekä malminetsintäyhtiöiden että kaivosyhtiöiden arvonmäärityksessä. Kertoimessa yritysarvo jaetaan yhtiön omistussuutta vastaavalla varantojen sisältämien kultaunssien kokonaismäärällä. Tunnusluvun keskeisin heikkous on, ettei se huomioi mineraalivarantojen laatua (mm. pitoisuudet, luokittelut, eri esiintymien elinkaaret, infra), joka taas antaa kohtuullisen indikaation mineraalivarantojen tuotantokustannuksista ja siten niiden kassavirtapotentialista. Lisäksi yhtiöiden kehitysvaiheissa (mm. rahoitusrakenteet, vaadittavat investoinnit, lupaprosessit) ja fokusalueissa (malminetsintä / tuotanto) esiintyy tyypillisesti tiettyjä eroavaisuuksia. Mineraalivarantoihin pohjautuvan verrokkianalyysin

verrokkiryhmään olemme valinneet 16 pääosin Pohjois-Amerikassa ja Australiassa toimivaa kultaan keskittyvää erivaiheissa olevaa kultakaivosyhtiötä. Yhtiöiden joukossa on kulta tuottavien lisäksi myös malminetsintä ja kehitysyhtiöitä. Kokoluokaltaan joukko on keskimäärin Endominesia suurempia (mediaani yritysarvo ~1 500 MEUR), joskin ryhmästä löytyy myös Endominesia pienempiä yhtiöitä. Verrokkiryhmän mineraalivarannot (mitatut, osoitetut, mahdolliset) on arvostettu mediaanina noin 172 euron ja keskimäärin noin 260 euron arvoiseksi suhteessa yhtiöiden yritysarvoihin (EV).
Tuotantovaiheen yhtiöt hinnoitellaan markkinalla keskimäärin selvästi kehitysvaiheen yhtiöitä korkeammilla mineraalivarantopohjaisilla kertoimilla, sillä varantoihin liittyvä toteutus- ja rahoitusriski on tuotantovaiheessa olennaisesti pienempi. Eteläisen kultalinjan arvon purkautuminen

edellyttääkin ennen kaikkea hankkeen riskitason asteittaista laskua ja etenemistä kohti tuotantoa. Mikäli hanke etenee suunnitellusti kohti tuotantopäätöstä, näkemyksemme mukaan sekä arvostuksessa käytettävä tuottovaatimus laskee että markkinan hyväksymä varantokerroin nousee, jolloin arvostusta tukisi käytännössä kaksi samansuuntaista tekijää. Keskeisimpiä riskitasoa alentavia etappeja ovat malminetsinnän eteneminen ja varantojen kasvu, kannattavuutta koskevien selvitysten valmistuminen sekä lopullinen investointipäätös.
Verrokkiryhmän mediaaniyhtiöllä on mineraalivarantoja kaikki varantoluokat yhteenlaskettuna yli 5 miljoonaa unssia. Luokkajakaumassa on kuitenkin yhtiökohtaisia eroja, sillä mitattujen ja osoitettujen varantojen osuus kokonaisvarannoista (M+I / M+I+I) on verrokeilla keskimäärin 70 %.

Verrokkiryhmän mineraalivarantopohjainen arvostus (EV/oz, EUR)



Lähde: Bloomberg, yhtiöiden materiaalit, Inderes

Arvostus 7/8

Endominesilla on nykyisellään Karjalan kultalinjalla yhteensä 0,6 miljoonaa unssia varantoja joista vain hieman alle 20 % on mitattujen ja osoitettujen varantojen luokassa.

Kun huomioidaan Endominesin nykyiset varannot sekä yhtiön noin 300 MEUR:n yritysarvo (nykyisellä osakemäärällä), asettuu varantopohjainen arvostus noin 480 EUR/oz tasolle, mikä vastaa noin 180 %:n preemiota verrokkiryhmään nähden. Osakkeen hinnoittelua ei siten mielestämme voi perustella pelkillä nykyvarannoilla. Toisaalta yhtiöllä on huomattava potentiaali kasvattaa varantojaan mm. Eteläisen ja Pohjoisen kultalinjan hankkeilla, eivätkä esimerkiksi Pampalon varannot nähdäksemme kuvasta esiintymän kokonaispotentiaalia. Suhteutettuna yhtiön tavoitteeseen 1,5-2,0 miljoonan unssin varannoista nykyinen yritysarvo vastaisi enää noin 150-200 EUR/oz eli karkeasti verrokkiryhmän tasoa, joten nykyarvostus hinnoittelee jo ennakkoon malminetsinnän onnistumista.

Myös tulospohjainen arvostus on kireä suhteessa verrokkeihin

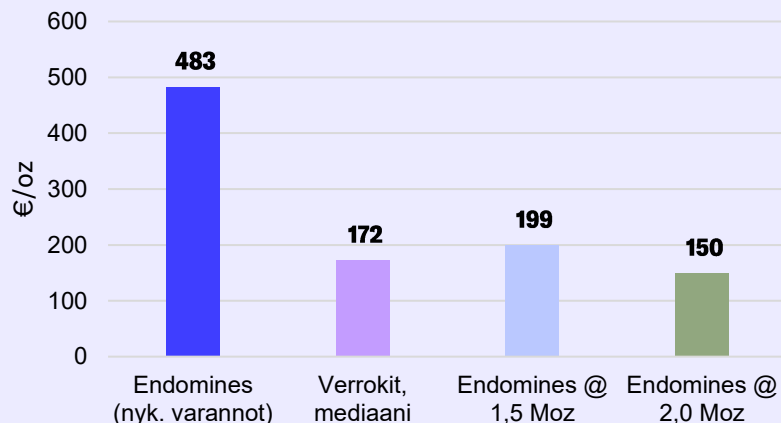
Kuten aiemmin totesimme, tulospohjaiset arvostuskertoimet soveltuvat näkemyksemme mukaan heikosti Endominesin arvonmääritykseen, sillä yhtiön varhaisen kehitysvaiheen lisäksi kertoimet sivuuttavat kaivostoiminnan rajallisen elinkaaren. Absoluuttisesti tarkasteltuna tulospohjainen arvostus on viimeaikaisen kurssilaskun jäljiltä aiempaa houkuttelevampi (2026-2027e P/E 10x ja EV/EBITDA 7x). Suhteessa verrokkeihin Endomines hinnoitellaan kuitenkin edelleen selvällä preemiolla, sillä kokoamamme verrokkiryhmän vastaavat kertoimet ovat samoille vuosille noin 8-7x (P/E) ja 5-4x (EV/EBITDA). Hyväksymme Endominesille tässä vaiheessa verrokkiryhmää korkeammat tulospohjaiset kertoimet, sillä yhtiön arvonluonti painottuu

näkemyksemme mukaan verrokkeja vahvemmin tulevaisuuteen. Useat verrokkit ovat vakiintuneempia tuottajia, joiden arvonluonti perustuu pitkälti niiden nykytuotantoon.

Rupert Resources kaupan varantopohjainen arvostus perusteltavissa synergioilla

Euroopan suurin kullantuottaja Agnico Eagle tiedotti keväällä konsolidoivansa Keski-Lapin vihreäkivivöhykettä 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 (~437 EUR) unssilta. Agnico arvioi Ikkarin integroinnin yhtiön nykyiseen Suomen-alustaan tuovan jopa noin 500 miljoonan Kanadan dollarin (~310 MEUR) synergiat. Kauppa mahdollistaa Ikkarin avolouhoksen laajentamisen, mikä tuo kaivossuunnitelmaan lisää unssia ja pidentää kaivoksen elinikää, minkä lisäksi aiemmin rajan vuoksi testaamaton Ikkarin syvyysjatke avautuu tutkittavaksi. Yhteensä noin 2 500 neliökilometrin yhtenäinen aluekokonaisuus avaa lisäksi merkittävää muuta malminetsintäpotentiaalia. Kauppahintaan perustuva varantopohjainen arvostus on selvästi kokoamamme verrokkiryhmää korkeampi, mikä on näkemyksemme mukaan perusteltavissa edellä mainituilla kaupan synergioilla. Huomionarvoista kuitenkin on, että Endominesin nykyinen varantopohjainen arvostus ylittää jopa tämän kauppahintatason. Emme sulje pois mahdollisuutta, että yhtiö olisi yritysoston kohteena, joskin tätä potentiaalia rajaa se, ettei Karjalan kultalinjalla ole vastaavaa asetelmaa, jossa toisella yhtiöllä olisi intressi konsolidoida laajempia aluekokonaisuuksia Karjalan kultalinjalla itselleen.

EV/Resources (€/oz) – Endomines vs. verrokkit ja 1,5-2,0 Moz tavoite



Arvostus 8/8

Arviomme Yhdysvaltojen hankkeiden arvosta perustuu niiden tasearvoon sekä tuleviin maksueriin

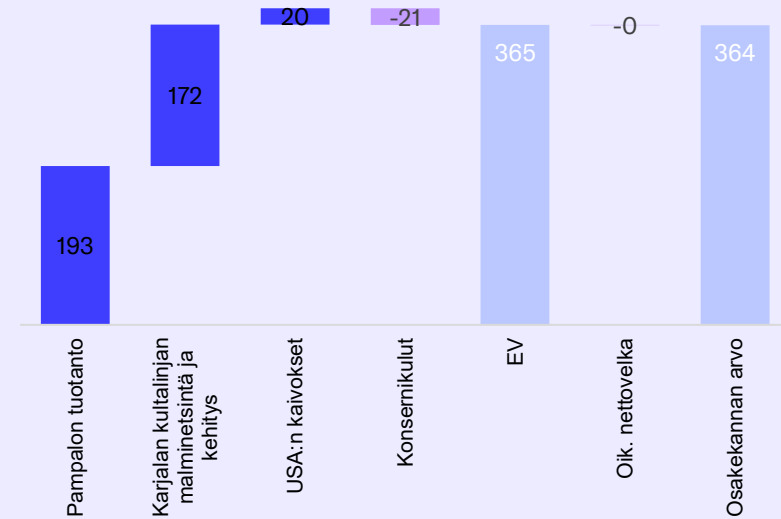
Arvioimme Endominesin Yhdysvaltojen projektien arvoa pääasiassa niiden tasearvon kautta minkä lisäksi otamme arvostuksessa huomioon tulevat maksuerät Idahon myytyjen esiintymien osalta. Vuoden 2025 lopussa Yhdysvalloissa sijaitsevien esiintymien kirjanpitoarvo oli noin 15 MEUR. Idahon esiintymien myynnistä maksuerien logiikkaa kävimme tarkemmin läpi [aiemmin](#). Jäljelle jääneiden esiintymien tasearvo sekä tulevien maksuerien nykyarvo huomioituna annamme Yhdysvaltojen esiintymille osien summa –mallissamme 20 MEUR:n tai noin 0,5 euroa osakkeelta arvon. Näemme arvostuksessa yläsuuntaista riskiä erityisesti Montanan esiintymien osalta joskin näiden potentiaalin kartoitus vaatisi näkemyksemme mukaan yhtiöltä lisätoimia esimerkiksi kairauksen osalta huomioiden esiintymien nykystandardien ulkopuoliset varannot.

Potentiaalin lisäksi rutkasti riskiä tarjolla

Yhtiön arvoajureihin liittyy 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.

Kullan ohella Endominesin pitkän aikavälin potentiaaliin kytkeytyy Eteläisen kultalinjan volframi- ja molybdeenihanke. Hankkeen kehitysvaihe on kuitenkin yhä hyvin aikainen, eikä yhtiö ole julkaissut volframista ja molybdeenistä varantoarviota. Tämän vuoksi emme sisällytä hanketta osien summa -laskelmaamme. Yhtiö on aiemmin arvioinut karkeasti volframin ja molybdeenin yhteenlasketun liikevaihtopotentiaalin olevan noin 30-90 MEUR vuodessa, joten toteutuessaan hanke olisi merkittävä lisä yhtiön arvoon. Mielestämme kriittisten mineraalien merkittävämpi rooli Eteläisellä kultalinjalla olisi kuitenkin hankkeen edistäjänä, sillä se parantaisi koko hankkeen toteutettavuutta entisestään.



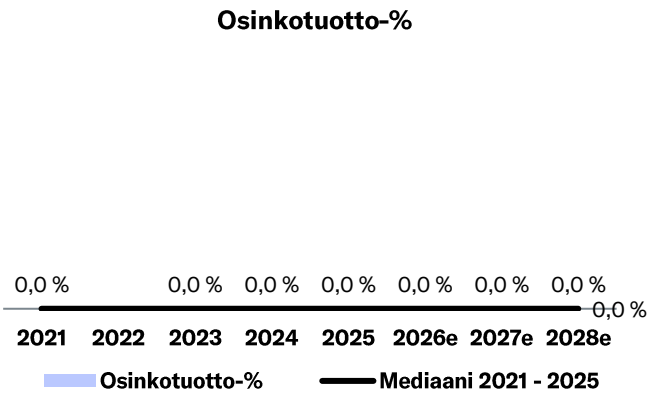
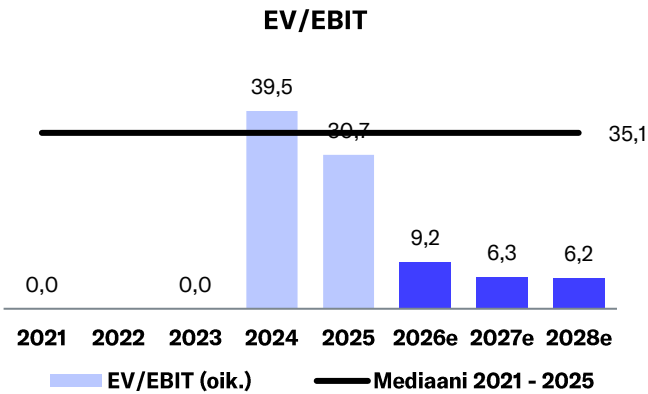
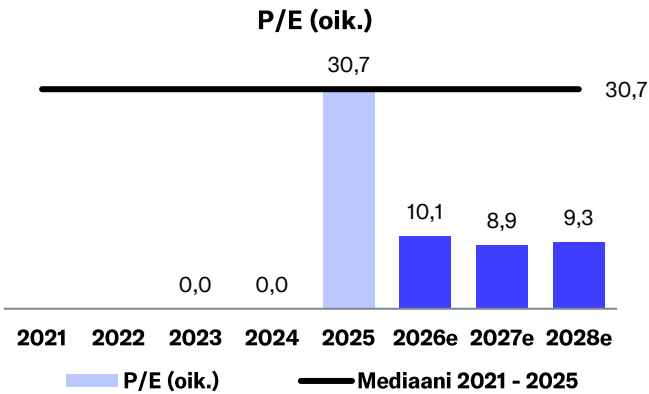
Osakekannan käypä arvo odotetulla laimennuksella* 364 MEUR, 8,6 EUR/osake

- 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	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	2029e
Osakekurssi	6,00	8,26	28,8	7,71	7,71	7,71	7,71
Osakemäärä, milj. kpl	9,80	10,8	12,0	38,4	38,4	38,4	38,4
Markkina-arvo	59	89	344	296	296	296	296
Yritysarvo (EV)	74	103	354	288	267	251	239
P/E (oik.)	neg.	>100	30,7	10,1	8,9	9,3	10,9
P/E	neg.	>100	47,0	10,5	8,9	9,3	10,9
P/B	1,8	2,2	6,1	3,5	2,5	2,0	1,7
P/S	3,0	3,1	7,6	4,3	3,6	3,4	3,6
EV/Liikevaihto	3,7	3,6	7,8	4,2	3,2	2,9	2,9
EV/EBITDA	neg.	17,7	21,7	8,3	5,7	5,5	5,8
EV/EBIT (oik.)	neg.	39,5	30,7	9,2	6,3	6,2	7,2
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	2681	2458	4,7	4,1	3,4	3,0	1,6	1,6	7,4	6,6	1,6	2,2	1,8
Bellevue Gold	1158	1265	44,5	5,9	8,4	3,9	3,5	2,2	126,5	8,1			2,1
Wesdome Gold Mines	2404	2137	4,1	3,5	3,9	3,4	2,6	2,4	7,6	6,3	0,2	0,3	
Hochschild Mining	2679	2836	4,3	4,0	3,4	3,1	1,9	1,8	7,4	6,8	2,0	1,7	2,8
Eldorado Gold Corp	7328	7863	7,0	4,3	5,0	3,2	3,1	2,1	7,5	5,2	0,9	0,9	1,3
Coeur Mining	13702	13627	5,9	5,1	4,4	3,5	2,8	2,4	8,5	6,6	0,3	0,3	
Centerra Gold	2825	2382	4,7	3,8	4,2	3,8	1,6	1,5	8,5	8,3	1,3	1,3	1,4
Agnico Eagle	63773	61313	6,6	6,2	5,8	5,5	4,2	4,1	11,0	10,3	1,2	1,2	2,5
Capricorn Metals	3338	3082	10,8	9,4	10,2	8,6	6,7	5,7	16,4	13,9	0,9	1,0	4,1
Alamos Gold	10901	10480	7,9	6,0	6,9	5,0	4,8	3,8	12,2	9,0	0,8	0,9	2,5
Regis Resources	2777	2311	3,5	3,7	2,7	2,7	1,6	1,5	6,0	5,8	5,0	4,5	2,0
Eldorado Gold Corporation	7328	7863	7,0	4,3	5,0	3,2	3,1	2,1	7,5	5,2	0,9	0,9	1,3
Endomines (Inderes)	296	288	9,2	6,3	8,3	5,7	4,2	3,2	10,1	8,9	0,0	0,0	3,5
Keskiarvo			9,3	5,0	5,3	4,1	3,1	2,6	18,9	7,7	1,4	1,4	2,2
Mediaani			6,3	4,3	4,7	3,5	3,0	2,1	8,0	6,7	0,9	1,0	2,0
Erotus-% vrt. mediaani			48 %	46 %	76 %	64 %	43 %	50 %	26 %	32 %	-100 %	-100 %	71 %

Lähde: Refinitiv / Inderes

Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2024	H1'25	H2'25	2025	Q1'26	Q2'26e	Q3'26e	Q4'26e	2026e	2027e	2028e	2029e
Liikevaihto	28,7	21,5	24,0	45,5	18,5	16,5	16,7	16,4	68,0	83,2	86,2	83,3
Käyttökate	5,8	7,7	8,7	16,3	8,8	8,3	9,0	8,8	34,8	47,1	46,0	40,8
Poistot ja arvonalennukset	-3,2	-2,2	-6,5	-8,7	-1,5	-1,1	-1,1	-1,1	-4,8	-4,6	-5,3	-7,6
Liikevoitto ilman kertaeriä	2,6	5,4	6,1	11,5	8,4	7,2	7,9	7,7	31,2	42,5	40,7	33,2
Liikevoitto	2,6	5,4	2,2	7,6	7,3	7,2	7,9	7,7	30,0	42,5	40,7	33,2
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
Tulos ennen veroja	0,4	2,3	0,9	3,2	7,0	6,6	7,3	7,1	27,9	40,5	38,7	33,0
Verot	0,0	0,0	4,2	4,2	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	-7,3	-7,0	-5,9
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	6,6	7,3	7,1	28,0	33,2	31,8	27,1
EPS (oikaistu)	0,03	0,19	0,74	0,94	0,18	0,17	0,19	0,19	0,76	0,87	0,83	0,71
EPS (raportoitu)	0,03	0,19	0,42	0,61	0,58	0,17	0,19	0,19	0,73	0,87	0,83	0,71

Tunnusluvut	2024	H1'25	H2'25	2025	Q1'26	Q2'26e	Q3'26e	Q4'26e	2026e	2027e	2028e	2029e
Liikevaihdon kasvu-%	45,7 %	64,1 %	53,7 %	58,5 %	77,2 %	49,1 %	0,0 %	-31,7 %	49,5 %	22,3 %	3,7 %	-3,4 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%					236,1 %	145,0 %		26,8 %		36,3 %	-4,2 %	-18,4 %
Käyttökate-%	20,2 %	35,6 %	36,1 %	35,9 %	47,5 %	49,9 %	54,0 %	53,9 %	51,2 %	56,6 %	53,4 %	49,0 %
Oikaistu liikevoitto-%	9,1 %	25,2 %	25,4 %	25,3 %	45,5 %	43,3 %	47,4 %	47,2 %	45,8 %	51,1 %	47,2 %	39,9 %
Nettotulos-%	1,1 %	10,8 %	20,9 %	16,1 %	38,3 %	39,7 %	43,8 %	43,6 %	41,2 %	39,9 %	36,8 %	32,5 %

Lähde: Inderes

Vastaavaa	2025	2026e	2027e	2028e
Pysyvät vastaavat	68,4	90,6	108	124
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	0,0
Aineettomat hyödykkeet	31,9	33,9	33,9	33,2
Käyttöomaisuus	31,3	51,5	68,9	85,8
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	31,6	50,8	63,5
Vaihto-omaisuus	1,1	1,7	2,1	2,2
Muut lyhytaikaiset varat	11,0	3,5	3,5	3,5
Myyntisaamiset	7,9	10,2	10,0	10,3
Likvidit varat	3,9	16,2	35,2	47,5
Taseen loppusumma	92,3	122	159	188

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2025	2026e	2027e	2028e
Oma pääoma	56,6	84,6	118	150
Osakepääoma	53,3	53,3	53,3	53,3
Kertyneet voittovarot	-128,2	-100,2	-66,9	-35,2
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	22,8	27,6	28,6
Korolliset velat	0,1	1,0	1,0	1,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	15,2	21,8	26,6	27,6
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	92,3	122	159	188

Yhteenveto

Tuloslaskelma	2024	2025	2026e	2027e
Liikevaihto	28,7	45,5	68,0	83,2
Käyttökate	5,8	16,3	34,8	47,1
Liikevoitto	2,6	7,6	30,0	42,5
Voitto ennen veroja	0,4	3,2	27,9	40,5
Nettovoitto	0,3	7,3	28,0	33,2
Kertaluontoiset erät	0,0	-3,9	-1,1	0,0

Tase	2024	2025	2026e	2027e
Taseen loppusumma	75,8	92,3	122,2	158,8
Oma pääoma	41,2	56,6	84,6	117,9
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettovelat	13,3	9,8	-7,9	-28,4

Kassavirta	2024	2025	2026e	2027e
Käyttökate	5,8	16,3	34,8	47,1
Nettokäyttöpääoman muutos	2,8	-12,9	11,2	4,7
Operatiivinen kassavirta	8,4	2,4	46,1	44,2
Investoinnit	-18,0	-2,7	-27,0	-22,0
Vapaa kassavirta	-4,9	-5,2	23,9	25,4

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

Lähde: Inderes

Osakekohtaiset luvut	2024	2025	2026e	2027e
EPS (raportoitu)	0,03	0,61	0,73	0,87
EPS (oikaistu)	0,03	0,94	0,76	0,87
Operat. Kassavirta / osake	0,77	0,20	1,20	1,15
Operat. Vapaa kassavirta / osake	-0,45	-0,43	0,62	0,66
Omapääoma / osake	3,80	4,73	2,21	3,07
Osinko / osake	0,00	0,00	0,00	0,00

Kasvu ja kannattavuus	2024	2025	2026e	2027e
Liikevaihdon kasvu-%	46 %	58 %	50 %	22 %
Käyttökatteen kasvu-%			114 %	35 %
Liikevoiton oik. kasvu-%			171 %	36 %
EPS oik. kasvu-%			-19 %	14 %
Käyttökate-%	20,2 %	35,9 %	51,2 %	56,6 %
Oik. Liikevoitto-%	9,1 %	25,3 %	45,8 %	51,1 %
Liikevoitto-%	9,1 %	16,7 %	44,2 %	51,1 %
ROE-%	0,8 %	15,0 %	39,7 %	32,8 %
ROI-%	5,0 %	12,0 %	36,8 %	39,1 %
Omavaraisuusaste	54,4 %	61,3 %	69,3 %	74,2 %
Nettovelkaantumisaste	32,2 %	17,3 %	-9,3 %	-24,1 %
Nettovelka/käyttökate	2,3	0,6	-0,2	-0,6
EBITDA/nettorahoituskulut	2,6	3,7	16,6	23,7

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 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.

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 €	7,71 €



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.**