

ENDOMINES

07.01.2026 06.30 EET



Atte Jortikka
400543725
atte.jortikka@inderes.fi



Aapeli Pursimo
+358 40 719 6067
aapeli.pursimo@inderes.fi

INDERESIN YHTIÖASIAKAS
YHTIÖRAPORTTI



Kullan hintakehitys kompensoi tuotantoa

Endominesin Q4-tuotantoluvut jäivät selvästi ennusteistamme, minkä seurauksena olemme laskeneet tuotantoennusteitamme vuoden 2025 lisäksi maltillisesti myös lähivuosille. Olemme lisäksi laskeneet jonkin verran Yhdysvaltojen projektiportfolion arvoa osien summa -mallissamme Idahon esiintymien odotuksiamme matalamman kauppahinnan vuoksi. Toisaalta kullan vahva hintakehitys on jatkunut, ja päivitetyt kullanhintaennusteemme tukevat yhtiön tuloskasvua tulevina vuosina. Vahvan markkinan lisäksi yhtiö on saavuttanut lupaavia tuloksia malminetsinnässä Eteläisellä kultalinjalla. Kokonaisuutena muutosten nettovaikutus osien summa -malliimme oli positiivinen, minkä myötä nostamme tavoitehintamme 32,0 euroon (aik. 29,5) ja toistamme lisää-suosituksemme.

Q4:n tuotanto jäi ennusteistamme selvästi

Endominesin vuoden 2025 kullantuoantto kasvoi 16 % 16 630 unssiin (2024 tuotanto 14 304 unssia, ohjeistus 16 000 – 22 000). Q4:llä yhtiö tuotti 3 788 unssia, mikä jäi 5 180 unssin ennusteestamme varsin selvästi (-27 %). Odotettua matalamman tuotannon taustalla oli yhä kesällä toteutettu Power Miningin liiketoimintakauppa. Ostetun liiketoiminnan integrointi kuitenkin eteni kvartaalin aikana, ja joulukuu oli johdon mukaan toisen vuosipuoliskon paras tuotantokuukausi ja ylitti koko vuoden kuukausikeskiarvon lähes 20 %:lla. Päivitimme ennustemalliimme toteutuneen tuotannon ja korotimme lisäksi tuotannon yksikkökustannusennustetta loppuvuoden osalta.

Kullan hinnan kehitys paikkaa tuotannon heikkoutta

Vuoden 2025 ennustetarkistusten lisäksi olemme laskeneet hieman tuotantoennusteitamme vuosien 2026-2027 osalta. Odotamme nyt yhtiön tuotannon kasvavan 21 % 20 178 unssiin (aiemmin 21 807 unssia) vuonna 2026. Ennustamme Power Miningin integraation edenneen loppuvuoden 2025 aikana siten, ettei se vaikuta oleellisen negatiivisesti enää vuoden 2026 tuotantolukuihin. Ennustamme yhä Pampalon rikastamon

tuotannon kasvavan noin 26 000 unssin tasolle vuoteen 2029 mennessä. Vaikka olemme laskeneet hieman ennusteitamme tulevien vuosien tuotannolle, vahva kultamarkkina kompensoi tämän ennusteissamme. Kullan keskihinta nousi noin 2 400 USD/unssista vuonna 2024 noin 3 400 USD/unssiin vuonna 2025. Vuodelle 2026 ennustamme keskihinnan kohoavan edelleen noin 4 300 USD/unssiin, mikä merkitsisi lähes 30 prosentin nousua.

Endomines raportoi kvartaalin aikana malminetsinnän tuloksista useasta kohteesta Karjalan kultalinjalla. Etenkin Ukkolanvaaran esiintymän pohjoisosissa tulokset ovat olleet pääosin lupaavia ja tukevat varannon määrittämistä alueelle vuoden 2026 täydentävien kairausten perusteella. Vuosi 2026 on Endominesille kokonaisuudessaan merkittävä malminetsinnän sekä varantojen määrittämisen kannalta yhtiön kairatessa suunnitelmien mukaisesti 4 000–5 000 metriä kuukaudessa eli noin 50 000–60 000 metriä vuositasolla. Yhtiön malminetsinnän historiallisiin näyttöihin perustuen arvioimme yhtiön pystyvän määrittämään merkittävän osan 1,5–2,0 miljoonan unssin varantotavoitteestaan kairausten perusteella, mikä on keskeistä pitkän aikavälin tuotantopotentialin kannalta.

Nettovaikutukset positiivisia osien summa -malliimme

Osien summa -mallimme indikoima arvo nousi 427 MEUR:oon, tai 32,0 euroon osakkeelta huomioiden ulkona olevista vaihtovelkakirjalainoista muodostuva diluutio. Pampalon korkeamman arvon lisäksi nostimme arviotamme Karjalan kultalinjan malminetsinnän arvosta yhtiön malminetsinnän tulosten, vahvan kultamarkkinan sekä verrokkiyhtiöiden nousseen varantopohjaisen arvostuksen myötä. Toisaalta laskimme hieman Yhdysvaltojen projektien arvoa mallissamme Idahon esiintymien odotuksiamme matalamman kauppahinnan vuoksi. Kokonaisuudessaan ennustemuutosten vaikutus osien summa -malliimme oli positiivinen ja osakkeen riskikorjattu tuotto-odotus säilyi riittävänä.

Suositus

Lisää

(aik. Lisää)

Tavoitehinta:

32,00 EUR

(aik. 29,50 EUR)

Osakekurssi:

28,75 EUR

Liiketoimintariski



Arvostusriski



	2024	2025e	2026e	2027e
Liikevaihto	28.7	44.0	66.0	76.6
kasvu-%	46 %	53 %	50 %	16 %
EBIT oik.	2.6	12.9	31.5	37.3
EBIT-% oik.	9.1 %	29.2 %	47.7 %	48.7 %
Nettotulos	0.3	8.8	29.5	29.6
EPS (oik.)	0.03	0.73	2.46	2.48
P/E (oik.)	>100	39.3	11.7	11.6
P/B	2.2	6.7	4.2	3.1
Osinkotuotto-%	0.0 %	0.0 %	0.0 %	0.0 %
EV/EBIT (oik.)	39.5	27.8	10.5	8.2
EV/EBITDA	17.7	20.3	9.2	7.2
EV/Liikevaihto	3.6	8.1	5.0	4.0

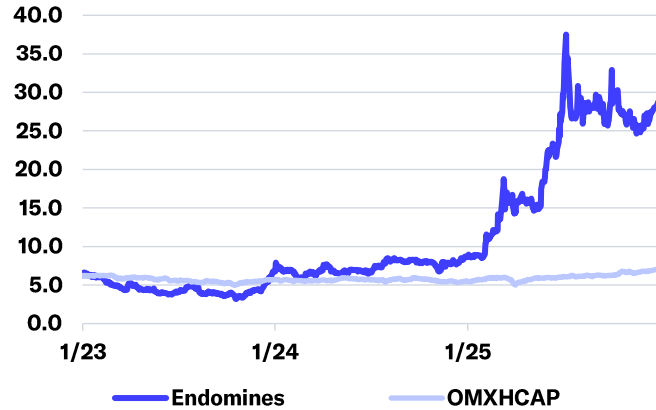
Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

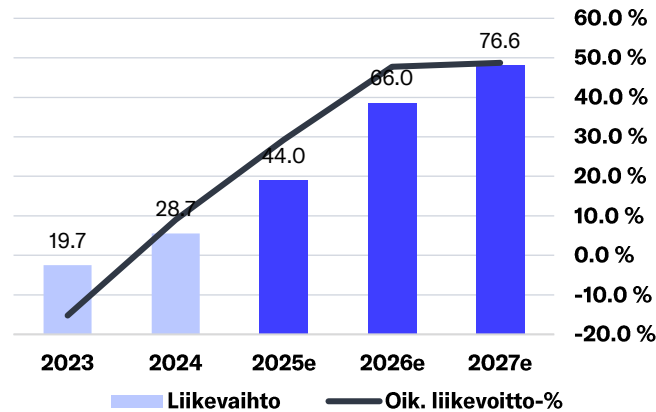
Yhtiö arvioi kullan tuotannon olevan vuonna 2025 16 000–22 000 unssia (2024: 14 304 unssia).

Osakekurssi



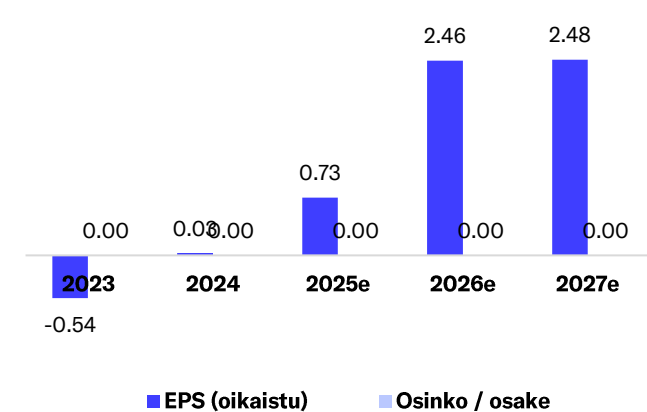
Lähde: Millistream Market Data AB

Liikevaihto ja liikevoitto-% (oik.)



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes

Arvoajurit

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

Riskitekijät

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

Arvostustaso	2025e	2026e	2027e
Osakekurssi	28.8	28.8	28.8
Osakemäärä, milj. kpl	12.0	12.0	12.0
Markkina-arvo	344	344	344
Yritysarvo (EV)	358	331	304
P/E (oik.)	39.3	11.7	11.6
P/E	39.3	11.7	11.6
P/B	6.7	4.2	3.1
P/S	7.8	5.2	4.5
EV/Liikevaihto	8.1	5.0	4.0
EV/EBITDA	20.3	9.2	7.2
EV/EBIT (oik.)	27.8	10.5	8.2
Osinko/tulos (%)	0.0 %	0.0 %	0.0 %
Osinkotuotto-%	0.0 %	0.0 %	0.0 %

Lähde: Inderes

Ennustemuutokset nettopositiivisia tuleville vuosille

Ennustemuutokset

- Päivitimme ennusteisiimme selkeästi odotuksiamme heikomman Q4:n tuotannon. Laskimme myös tuotantoennusteitamme tuleville vuosille hieman ja odotamme nyt yhtiön saavuttavan yli 25 000 unssin tuotantotason vuonna 2028.
- Nostimme Pampalon tuotannon yksikkökustannusennusteitamme vuoden 2025 neljännelle kvartaalille sekä maltillisesti vuodelle 2026.
- Tarkistimme ennusteesemme kullan hinnan osalta. Ennusteesemme kullan hinnalle pohjautuvat konsensusennusteiden mediaaniin (lähde: Bloomberg) sekä futuurihintoihin lyhyellä aikavälillä. Kullan hinta on kehittynyt voimakkaan positiivisesti loppuvuoden 2025 aikana. Kehitystä ovat tukeneet useat kullalle suotuisat kysyntäajurit kuten geopolitiittinen epävarmuus sekä heikompi Yhdysvaltain dollari. Etenkin kehittyvien maiden keskuspankit ovat jatkaneet merkittäviä netto-ostoja minkä lisäksi kullan sijoittajakysyntä on jatkunut vahvana. Kullan hintaennusteesemme tuleville vuosille nousivat 4000 – 4400 USD/oz tasolle (aiemmin 3800 – 4100 USD/oz).
- Laskimme konsernikustannuksia huomioiden Yhdysvaltojen projektien matalammat ylläpitokulut (vaikutus noin 0,5 MEUR vuositasolla).
- Huomioimme ennusteissamme tiedotetut vvk-lainojen konvertoinnit.

Ennustemuutokset	2025e	2025	Muutos	2026e	2026e	Muutos	2027e	2027e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	47.4	44.0	-7 %	64.7	66.0	2 %	73.8	76.6	4 %
Käyttökate	19.6	17.6	-10 %	33.7	36.1	7 %	38.3	42.1	10 %
Liikevoitto	14.9	12.9	-14 %	29.0	31.5	8 %	33.6	37.3	11 %
Tulos ennen veroja	10.8	8.8	-19 %	27.1	29.5	9 %	32.4	36.2	12 %
EPS (ilman kertaeriä)	0.94	0.73	-23 %	2.36	2.46	4 %	2.32	2.48	7 %
Osakekohtainen osinko	0.00	0.00		0.00	0.00		0.00	0.00	

Lähde: Inderes

Tuotto-odotus yhä riittävä

Markkinan vahvuus tukee osien summaa

Ennustemuutosten myötä Pampalon tuotannon nykyarvo nousi ja on nyt mallissamme 185 MEUR (aik. 167 MEUR). Päivitimme lisäksi ennustettamme Karjalan kultalinjan malminetsintäpotentiaalin arvosta. Nousseen kullan hinnan myötä Endominesin verrokkiyhtiöiden arvostustasot ovat vastaavasti nousseet. Ukkolanvaaran ja laajemmin Eteläisen kultalinjan merkittävä malminetsintäpotentiaali huomioiden pidämme Rupert Resourcesin varantopohjaista arvostusta relevanttina vertailukohtana arvonmäärittämissämme. Rupert on arvostettu nyt mineraalivarantopohjaisesti noin 250 USD/oz (aik. 210 USD/oz, lähde: Bloomberg ja Inderes). Mielestämme Endominesin arvostaminen diskontolla (~10-15 %) Rupertiin nähden on perusteltua, sillä Rupertilla on noin 4,2 miljoonan unssin mineraalivarannot, sen parhaimmat kairaustulokset ovat olleet Endominesin vastaavia parempia, ja yhtiöllä on pääesiintymänsä vieressä paljon tutkimatonta potentiaalista aluetta kuten Endominesilla Karjalan kultalinjalla. Vaikka Rupertilla ei ole vielä omaa tuotantoa, Endominesin on myös luvitettava Eteläisen ja Pohjoisen kultalinjan mahdolliset tulevat tuotantoalueet.

Laskimme Yhdysvaltojen projektien arvon mallissamme 20 MEUR:oon (aik. 25 MEUR) odotettua alhaisemman kauppahinnan sekä useammalle vuodelle jakautuvien maksuerien vuoksi. Kommentoimme kauppaa aiemmin [täällä](#).

Karjalan kultalinjan suuren malminetsintäpotentiaalin (erityisesti Ukkolanvaara) myötä myös vuoden 2030 jälkeiselle malminetsintäpotentiaalille sekä Eteläisen kultalinjan kriittisille mineraaleille annetaan arvonmäärittämisessä arvoa, vaikka nykytiedoin näiden arviointi on haastavaa. Kokonaisuudessaan malminetsintäpotentiaalin arvioimamme arvo (sis. Pampalon

rikastamo) nousi 250 MEUR:oon (aik. 225 MEUR).

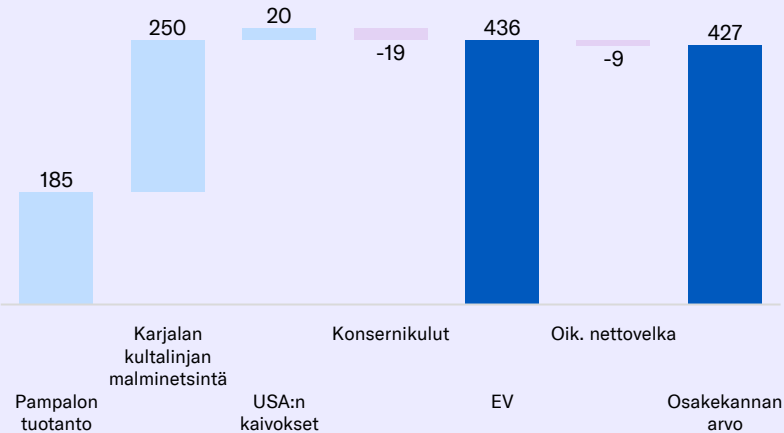
Osien summa osakekurssin yläpuolella

Kokonaisuutena muutosten vaikutus oli positiivinen osien summaamme, jonka indikoima arvo nousi 427 MEUR:oon tai potentiaalinen diluutio huomioiden 32,0 euroon osakkeelta (aik. 29,5 €). Laskelmamme asettuu siten osakekurssin yläpuolelle ja viimeaikaisesta kurssinoususta huolimatta osakkeen riskikorjattu tuotto-odotus säilyy riittävänä.

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. Näemme Endominesin pääasiallisena arvoajurina tuleville vuosille Eteläisen kultalinjan malminetsinnän ja kehittämisen, jonka tavoitteena on uuden kaivoksen avaaminen noin vuonna 2030. 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). Eteläisellä kultalinjalla on löydetty volframia, joka kuuluu EU:n listaamiin kriittisiin mineraaleihin. Hankkeen aikataulua voisi jouduttaa EU:n strategisen projektin status jota yhtiö käsittääksemme pyrkii hakemaan vuoden 2026 alussa. 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, jotka vaativat sijoittajalta kärsivällisyyttä ja riskinsietokykyä korkean potentiaalin vastapainoksi.

Arvostustaso	2025e	2026e	2027e
Osakekurssi	28.8	28.8	28.8
Osakemäärä, milj. kpl	12.0	12.0	12.0
Markkina-arvo	344	344	344
Yritysarvo (EV)	358	331	304
P/E (oik.)	39.3	11.7	11.6
P/E	39.3	11.7	11.6
P/B	6.7	4.2	3.1
P/S	7.8	5.2	4.5
EV/Liikevaihto	8.1	5.0	4.0
EV/EBITDA	20.3	9.2	7.2
EV/EBIT (oik.)	27.8	10.5	8.2
Osinko/tulos (%)	0.0 %	0.0 %	0.0 %
Osinkotuotto-%	0.0 %	0.0 %	0.0 %

Lähde: Inderes



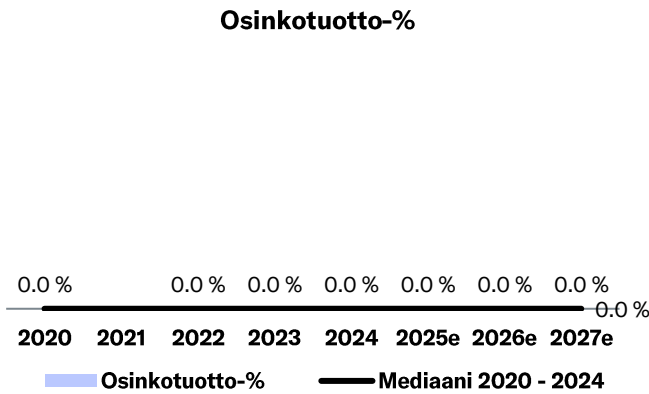
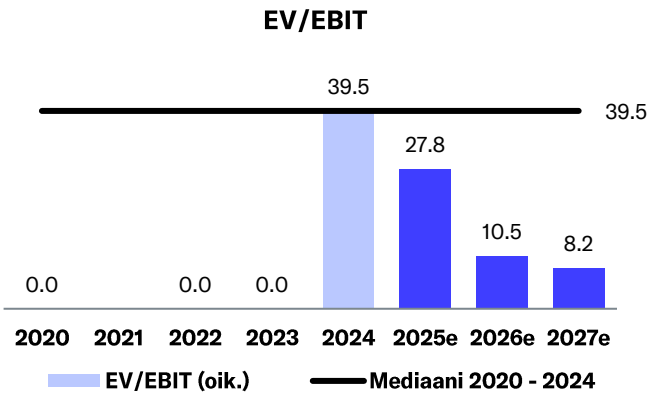
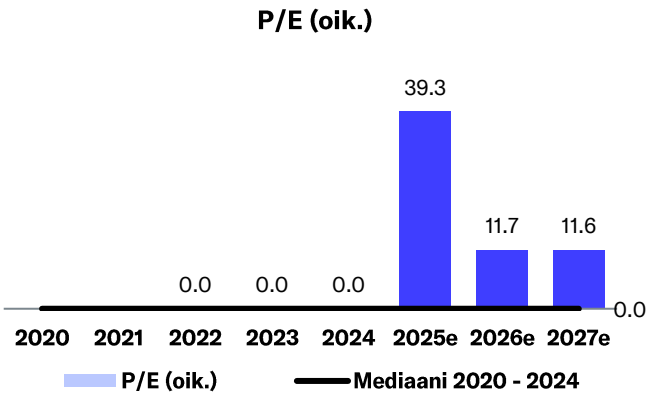
Osakekannan käypä arvo odotetulla laimennuksella*
427 MEUR, 32,0 EUR/osake

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

Arvostustaulukko

Arvostustaso	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	2028e
Osakekurssi			5.00	6.00	8.26	28.8	28.8	28.8	28.8
Osakemäärä, milj. kpl			9.29	9.80	10.8	12.0	12.0	12.0	12.0
Markkina-arvo			46	59	89	344	344	344	344
Yritysarvo (EV)			53	74	103	358	331	304	275
P/E (oik.)			neg.	neg.	>100	39.3	11.7	11.6	10.7
P/E			neg.	neg.	>100	39.3	11.7	11.6	10.7
P/B			1.3	1.8	2.2	6.7	4.2	3.1	2.4
P/S			3.4	3.0	3.1	7.8	5.2	4.5	4.3
EV/Liikevaihto			3.9	3.7	3.6	8.1	5.0	4.0	3.4
EV/EBITDA			neg.	neg.	17.7	20.3	9.2	7.2	6.1
EV/EBIT (oik.)			neg.	neg.	39.5	27.8	10.5	8.2	6.9
Osinko/tulos (%)			0.0 %	0.0 %	0.0 %	0.0 %	0.0 %	0.0 %	30.0 %
Osinkotuotto-%			0.0 %	0.0 %	0.0 %	0.0 %	0.0 %	0.0 %	2.8 %

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
			2025e	2026e	2025e	2026e	2025e	2026e	2025e	2026e	2025e	2026e	2025e
Westgold Resources	3493	3438	25.6	6.6	12.6	4.9	4.4	2.7	40.3	9.8	0.3	1.5	3.7
Bellevue Gold	1468	1577	38.9	13.2	13.1	7.5	5.5	3.8	66.5	19.2			3.1
Wesdome Gold Mines	2086	1921	6.2	4.5	5.1	3.8	3.4	2.6	9.9	6.9			
Hochschild Mining	3048	3224	11.7	6.4	7.3	4.5	3.4	2.6	20.8	9.7	0.6	1.5	4.6
Endomines (Inderes)	344	358	27.8	10.5	20.3	9.2	8.1	5.0	39.3	11.7	0.0	0.0	6.7
Keskiarvo			15.7	6.9	9.0	5.0	4.2	2.9	26.2	10.4	0.7	1.5	3.3
Mediaani			12.0	6.0	8.6	4.5	4.4	2.7	21.2	9.7	0.6	1.5	3.4
Erotus-% vrt. mediaani			133 %	75 %	137 %	106 %	85 %	88 %	85 %	20 %	-100 %	-100 %	97 %

Lähde: Refinitiv / Inderes

Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2023	H1'24	H2'24	2024	H1'25	H2'25e	2025e	2026e	2027e	2028e
Liikevaihto	19.7	13.1	15.6	28.7	21.5	22.5	44.0	66.0	76.6	80.8
Käyttökate	-0.7	1.9	3.9	5.8	7.7	9.9	17.6	36.1	42.1	45.0
Poistot ja arvonalennukset	-2.3	-1.8	-1.4	-3.2	-2.2	-2.5	-4.7	-4.6	-4.7	-4.9
Liikevoitto ilman kertaeriä	-3.0	0.1	2.5	2.6	5.4	7.4	12.9	31.5	37.3	40.1
Liikevoitto	-3.0	0.1	2.5	2.6	5.4	7.4	12.9	31.5	37.3	40.1
Nettorahoituskulut	-2.3	-1.1	-1.2	-2.3	-3.1	-1.0	-4.1	-2.0	-1.2	-1.0
Tulos ennen veroja	-5.3	-1.0	1.4	0.4	2.3	6.4	8.8	29.5	36.2	39.1
Verot	0.0	0.0	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-6.5	-7.0
Vähemmistöosuudet	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Nettotulos	-5.3	-1.0	1.3	0.3	2.3	6.4	8.8	29.5	29.6	32.1
EPS (oikaistu)	-0.54	-0.09	0.12	0.03	0.19	0.54	0.73	2.46	2.48	2.68
EPS (raportoitu)	-0.54	-0.09	0.12	0.03	0.19	0.54	0.73	2.46	2.48	2.68

Tunnusluvut	2023	H1'24	H2'24	2024	H1'25	H2'25e	2025e	2026e	2027e	2028e
Liikevaihdon kasvu-%	45.9 %	22.4 %	73.3 %	45.7 %	64.1 %	44.0 %	53.2 %	50.0 %	16.2 %	5.4 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%								145.0 %	18.6 %	7.3 %
Käyttökate-%	-3.6 %	14.5 %	25.0 %	20.2 %	35.6 %	44.2 %	40.0 %	54.7 %	54.9 %	55.7 %
Oikaistu liikevoitto-%	-15.2 %	0.8 %	16.0 %	9.1 %	25.2 %	33.1 %	29.2 %	47.7 %	48.7 %	49.6 %
Nettotulos-%	-26.9 %	-7.6 %	8.3 %	1.1 %	10.8 %	28.6 %	19.9 %	44.7 %	38.7 %	39.7 %

Lähde: Inderes

Vastaavaa	2024	2025e	2026e	2027e
Pysyvät vastaavat	70.1	79.3	87.2	91.9
Liikearvo	0.0	0.0	0.0	0.0
Aineettomat hyödykkeet	40.2	41.8	41.5	41.0
Käyttöomaisuus	29.0	36.7	44.9	50.1
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	0.8	0.8	0.8
Laskennalliset verosaamiset	0.0	0.0	0.0	0.0
Vaihtuvat vastaavat	5.7	13.4	33.0	57.7
Vaihto-omaisuus	0.4	1.1	1.6	1.9
Muut lyhytaikaiset varat	0.0	0.0	0.0	0.0
Myyntisaamiset	3.2	5.3	7.9	9.2
Likvidit varat	2.1	7.0	23.5	46.6
Taseen loppusumma	75.8	92.7	120	150

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2024	2025e	2026e	2027e
Oma pääoma	41.2	51.6	81.1	111
Osakepääoma	53.3	53.3	53.3	53.3
Kertyneet voittovarot	-136.8	-128.0	-98.5	-68.9
Oman pääoman ehtoiset lainat	0.0	0.0	0.0	0.0
Uudelleenarvostusrahasto	0.0	0.0	0.0	0.0
Muu oma pääoma	125	126	126	126
Vähemmistöosuus	0.0	0.0	0.0	0.0
Pitkäaikaiset velat	22.6	23.9	17.0	13.3
Laskennalliset verovelat	0.1	0.0	0.0	0.0
Varaukset	7.5	7.5	7.5	7.5
Korolliset velat	0.1	8.9	2.0	2.0
Vaihtovelkakirjalainat	14.9	7.5	7.5	3.8
Muut pitkäaikaiset velat	0.0	0.0	0.0	0.0
Lyhytaikaiset velat	12.0	17.2	22.1	25.5
Korolliset velat	0.3	4.0	1.0	1.0
Lyhytaikaiset korottomat velat	11.6	13.2	21.1	24.5
Muut lyhytaikaiset velat	0.0	0.0	0.0	0.0
Taseen loppusumma	75.8	92.7	120	150

Yhteenveto

Tuloslaskelma	2023	2024	2025e	2026e
Liikevaihto	19.7	28.7	44.0	66.0
Käyttökate	-0.7	5.8	17.6	36.1
Liikevoitto	-3.0	2.6	12.9	31.5
Voitto ennen veroja	-5.3	0.4	8.8	29.5
Nettovoitto	-5.3	0.3	8.8	29.5
Kertaluontoiset erät	0.0	0.0	0.0	0.0

Tase	2023	2024	2025e	2026e
Taseen loppusumma	58.9	75.8	92.7	120.2
Oma pääoma	32.3	41.2	51.6	81.1
Liikearvo	0.0	0.0	0.0	0.0
Nettovelat	14.9	13.3	13.3	-13.0

Kassavirta	2023	2024	2025e	2026e
Käyttökate	-0.7	5.8	17.6	36.1
Nettokäyttöpääoman muutos	0.8	2.8	-1.2	4.7
Operatiivinen kassavirta	0.1	8.4	16.3	40.8
Investoinnit	-8.7	-18.0	-13.9	-12.5
Vapaa kassavirta	-7.2	-4.9	2.3	28.4

Arvostuskertoimet	2023	2024	2025e	2026e
EV/Liikevaihto	3.7	3.6	8.1	5.0
EV/EBITDA	neg.	17.7	20.3	9.2
EV/EBIT (oik.)	neg.	39.5	27.8	10.5
P/E (oik.)	neg.	>100	39.3	11.7
P/B	1.8	2.2	6.7	4.2
Osinkotuotto-%	0.0 %	0.0 %	0.0 %	0.0 %

Lähde: Inderes

Osakekohtaiset luvut	2023	2024	2025e	2026e
EPS (raportoitu)	-0.54	0.03	0.73	2.46
EPS (oikaistu)	-0.54	0.03	0.73	2.46
Operat. Kassavirta / osake	0.01	0.77	1.36	3.41
Operat. Vapaa kassavirta / osake	-0.74	-0.45	0.19	2.37
Omapääoma / osake	3.30	3.80	4.31	6.78
Osinko / osake	0.00	0.00	0.00	0.00

Kasvu ja kannattavuus	2023	2024	2025e	2026e
Liikevaihdon kasvu-%	46 %	46 %	53 %	50 %
Käyttökatteen kasvu-%			203 %	105 %
Liikevoiton oik. kasvu-%			394 %	145 %
EPS oik. kasvu-%			2455 %	237 %
Käyttökate-%	-3.6 %	20.2 %	40.0 %	54.7 %
Oik. Liikevoitto-%	-15.2 %	9.1 %	29.2 %	47.7 %
Liikevoitto-%	-15.2 %	9.1 %	29.2 %	47.7 %
ROE-%	-15.5 %	0.8 %	18.9 %	44.5 %
ROI-%	-6.3 %	5.0 %	20.0 %	38.5 %
Omavaraisuusaste	54.8 %	54.4 %	55.7 %	67.5 %
Nettovelkaantumisaste	46.0 %	32.2 %	25.8 %	-16.0 %

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 tulevast. 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 arvonmääritysmenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmääritysmenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

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

Osta Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on erittäin houkutteleva

Lisää Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on houkutteleva

Vähennä Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on heikko

Myy Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on erittäin heikko

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

Inderesin tutkimusta latineilla analytikoilla tai Inderesin työntekijöillä ei voi olla 1) merkittävän taloudellisen edun ylittäviä omistuksia tai 2) yli 1 %:n omistusosuuksia missään tutkimuksen kohteena olevissa yhtiössä. Inderes Oyj voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoittavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oyj:n omistukset esitetään yksilöitynä mallisalkussa. Inderes Oyj:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin latineen analytikon palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oyj:llä ei ole investointipankkiliiketoimintaa.

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

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

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

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

Suositusistoria (>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 €



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.**