

REMEDY

01.08.2025 07.00 EEST



Atte Riikola
+358 44 593 4500
atte.riikola@inderes.fi

INDERESIN YHTIÖASIAKAS
YHTIÖRAPORTTI



Remedy Q2'25 -ennakko: FBC: Firebreakin julkaisu polttopisteessä

Remedy raportoi Q2-tuloksensa tiistaina 12.8. klo 9.00. Käymme raporttia läpi tuoreeltaan klo 8.55 alkavassa [tuloslivesssä](#). Q2-raportista on tulossa erittäin mielenkiintoinen, sillä FBC: Firebreakin julkaisun (17.6.) näkyy ensimmäisten kahden viikon osalta numeroissa. Pelin julkaisu ei lähtenyt liikkeelle toivotulla tavalla, jonka vuoksi epävarmuus pelin tulevan liikevaihtokehityksen suhteen on noussut selvästi. Seuraammekin raportissa erityisesti pelistä kerrottavia tietoja sekä Remedyn jatkosuunnitelmia pelin kehittämisen suhteen. Tarkastelemme myös ennusteitamme vasta Q2-raportin yhteydessä viimeisimmän tiedon pohjalta. Suosituksemme osakkeesta päivitämme kuitenkin lisää-tasolle (aik. osta), ja tarkistamme samalla tavoitehinnan 18,0 euroon (aik. 20,0 EUR). Näemme lyhyellä tähtäimellä FBC: Firebreakin heikon kehityksen painavan osakkeen arvostusta. Remedyn pidemmän aikavälin potentiaaliin suhteutettuna näemme osakkeen edelleen kiinnostavana.

FBC: Firebreakin julkaisu näkyy liikevaihdossa, mutta kuinka paljon?

Ennustamme Remedyn Q2-liikevaihdon kasvaneen 65 % 17,1 MEUR:oon, mutta näkyvyys liikevaihdon kehitykseen on heikko FBC: Firebreakin julkaisun (17.6.) vuoksi. Pelin myynti ehti siis vaikuttaa Q2-lukuihin noin 2 viikon ajalta. Pelin alustavan vastaanoton sekä PC-alusta Steamin pelaajatilastojen valossa myynti on jäänyt alkuvaiheessa pettymykseksi, vaikkakaan näkyvyyttä konsolialustoille ei ole. Remedy kertoi 26. kesäkuuta peliä pelanneen yli miljoona pelaajaa, mutta näistä oletettavasti valtaosa on tullut Game Passin ja PS Plus -palveluiden kautta, joissa peli oli saatavilla heti julkaisupäivänä. Olemme olettaneet Remedyn saavan näistä Sonylta ja Microsoftilta yhteensä 10 MEUR ensimmäisen vuoden aikana, ja olemme jaksottaneet summan tasaisesti julkaisun jälkeiselle 12 kuukaudelle. Voi kuitenkin olla, että liikevaihto näistä b2b-sopimuksista painottuu jollain tasolla suhteessa pelaajamäärien kanssa, jolloin

Remedylle tuloutuisi enemmän liikevaihtoa lähempänä julkaisua. Näin ollen kokonaisuutena FBC: Firebreakista ennustamaamme Q2-liikevaihtoon (4,9 MEUR) liittyy huomattavaa epävarmuutta. Muistutamme, että FBC: Firebreak on ensimmäinen Remedyn itsejulkaisema peli, jolloin koko pelin myynti näkyy yhtiön liikevaihdossa. Tämän jälkeen siitä vielä vähennetään alustojen perimät jakelukustannukset (oletuksemme 25 %) ja lisäksi pelin markkinointikulut ovat Remedyn kannettavana. Tilanne on toinen muiden rojaltiltuottojen (Q2'25e 2,7 MEUR) osalta, joista ennustamme valtaosan tulleen Alan Wake 2:sta. Näissä edellä mainitut kulut on maksettu jo julkaisukumppanin toimesta ja Remedylle liikevaihto tulee sisään erittäin korkealla katteella.

Kehitysmaksuja ennustamme tuloutuneen Q2:lla noin 9,6 MEUR:n edestä, mikä tarkoittaisi jonkin verran Q1:stä (10,7 MEUR) matalampaa liikevaihtoa. Näistä suurin osa on arviomme mukaan tullut tuotannossa olevasta Max Payne - alihankintaprojektista. Myös helmikuussa täyteen tuotantoon siirtyneestä Control 2:sta on tuloutunut kehitysmaksuja (Annapurna rahoittaa 50 % arviolta n. 50 MEUR:n tuotantobudjetista).

Ennustamme liikevaihdon kasvun näkyneen tulosriveillä

Ennustamme Remedyn käyttökatteen kasvaneen Q2:lla liikevaihdon kasvun mukana 4,1 MEUR:oon (Q2'24: -2,4 MEUR). Remedyn kulurakenteen kehitys rauhoittui vuoden 2024 aikana, kun panostukset moniprojektimallin ylösajoon on pitkälti saatu tehtyä. Pääosin kiinteän kulurakenteen myötä liikevaihdon kasvu heijastuu jatkossa siis voimakkaasti kannattavuuteen. Arvioimme myös FBC: Firebreakiin tehtyjen markkinointipanostusten olleen melko maltillisia julkaisun yhteydessä.

(tulosennakko jatkuu sivulla 4)

Suositus

Lisää

(aik. Osta)

Tavoitehinta:

18,00 EUR

(aik. 20,00 EUR)

Osakekurssi:

16,06 EUR

Liiketoimintariski



Arvostusriski



	2024	2025e	2026e	2027e
Liikevaihto	50,7	69,7	71,5	113,3
kasvu-%	49 %	38 %	3 %	59 %
EBIT oik.	-4,3	7,9	4,1	13,4
EBIT-% oik.	-8,4 %	11,3 %	5,7 %	11,9 %
Nettotulos	-3,6	5,6	2,9	10,6
EPS (oik.)	-0,27	0,41	0,21	0,76

P/E (oik.)	neg.	39,0	76,6	21,0
P/B	2,8	2,8	2,6	2,2
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
EV/EBIT (oik.)	neg.	24,7	47,4	13,2
EV/EBITDA	65,9	12,4	13,8	5,5
EV/Liikevaihto	3,3	2,8	2,7	1,6

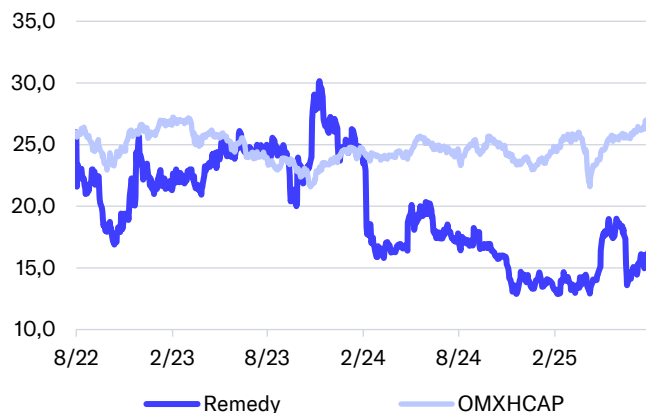
Lähde: Inderes

Ohjeistus

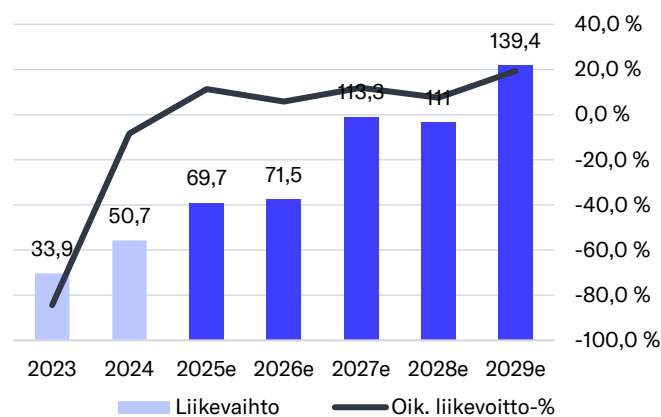
(Ennallaan)

"Remedy arvioi yhtiön liikevaihdon ja liikevoiton kasvavan edellisvuodesta ja liikevoiton olevan positiivinen."

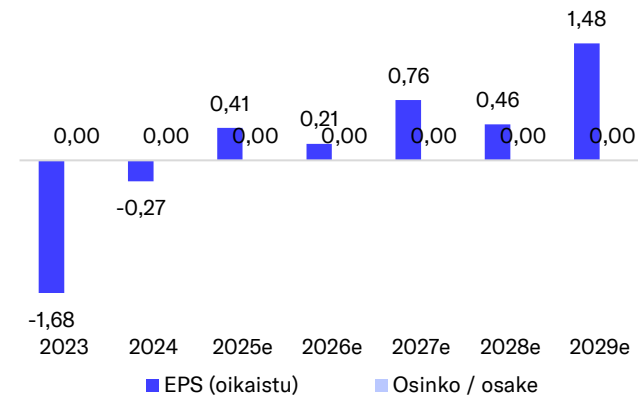
Osakekurssi



Liikevaihto ja liikevoitto-%



Osakekohtainen tulos ja osinko



Arvoajurit

- Alan Wake 2:n ja FBC: Firebreakin myynnin kehitys
- Itseomistetut pelibrändit (Alan Wake ja Control)
- Moniprojektimalli tuo jatkuvuutta ja hajauttaa riskejä
- Vahvat näytöt laadukkaiden pelien kehityksestä
- Oma pelimoottori ja pelinkehitystyökalut tuovat skaalautuvuutta ja kilpailuetua
- Houkutteleva asema arvoketjussa toimialan trendien ja konsolidaation valossa

Riskitekijät

- Tulevien pelien kaupallinen epäonnistuminen
- Peliprojektien viivästyminen
- Riippuvuus julkaisijakumppaneista
- Pelialan kireä kilpailu huippuosaaajista sekä pelaajien ajasta ja rahasta
- Teknologia- ja markkinatrendit
- Muutokset odotuksissa tulevien pelien osalta voivat aiheuttaa merkittävää volatiliiteettia osakkeeseen

Arvostustaso	2025e	2026e	2027e
Osakekurssi	16,1	16,1	16,1
Osakemäärä, milj. kpl	13,7	13,8	13,9
Markkina-arvo	220	221	223
Yritysarvo (EV)	195	195	178
P/E (oik.)	39,0	76,6	21,0
P/E	39,0	76,6	21,0
P/B	2,8	2,6	2,2
P/S	3,1	3,1	2,0
EV/Liikevaihto	2,8	2,7	1,6
EV/EBITDA	12,4	13,8	5,5
EV/EBIT (oik.)	24,7	47,4	13,2
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0 %	0,0 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %

Lähde: Inderes

FBC: Firebreakin heikko startti luo epävarmuutta H2:n liikevaihtokehityksen ylle

Näkymissään Remedy arvioi liikevaihdon (2024: 50,7 MEUR) ja liikevoiton (-4,3 MEUR) kasvavan edellisvuodesta ja liikevoiton olevan positiivinen. Kasvun kannalta keskiössä on luonnollisesti FBC: Firebreakin julkaisu, mutta sen lisäksi Alan Wake 2:n ja muiden vanhempien pelien rojaltit luovat pohjaa liikevaihdolle kehitysmaksujen lisäksi. Ennusteemme odottaa tälle vuodelle 69,7 MEUR:n liikevaihtoa (+38 %) ja 7,9 MEUR:n liikevoittoa. FBC: Firebreakin osuus kuluvan vuoden ennusteestamme on noin 18,8 MEUR, josta Sonyn ja Microsoftin kanssa tehdyt sopimukset kattavat reilu 5 MEUR. Loppuosa pitäisi kattaa pelin myynnillä, jonka osalta riskit ovat nousseet pelin alustavan vastaanoton perusteella. Seuraammekin erityisesti Q2-raportissa Remedyn pelistä mahdollisesti kertomia datapisteitä (esim. myyntimäärät) sekä jatkosuunnitelmia pelin kehittämisen osalta. Isossa kuvassa

Remedyn keskipitkän aikavälin tulosodotukset painottuvat vuoteen 2027, jolloin Control 2 hyvin todennäköisesti julkaistaan.

Remedy avasi FBC: Firebreakin seuraavia suunnitelmia blogitekstissä

Remedyn heinäkuussa julkaisemassa [blogissa](#) avattiin jo hieman FBC: Firebreakin tulevia suunnitelmia. Ensimmäinen iso päivitys peliin on tulossa syyskuussa, jolloin peliin tuodaan myös yksi uusi työtehtävä (job), nykyisten viiden lisäksi. Peliin ollaan tekemässä myös muutoksia, jotka muuttavat työtehtävien pelaamiseen uusia tapoja. Tällä pyritään parantamaan uudelleenpelattavuutta. Pelin moitittua alkukokemusta tullaan parantamaan uusien pelaajien houkuttelemiseksi. Tähän sisältyy tarinallinen perehdytys ja pelattava tutoriaali. Aseiden tuntumaa parannetaan ja pelaajille annetaan enemmän kontrollia aseiden kehitykseen. Aseiden lukumäärää myös kasvatetaan. Blogitekstissä myös vakuutellaan, että peliä

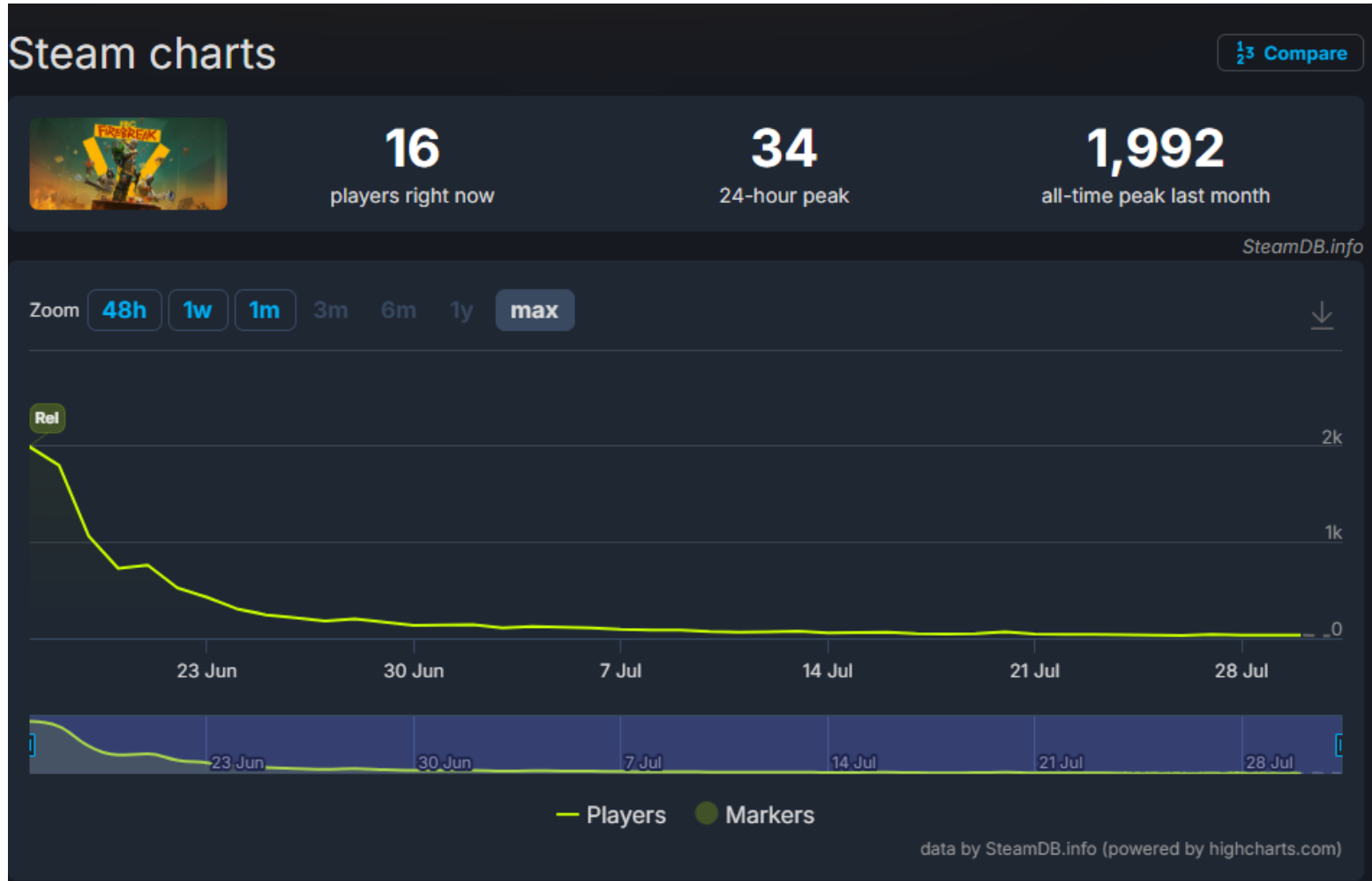
tullaan tämän ison päivityksenkin jälkeen kehittämään pelaajilta saadun palautteen perusteella.

Kaiken kaikkiaan vaisun startin jälkeen pelaajien houkuttelu takaisin pelin pariin on hyvin haastavaa. Remedyn kannalta Microsoftin ja Sonyn kanssa tehdyt sopimukset antavat lyhyellä tähtäimellä puskuria heikon suorittamisen parantamiseksi. Mikäli pelin suuntaa ei saada ensimmäisten 12kk aikana käännettyä, tässä kohtaa yhtiön täytyy mielestämme miettiä vakavasti, kannattaako pelin kehittämistä jatkaa vai keskittää kaikki kehityspanostukset tuleviin yksinpeli-hankkeisiin. Nämä ovat kuitenkin Remedyn leipälaji ja yhtiön arvонуontipotentiaalin kannalta keskeisiä.

Ennustetaulukko	Q2'24	Q2'25	Q2'25e	Q2'25e	Konsensus		2025e
MEUR / EUR	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Inderes
Liikevaihto	10,3		17,1				69,7
Käyttökate	-2,4		4,1				15,7
Liikevoitto (oik.)	-3,2		2,7				7,9
EPS (raportoitu)	-0,16		0,15				0,41
Liikevaihdon kasvu-%	16,2 %		65,3 %				37,6 %
Liikevoitto-% (oik.)	-31,0 %		15,6 %				11,3 %

Lähde: Inderes

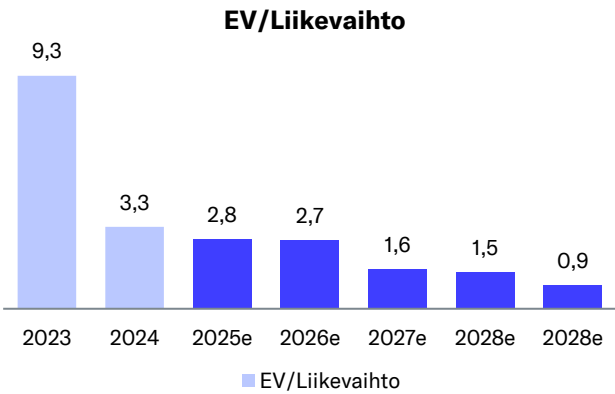
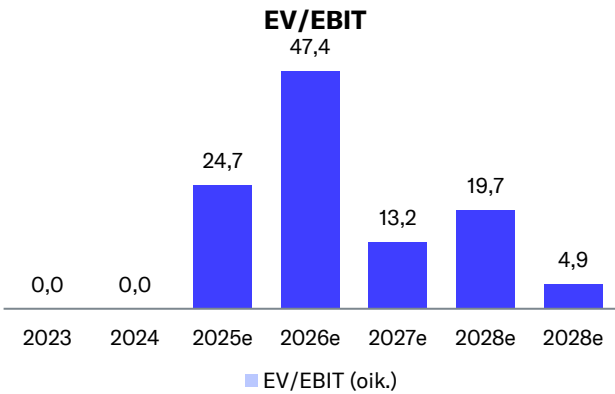
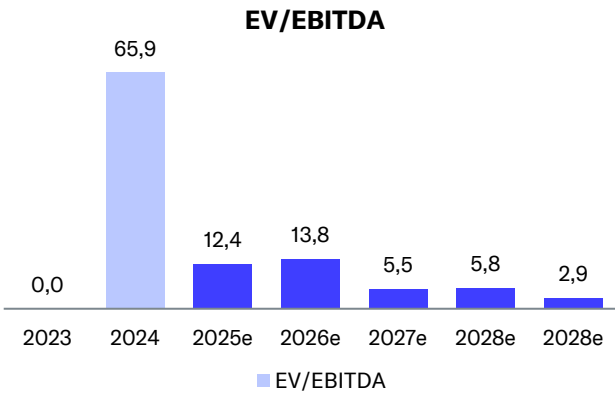
FBC: Firebreakin päivittäiset samanaikaiset pelaajat Steam-alustalla vain muutamia kymmeniä tällä hetkellä



Arvostustaulukko

Arvostustaso	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e
Osakekurssi	39,7	21,9	25,4	14,1	16,1	16,1	16,1	16,1	16,1
Osakemäärä, milj. kpl	13,1	13,4	13,5	13,5	13,7	13,8	13,9	14,0	14,9
Markkina-arvo	528	294	343	191	220	221	223	224	239
Yritysarvo (EV)	473	241	316	166	195	195	178	162	131
P/E (oik.)	59,0	neg.	neg.	neg.	39,0	76,6	21,0	35,3	10,8
P/E	59,0	neg.	neg.	neg.	39,0	76,6	21,0	35,3	10,8
P/B	6,0	3,3	5,1	2,8	2,8	2,6	2,2	2,1	1,6
P/S	11,8	6,7	10,1	3,8	3,1	3,1	2,0	2,0	1,7
EV/Liikevaihto	10,6	5,5	9,3	3,3	2,8	2,7	1,6	1,5	0,9
EV/EBITDA	32,8	>100	neg.	65,9	12,4	13,8	5,5	5,8	2,9
EV/EBIT (oik.)	41,5	neg.	neg.	neg.	24,7	47,4	13,2	19,7	4,9
Osinko/tulos (%)	25,7 %	neg.	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Osinkotuotto-%	0,4 %	0,5 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %

Lähde: Inderes



Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		Lv:n kasvu-%		EBIT-%	
			2025e	2026e	2025e	2026e	2025e	2026e	2025e	2026e	2025e	2026e
Frontier Developments	163	155	15,5	25,2	3,9	4,5	1,5	1,5	2 %	2 %	10 %	6 %
Embracer	1957	1538	4,7	6,6	2,8	2,7	0,7	0,8	-40 %	-16 %	14 %	12 %
Starbreeze	29	12	6,7		1,3	0,8	0,5	0,4	37 %	52 %	8 %	-21 %
CD Projekt	5947	5677	77,7	98,0	55,7	72,0	26,5	31,6	1 %	-16 %	34 %	32 %
Paradox Interactive	1601	1471	20,8	15,6	10,3	9,2	6,6	6,2	19 %	7 %	32 %	39 %
Playway	429	378	9,6	9,0	9,5	8,9	4,9	4,7	5 %	4 %	51 %	52 %
11 Bit Studios	106	91	4,5	5,1	3,3	5,8	2,1	2,7	27 %	-22 %	47 %	54 %
Enad Global 7	101	85	4,0	3,7	2,3	2,0	0,5	0,5	13 %	5 %	12 %	12 %
Thunderful Group	1	6			3,5	1,7	0,2	0,2	-2 %	5 %	-43 %	-13 %
Tinybuild	30	27				10,3	0,9	0,8	0 %	6 %	-8 %	-2 %
CI Games	129	133		6,4		6,4	9,3	2,3	-27 %	313 %	-15 %	35 %
Electronic Arts	34203	34424	19,0	15,6	16,4	14,0	5,5	5,0	-5 %	10 %	29 %	32 %
Take-Two Interactive	35964	37864	69,4	63,8	55,9	49,6	7,7	7,2	6 %	7 %	11 %	11 %
Ubisoft	1209	2387			3,1	3,6	1,3	1,3	-14 %	-4 %	-2 %	-2 %
Remedy (Inderes)	220	195	24,7	47,4	12,4	13,8	2,8	2,7	38 %	3 %	11 %	6 %
Keskiarvo			23,2	24,9	14,0	13,7	4,9	4,7	2 %	25 %	13 %	18 %
Mediaani			12,5	12,3	3,7	6,1	1,8	1,9	2 %	5 %	12 %	12 %
Erotus-% vrt. mediaani			97 %	285 %	236 %	127 %	55 %	47 %				

Lähde: Refinitiv / Inderes

Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2023	Q1'24	Q2'24	Q3'24	Q4'24	2024	Q1'25	Q2'25e	Q3'25e	Q4'25e	2025e	2026e	2027e	2028e
Liikevaihto	33,9	10,8	10,3	17,9	11,7	50,7	13,4	17,1	18,1	21,1	69,7	71,5	113	111
Kehitysmaksut	28,8	9,0	9,4	17,0	10,2	45,6	10,7	9,6	9,5	9,3	39,1	36,2	21,5	20,0
Rojaltit	5,2	1,8	0,9	0,8	1,5	5,1	2,6	2,7	2,3	4,2	11,7	12,4	12,3	10,3
Omien pelien myynti	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	4,9	6,3	7,7	18,8	22,9	79,5	82,3
Käyttökate	-17,0	-1,2	-2,4	6,7	-0,6	2,5	2,6	4,1	3,3	5,7	15,7	14,1	32,6	28,0
Poistot ja arvonalennukset	-11,7	-0,9	-0,9	-4,3	-0,8	-6,8	-1,3	-1,4	-2,5	-2,6	-7,8	-10,0	-19,1	-19,7
Liikevoitto ilman kertaeriä	-28,6	-2,1	-3,2	2,4	-1,4	-4,3	1,3	2,7	0,8	3,1	7,9	4,1	13,4	8,3
Liikevoitto	-28,6	-2,1	-3,2	2,4	-1,4	-4,3	1,3	2,7	0,8	3,1	7,9	4,1	13,4	8,3
Nettorahoituskulut	1,1	0,1	0,3	0,0	0,1	0,5	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5
Tulos ennen veroja	-27,5	-2,0	-2,9	2,4	-1,3	-3,8	1,1	2,6	0,7	3,0	7,4	3,6	12,9	7,8
Verot	4,9	0,0	0,7	-0,5	0,0	0,2	-0,5	-0,5	-0,1	-0,6	-1,8	-0,7	-2,3	-1,4
Nettotulos	-22,7	-2,0	-2,2	1,9	-1,3	-3,6	0,6	2,1	0,6	2,4	5,6	2,9	10,6	6,4
EPS (oikaistu)	-1,68	-0,15	-0,16	0,14	-0,09	-0,27	0,04	0,15	0,04	0,18	0,41	0,21	0,76	0,46
EPS (raportoitu)	-1,68	-0,15	-0,16	0,14	-0,09	-0,27	0,04	0,15	0,04	0,18	0,41	0,21	0,76	0,46

Tunnusluvut	2023	Q1'24	Q2'24	Q3'24	Q4'24	2024	Q1'25	Q2'25e	Q3'25e	Q4'25e	2025e	2026e	2027e	2028e
Liikevaihdon kasvu-%	-22,2 %	56,2 %	16,2 %	128,5 %	13,1 %	49,3 %	24,1 %	65,3 %	1,2 %	81,3 %	37,6 %	2,5 %	58,5 %	-2,4 %
Käyttökate-%	-50,0 %	-11,2 %	-22,7 %	37,3 %	-5,0 %	5,0 %	19,3 %	24,0 %	18,5 %	26,8 %	22,5 %	19,7 %	28,7 %	25,3 %
Oikaistu liikevoitto-%	-84,4 %	-19,3 %	-31,0 %	13,4 %	-11,8 %	-8,4 %	9,7 %	15,6 %	4,5 %	14,7 %	11,3 %	5,7 %	11,9 %	7,5 %
Nettotulos-%	-66,8 %	-18,5 %	-21,4 %	10,6 %	-10,9 %	-7,1 %	4,4 %	12,0 %	3,2 %	11,4 %	8,1 %	4,0 %	9,4 %	5,7 %

Lähde: Inderes

Vastaavaa	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Pysyvät vastaavat	35,8	45,1	49,1	52,2	55,2
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aineettomat hyödykkeet	23,3	32,9	37,8	41,9	45,5
Käyttöomaisuus	6,5	5,8	4,9	4,0	3,4
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset varat	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Laskennalliset verosaamiset	5,0	5,4	5,4	5,4	5,4
Vaihtuvat vastaavat	47,4	47,3	53,3	54,5	78,2
Vaihto-omaisuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	17,0	6,2	12,5	12,1	17,0
Likvidit varat	30,4	41,1	40,7	42,3	61,2
Taseen loppusumma	79,3	99,3	109	114	131

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Oma pääoma	67,8	68,5	78,0	84,7	99,2
Osakepääoma	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Kertyneet voittovarot	9,8	10,1	19,5	26,3	40,7
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	57,8	58,3	58,3	58,3	58,3
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	1,5	14,6	15,1	15,1	16,0
Laskennalliset verovelat	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Korolliset velat	1,4	14,5	15,0	15,0	15,9
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset velat	10,0	16,2	16,3	13,9	16,1
Korolliset velat	2,2	1,4	1,0	1,0	0,2
Lyhytaikaiset korottomat velat	7,8	14,8	15,3	12,9	15,9
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	79,3	99,3	109	114	131

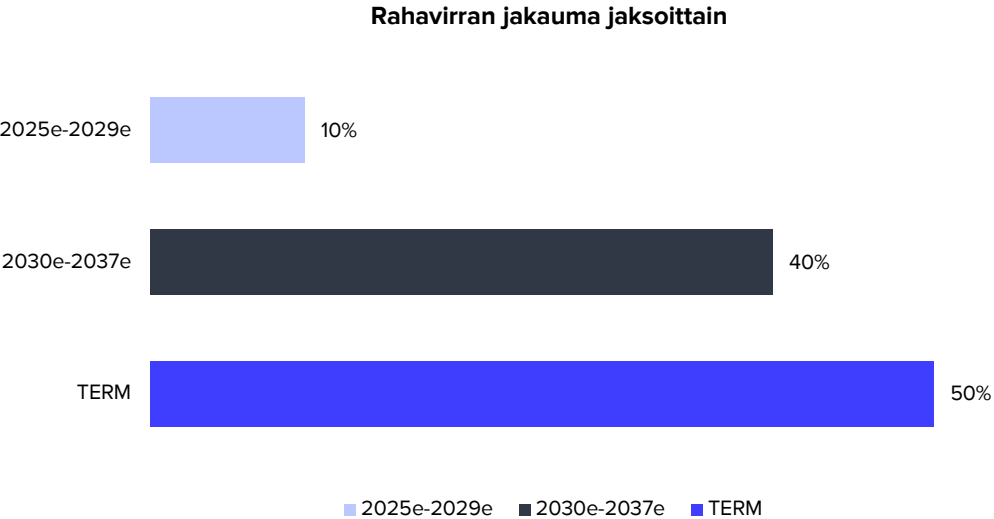
DCF-laskelma

DCF-laskelma	2024	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	2034e	2035e	2036e	2037e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	49,3 %	37,6 %	2,5 %	58,5 %	-2,4 %	26,0 %	35,4 %	20,0 %	-36,6 %	12,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %
Liikevoitto-%	-8,4 %	11,3 %	5,7 %	11,9 %	7,5 %	19,3 %	25,4 %	33,1 %	18,7 %	25,0 %	26,0 %	26,0 %	26,0 %	25,5 %	25,5 %
Liikevoitto	-4,3	7,9	4,1	13,4	8,3	27,0	48,0	74,9	26,8	40,2	43,1	44,4	45,7	46,2	
+ Kokonaispoistot	6,8	7,8	10,0	19,1	19,7	19,0	16,7	14,9	13,9	13,5	13,2	13,1	13,1	13,0	
- Maksetut verot	-0,1	-1,8	-0,7	-2,3	-1,4	-4,8	-8,6	-13,5	-4,8	-7,2	-7,7	-8,0	-8,2	-8,3	
- verot rahoituskuluista	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	17,8	-5,8	-2,1	-1,8	0,0	-1,0	-1,7	-0,8	1,7	-0,3	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	
Operatiivinen kassavirta	20,3	8,0	11,2	28,3	26,5	40,1	54,4	75,6	37,6	46,1	48,5	49,4	50,4	50,8	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-26,6	-12,0	-13,0	-13,0	-13,0	-13,0	-13,0	-13,0	-13,0	-13,0	-13,0	-13,0	-13,0	-13,0	
Vapaa operatiivinen kassavirta	-6,3	-4,0	-1,8	15,3	13,5	27,1	41,4	62,6	24,6	33,1	35,5	36,4	37,4	37,8	
+/- Muut	5,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	-1,3	-4,0	-1,8	15,3	13,5	27,1	41,4	62,6	24,6	33,1	35,5	36,4	37,4	37,8	
Diskontattu vapaa kassavirta		-3,9	-1,6	12,2	9,8	17,9	24,8	34,1	12,2	15,0	14,6	13,6	12,7	11,7	175
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		348	352	353	341	331	313	289	254	242	227	213	199	186	175
Velaton arvo DCF		348													
- Korolliset velat		-15,8													
+ Rahavarat		41,1													
-Vähemmistöosuus		0,0													
-Osinko/pääomapalautus		0,0													
Oman pääoman arvo DCF		373													
Oman pääoman arvo DCF per osake		27,3													

Pääoman kustannus (WACC)

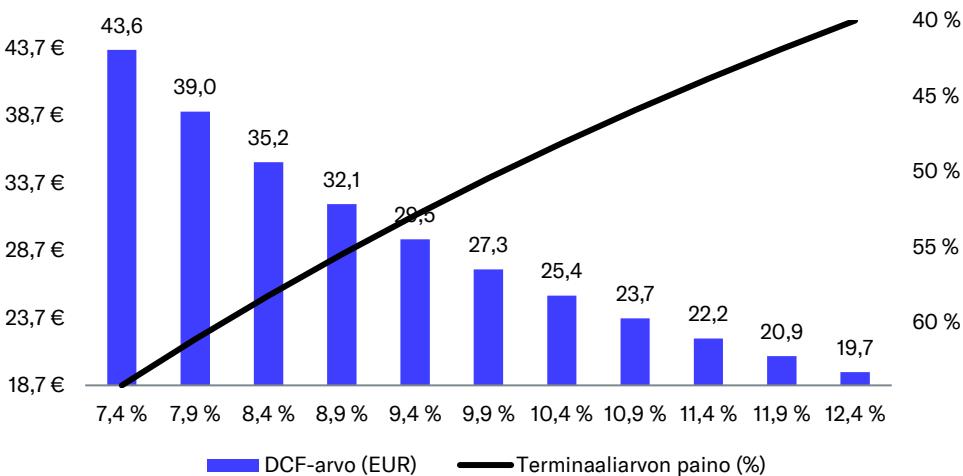
Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	0,0 %
Vieraan pääoman kustannus	5,0 %
Yrityksen Beta	1,20
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	1,70 %
Riskitön korko	2,5 %
Oman pääoman kustannus	9,9 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	9,9 %

Lähde: Inderes

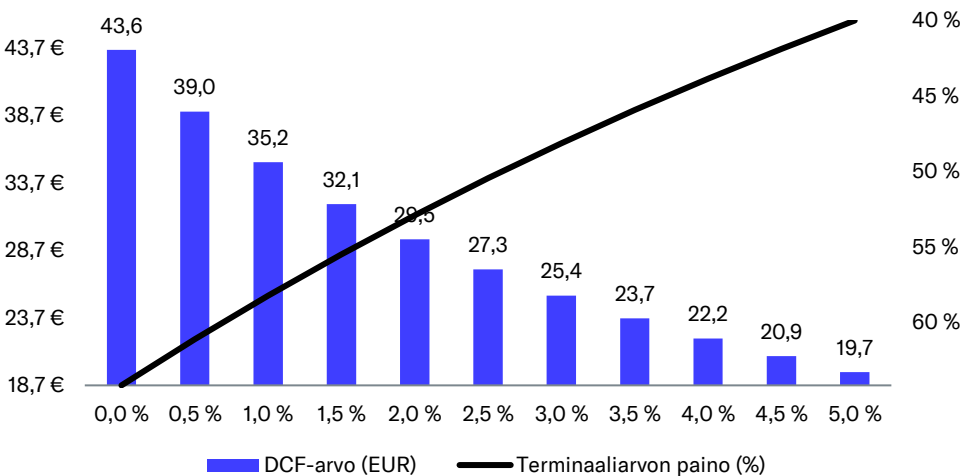


DCF:n herkkyysslaskelmat ja avainoletukset graafeina

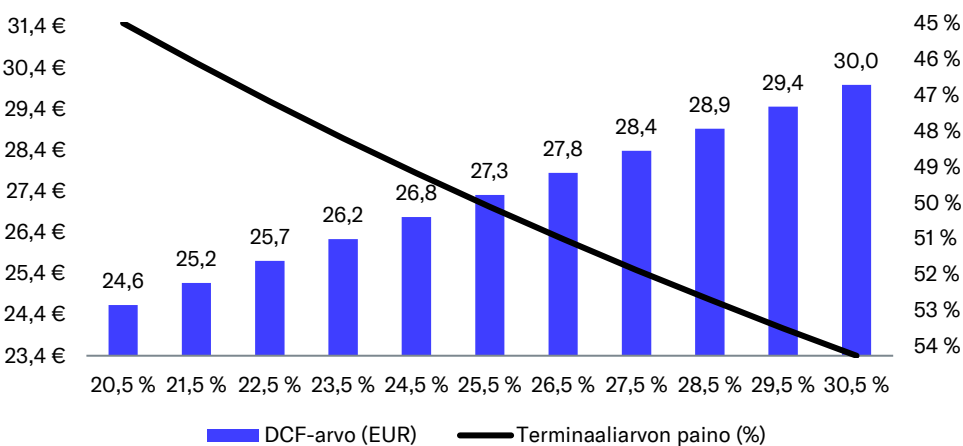
DCF-arvon herkkyys muutoksille WACC-%:ssa



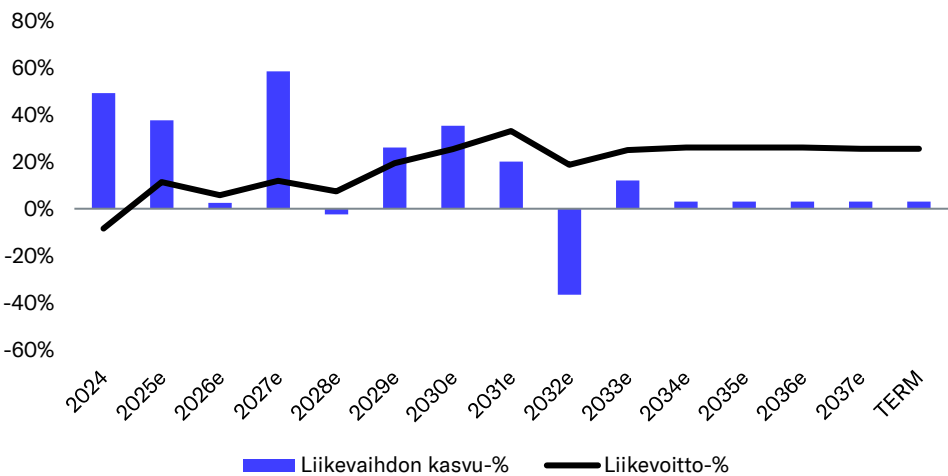
DCF-arvon herkkyys muutoksille riskittömässä korossa



DCF-arvon herkkyys muutoksille terminaalin liikevoittomarginaalissa (EBIT-%)



DCF-laskelman kasvu- ja kannattavuusoletukset



Lähde: Inderes. Huomaa, että terminaaliarvon paino (%) on esitetty käänteisellä asteikolla selkeyden vuoksi.

Yhteenveto

Tuloslaskelma	2022	2023	2024	2025e	2026e	Osakekohtaiset luvut	2022	2023	2024	2025e	2026e
Liikevaihto	43,6	33,9	50,7	69,7	71,5	EPS (raportoitu)	-0,13	-1,68	-0,27	0,41	0,21
Käyttökate	1,9	-17,0	2,5	15,7	14,1	EPS (oikaistu)	-0,13	-1,68	-0,27	0,41	0,21
Liikevoitto	-0,6	-28,6	-4,3	7,9	4,1	Operat. Kassavirta / osake	0,51	-1,40	1,50	0,58	0,81
Voitto ennen veroja	-1,2	-27,5	-3,8	7,4	3,6	Operat. Vapaa kassavirta / osake	-0,29	-2,15	-0,10	-0,29	-0,13
Nettovoitto	-1,7	-22,7	-3,6	5,6	2,9	Omapääoma / osake	6,57	5,02	5,06	5,71	6,15
Kertaluontoiset erät	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	Osinko / osake	0,10	0,00	0,00	0,00	0,00
Tase	2022	2023	2024	2025e	2026e	Kasvu ja kannattavuus	2022	2023	2024	2025e	2026e
Taseen loppusumma	99,6	79,3	99,3	109,5	113,7	Liikevaihdon kasvu-%	-3 %	-22 %	49 %	38 %	3 %
Oma pääoma	88,4	67,8	68,5	78,0	84,7	Käyttökatteen kasvu-%	-87 %	-990 %	-115 %	525 %	-10 %
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	Liikevoiton oik. kasvu-%	-105 %	4985 %	-85 %	-284 %	-48 %
Nettovelat	-52,9	-26,8	-25,3	-24,7	-26,3	EPS oik. kasvu-%	-119 %	1209 %	-84 %	-255 %	-49 %
Kassavirta	2022	2023	2024	2025e	2026e	Käyttökate-%	4,4 %	-50,0 %	5,0 %	22,5 %	19,7 %
Käyttökate	1,9	-17,0	2,5	15,7	14,1	Oik. Liikevoitto-%	-1,3 %	-84,4 %	-8,4 %	11,3 %	5,7 %
Nettokäyttöpääoman muutos	5,6	-2,1	17,8	-5,8	-2,1	Liikevoitto-%	-1,3 %	-84,4 %	-8,4 %	11,3 %	5,7 %
Operatiivinen kassavirta	6,8	-18,9	20,3	8,0	11,2	ROE-%	-2,0 %	-29,0 %	-5,3 %	7,7 %	3,5 %
Investoinnit	-10,8	-10,1	-26,6	-12,0	-13,0	ROI-%	-0,6 %	-35,2 %	-5,5 %	8,8 %	4,2 %
Vapaa kassavirta	-4,0	-29,0	-1,3	-4,0	-1,8	Omavaraisuusaste	88,8 %	85,5 %	70,9 %	71,3 %	74,5 %
						Nettovelkaantumisaste	-59,8 %	-39,5 %	-36,9 %	-31,7 %	-31,1 %
Arvostuskertoimet	2022	2023	2024	2025e	2026e						
EV/Liikevaihto	5,5	9,3	3,3	2,8	2,7						
EV/EBITDA	>100	neg.	65,9	12,4	13,8						
EV/EBIT (oik.)	neg.	neg.	neg.	24,7	47,4						
P/E (oik.)	neg.	neg.	neg.	39,0	76,6						
P/B	3,3	5,1	2,8	2,8	2,6						
Osinkotuotto-%	0,5 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %						

Lähde: Inderes

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 suosituksin 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 arvonmäärittämenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmäärittämenetelmät 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
15.8.2022	Lisää	26,00 €	22,15 €
31.10.2022	Osta	25,00 €	18,14 €
27.12.2022	Lisää	25,00 €	21,50 €
13.2.2023	Lisää	25,00 €	22,70 €
19.4.2023	Lisää	25,00 €	24,20 €
27.4.2023	Lisää	25,00 €	23,10 €
12.6.2023	Vähennä	25,00 €	26,10 €
14.8.2023	Vähennä	25,00 €	25,55 €
14.9.2023	Vähennä	24,00 €	22,50 €
27.10.2023	Lisää	30,00 €	27,00 €
1.11.2023	Lisää	30,00 €	27,95 €
16.11.2023	Vähennä	29,00 €	28,85 €
7.2.2024	Vähennä	21,00 €	21,60 €
13.2.2024	Lisää	21,00 €	17,62 €
19.2.2024	Lisää	19,00 €	17,02 €
21.3.2024	Lisää	19,00 €	16,70 €
30.4.2024	Lisää	20,00 €	19,20 €
12.8.2024	Lisää	20,00 €	17,20 €
5.9.2024	Lisää	21,00 €	17,50 €
4.11.2024	Lisää	19,00 €	15,32 €
20.11.2024	Osta	19,00 €	12,90 €
18.12.2024	Osta	19,00 €	14,00 €
13.2.2025	Osta	19,00 €	13,98 €
2.5.2025	Osta	20,00 €	16,42 €
1.8.2025	Lisää	18,00 €	16,06 €



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**

inderes.se

**inde
res.**