

ENDOMINES

14.08.2026 7.50 EEST



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

INDERESIN YHTIÖASIAKAS
YHTIÖRAPORTTI



Tuotantokustannuksessa parannettavaa loppuvuodelle

Endomines julkaisi kannattavuuden osalta ennusteitamme heikomman Q2-tuloksen. Tulostasoa painoi etenkin Pampalon tuotannon ennusteisiimme nähden erittäin korkea yksikkökustannustaso. Uskomme tuotannon kasvun kiihtyvän toisella vuosipuoliskolla, jonka lisäksi kullan hinta nousee Q2:n tasolta ennusteissamme hieman. Vastaavasti olemme nostaneet ennusteitamme yksikkökustannusten osalta, joskin emme odota Q2:lla nähdyn tason toistuvan. Malminetsintä käy kiivaana Eteläisellä kultalinjalla, ja odotamme pääosin positiivisten kairautulosten jatkuvan syksyllä. Odotuksiamme heikommasta tuloksesta huolimatta muutokset osien summa – malliimme olivat nettopositiivisia ja sen myötä nostamme Endominesin tavoitehinnan 9,0 euroon (aik. 8,6 euroa). Suosituksemme säilyy vähennä-tasolla.

Pampalon tuotannon yksikkökustannus petti odotuksemme

Endominesin Q2-liikevaihto oli karkeasti linjassa ennusteisiimme 16,2 MEUR:ssa (Q2’25 11,1 MEUR, ennuste 16,5 MEUR). Sen sijaan kvartaalin 5,5 MEUR:n käyttökate jäi selvästi ennusteestamme (Q2’25 4,0 MEUR, ennuste 8,3 MEUR).

Pääsyy odotuksiamme selvästi heikompaan kannattavuuteen oli Pampalon käteiskustannus, joka nousi alkuvuodesta sekä vertailukaudesta ennusteidemme vastaisesti erittäin korkealle 1642 EUR/unssi tasolle. Yhtiön mukaan yksikkökustannuksen nousuun vaikutti matalampipitoisen avolouhosmalmin syöttö rikastamolle erityisesti toukokuussa, jolloin murskaamolle vaihdettiin leukamurskain. Pampalon kustannustason lisäksi myös konsernin muut kustannukset ylittivät ennusteemme hieman etenkin allokoinemattomien erien osalta. Tuloslaskelman alariveillä ei tullut ennusteisiimme nähden suurempia yllätyksiä. Liiketoiminnan nettorahavirta jäi kvartaalilla 2,5 MEUR:oon (Q2/25: 3,6 MEUR) vertailukautta paremmasta tuloksesta huolimatta, sillä käyttöpääoman kasvu söi rahavirrasta 2,5 MEUR.

Odotamme tuotannossa jälleen tasonnostoa

Endomines piti kuluvaan vuoden näkymänsä ennallaan ja arvioi kullan tuotannon kasvavan 10–20 % edellisvuodesta. Raportin mukaan kesäkuussa tehtiin jälleen uusi kuukausituotantoennätys. Uskommekin tuotannon ottavan Q3:lla jälleen pienen tasonnoston yli 4 900 unssin tasolle. Olemme nostaneet yksikkökustannusennusteitamme sekä vuoden toiselle puoliskolle että tuleville vuosille. Q2:lla ja laajemmin ensimmäisellä vuosipuoliskolla nähty taso oli selvästi odotuksiamme korkeampi. Tasoa nosti kuitenkin käsityksemme mukaan osin ajoitustekijät ja pidämme etenkin Q2:lla nähtyä tasoa erittäin korkeana emmekä tämän myötä ennusta vastaavaa ennusteperiodilla. Kullan hinnan osalta ennustamme toisella vuosipuoliskolla hinnan nousevan Q2:n keskimääräiseltä noin 4500 USD/unssi tasolta marginaalisesti. Kasvavan tuotannon ja kullan korkean hinnan tukemana ennustamme kuluvaan vuoden liikevaihdoksi 69 MEUR (+52 % v/v) ja käyttökatteeksi 31 MEUR, jolloin käyttökatemarginaali nousee lähes 45 %:iin.

Nykykurssi hinnoittelee jo vahvaa suoriutumista

Toistamme näkemyksemme, ettei Endominesin nykyinen hinnoittelu ole perusteltavissa yhtiön tämänhetkisellä tulostasolla (EV/EBITDA 10x 2026e) eikä nykyisillä varannoilla (EV/varannot noin 500 EUR/unssi). Yhtiön varantotavoitteiden toteutuessa kerroin laskisi nykyisellä hinnoittelulla 160-210 EUR/unssiin, mikä vastaisi karkeasti verrokkiryhmän nykyistä varantopohjaista arvostustasoa. Nykyinen hinnoittelu edellyttää siten jo lähtökohtaisesti malminetsinnän onnistumista. Olemme nostaneet Eteläisen kultalinjan arvoa osien summassa, sillä verrokkiyhtiöiden tulos- ja varantopohjaiset kertoimet ovat nousseet viime päivityksestämme merkittävästi. Näemme tuotto-odotuksen kuitenkin edelleen liian kapeana suhteessa etenkin Eteläisen kultalinjan hankkeen kehittämiseen liittyvään epävarmuuteen. Odotuksiamme vahvempi kullan hintakehitys voisi luonnollisesti tukea osaketta nykytasoiltaakin.

Suositus

Vähennä

(aik. Vähennä)

Tavoitehintaa:

8,90 EUR

(aik. 8,60 EUR)

Osakekurssi:

8,30 EUR

Liiketoimintariski



Arvostusriski



	2025	2026e	2027e	2028e
Liikevaihto	45,5	69,1	82,5	84,8
kasvu-%	58 %	52 %	19 %	3 %
EBIT oik.	11,5	25,8	39,6	36,7
EBIT-% oik.	25,3 %	37,3 %	47,9 %	43,3 %
Nettotulos	7,3	22,8	30,8	28,5
EPS (oik.)	0,94	0,62	0,80	0,74

P/E (oik.)	30,7	13,3	10,3	11,2
P/B	6,1	4,0	2,9	2,3
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
EV/EBIT (oik.)	30,7	12,1	7,5	7,7
EV/EBITDA	21,7	10,1	6,7	6,7
EV/Liikevaihto	7,8	4,5	3,6	3,3

Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

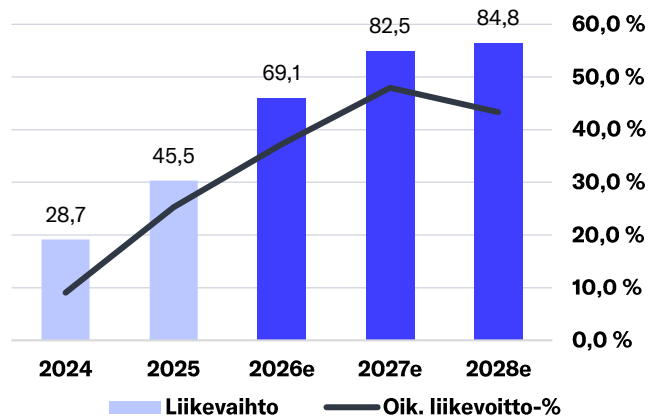
Endomines arvioi kullan tuotannon kasvavan 10–20 % suhteessa vertailukauteen (2025 tuotanto 16 630 unssia)

Osakekurssi



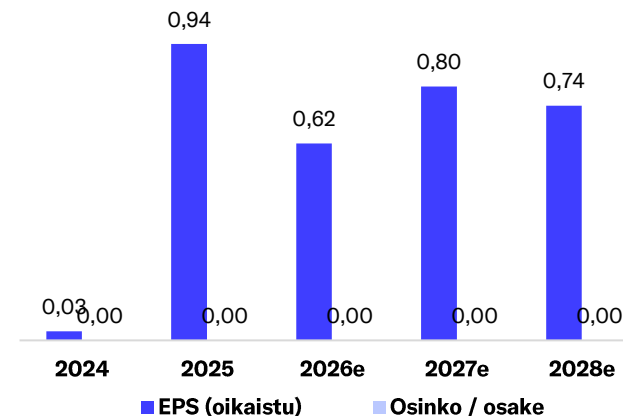
Lähde: Millistream Market Data AB

Liikevaihto ja liikevoitto-% (oik.)



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes

Arvoajurit

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

Riskitekijät

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

Arvostustaso	2026e	2027e	2028e
Osakekurssi	8,30	8,30	8,30
Osakemäärä, milj. kpl	38,4	38,4	38,4
Markkina-arvo	318	318	318
Yritysarvo (EV)	311	295	281
P/E (oik.)	13,3	10,3	11,2
P/E	14,0	10,3	11,2
P/B	4,0	2,9	2,3
P/S	4,6	3,9	3,8
EV/Liikevaihto	4,5	3,6	3,3
EV/EBITDA	10,1	6,7	6,7
EV/EBIT (oik.)	12,1	7,5	7,7
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %

Lähde: Inderes

Pampalon tuotannon kannattavuus jäi odotuksistamme selvästi

Kullan hinta ja vakaa tuotanto siivittivät liikevaihtoa

Endominesin liikevaihto kasvoi vertailukaudesta voimakkaasti 16,2 MEUR:n tasolle, mikä alitti ennusteemme vain hienoisesti kullan tuotannon ollessa kvartaalilta tiedossa. Liikevaihdon vahvaa vetoa tuki tuotantovolyymin ohella kullan markkinahinta, joka ylitti katsauskaudella vertailukauden tason keskimäärin vajaalla 38 %:lla. Toimitusjohtajan mukaan tuotantomäärän kasvua hidasti hieman toukokuussa Pampalon murskaamalla tehty leukamurskaimen vaihto, jonka yhtiö odottaa kuitenkin parantavan tuotantovarmuutta jatkossa.

Tuotantokustannuksen taso oli yllättävän korkea ja painoi marginaaleja

Liikevaihdon kasvu ei tällä kertaa valunut odottamallamme tehokkuudella tulosriveille, ja 3,8 MEUR:n liikevoitto jäi selvästi 7,2 MEUR:n ennusteestamme. Odotimme ennakkoon, että maanalaisen kaivostoiminnan integrointi ja

vahva kullan hinta olisivat johtaneet selvästi vahvempaan marginaaliin. Poikkeama selittyy pitkälti yksikkökustannuksilla, sillä Pampalon cash cost (ilman investointeja ja varaston muutosta) nousi 23 % vertailukaudesta 1 642 euroon unssilta ja ylitti myös viime vuoden 1 436 euron tason. Yhtiön mukaan nousun taustalla oli erityisesti matalampipitoisen avolouhosmalmin käyttö, joka korostui toukokuussa murskaamon leukamurskaimen vaihdon yhteydessä. Täten tulkitsemme selityksen osin ajoitukselliseksi.

Tuloslaskelman alariveillä nettorahoituskulut olivat -0,5 MEUR, kun ennusteemme oli -0,6 MEUR. Täten raportoitu nettotulos jäi selvästi ennusteestamme pääasiassa odotettua korkeamman yksikkökustannuksen myötä.

Kassavirta jäi vertailukauden tasosta

Liiketoiminnan nettorahavirta jäi kvartaalilla 2,5 MEUR:oon (Q2/25 3,6 MEUR) vahvasta tuloksesta huolimatta, sillä

käyttöpääoma sitoi 2,5 MEUR. Investoinnit kasvoivat odotetusti ja aineellisiin sekä aineettomiin hyödykkeisiin käytettiin yhteensä 5,5 MEUR (2,7 MEUR). Investointien nettorahavirtaa painoi lisäksi Power Mining -liiketoimintakaupan 1,9 MEUR:n loppukauppahinnan ennenaikainen maksu, jota volframihankkeen 0,5 MEUR:n tukierä kompensoi osittain, ja kokonaisuudessaan investointien nettorahavirta oli 7,0 MEUR negatiivinen (-2,6 MEUR). Täten kassavirta ennen rahoituksen rahavirtoja painui -4,5 MEUR:oon (1,0 MEUR) ja rahavarat laskivat maaliskuun lopun 9,4 MEUR:sta 4,8 MEUR:oon. Tase on silti vahva ja vaihtovelkakirjalainojen konvertointi osakkeiksi laski korolliset velat 12,0 MEUR:oon (Q4/25: 13,7 MEUR, Q1/26: 13,9 MEUR) ja omavaraisuusaste nousi 69,2 %:iin (vuoden 2025 lopussa 61,5 %). Nettovelkaantumisaste oli 10,1 % (17,4 %), joskin se nousi maaliskuun lopun 6,8 %:sta rahavarojen laskun myötä.

Ennustetaulukko	Q2'25	Q2'26	Q2'26e	Erotus (%)	2026e
MEUR / EUR	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Tot. vs. inderes	Inderes
Liikevaihto	11,1	16,2	16,5	-2 %	69,1
Käyttökate	4,0	5,5	8,3	-33 %	30,8
Liikevoitto (oik.)	2,9	3,8	7,2	-47 %	25,8
Liikevoitto	2,9	3,8	7,2	-47 %	24,6
Tulos ennen veroja	0,9	3,2	6,6	-51 %	22,6
EPS (raportoitu)	0,08	0,09	0,17	-47 %	0,62
Liikevaihdon kasvu-%		46,1 %	48,9 %	-2,9 %-yks.	52,0 %
Käyttökate-%	36,0 %	34,0 %	49,9 %	-16 %-yks.	44,6 %

Lähde: Inderes

Endomines Q2'26: Hankkeet etenevät



Kustannusennusteiden nousu painoi tulosenusteita

Nostimme tuotantokustannus ennusteitamme

Nostimme kullin hintaennustettamme hieman, ja odotamme kuluvaan vuoden keskihinnan asettuvan noin 4 600 USD/unssiin. Tulevien vuosien ennusteemme ovat yhä noin 4 100-4 800 USD/unssin tasoilla. Myös valuuttakurssiennusteemme säilyivät karkeasti ennallaan ja odotamme dollarin heikkenevän asteittain noin 1,20 tasolle ennustejakson loppupuolella. Dollarin heikkeneminen vaikuttaa yhtiön liikevaihtoon negatiivisesti, sillä kultarikaste myydään dollareissa. Ennusteiden osalta kullin hinnan rooli on kuitenkin valuuttakurssivaihtelua huomattavasti merkittävämpi.

Endominen ennustaa tuotannon kasvavan 10-20 % kuluvaan vuonna, mikä tarkoittaa absoluuttisesti noin 18 000-20 000 unssin tuotantoa. Odotamme yhtiöltä noin 19 400 unssin tuotantoa eli noin 17 %:n kasvua viime vuodesta. Yksikkökustannusennusteitamme jouduimme sen sijaan nostamaan selvästi, sillä toisen kvartaalin käteiskustannus

kohosi 1 642 euroon unssilta ja ylitti ennusteemme reilusti. Odotamme kustannustason laskevan loppuvuotta kohden matalampipitoisen avolouhosmalmin osuuden normalisoituessa. Nostimme kustannusennusteita myös pidemmälle ennustejaksolle, sillä näkemyksemme mukaan Power Mining -liiketoimintakaupan kustannushyödyt realisoituvat aiemmin odottamaamme hitaammin.

Kassavirta ohjautuu investointeihin

Nykyisillä kullin 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 (investointien nettorahavirta -10 MEUR H1/26). Tästä merkittävä osa kohdistuu yhtiön historian laajimpaan kairausohjelmaan. Endominen 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.

Ennustemuutokset	2026e	2026	Muutos	2027e	2027e	Muutos	2028e	2028e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	68,0	69,1	2 %	83,2	82,5	-1 %	86,2	84,8	-2 %
Käyttökate	34,8	30,8	-11 %	47,1	44,1	-6 %	46,0	42,0	-9 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	31,2	25,8	-17 %	42,5	39,6	-7 %	40,7	36,7	-10 %
Liikevoitto	30,0	24,6	-18 %	42,5	39,6	-7 %	40,7	36,7	-10 %
Tulos ennen veroja	27,9	22,6	-19 %	40,5	37,6	-7 %	38,7	34,7	-10 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,76	0,62	-18 %	0,87	0,80	-7 %	0,83	0,74	-10 %
Osakekohtainen osinko	0,00	0,00		0,00	0,00		0,00	0,00	

Lähde: Inderes

Endominen H1 2026 Results Webcast



Hinnoittelu nojaa tavoitteiden toteutumiseen

Kahdensuuntaista kehitystä osien summassa

Edellä mainittujen ennustemuutosten myötä Pampalon tuotannon nykyarvo laski ja on nyt mallissamme 175 MEUR (aik. 193 MEUR). Vastaavasti Karjalan kultalinjan malminetsinnän ja kehityksen arvo nousi 205 MEUR:oon (aik. 172 MEUR) peilaten verrokkikertoimien viimeaikaista merkittävää nousua.

Lähestymme Karjalan kultalinjan malminetsintäpotentiaalin ja kehityshankkeiden arvoa kolmesta tulokulmasta, jotka ovat kassavirtaperusteinen, tulosperusteinen ja varantoperusteinen menetelmä. Eteläisen kultalinjan tuotantosuunnitelmat ovat muita esiintymiä pidemmällä, joten haarukoimme hankkeen arvoa sekä kassavirtaperusteisesti että tulosperusteisesti ennustamaamme tuotantoskenaarioon nojaten. Muiden esiintymien potentiaalin otamme lisäksi huomioon varantoperusteisesti. Näkemyksemme mukaan pääosa Pampalon tuotantoklusterin ulkopuolisesta arvosta muodostuu kuitenkin Eteläisen kultalinjan hankkeesta, joka on yhtiön kehitysaikataulussa seuraavana.

Endominesille kokoamamme verrokkiryhmän varantopohjaiset arvostuskertoimet ovat nousseet merkittävästi viimeisimmän päivityksemme jäljiltä. Taustalla on näkemyksemme mukaan kullan hinnan palautuminen kesän alemmilta tasoilta. Verrokkiryhmän mineraalivarannot (mitatut, osoitetut, mahdolliset) on arvostettu mediaanina noin 233 euron (aik. 172 euroa) arvoiseksi suhteessa yhtiöiden yritysarvoihin (EV).

Hinnoittelu kireä nykyisellä tekemisellä

Nykyisillä varannoilla ja noin 300 MEUR:n yritysarvolla varantopohjainen arvostus asettuu noin 500 EUR/oz tasolle, mikä vastaa lähes 120 %:n preemiota verrokkiryhmään nähden. Osakkeen hinnoittelua ei siten mielestämme voi perustella pelkillä nykyvarannoilla. Yhtiön tavoittelemilla 1,5-2,0 miljoonan unssin varannoilla kerroin laskisi kuitenkin noin

160-210 EUR/oz tasolle eli karkeasti verrokkiryhmän tasolle, joten nykyarvostus hinnoittelee jo ennakkoon malminetsinnän onnistumista.

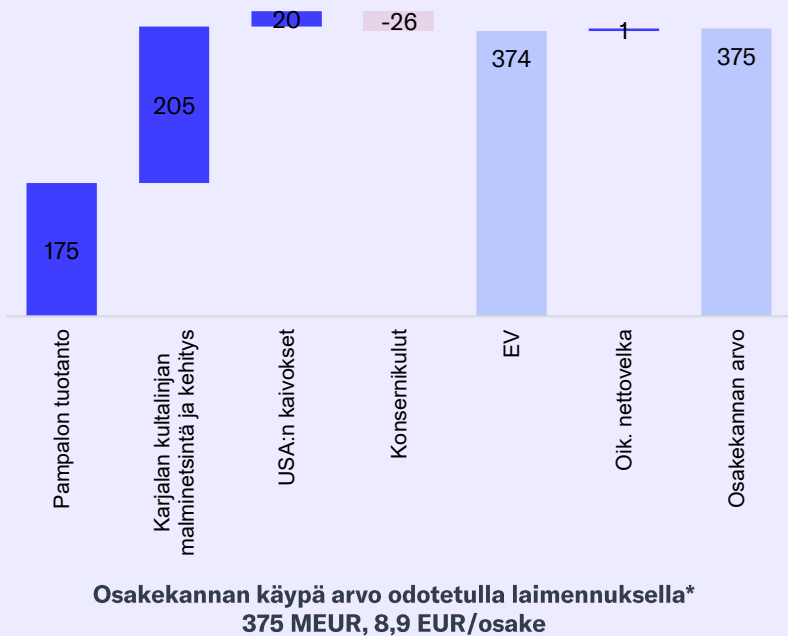
Absoluuttisesti tarkasteltuna tulospohjainen arvostus on myös nykyisellä tulostasolla kireä (2026-2027e P/E 12x ja EV/EBITDA 8x). Suhteessa verrokkeihin Endomines hinnoitellaan selvällä preemiolla, sillä kokoamamme verrokkiryhmän vastaavat kertoimet ovat samoille vuosille noin 11-9x (P/E) ja 7-5x (EV/EBITDA).

Osien summa juuri osakekurssin yläpuolella

Osien summa mallimme indikoi 8,9 euron (aik. 8,6 euroa) osakekohtaista arvoa. Laskelmamme asettuu juuri nykyisen osakekurssin yläpuolelle. 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 risksietokykyä.

Arvostustaso	2026e	2027e	2028e
Osakekurssi	8,30	8,30	8,30
Osakemäärä, milj. kpl	38,4	38,4	38,4
Markkina-arvo	318	318	318
Yritysarvo (EV)	311	295	281
P/E (oik.)	13,3	10,3	11,2
P/E	14,0	10,3	11,2
P/B	4,0	2,9	2,3
P/S	4,6	3,9	3,8
EV/Liikevaihto	4,5	3,6	3,3
EV/EBITDA	10,1	6,7	6,7
EV/EBIT (oik.)	12,1	7,5	7,7
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %

Lähde: Inderes

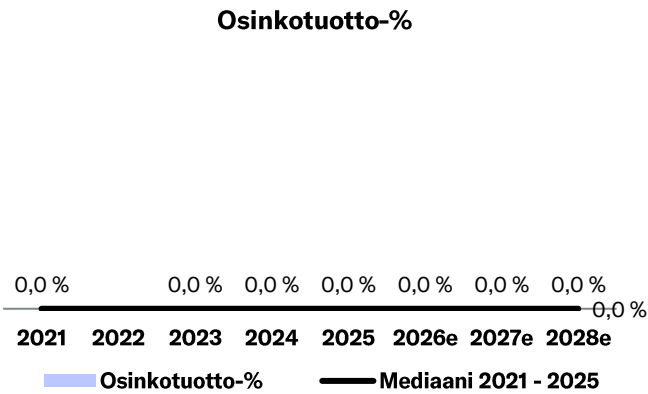
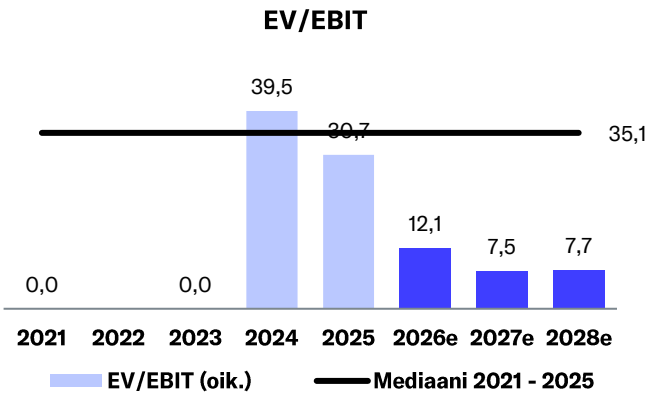
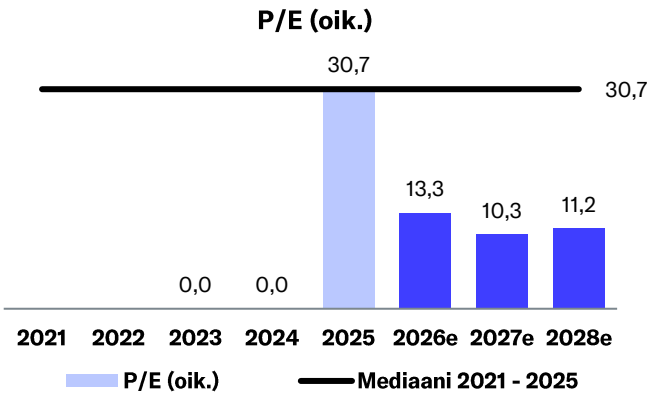


- Mallin osakemäärä on ~42,4 Mkpl, mikä sisältää arviomme yhtiön nykyisten vvk-lainojen kautta tulevasta potentiaalisesta diluutiosta seuraavan 12 kuukauden aikana ja sitä vastaavasta nettovelan laskusta.

Arvostustaulukko

Arvostustaso	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	2029e
Osakekurssi		6,00	8,26	28,8	8,30	8,30	8,30	8,30
Osakemäärä, milj. kpl		9,80	10,8	12,0	38,4	38,4	38,4	38,4
Markkina-arvo		59	89	344	318	318	318	318
Yritysarvo (EV)		74	103	354	311	295	281	275
P/E (oik.)		neg.	>100	30,7	13,3	10,3	11,2	15,8
P/E		neg.	>100	47,0	14,0	10,3	11,2	15,8
P/B		1,8	2,2	6,1	4,0	2,9	2,3	2,0
P/S		3,0	3,1	7,6	4,6	3,9	3,8	4,0
EV/Liikevaihto		3,7	3,6	7,8	4,5	3,6	3,3	3,5
EV/EBITDA		neg.	17,7	21,7	10,1	6,7	6,7	8,5
EV/EBIT (oik.)		neg.	39,5	30,7	12,1	7,5	7,7	11,1
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	3386	3164	6,1	5,3	4,4	4,0	2,1	2,0	9,5	8,4	1,1	1,7	2,3
Bellevue Gold	1415	1522	122,1	7,8	11,0	5,2	4,3	2,8		11,0			2,7
Wesdome Gold Mines	3090	2824	5,4	4,6	5,1	4,5	3,5	3,2	9,8	8,1	0,2	0,3	
Hochschild Mining	3209	3366	5,4	4,9	4,2	3,6	2,4	2,2	9,1	7,9	1,6	1,3	3,4
Eldorado Gold Corp	8990	10060	9,8	5,5	7,4	4,3	4,3	2,7	10,8	6,9	0,7	0,8	1,6
Coeur Mining	16743	16439	8,4	6,6	6,7	4,5	3,9	3,0	14,5	8,9	0,2	0,2	
Centerra Gold	3694	3331	7,2	6,2	5,9	5,4	2,1	2,0	12,1	11,2	1,0	1,0	1,9
Agnico Eagle	81239	78446	9,1	8,5	8,0	7,6	5,8	5,6	14,6	13,8	0,9	0,9	3,1
Capricorn Metals	4531	4275	14,8	12,7	13,9	12,1	9,2	7,8	21,9	19,1	0,8	0,7	5,5
Alamos Gold	12177	11770	9,0	7,0	8,1	6,0	5,5	4,4	14,4	10,8	0,7	0,8	2,9
Regis Resources	3475	3010	4,7	4,8	3,5	3,5	2,1	2,0	7,6	7,2	4,1	3,6	2,4
Eldorado Gold Corporation	8990	10060	9,8	5,5	7,4	4,3	4,3	2,7	10,8	6,9	0,7	0,8	1,6
Endomines (Inderes)	318	311	12,1	7,5	10,1	6,7	4,5	3,6	13,3	10,3	0,0	0,0	4,0
Keskiarvo			17,6	6,6	7,1	5,4	4,1	3,4	12,3	10,0	1,1	1,1	2,7
Mediaani			8,7	5,8	7,0	4,5	4,1	2,8	10,8	8,7	0,8	0,8	2,6
Erotus-% vrt. mediaani			39 %	28 %	44 %	48 %	10 %	29 %	23 %	19 %	-100 %	-100 %	56 %

Lähde: Refinitiv / Inderes

Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2024	H1'25	H2'25	2025	Q1'26	Q2'26	Q3'26e	Q4'26e	2026e	2027e	2028e	2029e
Liikevaihto	28,7	21,5	24,0	45,5	18,5	16,2	17,4	17,1	69,1	82,5	84,8	79,1
Käyttökate	5,8	7,7	8,7	16,3	8,8	5,5	8,3	8,2	30,8	44,1	42,0	32,4
Poistot ja arvonalennukset	-3,2	-2,2	-6,5	-8,7	-1,5	-1,7	-1,5	-1,5	-6,2	-4,5	-5,2	-7,5
Liikevoitto ilman kertaeriä	2,6	5,4	6,1	11,5	8,4	3,8	6,8	6,7	25,8	39,6	36,7	24,8
Liikevoitto	2,6	5,4	2,2	7,6	7,3	3,8	6,8	6,7	24,6	39,6	36,7	24,8
Nettorahoituskulut	-2,3	-3,1	-1,3	-4,4	-0,3	-0,5	-0,6	-0,6	-2,0	-2,0	-2,0	-0,2
Tulos ennen veroja	0,4	2,3	0,9	3,2	7,0	3,2	6,2	6,1	22,6	37,6	34,7	24,6
Verot	0,0	0,0	4,2	4,2	0,1	0,1	0,0	0,0	0,2	-6,8	-6,3	-4,4
Vähemmistöosuudet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	0,3	2,3	5,0	7,3	7,1	3,3	6,2	6,1	22,8	30,8	28,5	20,2
EPS (oikaistu)	0,03	0,19	0,74	0,94	0,18	0,09	0,16	0,16	0,62	0,80	0,74	0,53
EPS (raportoitu)	0,03	0,19	0,42	0,61	0,58	0,09	0,16	0,16	0,59	0,80	0,74	0,53

Tunnusluvut	2024	H1'25	H2'25	2025	Q1'26	Q2'26	Q3'26e	Q4'26e	2026e	2027e	2028e	2029e
Liikevaihdon kasvu-%	45,7 %	64,1 %	53,7 %	58,5 %	77,2 %	46,0 %	0,0 %	-28,6 %	52,0 %	19,3 %	2,8 %	-6,6 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%					236,1 %	29,1 %		10,6 %		53,6 %	-7,1 %	-32,4 %
Käyttökate-%	20,2 %	35,6 %	36,1 %	35,9 %	47,5 %	34,0 %	48,0 %	48,1 %	44,6 %	53,4 %	49,5 %	40,9 %
Oikaistu liikevoitto-%	9,1 %	25,2 %	25,4 %	25,3 %	45,5 %	23,3 %	39,4 %	39,4 %	37,3 %	47,9 %	43,3 %	31,4 %
Nettotulos-%	1,1 %	10,8 %	20,9 %	16,1 %	38,3 %	20,6 %	35,9 %	35,9 %	33,0 %	37,3 %	33,6 %	25,5 %

Lähde: Inderes

Tase

Vastaavaa	2025	2026e	2027e	2028e
Pysyvät vastaavat	68,4	89,2	107	123
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	0,0
Aineettomat hyödykkeet	31,9	33,9	33,9	33,2
Käyttöomaisuus	31,3	50,1	67,6	84,5
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset varat	0,9	0,9	0,9	0,9
Laskennalliset verosaamiset	4,3	4,3	4,3	4,3
Vaihtuvat vastaavat	23,9	28,8	44,2	53,4
Vaihto-omaisuus	1,1	1,7	2,1	2,1
Muut lyhytaikaiset varat	11,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	7,9	11,8	12,4	11,0
Likvidit varat	3,9	15,3	29,8	40,3
Taseen loppusumma	92,3	118	151	176

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2025	2026e	2027e	2028e
Oma pääoma	56,6	79,4	110	139
Osakepääoma	53,3	53,3	53,3	53,3
Kertyneet voittovarot	-128,2	-105,4	-74,6	-46,1
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	132	132	132	132
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	20,4	14,8	13,3	9,5
Laskennalliset verovelat	0,0	0,0	0,0	0,0
Varaukset	6,8	7,5	7,5	7,5
Korolliset velat	5,0	2,0	2,0	2,0
Vaihtovelkakirjalainat	8,6	5,3	3,8	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset velat	15,3	23,8	27,4	28,1
Korolliset velat	0,1	1,0	1,0	1,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	15,2	22,8	26,4	27,1
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	92,3	118	151	176

Yhteenveto

Tuloslaskelma	2024	2025	2026e	2027e
Liikevaihto	28,7	45,5	69,1	82,5
Käyttökate	5,8	16,3	30,8	44,1
Liikevoitto	2,6	7,6	24,6	39,6
Voitto ennen veroja	0,4	3,2	22,6	37,6
Nettovoitto	0,3	7,3	22,8	30,8
Kertaluontoiset erät	0,0	-3,9	-1,1	0,0

Tase	2024	2025	2026e	2027e
Taseen loppusumma	75,8	92,3	118,0	150,9
Oma pääoma	41,2	56,6	79,4	110,2
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettovelat	13,3	9,8	-7,0	-23,0

Kassavirta	2024	2025	2026e	2027e
Käyttökate	5,8	16,3	30,8	44,1
Nettokäyttöpääoman muutos	2,8	-12,9	14,2	2,6
Operatiivinen kassavirta	8,4	2,4	45,2	39,6
Investoinnit	-18,0	-2,7	-27,0	-22,0
Vapaa kassavirta	-4,9	-5,2	22,9	20,4

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

Lähde: Inderes

Osakekohtaiset luvut	2024	2025	2026e	2027e
EPS (raportoitu)	0,03	0,61	0,59	0,80
EPS (oikaistu)	0,03	0,94	0,62	0,80
Operat. Kassavirta / osake	0,77	0,20	1,18	1,03
Operat. Vapaa kassavirta / osake	-0,45	-0,43	0,60	0,53
Omapääoma / osake	3,80	4,73	2,07	2,87
Osinko / osake	0,00	0,00	0,00	0,00

Kasvu ja kannattavuus	2024	2025	2026e	2027e
Liikevaihdon kasvu-%	46 %	58 %	52 %	19 %
Käyttökatteen kasvu-%			89 %	43 %
Liikevoiton oik. kasvu-%			124 %	54 %
EPS oik. kasvu-%			-34 %	29 %
Käyttökate-%	20,2 %	35,9 %	44,6 %	53,4 %
Oik. Liikevoitto-%	9,1 %	25,3 %	37,3 %	47,9 %
Liikevoitto-%	9,1 %	16,7 %	35,6 %	47,9 %
ROE-%	0,8 %	15,0 %	33,5 %	32,5 %
ROI-%	5,0 %	12,0 %	31,2 %	38,7 %
Omavaraisuusaste	54,4 %	61,3 %	67,3 %	73,0 %
Nettovelkaantumisaste	32,2 %	17,3 %	-8,9 %	-20,9 %
Nettovelka/käyttökate	2,3	0,6	-0,2	-0,5
EBITDA/nettorahoituskulut	2,6	3,7	15,1	22,2

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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

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

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

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen 12 kuukauden kokonaistuotto-odotukseen (sis. kurssinousu ja osingot) ja huomioi Inderesin näkemyksen tuotto-odotukseen liittyvästä riskistä. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituskin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitusuusituksia 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 arvonnäätymismenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonnäätymismenetelmät 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 €
06/02/2026	Lisää	33,00 €	29,55 €
Osakesarjan split 3:1			
13/05/2026	Vähennä	11,00 €	10,86 €
28/07/2026	Vähennä	8,60 €	7,81 €
14/08/2026	Vähennä	8,90 €	8,30 €



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.**