

Remedy Entertainment

Yhtiöraportti

12/2019

Peli on vasta kunnolla alkamassa

Toistamme Remedyn lisää-suosituksen ja 11,5 euron tavoitehinnan. Yhtiön strategia on siirtymässä tänä vuonna kasvuvaiheeseen, kun moniprojektimallin onnistuneen ylösajon ansiosta pelien julkaisu- ja tulojen tihenee jatkossa. Yhtiön pitkän aikavälin arvonluontipotentiaali on merkittävä strategian onnistuessa ja yhtiön kasvaessa useita omia pelibrändejä kehittäväksi pelitaloksi. Control-pelin myynti on lähtenyt käyntiin kohtuullisesti, mutta pelistä Remedylle tuloutuva liikevaihto näyttää painottuvan aiempia odotuksiamme enemmän vuodelle 2020. Katseet täytyy siis jo siirtää ensi vuoteen, jonka valossa osakkeen arvostus (2020e P/E 13x ja EV/EBIT 8x) näyttää maltilliselta. Vaikka näkyvyys ensi vuoteen on yhä hyvin rajallinen, pidämme osakkeen tuotto/riski-suhdetta houkuttelevana yhtiön pitkän aikavälin erittäin kiinnostavan sijoittajatarinan valossa.

Tasaisempi pelijulkaisujen aikakausi alkamassa

Remedy on vuosina 2017-2018 rakentanut strategiansa perustan valmiiksi ja tänä vuonna Controlin julkaisun myötä moniprojektimallin hedelmiä poimitaan ensimmäistä kertaa. Alustavien lukujen pohjalta Controlin myynti on lähtenyt käyntiin kohtuullisesti, vaikka erinomaisten kriitikkoarvioiden pohjalta menestys olisi voinut olla myös selvästi parempi. Pelin korkea laatutaso antaa kuitenkin hyvät eväät pitkäaikaiselle myynnille digitaalisissa kanavissa. Controlin myynnillä yhtiön liikevaihto ja tulos ottavat tänä vuonna selvän tasokorotuksen ylöspäin. Remedyllä on myös hyvät edellytykset tulevina vuosina jatkaa kannattavan kasvun uralla vuosittain ilmestyvien uusien pelien ja/tai lisäosien avulla. Yhtiöllä on käsissään Controlin myötä tuore referenssi AAA-laatusen uuden peli-IP:n kehittämisestä tehokkaalla aikataululla. Tämä yhdessä yhtiön vahvan taloudellisen aseman kanssa parantaa entisestään yhtiön neuvotteluasemaa uusien peliprojektien (3. projekti, Vanguard) mahdollisista julkaisusopimuksista neuvoteltaessa.

Houkutteleva asema arvoketjussa toimialan trendien valossa

Konsolimarkkina kasvaa vahvasti (CAGR 18-22: 9,7 %) ja markkinan trendit (tilauspohjaiset mallit, pilvipelaaminen, digitaalinen jakelu ja pitkäkestoiset pelipalvelut) näyttävät pelinkehittäjien kannalta suotuisilta. Pelistudioiden liiketoimintamallit voivat muuttua, mutta niiden osuus arvoketjusta näyttää kasvavan, sillä tarve laadukkaalle pelisällölle vain korostuu jatkossa eri toimijoiden ja digitaalisten jakelualustojen välisen kilpailun kiihtyessä. Tämä voi mahdollistaa Remedylle houkuttelevia tarjouksia pelien julkaisu- tai yksinoikeussopimusten suhteen. Lisäksi Remedyn kaltaisia itsenäisiä AAA-studioita on maailmalla vain kourallinen, mikä tekee yhtiöstä myös houkuttelevan yritysostokohteen useille toimijoille.

Arvostus näyttää ensi vuoteen katsottaessa maltilliselta, mutta merkittäviin pettymyksiin ei ole varaa

Vuosien 2019-2020 tulos alkaa heijastella ensimmäistä kertaa Remedyn lähivuosien tulospotentiaalia. Remedyn 2019e-2020e P/E-kertoimet ovat 20x-13x ja vahvan nettokassan huomioivat EV/EBIT-kertoimet 13x-8x. Tämän vuoden arvostuskertoimet ovat koholla, mutta ensi vuoteen katsottaessa arvostustaso näyttää maltilliselta ennusteemme toteutuessa. Kokonaisuudessaan Remedyn nykyiset arvostuskertoimet ovat mielestämme hyvin perusteltavissa, kun huomioidaan yhtiön vahva pitkän aikavälin arvonluontipotentiaali strategian jatkaessa oikeilla urilla. Merkittävää nousuvaraa emme kertoimissa kuitenkaan näe, ellei näkyvyys lähivuosien tuloskasvuun parane. Näkyvyys Remedyn tulevien pelien julkaisusopimuksiin ja menestykseen on heikko ja pitää yhtiön riskitason keskimääräistä korkeampana, vaikka Controlin myyntiin liittyvät riskit ovatkin viime kuukausina laskeneet.

Analytytikot



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



Mikael Rautanen
+358 50 346 0321
mikael.rautanen@inderes.fi

Suositus ja tavoitehintaa

Lisää

(aik. Lisää)



11,5 EUR

(aik. 11,5 EUR)

Osakekurssi: 10,15 EUR

Potentiaali: 13,3 %

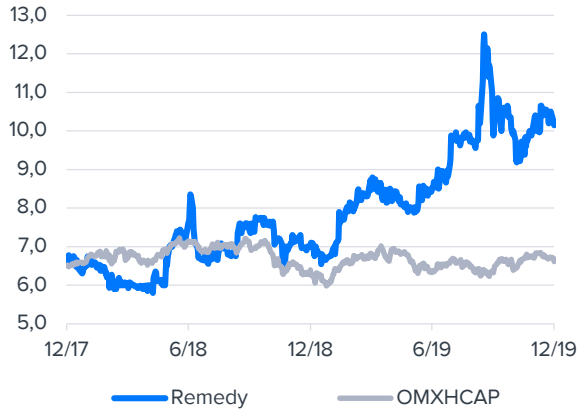
Avainluvut

	2018	2019e	2020e	2021e
Liikevaihto	20,1	33,5	37,3	41,3
kasvu-%	17 %	66 %	11 %	11 %
EBIT oik.	0,6	7,8	11,7	11,5
EBIT-% oik.	3,0 %	23,1 %	31,5 %	28,0 %
Nettotos	0,5	6,2	9,4	9,3
EPS (oik.)	0,04	0,52	0,78	0,77

P/E (oik.)	>100	19,7	13,0	13,2
P/B	3,6	4,5	3,6	3,2
Osinkotuotto-%	1,5 %	2,5 %	3,4 %	3,9 %
EV/EBIT (oik.)	>100	12,7	8,0	7,7
EV/EBITDA	55,2	11,6	7,5	6,6
EV/Liikevaihto	3,0	2,9	2,5	2,2

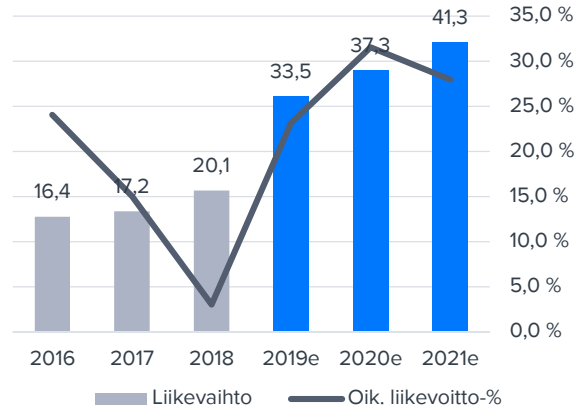
Lähde: Inderes

Osakekurssi



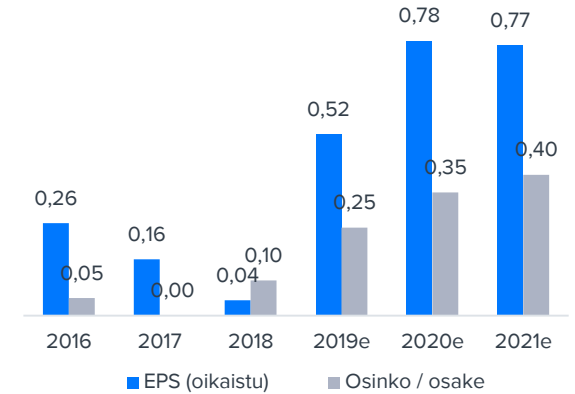
Lähde: Thomson Reuters

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



Arvoajurit

- Houkutteleva asema arvoketjussa toimialan trendien valossa
- Moniprojektimalli tuo jatkuvuutta ja hajauttaa riskejä
- Vahva track-record menestyvien pelien kehityksestä
- Omat teknologia-alustat tuovat skaalautuvuutta ja kilpailuetua



Riskitekijät

- Peliprojektien epäonnistuminen tai viivästyminen
- Riippuvuus julkaisijakumppaneista
- Riippuvuus yksittäisten pelien myynnistä
- Teknologia- ja markkinatrendit



Arvostus

- Toimialan suhteelliset arvostukset korkealla
- Vahvaa arvonluontipotentiaalia pelimyyntin onnistuessa
- Vuoden 2020 kertoimet maltillisella tasolla, mutta näkyvyys ensi vuoteen on vielä rajallinen
- Controlin myyntiin liittyvät riskit pienentyneet, mikä tukee osaltaan arvostusta

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	5-11
Sijoitusprofiili	12-14
Markkinat	15-19
Kilpailu	20-22
Strategia	23-27
Taloudellinen tilanne	28-29
Ennusteet ja arvonmääritys	30-35
Taulukot	36-39
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	40

Remedy lyhyesti

Remedy on yksi Suomen ensimmäisiä kansainvälisesti menestyneitä videopeliyhtiöitä, joka tunnetaan tarinallisista ja visuaalisesti näyttävistä toimintapeleistä kuten Max Payne, Alan Wake, Quantum Break ja Control.

1995

Perustamisvuosi

2017

Listautuminen

33,5 MEUR (+66 % vs. 2018)

Liikevaihto 2019e

7,8 MEUR (23 % lv:sta)

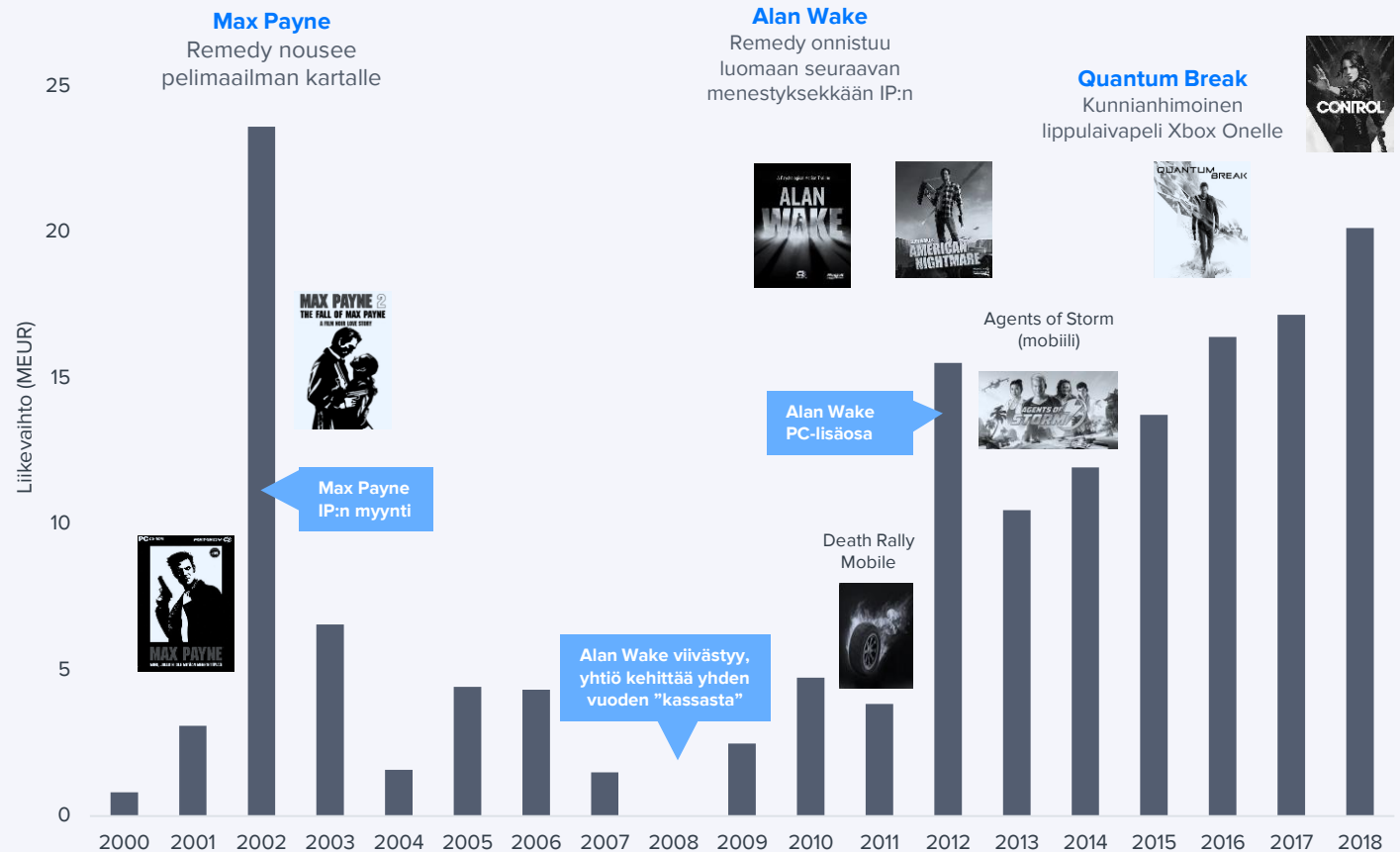
Liikevoitto 2019e

220

Henkilöstö H1'19 lopussa

79/100

Yhtiön Metacritic-arvosana



Control ja Crossfire
Kritikoilta hyvät arviot saanut Control julkaistiin 8/2019. Smilegatelille kehitettävä Crossfire-projekti tuo tasaista kassavirtaa.

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/5

Yhtiökuvaus

Arvostettu pelistudio

Remedy Entertainment (Remedy) on vuonna 1995 perustettu suomalainen videopelikehittäjä. Yhtiö on yksi vanhimmista ja tunnetuimmista pelinkehittäjistä Suomessa ja sen tunnetuimpiin peleihin kuuluvat Max Payne, Alan Wake, Quantum Break sekä elokuussa 2019 julkaistu Control. Remedy'n liikevaihto vuonna 2018 oli 20,1 MEUR ja liikevoitto 0,6 MEUR. Vuonna 2019 yhtiön liikevaihto ja tulos kasvavat merkittävästi elokuussa julkaistun Control-pelin ansiosta. Yhtiö työllisti H1'19 lopussa 220 pelialan ammattilaista.

Remedy tunnetaan maailmalla parhaiten yhtiön kehittämistä tarinavetoisista toimintapeleistä. Yhtiö on premium-pelien kategoriassa yksi arvostetuimpia pelistudioita. Osoituksena tästä Remedy'n Max Payne -pelisarjan pohjalta tehtiin Hollywood-elokuva jo vuonna 2008, jolloin peleistä tehdyt elokuvakäännökset eivät olleet yleisiä. Nyt yhtiön Alan Wake -pelistä on suunnitteilla tv-sarja. Yhtiön sisällä vallitseva tahtotila kehittää laadukkaita tarinankerronnaltaan uniikkeja pelejä näkyy myös yhtiön Metacritic-arviosta (79/100). Metacritic on peliarviota kokoava sivusto, jossa peliyhtiöt ja pelit saavat kokonaisarvosanan erikseen sekä kriitikoilta että pelaajilta. Yli 90 pistettä saavat pelit ovat arvostelumenestyksiä ja harvinaisia. 75-89 pistettä saavat pelit ovat Metacriticin asteikolla pelejä, joilla on pääasiallisesti positiivisia arvosteluja. Yli 80 pisteellä pelin voi sanoa pärjänneen erittäin hyvin kriitikkoarvioissa.

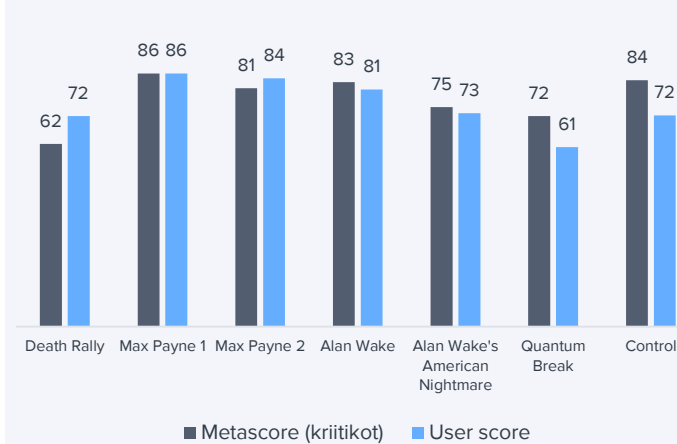
Remedy kehittää korkeatasoisia, suurten pelistudioiden massapeleistä selkeästi erottuvia pelejä pääsääntöisesti PC:lle, Xboxille ja Playstationille. Remedy'n pelien pelaajat ovat pääasiassa tarinavetoisista toimintapeleistä kiinnostuneita pelaajia, jotka ovat valmiita investoimaan yksittäiseen peliin yli 50 euroa.

Pitkä historia kasvattanut kokeneen pelistudion

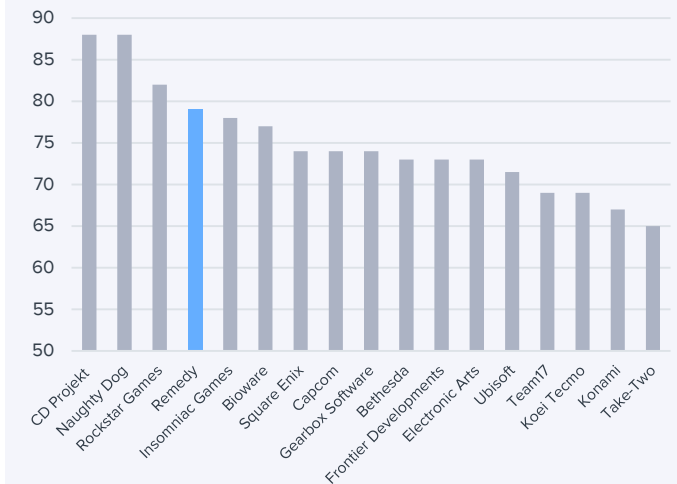
Remedy'n ensimmäinen peli Death Rally julkaistiin vuonna 1996. Käytännössä ennen yhtiön ensimmäisen hittipelin Max Paynen julkaisua vuonna 2001 Remedy opetteli pienellä tiimillä, kuinka peliala toimii, miten markkinoilla erotutaan ja rakensi oman kulttuurinsa. Max Paynen kehityksessä Remedyllä opittiin mitä tarinavetoisten hittipelien tekeminen vaatii. Tämän pohjalta yhtiöön rakentui pelikehityksen kulttuuri ja luovan puolen osaaminen, joka osaa ottaa amerikkalaista populaarikulttuuria vahvasti mukaan pelien teemoihin. Max Payne oli pelinä menestys (Metascore 86/100). Vahvasti menestyneen Max Payne 2:n myötä yhtiössä opittiin jatko-osien tärkeys, joiden kehittäminen on helpompaa ja pelien menestys usein parempaa ja ennustettavampaa. Remedy myi Max Paynen IP:n vuonna 2002 ja jatkoi sen kehitystä vuoteen 2003 saakka. IP:n myynnin jälkeen yhtiöllä oli vahva kassa pelikehitykseen vuosiksi eteenpäin.

Vuonna 2004 yhtiössä huomattiin, että yhtiön fokus oli vahvasti painottunut PC-puolelle ja laajentaminen konsolipuolelle oli perusteltua. Remedy partneroitui Microsoftin kanssa kehittääkseen Alan Wake -peliä. Alan Wake osoittautui odotettua työläämmäksi projektiksi ja pelin julkaisu myöhästyi vuodella.

Remedy'n pelien kriitikko- ja kuluttaja-arviot*



Remedy'n ja tiettyjen kilpailijoiden Metacritic-kokonaisarvosanat



Lähde: Metacritic, *keskiarvo eri pelialustojen kriitikko- ja kuluttaja-arvioista

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/5

Remedy maksoi tämän viivästyksen omasta kassastaan (ei liikevaihtoa vuonna 2008). Microsoft julkaisi Alan Waken keväällä 2010 samana päivänä kuin Rockstarin hittipeli Red Dead Redemption tuli myyntiin (Metacritic: 95/100). Tämä osaltaan rokotti Alan Waken myyntiä, mutta tästä huolimatta Alan Wake (Metascore 83/100) oli käsityksemme mukaan myös taloudellisesti kohtalaisen menestynyt projekti. Alan Wake American Nightmare -lisäosa menestyi myös arviomme mukaan hyvin (2012 liikevaihto 15,5 MEUR), vaikka Metacritic-arvio (75/100) jäi alkuperäistä peliä alhaisemmaksi. Alan Wakella on tänäkin päivänä vielä uskollinen jatko-osaa odottava fanikunta ja pelin IP:n sekä julkaisu-oikeuksien omistus on Remedyllä.

Ennen seuraavaa merkittävää projektia Remedy kokeili vuosina 2011-2014 mobiilipelien kehitystä kehittämällä Death Rally Mobile sekä Agents of Storm -mobiilipelit. Yhtiössä kuitenkin huomattiin, että kilpailu mobiilipeleissä on erittäin kovaa ja näkyvyyden saaminen pelille vaatii isoja panostuksia markkinointiin. Mobiilipelien keskuudessa ei myöskään ollut jalansijaa Remedyn ydinosaamista oleville premium-peleille ilmaispelien hallitessa markkinaa. Mobiilipelien kehitys ei myöskään ollut Remedyn kulttuurissa ja yhtiössä haluttiin tehdä ison ruudun pelejä.

Remedyn seuraava projekti oli vuonna 2016 julkaistu Quantum Break (Metascore 72/100), jonka yhtiö kehitti myös yhteistyössä Microsoftin kanssa. Quantum Breakin taloudellinen menestys kuitenkin kärsi, sillä nykyisen konsolisukupolven taistossa Microsoftin Xbox One ei saavuttanut pelaajien keskuudessa yhtä suurta suosiota kuin PlayStation 4. Remedy kehitti Quantum Breakin

alihankintana, jossa pelin IP jäi Microsoftille ja Remedy ei käsittääksemme hyötynyt kaupallisesti kovinkaan paljon itse pelimyyntistä. Remedy teki tästä huolimatta erittäin hyvän tuloksen pelin julkaisuvuotena (2016 EBIT-% 24 %), mikä kuvastaa yhtiön kykyä tehdä laadukkaita pelituotantoja kustannustehokkaasti.

Remedy aloitti Quantum Breakin valmistumisen jälkeen siirtymän kohti moniprojektimallia uuden strategiansa mukaisesti ja siirtyi vuoden 2018 aikana onnistuneesti useamman peliprojektin samanaikaiseen tuotantoon. Moniprojektimalliin nojaavan strategian hedelmiä aletaan nyt poimia vuodesta 2019 lähtien, kun yhtiö tavoittelee jatkossa vähintään yhden pelin tai pelin laajennuksen julkaisua vuosittain.

Liiketoimintamalli

Premium-pelien kehitystä

Remedyn liiketoimintamalli pohjautuu pelinkehitykseen PC-, Playstation 4- ja Xbox One -alustoille. Remedyn ja loppuasiakkaan välissä on tyypillisesti julkaisija, joka rahoittaa osan pelikehityksestä sekä jakelija, joka vastaa pelin jakelusta. Tämänkaltaisesta kehityksestä yhtiöllä on yksinkertaistetusti kaksi mallia: alihankintamalli sekä itsekehitetyn ja omistetun pelibrändin malli (oma IP). Alihankintamallissa Remedy ei itse omista IP:tä tai omistaa kehityskumppania pienemmän osan siitä. Tällöin kumppani rahoittaa suurimman osan tai kaiken pelinkehityksestä ja saa valtaosan pelimyyntin tuotoista. Oman IP:n mallissa Remedy omistaa suurimman osan kehitettävistä IP:stä, rahoittaa enemmän kehitystä ja saa myös suuremman osuuden pelin myynnistä.

Remedyn kehittämät pelit luokitellaan AAA-peleiksi, joiden ominaispiirteisiin kuuluu suuri tuotantobudjetti (10 MEUR:sta ylöspäin), korkea laatutaso sekä mittavat markkinointitoimenpiteet. AAA-pelin kehitys on taloudellisesti korkean riskin hanke ja kannattava toteutus vaatii peliltä suuria myyntimääriä (miljoonia kappaleita). Iso tuotanto tarkoittaa myös sitä, että pelit ovat visuaalisesti näyttäviä, niissä on hyödynnetty uusimman teknologian mahdollistamia ominaisuuksia ja pelikokemuksen kesto on kymmeniä tunteja. Niiden kohderyhmää ovat pelaajat, jotka ovat valmiita käyttämään peliin jopa 60-70 euroa.

Pelikehityksen elinkaari Remedyn peleissä

AAA-pelien kehityssykli voi vaihdella 2-5 vuoden välillä. Kuluttajien käsissä tuotteen elinkaari on kuitenkin melko lyhyt ja merkittävä osa myynnistä tehdään tyypillisesti jo ensimmäisten kuukausien aikana pelin julkaisusta. Rahavirrat ovat siten todella syklisiä. Digitaalisen jakelun ja lisäosien/laajennusten yleistymisen myötä pelien liikevaihtoon voidaan kuitenkin luoda nykyään yhä enemmän jatkuvuutta.

Remedyn pelinkehitysprosessi suunnittelupöydältä valmiiseen tuotteeseen asti voidaan jakaa viiteen vaiheeseen. Ensimmäinen vaihe on uuden peliäihion konseptointi. Tämä tyypillisesti vie 5-10 hengen resurssit ja tapahtuu yhtiössä sisäisesti. Seuraava vaihe on esituotanto, joka vaatii yhä melko pienen tiimin. Esituotannossa Remedy tyypillisesti etsii kehitysprojektille julkaisijakumppania. Optimaalisessa tilanteessa Remedyllä on tässä vaiheessa niin kiinnostava ja pitkälle kehitetty peliprojekti, että julkaisijoita voidaan kilpailuttaa.

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 3/5

Kumppanussopimuksen allekirjoitukseen voi sisältyä ”allekirjoitusbonus”, jolloin projektista kirjautuu ensimmäistä kertaa liikevaihtoa.

Seuraavassa vaiheessa eli tuotannossa projektia työstetään täydellä tiimillä, joka voi olla tuotannon koosta riippuen 30-100 henkeä.

Tuotantovaiheessa Remedyllä kirjautuu liikevaihtoa tasaisemmin, esimerkiksi alihankintamallissa tyypillisesti projektin välitappien saavuttamisen perusteella. Jälkituotanto on toiseksi viimeisin vaihe, jossa peli hiotaan julkaisukuntoon.

Viimeisenä on pelin julkaisu, jonka yhteyteen on alihankintamallissa mahdollista sitoa ”valmistumisbonus”. Mahdollisen valmistumisbonuksen lisäksi Remedy voi saada rojaltituloja pelin myynnistä sovitun jako-osuuden mukaan. Yleensä rojaltitulojen saaminen edellyttää sitä, että julkaisijakumppani on ensin saanut katettua myyntituotoilla omat investointinsa eli kehityskulut, markkinointikulut sekä fyysisten kopioiden valmistuskulut.

Pelien myynti painottuu erittäin vahvasti julkaisuajankohtaan. Tämän seurauksena julkaisuajankohta on hyvin kriittinen tekijä, ja pelien julkaisu samaan aikaan kilpailijoiden kanssa voi vaikuttaa olennaisesti myyntiin. Julkaisun jälkeen myyntiä tuetaan myöhemmin järjestettävillä alennuksilla tai kampanjoilla. Digitaalisen jakelun ja lisäosien yleistymisen myötä pelijulkaisua seuraavan myynnin ”häntä” on jatkuvasti pitenemässä. Fyysisen jakelun merkitys on edelleen huomattava konsoleilla, kun taas PC:llä jakelu on jo pitkälti digitaalista. Remedyllä pelien jakelu tapahtuu isojen fyysisten (kuten Gamestop) sekä digitaalisten (Steam, PlayStation

Store, Microsoft Store, Epic Store) jakelijoiden kautta.

Fyysisten pelien myynnistä julkaisijoille ja kehittäjille jäävä osuus on pienempi materiaali- ja logistiikkakustannusten myötä, mikä tekee digitaalisesta jakelusta houkuttelevamman vaihtoehdon. Remedyllä ei ole vielä omaa julkaisuutoimintaa, mutta yhtiö rakentaa parhaillaan kyvykkyyksiä julkaista pelejä mahdollisesti myös itse tulevaisuudessa.

Pelikehitys alihankintana

Pelikehitys kumppanin rahoittamana pienentää riskiä pelin epäonnistumisen varalta ja tasaa pelikehittäjän rahavirtoja. Kääntöpuolena se heikentää liikevaihdon jako-osuutta kehittäjälle päin. Kumppanit ovat usein julkaisijoita, jotka ovat välttämättömiä erityisesti fyysisten pelikopioiden myynnissä. Alihankintana pelejä kehittävät erityisesti pienet pelistudiot, joilla ei ole mahdollisuuksia rahoittaa pelikehitystä itse. Liiketoimintamalli on tällöin vastaava kuin esimerkiksi räätälöidyssä ohjelmistokehityksessä ja skaalautuvuus on heikkoa.

Pelikehitys itserahoitettuna

Pelikehitys on hyvin skaalautuvaa liiketoimintaa sille, joka kantaa rahoitusriskiä. Suurin kuluerä kehittäjille ovat kiinteät henkilöstökustannukset ja kannattavuus skaalautuu voimakkaasti pelimyynnin perusteella. Näin ollen itserahoitettuna liiketoiminta on hyvin herkkä julkaisuajankohtaan painottuvalle pelimyynnille, jonka ennustettavuus on heikkoa. Digitaalisesti jaeltavissa peleissä julkaisukumppania ei välttämättä tarvita lainkaan. Itserahoitettuna pelikehittäjä omistaa itse pelin IP:n, mikä

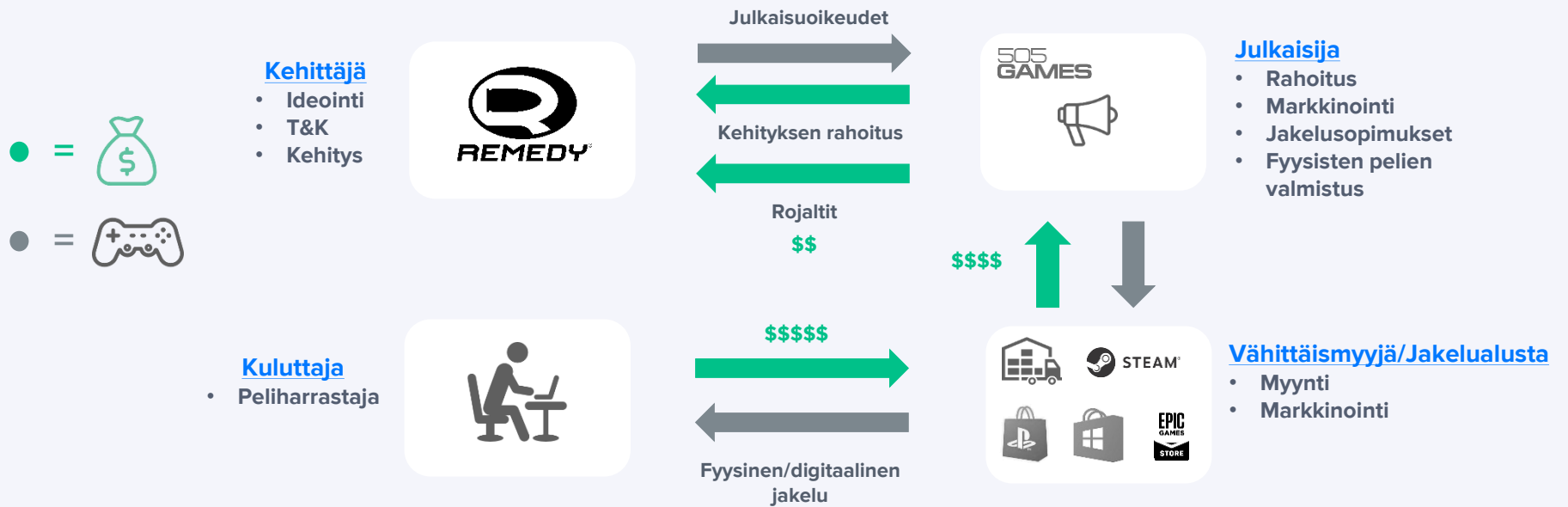
mahdollistaa jatko-osien kehityksen. Jatko-osissa pelikehitys on helpompaa ja kysynnän ennustettavuus parempi. Siten pelikehityksessä liiketoimintamallin paras skaalautuvuus saavutetaan, mikäli pelikehittäjä onnistuu luomaan menestyvän pelisarjan.

AAA-pelien hinnoittelu ja volyymit

Myyntivolyymit ovat kriittisin ajuri Remedyllä liiketoiminnassa, kun peleistä osa rahoitetaan itse. Pelien hinnat ovat pitkälti annettuja niiden ollessa melko standardoituneita. Huono- ja hyvälaatuisen pelin hinta on siis alussa sama, mutta huonon pelin myyntiä on vaikeampi parantaa alennuskampanjoilla. Nyrkkisääntöinä AAA-pelien myynnissä voidaan pitää seuraavia volyymejä pelin ensimmäisten vuosien aikana: heikosti myyvä peli (1 milj. kpl), kohtalaisesti myyvä peli (2 milj. kpl.), erittäin hyvin myyvä peli (5 milj. kpl.) ja jättimenestys (>10 milj. kpl.). Korkealaatuisten AAA-pelien hinnat ovat 60-70 euron tasolla, joten myyntimielessä yksittäisen pelin haarukka on muutamista kymmenistä miljoonista jopa miljardiluokkaan.

Remedyllä kilpailuetu pelimarkkinalla on yhtiön kyky tehdä tehokkaan tuotannon ja teknologian ansiosta korkealaatuisia AAA-pelejä myös suhteellisen pienillä budjeteilla (muutamia kymmeniä miljoonia). Tällöin yhtiön pelien ei tarvitse ylittää useiden miljoonien kappaleiden myyntimääriin ollakseen kannattavia. Lisäksi tämän ansiosta yhtiö pystyy kehittämään tietyille kohderyhmälle selkeästi valtavirrasta erottuvia pelejä, jolloin yhtiö ei kohtaa niin suoraa kilpailua suurimpia pelistudioita vastaan.

Remedyn liiketoimintamalli



Illustratiivinen elinkaari AAA-pelinkehityksessä, kun julkaisija rahoittaa suurimman osan tuotannosta



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 4/5

Nykyiset peliprojektit

Control

Remedyn moniprojektimalliin nojaavan strategian ensimmäinen itseomistettu pelibrändi on 27.8.2019 julkaistu Control. Control on kolmannen persoonan toimintaseikkailu, jonka pelimaailma on huomattavasti avoimempi kuin yhtiön aiemmissa, selvästi lineaarisemmin etenevissä peleissä. Peli tarjoaa Remedyn aiempia pelejä pidemmän pelikokemuksen, jonka lisäksi peliin ollaan tuomassa uusia ilmaisia lisäominaisuuksia sekä maksullisia laajennuksia (DLC). Vuoden 2020 aikana julkaistaan kaksi Controlin tarinaa ja pelimaailmaa laajentavaa maksullista laajennusta.

Control sai kriitikoilta erittäin hyvän vastaanoton (Metascore 84/100) ja peli palkittiin ”kriitikoiden valinta” -palkinnolla vuoden 2019 Golden Joysticks -tapahtumassa. Control sai myös 8 ehdokkuutta Game Awards -gaalassa (mm. Game of the Year), mikä oli toiseksi eniten kaikista ehdolla olleista peleistä. Control on saanut eri kanavissa paljon positiivista palautetta myös pelaajilta, mutta pelin kuluttajilta saama Metacritic-arvio (72/100) jää kuitenkin kriitikoiden arvioista. Vanhemmilla konsolialustoilla pelin julkaisun jälkeen ilmenneet toimintaongelmat esimerkiksi suurissa taistelukohtauksissa ovat arviomme mukaan heikentäneet arvosanoja. Näitä ongelmia korjattiin päivityksellä muutama viikko pelin julkaisun jälkeen. PC:llä puolestaan osa pelaajista on arviomme mukaan pettynyt pelin julkaisijan 505 Gamesin päätökseen laittaa Control yksinoikeudella ensimmäiseksi vuodeksi Epic Storeen, mikä todennäköisesti heikensi alussa pelin saamia arvosanoja.

Controlin myynnistä on saatu jo ensimmäisiä datapisteitä ja niiden perusteella pelin myynti on lähtenyt käyntiin kohtuullisesti. Ottaen huomioon pelin erittäin hyvät kriitikkoarviot, olisi pelillä ollut potentiaalia yltää alussa myös kovempaan myyntiin, mutta ”jackpot”-skenaario jäi toteutumatta. Controlin markkinointibudjetti on ollut huomattavasti pienempi kuin esimerkiksi Quantum Breakin, jossa takana oli Microsoftin valtavat muskelit. Pienemmällä budjetilla panostukset on pyritty kohdistamaan tarkasti pelin avainmarkkinoille (esim. USA), jotta panostukset olisivat mahdollisimman tehokkaita. Pienemmillä panostuksilla luonnollisesti pelin ei myöskään tarvitse myydä niin paljoa ollakseen kannattava. Käsittelemme Controlin myyntiin liittyviä numeroita tarkemmin ennusteet-kappaleessa.

Uuden pelibrändin/IP:n julkaisuun ja menestykseen liittyy aina merkittäviä riskejä. Nykyisten tietojen valossa voidaan mielestämme jo todeta, että Remedy on onnistunut luomaan Controlista laadukkaan uuden peli-IP:n, vaikka räjähtävin startti jäi saavuttamatta pienempien markkinointipanostusten vuoksi. Pelin korkea laatutaso antaa kuitenkin hyvät eväät pitkäaikaiselle myynnille digitaalisissa kanavissa, kun pelaajien tietoisuus pelistä asteittain kasvaa. Controlia on alusta alkaen rakennettu pitkäaikaiseksi pelibrändiksi ja Remedyllä on nyt mahdollisuus kehittää peliin lisäsisältöä, laajennuksia ja jopa kokonaisia jatko-osia. Näin ollen Controlista näyttäisi muodostuvan yhtiölle erittäin pitkäaikainen liikevaihdon ajuri.

Crossfire

Remedy on vuodesta 2016 tehnyt yhteistyötä korealaisen Smilegaten kanssa ja kehittänyt

alihankintamallilla yksinpeliosuuksia Smilegaten tuleviin Crossfire-peleihin. Smilegaten alkuperäinen, yli kymmenen vuotta vanha Crossfire on erittäin suosittu online-peli erityisesti Kiinassa. Pelillä on noin 650 miljoonaa rekisteröitynyttä käyttäjää ja edelleen noin 8 miljoonaa samanaikaista pelaajaa. Kiinassa peli on tehnyt keskimäärin lähes miljardin euron liikevaihtoa vuodessa tehden siitä kaupallisesti yhden maailman menestyneimmistä peleistä.

Remedyn ja Smilegaten ensimmäinen projekti saatiin päätökseen lokakuussa 2018, jonka yhteydessä yhtiöt ilmoittivat uudesta noin 2 vuotta kestävästä Crossfire-projektista. Tähän mennessä Remedy on kehittänyt yksinpeliosuutta Crossfire HD sekä Crossfire X -peleihin. Crossfire HD on alkuperäisen Crossfire-pelin remasteroitu versio, jonka julkaisupäivää ei ole vielä julkaistu. Crossfire X on puolestaan ensimmäinen konsoliversio pelistä ja se julkaistaan Xbox One -alustalla vuoden 2020 aikana.

Alihankintamallissa Smilegate maksaa Remedyille kehitysmaksuja projektissa saavutettujen välitavoitteiden mukaisesti, jonka lisäksi Remedyllä on mahdollisuus saada rojalituuksia pelin menestyksestä riippuen. Arviomme mukaan jo pelkästään kehitysmaksujen ansiosta Smilegate-alihankinta on Remedyille hyvin kannattavaa liiketoimintaa. Yhteistyön myötä Remedy saa myös kehitettyä tiettyjä uusia teknologisia osaamisalueita, kokemusta Aasian pelimarkkinoista sekä online-pelien kehittämisestä. Käsittelemme mukaan Smilegate on äärimmäisen vaativa kumppanivalinnoissaan ja vain harvat pelistudiot maailmassa pystyvät tuottamaan sen edellyttämää laatutasoa.

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 5/5

3. Projekti

Remedy aloitti kolmannen vielä nimeämättömän peliprojektin esivalmistelut vuoden 2018 aikana ja vuonna 2019 peliä on konseptoitu ennen esituotantovaiheeseen siirtymää. Samalla yhtiö on kartoittanut potentiaalisia julkaisijakumppaneita. Arvioimme, että kolmannesta projektista on tulossa Controlin tyylinen isompi tuotanto, jolloin kumppanin ottaminen mukaan rahoittamaan hanketta ja auttamaan kaupallistamisessa on mielestämme järkevää.

Käsityksemme mukaan Remedyn arvo potentiaalisten kumppanien silmissä on jälleen noussut Controlin julkaisun jälkeen. Control on yhtiöltä tuore referenssi kyvystä tuottaa AAA-laadun peli hyvillä Metacritic-arvioilla tehokkaalla 3 vuoden aikataululla. Vertailun vuoksi Alan Waken kehittämisessä yhtiöllä meni noin 6 vuotta ja osa potentiaalisista kumppaneista on voinut olla epäileväisiä, miten Remedy pystyy ylläpitämään laatutasoa nopeammassa kehityssyklissä. Controlista saatu tähti rinnassaan Remedy on nyt erinomaisissa asemissa neuvotteluissa ja arvioimme yhtiön tiedottavan ehdoiltaan hyvästä julkaisusopimuksesta kolmannen projektin osalta ensi vuoden aikana.

Vanguard

Elokuussa 2018 Remedy kertoi perustaneensa pienen sisäisen kehitystiimin, jonka tehtävänä on kehittää moninpelattavia pelikokemuksia. Vanguard-nimellä kulkevassa projektissa käytetään Epic Gamesin kehittämää Unreal-pelimootoria, joka soveltuu paremmin moninpelien kehittämiseen kuin Remedyn oma

Northlight-pelimootori. Remedyn mukaan projekti on ottanut askeleita eteenpäin vuoden 2019 aikana ja arvioimme sen siirtyvän kolmannen projektin tapaan esituotantoon/tuotantoon ensi vuoden aikana. Pelin julkaisu voisi ajoittua arvioimme mukaan 2021 loppuun tai viimeistään vuoteen 2022.

Tänä päivänä maailman suosituimmat pelit ovat usein netissä moninpelattavia ilmaiseksi ladattavia (Free-to-play, F2P) pelejä. Niissä myös niin sanottu GaaS-malli (Games-as-a-service) pääsee oikeuksiinsa. Erilaiset päivityspaketit ja lisäsisällöt pelin alkuperäisen julkaisun jälkeen pidentävät pelien tuottojen elinkaarta. Markkinalla on valtava määrä massiivisilla tuotantobudjeteilla rakennettuja moninpelejä (esim. Fortnite) ja emme usko Remedyn tähtäävän suoraan tähän markkinaan.

Sijoitusprofiili

Tasaisempi pelijulkaisujen aikakausi alkamassa

Remedy on vuosina 2017-2018 rakentanut strategiansa perustan valmiiksi ja nyt Controlin julkaisun myötä moniprojektimallin hedelmiä päästään ensimmäistä kertaa poimimaan. Controlin myynnillä yhtiön liikevaihto ja tulos ottavat tänä vuonna selvän tasokorotuksen ylöspäin. Remedyllä on myös hyvät edellytykset tulevina vuosina jatkaa kannattavan kasvun uralla vuosittain ilmestyvien uusien pelien ja/tai lisäosien avulla. Remedyllä pitkän aikavälin arvonluontipotentiaali on merkittävä strategian onnistuessa ja yhtiön kasvaessa useita omia pelibrändejä kehittäväksi pelitaloksi.

Remedyllä on vahvat näytöt sen kyvykkyydestä kehittää laadukkaita ja menestyviä pelejä, mutta aiemmin yksittäisiin projekteihin ja alihankintamalliin nojaavasta liiketoimintamallista johtuen yhtiö ei kaupallisesti ole ollut yhtä menestynyt pelistudio. Nyt yhtiö saa itse suuremman osuuden pelien myyntituotoista rahoittaessaan suurempia osuuksia peliprojekteista. Oman Northlight-pelimoottorin ja samaan toimipisteeseen keskitettyjen toimintojen ansiosta yhtiö pystyy tuottamaan huippulaatuista pelejä kustannustehokkaasti, jolloin pelien ei tarvitse myydä niin paljoa kattaakseen kehittämisen kustannuksia.

Yhtiöllä on käsissään Controlin julkaisun myötä tuore referenssi AAA-laatuiseen uuden peli-IP:n kehittämisestä tehokkaalla aikataululla. Tämä yhdessä yhtiön vahvan taloudellisen aseman kanssa parantaa entisestään yhtiön neuvotteluasemaa uusien peliprojektien (3. projekti, Vanguard) mahdollisista julkaisusopimuksista neuvoteltaessa.

Konsolimarkkinan trendien valossa tarve laadukkaalle, mielellään yksinoikeudella tehdyille sisällölle on jatkuvasti kasvussa. Tämä avaa Remedyllä mahdollisuuksia solmia houkuttelevia sopimuksia kumppaneiden (julkaisijat ja jakelualustat) kanssa.

Strategiaa rakennettu hallituin riskein

Remedy on listautumisestaan lähtien toteuttanut strategiaansa suunnitelmien mukaisesti ja yhtiön siirtymä vahvempaan arvoketjuasemaan on toteutettu hallituin riskein. Smilegate-alihankinta on tuonut yhtiölle vakaata kassavirtaa strategian rakennusvaiheessa, jonka lisäksi Controlin julkaisija on rahoittanut noin puolet pelin tuotantobudjetista. Tämän ansiosta yhtiön kannattavuus on pysynyt positiivisena ja taloudellinen tilanne erittäin vahvana. Moniprojektimallin onnistuneen ylösajon myötä jatkossa tiheämpi pelien julkaisutahti pienentää asteittain Remedyllä riippuvuutta yksittäisen pelijulkaisun menestyksestä.

Peliyhtiön liiketoiminnan logiikasta johtuen Remedyllä liiketoimintamallin riskiprofiili on keskimääräistä Helsingin pörssin yhtiötä korkeampi. Muutama yhtiön liiketoimintaan liittynyt olennainen riski on kuitenkin pienentynyt selvästi viimeisen reilun vuoden aikana. Ensinnäkin moniprojektimallin ylösajoon liittyneet riskit on selätetty ja yhtiö on kehittänyt onnistuneesti kahta täydessä tuotannossa olevaa projektia samaan aikaan. Yhtiö on onnistunut rekrytoinneissa ja 3. projektin ja Vanguardin ydintiimit on saatu koottua. Jatkossa rekrytointitarve on selvästi aiempaa maltillisempi ja jaettujen teknologioiden ja keskitettyjen toimintojen ansiosta pelinkehityksessä aletaan saavuttaa skaalaetuja

projektien välillä. Toiseksi tulevien julkaisusopimusten ehtoihin liittyvät riskit ovat pienentyneet, sillä Controlin onnistuneen julkaisun myötä Remedyllä neuvotteluasema on entistä vahvempi.

Keskeiset riskit

Remedyllä strategian onnistumiseen liittyvät keskeiset riskit ovat arviomme mukaan seuraavat:

- Remedy on riippuvainen yksittäisten pelien menestyksestä ja peliprojektien laadullisesta ja ajallisesta onnistumisesta. Tämä väistämättä nostaa yhtiön riskiprofiilia ja tuo volatilitteettia yhtiön arvonmuodostukseen. Riskitaso ja sitä kautta myös tuottopotentiaali nousee tulevaisuudessa yhtiön julkaistessa itse osan peleistään ilman kumppania.
- Remedy on riippuvainen julkaisija-kumppaneistaan, niiden menestyksestä ja niiden kanssa solmittavien sopimusten ehdoista. Esimerkiksi Smilegate-alihankinta voi päättyä, jos tulevat Crossfire-pelit eivät menesty. Lisäksi Remedyllä näkyvyyssopimusten rojaltiltuottoihin voi olla heikko.
- Yhtiön kassavirrat ovat hyvin syklisiä ja riippuvat pelijulkaisujen ajoituksista ja menestyksestä. Tämän vuoksi yhtiön on operoitava jatkuvasti vahvalla taseella.
- Nopeat markkina- ja teknologiatrendit. Nämä liittyvät toisaalta kuluttajien impulsiiviseen käyttäytymiseen sekä teknologian nopeaan kehitykseen. Riskiä vastaavasti korostaa peliprojektien pitkät kehityssykli.

Sijoitusprofiili

1.

Houkutteleva asema arvoketjussa

2.

Korkea tuottopotentialiaali pelien menestyessä

3.

Vahvat näytöt laadukkaista peleistä

4.

Kasvava markkina, jonka trendit suotuisia yhtiölle

5.

Yhtiöllä useita pitkäkestoisia kilpailuetuja (pelien laatu, positioituminen, teknologia)

Potentiaali



- Omien pelibrändien ja jatko-osien kehitys
- Korkeampi osuus pelimyynnin tuotoista
- Mahdollisuus erinomaiseen kannattavuuteen pelimyynnin onnistuessa
- Moniprojektimalli tasaa riskejä ja tuo skaalaetuja
- Maine ja omat teknologiat tuovat kilpailuetua

Riskit



- Riippuvuus yksittäisten pelien myynnistä
- Riippuvuus julkaisijakumppaneista
- Pitkät kehityssyklit ja mahdolliset viivästyksset
- Teknologia- ja markkinatrendit muuttuvat nopeasti

Liiketoimintamallin riskiprofiili



Markkinat 1/2

Pelimarkkina on suuri ja globaali

Pelaamisen suosio maailmassa on kasvanut 2000-luvulla dramaattisesti elintason nousun myötä ja tänä päivänä pelaaminen on ylivoimaisesti suosituin viihdemuoto maailmassa. Markkinatutkimusyhtiö Newzoo arvioi globaalin pelimarkkinan kooksi noin 152 miljardia dollaria vuonna 2019, mikä tarkoittaa noin 10 %:n vuosikasvua. Vuosina 2018-2022 keskimääräisen vuosikasvun arvioidaan olevan noin 9 %.

Myyntillä mitattuna viisi suurinta markkinaa ovat Yhdysvallat, Kiina, Japani, Etelä-Korea ja Saksa. Kokonaisuudessaan Aasia on noin 47 % kokonaismarkkinasta, jota seuraavat Pohjois-Amerikka (26 %) ja EMEA-alue (23 %). Remedyllä keskeinen ison ruudun PC- ja konsolipelaaminen painottuu yhä pääasiallisesti kehittyneille markkinoille. Konsolipelaamisen suosio kasvaa kuitenkin nopeasti kehittyvissä maissa tulotason nousun myötä. Smilegate-yhteistyön ansiosta Remedy saa jalansijaa ja kokemusta myös Aasian markkinasta, joka tyypillisesti on länsimaisille pelinkehittäjille haastava markkina.

Remedy toimii konsoli- ja PC-alustoilla

Pelimarkkinat voidaan maantieteellisen kehityksen lisäksi jakaa alustakohtaisesti. Remedyllä keskeiset pelialustat ovat PC sekä konsolit. Konsolit (Xbox One, Playstation 4, Nintendo Switch) ovat rahallisesti toisiksi isoin pelialusta ja Newzoo arvioi konsolimarkkinan kooksi vuonna 2019 noin 48 miljardia dollaria. Markkinan arvioidaan kasvavan keskimäärin 9,7 % vuodessa 2018-2022. Kasvun ajurina toimivat erityisesti vuonna 2020 markkinoille saapuvat seuraavan sukupolven Playstation- ja Xbox-konsolit sekä

Nintendo Switchin uudet versiot. Lisäksi nykyisten konsolien erittäin vahva laitekanta ja laaja pelivalikoima tukevat konsolipelien myynnin kehitystä. PS4:ää on myyty yli 100 miljoonaa kappaletta (Sony, 2019) ja Xbox Onea arviolta yli 46 miljoonaa kappaletta (IDC, 2019). Konsolipuolella fyysisen jakelun rooli on vielä tärkeä, mutta digitaalisen jakelun rooli on noussut merkittävästi viime vuosina. Sonyn Q1'19-raportin mukaan digitaalinen jakelu vastasi jo 53 % kaikista PS4-pelien myynnistä.

PC on kolmanneksi suosituin alusta 32 miljardin dollarin kokoluokalla ja PC-markkinan arvioidaan kasvavan noin 5 %:n vuosivauhtia 2018-2022. PC-markkinasta mielenkiintoisen tekee se, että pelien jakelu on siirtynyt lähes kokonaan digitaaliseen kanavaan, jolloin arvoketjussa jakelijan osuus pienenee. PC-pelien kauppapaikka Steamilla oli vuonna 2018 kuukausittaisia aktiivisia käyttäjiä noin 90 miljoonaa. Tänä vuonna Steamin haastajaksi PC-pelien jakelussa nousseella Epic Games Storella oli maaliskuussa Epicin omien kommenttien mukaan yli 85 miljoonaa rekisteröitynyttä käyttäjää.

Mobiilipelaaminen on viimeisen 10 vuoden aikana kasvanut räjähdysmäisesti älypuhelinien yleistymisen myötä ja mobiili on noussut suosituimmaksi pelialustaksi. Newzoo arvioi mobiilipelimarkkinan kooksi tänä vuonna noin 55 mrd. dollaria ja tablet-pelaamisen 14 mrd. dollaria. Mobiili- ja tablet-markkinan odotetaan kasvavan keskimäärin 11,3 % vuosina 2018-2022 kehittyvien markkinoiden ajaessa kasvua. Mobiilipelaamisen suosion kasvu ei ole ollut pois PC- ja konsolipelaamisesta. Mobiili on tuonut pelaamiseen enemmänkin täysin uuden ”casual

gaming” -kategorian, joka on tavoittanut täysin uusia pelaajakohderyhmiä. Remedyllä tärkeiden peliharrastajien kulutuskäyttäytymiseen tällä ei ole ollut olennaista vaikutusta.

Isossa kuvassa Remedyn alla olevat ison ruudun viihteeseen keskittyvät PC- ja konsolipelaamisen markkinat ovat mielestämme tällä hetkellä hyvin vakaalla pohjalla ja markkinan kasvuajurit ovat terveet. Pitkien tuotekehityssykliden takia markkinalla on kuitenkin tärkeä ennakoita tulevat trendit, sillä menestys edellyttää pelistudioilta oikeita pitkän tähtäimen valintoja alustojen, pelikategorioiden ja kumppaneiden suhteen.

Liiketoimintamallit kehittyvät toimialalla

AAA-peleissä perinteisenä liiketoimintamallina on ollut, että peliä myydään sekä fyysisinä että digitaalisina kopioina kertaostoksena kuluttajille noin 60-70 euron kappalehintaan. Pelin kaupallinen menestys on pitkälti määräytynyt julkaisuvuoden myyntivolyymien perusteella. Tänä päivänä digitaalisen jakelun yleistymisen myötä pelien elinkaaria pystytään pidentämään merkittävästi. Lisämyyntiä tavoitellaan yhä useammin alkuperäisen pelin julkaisun jälkeen kehitettävillä lisäosilla (DLC). Lisäosien avulla pystytään myös tukemaan alkuperäisen pelin jo siinä vaiheessa todennäköisesti alennettua myyntihintaa ja houkuttelemaan pelille kokonaan uusia ostajia. Pelit nähdään siis yhä useammin pitkäkestoisina palveluina (GaaS, Games as a Service). Myös Remedy pyrkii luomaan peleistään pitkäkestoisempia kokemuksia ja esimerkiksi Controliin julkaistaan vuoden 2020 aikana kaksi maksullista lisäosaa, joilla pelin maailmaa ja tarinaa laajennetaan.

Markkinat 2/2

Mobiilipelien räjähdysmäisen kasvun myötä free-to-play -liiketoimintamalli (F2P) on kasvattanut suosiotaan. F2P-mallissa pelaajat voivat hankkia pelin ilmaiseksi ja pelin ansainta nojaa pelin sisällä tehtäviin ostoksiin sekä mainoksiin. Nykyään käytännössä kaikki mobiilipelit pohjautuvat F2P-malliin. Myös PC-markkinoilla F2P on jo saavuttanut melko suuren suosion.

Konsolimarkkinoilla F2P nostaa myös päätään viimeaikaisten menestyspelien (esim. Fortnite ja PUBG) vetämänä. F2P-mallin haasteena konsoleilla on, että sen tulee vedota nopeasti todella suureen pelaajakuntaan, sillä lopulta vain pieni osa pelaajista konvertoituu maksaviksi asiakkaidiksi. Konsolien huomattavasti pienempi lukumäärä (PS4 ja Xbox One ~150 milj. kpl.) verrattuna aktiivisten älypuhelimien lukumäärään (Newzoo: 3,2 mrd. kpl.) tekee F2P-mallin toteuttamisen konsoleilla huomattavasti mobiilipelejä haastavammaksi. Lisäksi konsolipelien tuotantokustannukset ovat selvästi mobiilipelejä suuremmat ja pelien kehityssykli pidemmät, mikä osaltaan rajoittaa konsolipelien kehittäjien halua siirtää F2P-malliin.

Uutena trendinä tilauspohjaista liiketoimintamallia tuodaan myös pelaamiseen, kuten on tehty jo muun muassa musiikin (Spotify) ja elokuvien (Netflix) suhteen. Esimerkiksi Sony (Playstation Now), Microsoft (Xbox Game Pass) ja EA (Origin) ovat lanseeranneet omat palvelunsa, joissa kuukausimaksua vastaan pääsee pelaamaan valikoimasta löytyviä pelejä. Tilauspohjaisten mallien luontevana jatkeena on tulevaisuudessa konsoli- ja PC-pelien striimaaminen suoraan pilvestä ja kamppailu ”pelien Netflix” -asemasta on jo alkanut. Google teki avauksen tällä saralla marraskuussa 2019 avatulla Stadia-palvelullaan.

Myös Microsoftilla on vastaava palvelu kehitteillä nimellä ”Project XCloud”. Sony rakentaa polkua pilvipelaamiseen Playstation Now -palvelun avulla. Lisäksi pilvipalveluissa vahva Amazon on tulossa markkinalle haastajaksi. Pilvipelaaminen vaatii saumattomasti ja nopeasti toimivan Internet-yhteyden, ja arvioimme sen suosion kasvavan asteittain seuraavien 5 vuoden aikana mm. 5G-sekä kuituyhteyksien yleistyessä. Jos pilvipelaaminen lyö toden teolla läpi, todennäköisesti se tapahtuu vasta seuraavan sukupolven pelikonsolien (PS5 ja Xbox Project Scarlett) elinkaaren loppupäässä jossain vaiheessa 2020-luvun loppupuolella.

Digitaalisten jakelualustojen kilpailu kiihtyy

Pelit ostetaan viime kädessä jakelijoilta, jotka edustavat kauppapaikkoja pelaajille. Näihin lukeutuvat sekä fyysiset jakelijat (kuten Amazon ja GameStop) että digitaaliset jakelijat. Digitaalisen jakelun osalta konsolipuolella jakelijoina toimivat yksinomaan alustojen kehittäjät (Playstation Store ja Microsoft Store).

PC-peleissä markkinoita pitkään hallinnut Steam (markkinaosuus noin 75 %, Screen Digest 2013) sai vuoden 2018 joulukuussa todellisen haastajan, kun Epic Games perusti oman Epic Games Store -kauppapaikan. Fortnite-pelin menestyksen myötä Epicillä on myös taloudelliset muskelit haastaa Steamin asemaa. Epicin mukaan Steamin veloittama 30 %:n (25 % 10 MEUR:n ja 20 % 50 MEUR:n myynnin jälkeen) jakelukustannus ei ole kohtuullinen digitaalisen jakelun maailmassa. Epic Games Storessa jakelukustannus on ainoastaan 12 %. Saadakseen Steamiin tottuneet PC-pelaajat käyttämään Epicin alustaa, on Epic pyrkinyt solmimaan aktiivisesti pelinkehittäjien kanssa

ajallisia yksinoikeussopimuksia. Esimerkkinä tästä toimii Remedyn Control-pelin julkaisu ensimmäiseksi vuodeksi yksinoikeudella Epic Games Storeen, josta Epic Games maksoi Remedylle ja pelin julkaisija 505 Gamesille yhteensä noin 9,5 MEUR. Summa on merkittävä, sillä se kattaa arviolta noin kolmasosan Controlin koko tuotantobudjetista (arvio n. 25-30 MEUR).

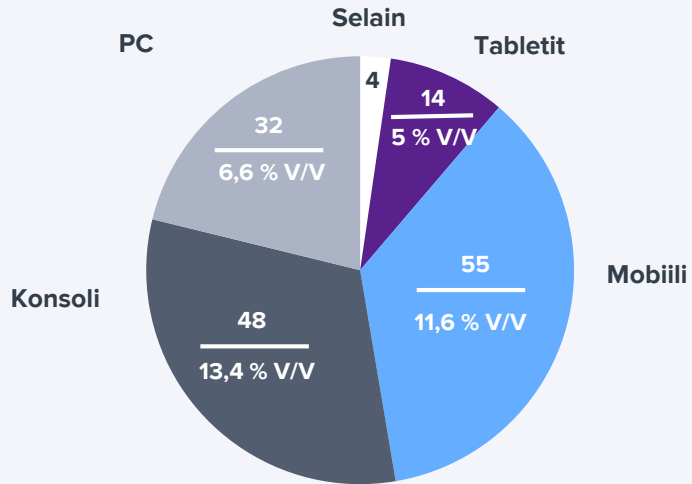
Pelinkehittäjien osuus arvoketjusta kasvaa

Liiketoimintamallit kehittyvät pelialia yhä, minkä takia alan toimijoilta vaaditaan ketteryyttä. Julkaisijat ovat historiallisesti olleet arvoketjussa vahvassa asemassa, sillä julkaisijat ovat toimineet portinvartijoina pelinkehittäjien ja jakelijoiden välissä. Konsolivalmistajat ovat omissa suljetuissa alustoissaan myös vahvassa arvoketjuasemassa. Tilanne on kuitenkin muuttumassa, kun digitaalisten jakelijoiden välinen kilpailu, tilauspohjaiset liiketoimintamallit, pilvipelaaminen ja F2P-mallit muokkaavat markkinaa.

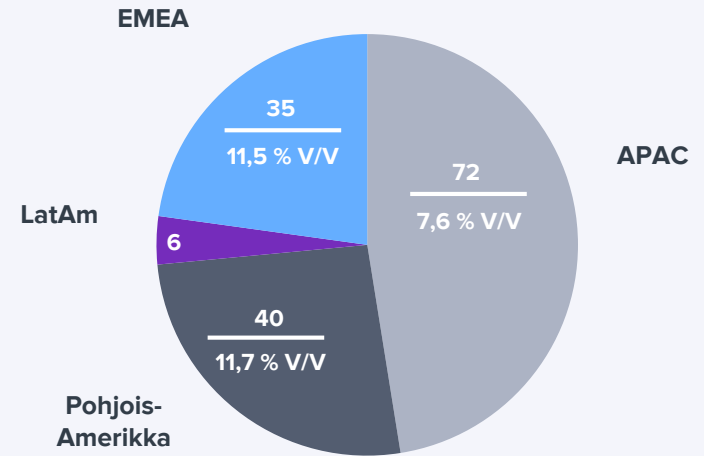
Remedyn kannalta hyvä puoli on se, että pelistudioiden rooli arvoketjussa ei ole katoamassa mihinkään, kun taas julkaisijoiden ja erityisesti jakelijoiden rooli arvoketjussa näyttää pienentyvän digitaalisten jakelumallien myötä. Pelistudioiden liiketoimintamallit voivat muuttua, mutta niiden osuus arvoketjusta todennäköisesti kasvaa tulevaisuudessa, sillä tarve laadukkaalle pelisisällölle vain korostuu jatkossa eri toimijoiden ja digitaalisten alustojen kilpailun kiihtyessä. Tämä voi mahdollistaa Remedylle houkuttelevia tarjouksia julkaisu- tai yksinoikeussopimusten suhteen. Lisäksi Remedyn kaltaisia itsenäisiä AAA-studioita on maailmalla vain kourallinen, mikä tekee yhtiöstä myös houkuttelevan yritysostokohteen useille toimijoille.

Markkinat

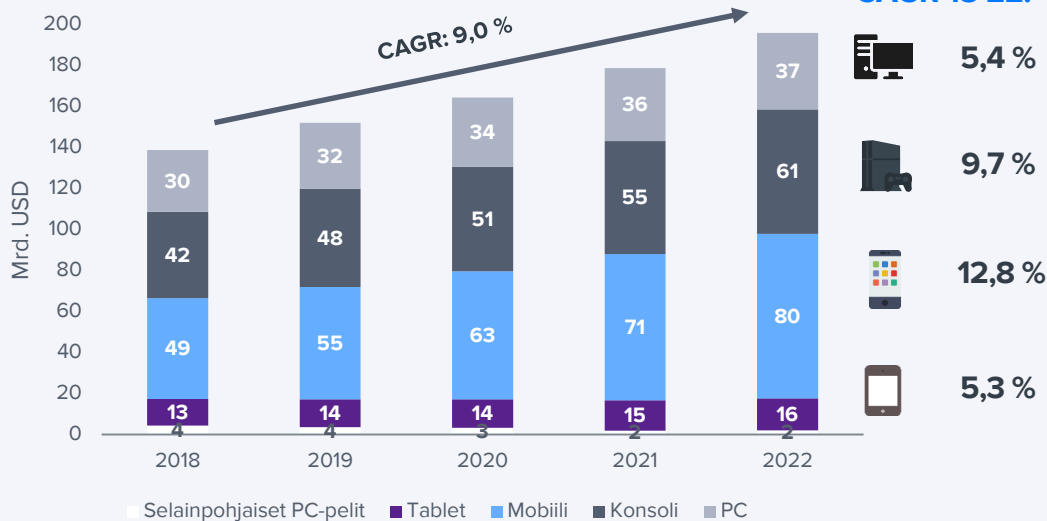
Pelimarkkinat alustoittain 2019 (Mrd. USD)



Pelimarkkinat maantieteellisesti 2019 (Mrd. USD)



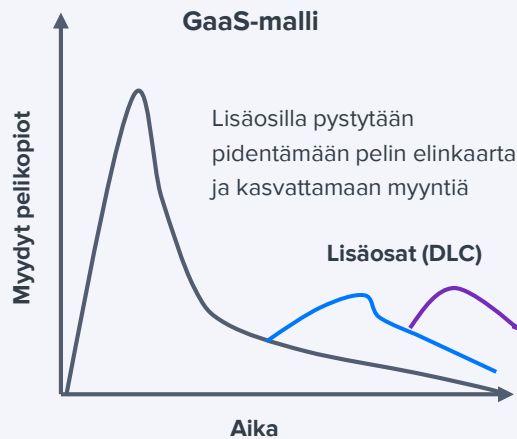
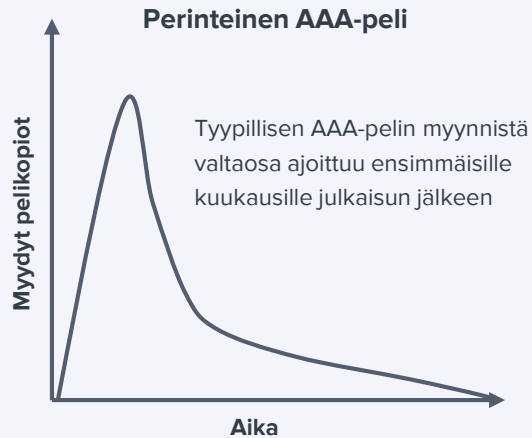
Pelimarkkinoiden kehitys alustoittain



Lähde: Newzoo, Inderes

Remedyn kannalta keskeiset markkinatrendit

Digitaalinen jakelu ja pitkäkestoisemmat pelipalvelut (GaaS)



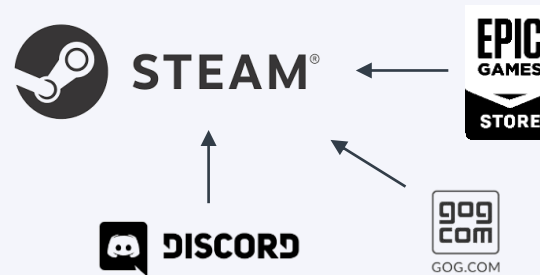
Lähde: Inderes

Tilauspohjaiset liiketoimintamallit sekä pilvipelaaminen



- Tarve laadukkaalle ja mielellään yksinoikeudella tehdyille pelisisällölle kasvaa eri toimijoiden välisessä kilpailussa
- Remedyllä laadukkaana pelinkehittäjänä mahdollisuus houkutteleviin julkaisusopimuksiin
- Remedy potentiaalinen yritysostokohde

Digitaalisten jakelualustojen kilpailu kiihtyy



- PC-alustalla Steamin dominanssia on tullut erityisesti haastamaan Epic Games Store
- Pelinkehittäjien kannattavuuspotentiaali paranee, kun jakelukustannukset laskevat (Epic 12 % vs. Steam 30 %)
- Pelinkehittäjillä mahdollisuus rahallisesti arvokkaiisiin yksinoikeussopimuksiin, kun toimijat pyrkivät houkuttelemaan pelaajat omalle alustalleen
- Yksinoikeussopimuksilla mahdollisuus myös pienentää pelin myyntiin liittyvää riskiä

Pelimarkkinat yhteenveto

	Konsoli 	Tietokone 	Mobiili/Tablet 
Markkina ja kasvu*	\$48 mrd. ~10 %	\$32 mrd. ~5 %	\$69 mrd. ~11 %
Ansainta ja jakelu	5-70 € + lisäsisältö Fyysinen + digitaalinen	1-70 € + lisäsisällöt, F2P Digitaalinen jakelu	F2P, mainostulot Digitaalinen jakelu
Pelaajat	~150 miljoonaa pelaajaa 100 % maksaa peleistä	~300 miljoonaa pelaajaa ~75 % maksaa peleistä	~2400 miljoonaa pelaajaa ~5 % maksaa peleistä
Pelit	Tuotteita, pelipalvelut (GaaS) yleistymässä > 500 peliä / vuosi	Tuotteita + Pelipalveluita > 5000 peliä / vuosi	Pelipalveluita > 50 000 peliä / vuosi
Pelityhtiöiden määrä	~200	~1000	> 10 000, paljon pieniä kehitystiimejä
Tuotantobudjetti ja tiimikoko	10-200 MUSD 20-500 henkilöä	1-20 MUSD 10-100 henkilöä	0,1-10 MUSD 5-50 henkilöä

Kilpailu 1/2

Kilpailun luonne pelialalla

Riippumatta markkinasta, peligenrestä tai alustasta, peliyhtiöt kilpailevat viime kädessä kuluttajien käytettävissä olevasta ajasta ja rahasta. Viihteellisyys on sektorin tärkein kilpailutekijä.

Pelialan kilpailu on globaalia ja maantieteellisten tekijöiden merkitys on pientä erityisesti digitaalisen jakelun yleistyessä. Sen sijaan kilpailua määrittävät esimerkiksi julkaisualusta, pelin genre ja tuotannon koko. Remedyn premium-pelien kategoriassa kilpailu on esimerkiksi hyvin erilaista kuin mobiilipeleissä. AAA-peleissä alalle tulon kynnyks on selvästi korkeampi, kilpailijoita on maailmassa vain kourallinen ja tuotannot ovat suurempia.

Remedy on liikevaihdolla mitattuna melko pieni toimija, mutta se kohtaa omassa kategoriassaan kilpailussa sektorin suurimpia toimijoita kuten Ubisoftin ja Take-Two Interactiven. AAA-pelit ovat kuitenkin jakautuneet myös omiin alakategorioidihinsa ja pelinkehittäjät ovat fokuksituneet omien vahvuksiensa mukaan kehittämään tietyn genren pelejä (esim. toiminta, seikkailu, ajaminen). Remedy on erikoistunut tarinankerronallisiin toimintapeleihin.

Markkinalla kuluttajien huomiosta käydään kovaa kilpailua ja kuluttajien huomio taas kiinnittyy peleistä tehtäviin arvioihin ja keskusteluun. Erityisesti kalliin hintaluokan AAA-peleissä pelaajat seuraavat arvosteluita erittäin tarkasti arvioidakseen pelin viihteellisyyttä ennen ostopäätöksen tekoa.

Remedyn kilpailijat

Remedyn kilpailukenttä ei ole mustavalkoisesti

määriteltävissä. Osaltaan yhtiö kilpailee parhaista kumppanisopimuksista muita pelistudioita vastaan, sillä potentiaalisia julkaisukumppaneita on pelialalla globaalisti vain joitain kymmeniä. Toisaalta yhtiö kilpailee loppukuluttajien euroista ja ajasta. Kilpailussa vastassa ovat muut toimintapelit, kokonaan vaihtoehdotiset pelikategoriat sekä isommassa kuvassa myös muut viihdemuodot kuin pelaaminen.

Remedyn kaltaisia itsenäisiä AAA-pelistudioita on maailmalla vähän, sillä suurin osa on päätyntä yritystoston kohteeksi. Esimerkiksi Sony ja Microsoft ovat olleet viime vuosina aktiivisia yritystostorintamalla. Itsenäisistä studioista vielä pienemmän joukon muodostavat ne, jotka tekevät Remedyn tavoin tarinankerronallisia toimintapelejä. Uutta kilpailua tähän kategoriaan ei synny helposti johtuen korkeasta alalle tulon kynnyksestä. Esimerkiksi ajopeleihin erikoistuneen studion on hyvin vaikeaa vaihtaa toimintapeleihin, koska niiden kehitys vaatii erilaista teknologiaa ja osaamista. Julkaisijoiden havittellessa pelinkehittäjiä kumppaneikseen valintaprosessissa korostuvat kokenut tiimi, korkea teknologinen osaaminen ja historialliset näytöt.

Kilpailusta tulee vaikeampaa

Yhtenä trendinä AAA-peleissä on se, että pelit tarjoavat hyvää pelikokemusta entistä pidemmäksi aikaa. Siten pelaajat tulevat ostamaan entistä vähemmän pelejä, mutta käyttämään niihin enemmän rahaa erilaisten lisäsisältöjen muodossa. Kilpailullisesti tämä tekee markkinasta entistä vaikeamman, sillä vain parhaat pelistudiot tulevat menestymään. Yksi isoimmista riskeistä

Remedyn markkinoilla onkin kilpailun laatu, eikä niinkään määrä. Remedyn tulee pystyä tekemään todella korkealaatuista, mutta samalla isoimmista kilpailijoista erottuvaa sisältöä pärjätäkseen kilpailussa.

Remedyn kilpailuedut

Remedyn kilpailuedut ovat yllättävän vahvat huomioiden, että yleinen mielikuva peleistä on hittibisnestä. Remedy on kyennyt menestyksekkäästi tekemään pienestä koostaan huolimatta maailmanluokan pelejä erittäin kilpailulla markkinalla. Tämä todistaa yhtiöllä olevan kilpailuetuja myös suurempia toimijoita vastaan. Remedyn keskeisiä kilpailuetuja ovat:

- Yhtiö kykenee kehittämään erittäin pidettyjä ja hyvälaatuisia pelejä käyttäjien arvioilla mitattuna, mistä Control on jälleen osoitus. Yhtiön vahva maine tarjoaa neuvotteluvoimaa julkaisijakumppaneita kohtaan ja houkuttelee yhtiöön alan parhaita osaajia.
- Yhtiössä on vahva pelikehityksen kulttuuri, joka rakentuu valtavirrasta poikkeaviin, tarinankerronaltaan uniikkeihin peleihin. Kilpailulla markkinalla pienen Remedyn erottumiskyky luo yhtiölle kilpailuedun. Erottuminen on yhtiölle helpompaa, sillä yhtiö ei yritä tavoitella isompien kilpailijoiden tavoin yli 10 milj. kappaletta myyviä pelejä, jolloin peleihin voidaan tuoda paremmin erottuvia tekijöitä. Onnistuessaan luomaan hieman kapeammalle yleisölle selvästi erottuvan pelikokemuksen, on peliillä hyvät mahdollisuudet ylittää arviolta noin 2-5 miljoonan pelikopion myyntiin.

Kilpailu 2/2

- Yhtiöllä on oma Northlight-pelimoottori, joka on teknologia-alusta ja työkalu pelikehitykseen. Hyvät kehitystyökalut tehostavat pelikehitystä ja niiden avulla ihmisten aika saadaan keskitettyä olennaisimpiin asioihin. Pelejä pystytään oman teknologian ansiosta kehittämään näin nopeammin ja kustannustehokkaammin. Moniprojektimallissa omalla teknologia-alustalla saavutetaan myös skaalaetuja. Oma teknologia tarjoaa myös tärkeää jatkuvuutta, kun uuden pelin kehitystä ei tarvitse käynnistää tyhjästä.
- Oman teknologia-alustan sekä samaan toimipaikkaan (Espoo) keskitettyjen toimintojen ansiosta yhtiö pystyy tuottamaan huippulaatuisia pelejä huomattavasti useita AAA-kilpailijoita alhaisemmillä kuluilla, jolloin pelin ei tarvitse myydä niin paljoa kattaakseen kehittämisen kustannuksia.
- Yhtiöllä on historiansa ansiosta vahvaa osaamista haastavien ja pitkäaikaisten pelituotantojen johtamisesta.
- Remedyllä pelikehittäjänä on rakentunut vahva brändi pelaajien keskuudessa. Pelaajat ostavat pelejä paitsi pelibrändin, myös Remedy nimen perusteella. Esimerkiksi Alan Waken fanien keskuudessa odotetaan kuumeisesti, milloin Remedy kehittää pelille jatko-osan.

Remedy ja listattujen kilpailijoiden ennustettu kasvu- ja kannattavuus

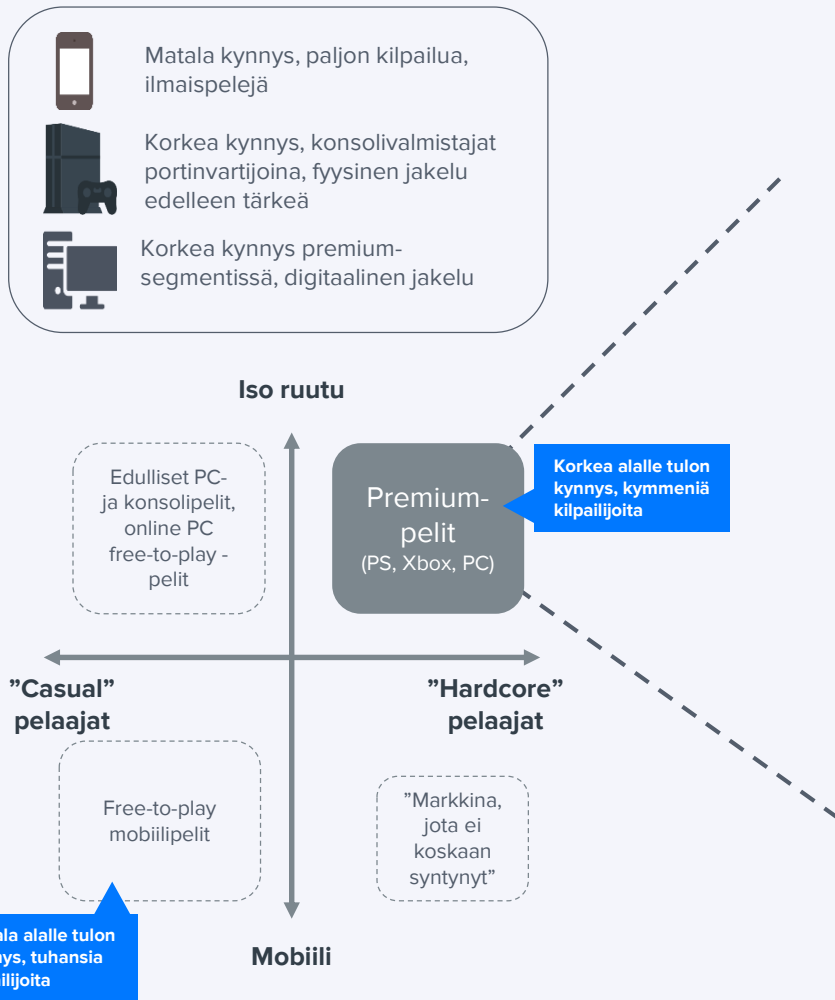


Lähde: Thomson Reuters

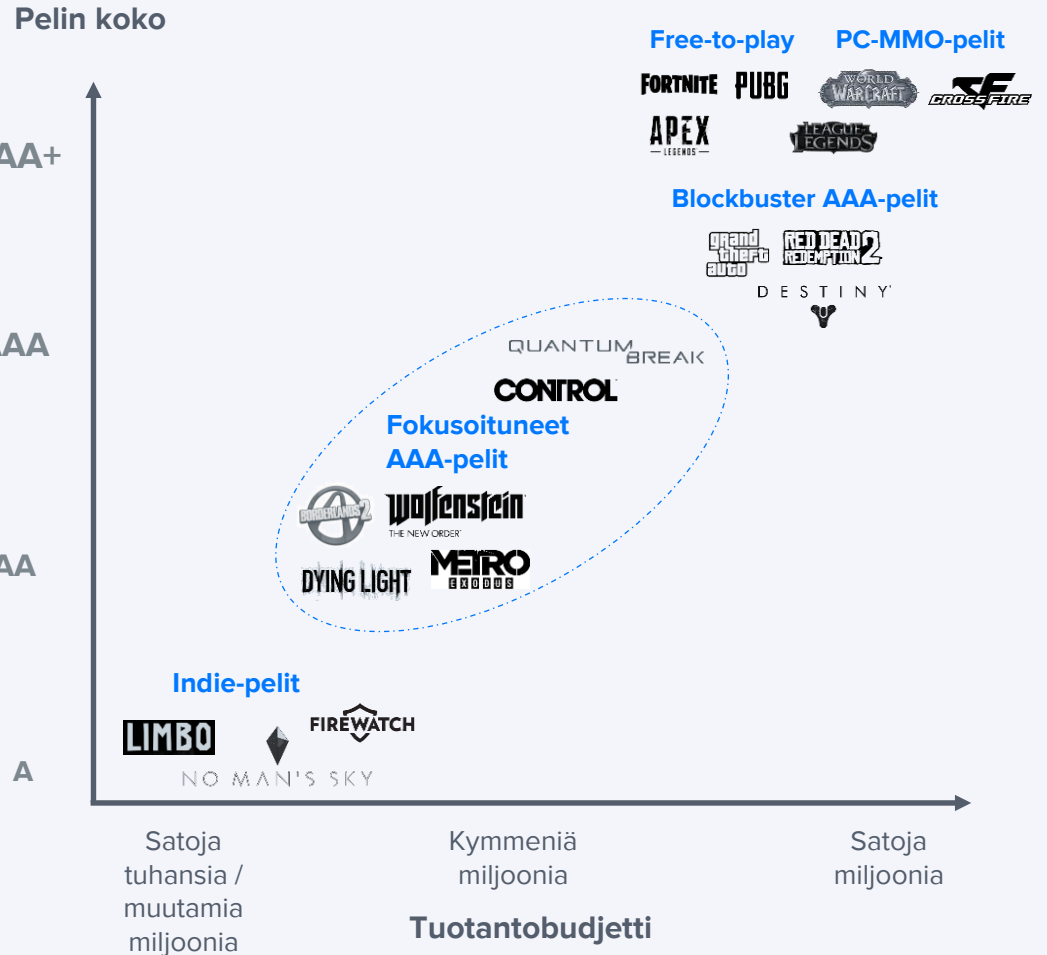
EBIT-% keskiarvo 19e-21e

Remedyn positioituminen markkinalla

Pelimarkkinan segmentit



Remedyn alasegmentit



Strategia 1/2

Onnistunut siirtymä moniprojektimalliin ja vahvempi asema arvoketjusta

Remedy lähti vuoden 2017 listautumisen jälkeen toteuttamaan uutta strategiaansa, jonka kulmakivenä oli siirtyä parempaan asemaan arvoketjussa ja hallita samalla riskejä siirtymällä usean projektin malliin. Vuoden 2019 alkuun mennessä Remedy oli saavuttanut kaikki keskeiset tavoitteensa. Yhtiö kehittää nyt moniprojektimallissa pääasiassa omia pelibrändejään ja alihankinnassa keskittyy mahdollisuuksien mukaan valittuihin strategisiin kumppanuuksiin, kuten Smilegateen. Lisäksi Controlin kehityksen myötä yhtiön Northlight-pelimoottori on kehittynyt huomattavasti ja monia pelimekaniikkoja ja teknologioita voidaan hyödyntää nyt myös tulevilla projekteilla. Vuosi 2019 edustaa Remedyllä uuden ajan alkua, kun moniprojektimallin ylösajon myötä yhtiö siirtyi tasaisempaan pelien julkaisutahtiin. Tämän myötä yhtiö päivitti alkuvuodesta strategiaansa. Remedy keskittyy kehittämään mukaansatempaaviin maailmointiin sijoituvia pitkäkestoisempia pelejä, joiden liiketoiminnasta yhtiöllä on vahva omistajuus. Lisäksi yhtiö kehittää organisaatiotaan jatkuvasti mahdollistaakseen ammattimaisesti johdetun pelinkehityksen sekä mahdollistaakseen tiimeille ja työntekijöille pääsyn maksimaalisesti hyödyntää erityistaitojaan pelinkehityksessä.

Remedy tavoittelee vuodesta 2019 lähtien vähintään yhden uuden pelin tai laajennuksen julkaisemisesta vuosittain. Yhtiön liikevaihtoon ja tulokseen on Controlin julkaisun myötä luvassa tänä vuonna selvä tasokorotus ja yhtiö tavoittelee kannattavan kasvun jatkamista myös tulevina vuosina.

Suurempi oma rahoitus ja osuus pelituotoista

Remedy on historiassa osoittanut pystyvänsä kehittämään korkealaatuisia pelejä, mutta tämä menestys ei ole täysimääräisesti näkynyt yhtiön kasvussa ja kannattavuudessa. Historiassa solmitut kumppanuussopimukset ovat jättäneet liikevaihdon muodostuksen Remedyn suuntaan suhteellisen pieneksi ja yhtiö on toiminut käytännössä alihankkijana. Nyt Remedy rahoittaa peliprojekteista merkittävän osan itse, jolloin yhtiö saa suuremman osuuden myyntituotoista, mutta myös riskitaso on huomattavasti korkeampi. Control on Remedyn uuden strategian ensimmäinen itseomistettu peli-IP, jonka tuotantobudjetista yhtiö on rahoittanut arviomme mukaan karkeasti noin puolet. Controlin julkaisija 505 Games on rahoittanut hanketta noin 12,25 MEUR:lla ja maksaa Remedyllä 45 % Controlin nettomyynnistä.

Remedy käy parhaillaan neuvotteluja potentiaalisten julkaisijakumppaneiden kanssa myös kolmannen projektin ja Vanguardin osalta. Arvioimme, että kolmannelta projektista on tulossa Controlin tyylinen isompi tuotanto, jolloin kumppanin ottaminen mukaan rahoittamaan hanketta ja auttamaan kaupallistamisessa on mielestämme järkevää. Vanguard-projektista tiedetään tässä vaiheessa vielä hyvin vähän, mutta jos pelistä tehdään hieman pienemmän tuotannon moninpelikokeilu, voisi Remedy mielestämme kokeilla myös pelin itsejulkaisua.

Alihankintamallissa Remedy keskittyy etsimään peleilleen kumppaneiksi pelialan johtavia toimijoita ja tekemään alihankintana projekteja, jotka ovat kannattavia, kuten nykyinen Smilegatelte tehtävä Crossfire-alihankinta. Yhtiö

pyrkii alihankinnassa siihen, että sopimuksiin on rakennettu myös pelimyynnistä riippuvainen rojaltilisuus, kuten Smilegaten kanssa.

Omat pelibrändit ja jatko-osat

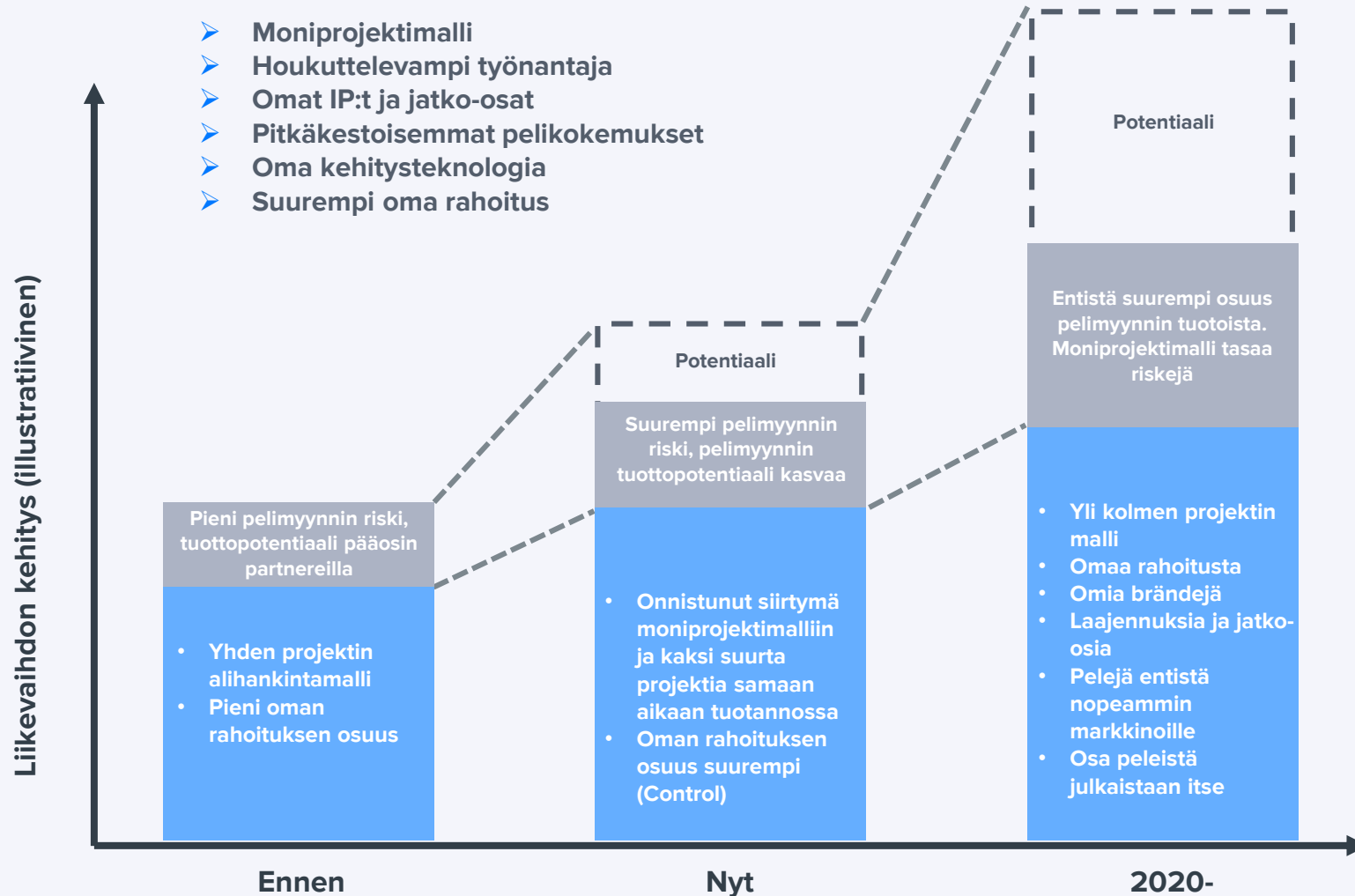
Omat pelibrändit ovat Remedyn strategian keskiössä yhtiön tavoitellessa vahvaa omistajuutta peliensä liiketoiminnasta. Omat pelibrändit mahdollistavat jatko-osien kehittämisen, jotka usein myyvät enemmän ja ovat kannattavuudeltaan parempia kuin pelisarjan ensimmäinen osa. Tämä johtuu pitkälti siitä, että jatko-osat ovat pelikokemukseltaan entistä parempia ja pelille on ehtinyt syntyä jo valmis fanikunta. Tämä helpottaa tulevan kysynnän ennustamista. Lisäksi ensimmäisessä osassa keskeisimmät pelin kehittämiseen liittyvät haasteet on jo ratkaistu ja pelimaailman luominen on helpompaa. Kehityssykli on tällöin selvästi lyhyempi kuin normaali 2-3 vuotta. Lisäksi laitteistokanta ja suorituskyky pelialustoilla on voinut parantua ensimmäisen osan julkaisun jälkeen, mikä myös tukee jatko-osan pelikokemuksen jalostumista.

Parhaimmillaan omista pelibrändeistä voi jalostua ansaintamahdollisuuksia brändilisensointiin. Esimerkiksi Alan Wakesta ollaan parhaillaan tekemässä tv-sarjaa, josta Remedy arviomme mukaan saa jonkinlaista lisensiointituloa, kun sarja aikanaan valmistuu.

Pelien julkaisukyvykkyys

Omien pelibrändien (Alan Wake ja Control) painoarvon kasvaessa Remedy on lähtenyt laajentamaan myös omia kyvykkyksiään pelien kaupallistamisen, markkinoinnin ja julkaisun saralla.

Remedyn strategian muutosprosessi



Strategia 2/2

Yhtiö haluaa jatkossa olla vahvemmin mukana itse suunnittelemassa ja vaikuttamassa omien pelibrändiensä kaupallistamisessa, vaikka mukana olisi julkaisijakumppani. Yhtiö haluaa myös rakentaa kyvykkyydet julkaista itse osan tulevista peliprojekteistaan.

Mielestämme yhtiö voisi hyödyntää itsejulkaisua Alan Waken kanssa, jonka julkaisuoikeudet siirtyivät takaisin Remedyllä heinäkuussa 2019. Pelillä on jo valmis fanikunta, jolloin pelille saataisiin näkyvyyttä myös pienemmällä markkinointibudjetilla. Käsityksemme mukaan Remedy voisi kehittää alkuperäisestä PC:lle ja Xboxille julkaistusta versiosta melko pienellä budjetilla remake-version (käytännössä kopio vanhasta pelistä) esimerkiksi PS4-alustalle. Toinen vaihtoehto ja selvästi suuremman budjetin vaativa projekti olisi tehdä pelistä kokonaan remasteroitu versio kaikille alustoille, jolloin pelin grafiikka nousisi selvästi alkuperäisestä tasosta. Tässäkin tapauksessa kehityskustannukset olisivat huomattavasti pienemmät kuin kokonaan uudessa peliprojektissa, mutta kokoluokka olisi silti todennäköisesti useampia miljoonia.

Remasteroidut pelit ovat selvästi nostaneet viime vuosina päätään ja monia aiemmille konsolisukupolville tehtyjä pelejä on tuotu nykyisille alustoille. Viime aikoina onnistuneita remasterointeja ovat muun muassa 2018 julkaistu Shadow of the Colossus sekä tänä vuonna julkaistu Resident Evil 2. Mielestämme Alan Waken remasterointi tarjoaa Remedyllä mielenkiintoisen option ja arviomme mukaan projekti olisi myös tuotto/riski-suhteeltaan selvästi järkevä hanke toteuttaa.

Moniprojektimalli ja teknologia-alustat

Remedy kehittää omaa pelimootoriaan, mistä yhtiö saa skaalaetuja moniprojektimallissa. Teknologiaa kehittää yhtiön oma noin 40 henkilön tiimi. Monen yhtäaikaisen projektin kehittäminen hajauttaa peliprojektin onnistumiseen ja myyntimenestykseen liittyviä riskejä. Jos yksi peli epäonnistuu, yhtiön ei tarvitse odottaa tyypillistä 2-3 vuotta kehittääkseen seuraavaa peliä tilalle. Samaan aikaan moniprojektimalli myös kasvattaa taloudellista potentiaalia liiketoiminnassa, mikäli useampi peli menestyy lyhyemmällä julkaisusykliellä. Usean projektin mallissa myös henkilöstöllä on enemmän kehittymismahdollisuuksia sekä kasvupolkuja yrityksen sisällä ja mahdollisuus tilanteen mukaan siirtyä projektista toiseen. Käsityksemme mukaan tämä on parantanut yhtiön houkuttelevuutta työnantajana sekä sitouttanut nykyistä henkilöstöä.

Pitkäkestoisemmat pelikokemukset

Remedyn tavoitteena on luoda peleistään yhä pitkäkestoisempia, joissa yhdistyy korkealaatuinen pelattavuus sekä moniulotteiset ja tarinalliset pelikokemukset. AAA-pelien sisältömäärä ja laatu ovat vuosien saatossa kohonneet jatkuvasti ja nykyään pelin tulee pystyä tarjoamaan mielekästä pelattavaa useammaksi kymmeneksi tunniksi. Pitkäkestoisuutta puoltaa myös GaaS-malli, jolloin yksittäisen pelin tuottaman liikevaihdon jakaumaa voidaan pidentää tuomalla peliin uutta maksullista lisäsisältöä. Lisäsisällön kanssa pitää kuitenkin olla tarkkana, etteivät pelaajat tunne tulevansa vain rahastetuiksi. Onnistunut lisäsisältö tuottaa siitä maksavalle pelaajalle selvää lisäarvoa, mutta ei rajoita pelikokemusta tai saata eriarvoiseen

asemaan niitä pelaajia, jotka eivät ole valmiita lisäsisällöstä maksamaan. Mielestämme Remedy näyttää etenevän Controlin lisäsisältöjen osalta järkevästi ja pelaajia kunnioittavalla tavalla.

Teknologian ja osaamisen jalostaminen

Kilpailuetujen ylläpitämiseksi teknologian ja osaamisen jatkuva jalostaminen on tärkeää. Uudet osaamisalueet mahdollistavat pelitarjonnan laajentamisen ja erottumisen kilpailussa. Alihankintamallissa Remedy pyrkii valitsemaan kumppaneita, joiden kautta se saa kehitettyä myös uusia osaamisalueita ja teknologioita. Esimerkiksi Smilegaten kautta yhtiö saa osaamista online-peleistä ja Aasian markkinoista. Lisäksi Remedy pääsi vuoden 2018 alussa ensimmäisten pelinkehittäjien joukossa tutkimaan Nvidian säteenseuranta-teknologiaa (raytracing) ja integroimaan sen osaksi omaa Northlight-pelimootoria. Remedy onnistui tuomaan raytracing-teknologian jo Controlin PC-versioon, mikä teki Controlista käytännössä ensimmäisen tätä teknologiaa kunnolla hyödyntäneen AAA-pelin. Tämän ansiosta Control on saanut näkyvyyttä Nvidian markkinoissa raytracing-teknologiaa hyödyntävää näytönohjaintaan.

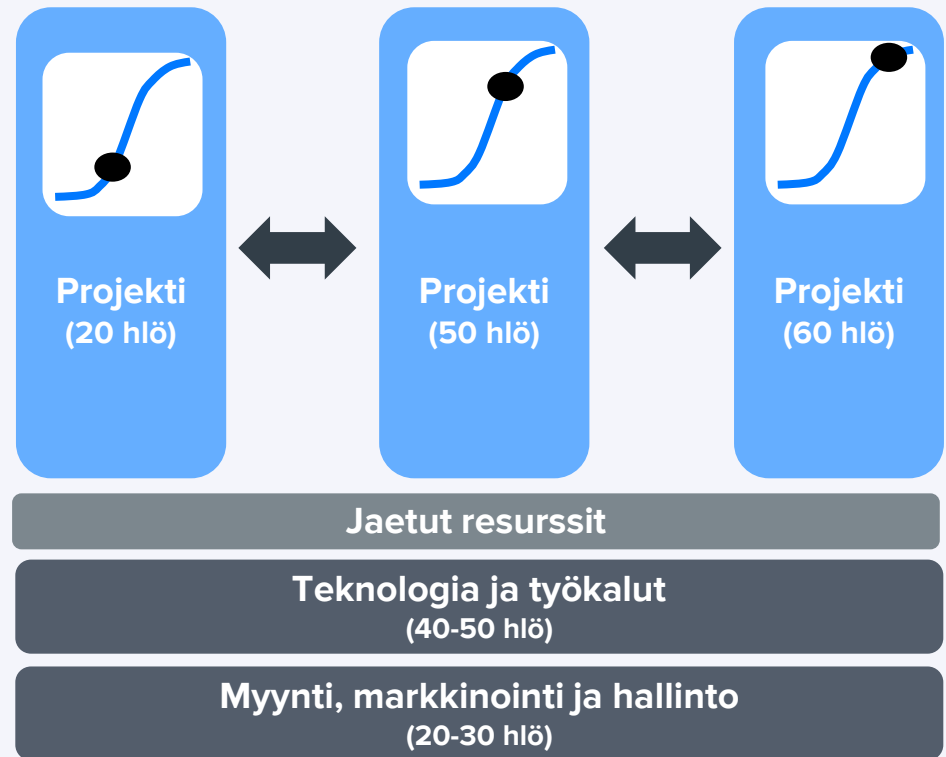
Omien teknologioiden ja työkalujen jalostaminen on Remedyllä strategisesti tärkeää. Osaavalla ja jatkuvasti kehittyvällä teknologiatiimillä on mahdollista virtaviivaistaa itse pelinkehitysprosessia automatisoimalla manuaalisia työvaiheita. Vahva teknologiatiimi luo myös pohjan kaikille kehitystiimeille, joka mahdollistaa tiettyä kehitysprosessin skaalautuvuutta jaettujen tuotanto- ja toimintamallien muodossa. Omien teknologioiden avulla myös pelinkehityssyklit lyhenevät.

Moniprojektimallin hyödyt

Ennen



Moniprojektimalli



Ennen Remedyn pelinkehitys satoi projektikohtaisesti enemmän henkilöstöä teknologiatimiin tukissa yhtä tiimiä.



Moniprojektimallissa pieni lisäys teknologiatimiin henkilöstössä mahdollistaa projektitiimien henkilöstön skaalautuvuuden samojen teknologioiden ja työkalujen jakamisen myötä. Omien pelibrändien myötä yhtiön on kuitenkin panostettava itse myös enemmän myyntiin ja markkinointiin.

Strategia pelihankkeiden valossa

\$ = pientä liikevaihtoa
 \$\$ = kohtuullista liikevaihtoa
 \$\$\$ = merkittävää liikevaihtoa



Taloudellinen tilanne

Historiallisesti vaatimaton, mutta kannattava tulostas

Remedyn liikevaihto on vaihdellut vuosien 2011-2018 aikana 4-20 MEUR:n välillä. Samaan aikaan yhtiö on tehnyt jokaisena vuotena voitollisen tuloksen, mitä voidaan pitää projektiluonteiselle peliyhtiölle hyvänä suorituksena. Yleisesti ottaen Remedyn operatiivinen kannattavuus on ollut kohtuullista huomioiden yhtiön pelien laatu ja suosio. Yhtiön liikevoitto-% on vaihdellut 1,7-24,0 %:n välillä vuosina 2011-2018. Moniprojektimalliin siirtymisen myötä yhtiön liikevaihdolla ja kannattavuudella on potentiaalia nousta selvästi yli historiallisen tason yhtiön omien pelijulkaisujen menestyessä kohtuullisen hyvin tulevina vuosina.

Historiallisesti Remedyn kasvua ja kannattavuutta on tiukasti määritellyt projektiluontoinen liiketoiminta ja sitä määrittelevät kumppanuussopimukset sekä niiden ehdot. Liikevaihdon osalta viime vuosien kasvutrendi on ollut tasaisesti nouseva pois lukien vuoden 2012 liikevaihto, jonka piikkiä näkemyksemme mukaan määritteli Alan Waken lisäosan julkaisu. Vuosien 2015-2016 liikevaihto syntyi arviomme mukaan pitkälti Microsoftille kehitetyn Quantum Break -pelin kehitysprojektiin tuotoista sekä pienenevässä määrin Alan Waken myynnistä syntyvistä rojalittuotoista. Vuosien 2017-2018 liikevaihto on muodostunut pääasiallisesti Crossfire-alihankinnasta sekä Control-pelistä saaduista kehitysmaksuista. H1'19:llä liikevaihtoa ja kannattavuutta tuki 2,5 MEUR:n kertaluonteinen rojalittu yhtiön aiempiin peleihin liittyen

Kulurakenne pääosin kiinteä

Remedyn kustannusrakenne rakentuu

enimmäkseen kiinteistä henkilöstökuluista (2018: 59 % l:sta) ja liiketoiminnan muista kuluista (25 %) sekä muuttuvista ulkopuolisten palveluiden ostoista (13 %).

Remedy ei aiemmin aktivoi kehitysmenojaan, jolloin pelien kehittämiseen liittyvät kulut näkyivät välittömästi tuloslaskelmassa. Vuoden 2019 alusta yhtiö on alkanut aktivoida omiin pelibrändeihin (3. projekti ja Vanguard) liittyviä kehitysmenoja, mikä tasaa yhtiön tuloskehitystä pitkässä juoksussa. Arviomme mukaan aktivoinnit parantavat lähivuosien tulosta, sillä aktivoiteihin liittyvät poistot alkavat vasta pelien julkaisun jälkeen, jolloin ne vastaavasti pienentävät tulosta. Controlin osalta tuotekehitysmenoja ei ole aktivoitu.

Tase vahvassa kunnossa

Remedyn tase on erittäin vahva vuoden 2017 listautumisen ja kasvupanostuksista huolimatta kannattavana säilyneen liiketoiminnan ansiosta. H1'19 lopun taseen omavaraisuusaste oli noin 73 % ja nettovelkaantumisaste -81 %. Yhtiöllä oli korollista velkaa (Business Finland -laina) 2,9 MEUR. Yhtiön taseen varat koostuivat pääosin 21 MEUR:n kassavaroista ja 5,7 MEUR:n lyhytaikaisista saamisista. Tuotekehitysmenoja taseeseen oli aktivoitu 0,4 MEUR:lla vuoden 2019 ensimmäisen puoliskon aikana.

Remedyn liiketoimintamalli edellyttää, että yhtiön on operoitava jatkuvasti suurella kassapositionilla, sillä liiketoiminta tarvitsee puskuria pelikehitysprojektien viivästymisten ja epäonnistumisten varalle. Esimerkiksi vuonna 2008 Remedy joutui kehittämään Alan Wake -peliä yhden vuoden omasta kassastaan pelikehityksen viivästyttä. Vuoden tappioiden

kärsiminen oli kuitenkin järkevämpää kuin viimeistelemättömän tuotteen julkaisu, sillä Alan Waken menestys ja tuotot näkyivät seuraavien vuosien tuloksessa. Myös peliprojektin heikko myynnillinen kehitys voi heikentää yhtiön kassatilannetta yhtiön siirtyessä kohti itserahoitettuja projekteja. Yhtiöllä on kuitenkin oltava jokaisen peliprojektin jälkeen riittävät kassavarat seuraavaan projektiin riippumatta edellisen projektin onnistumisesta. Vahva tase vahvistaa myös yhtiön neuvotteluasemaa rahoitusta tarjoavia julkaisijoita kohtaan.

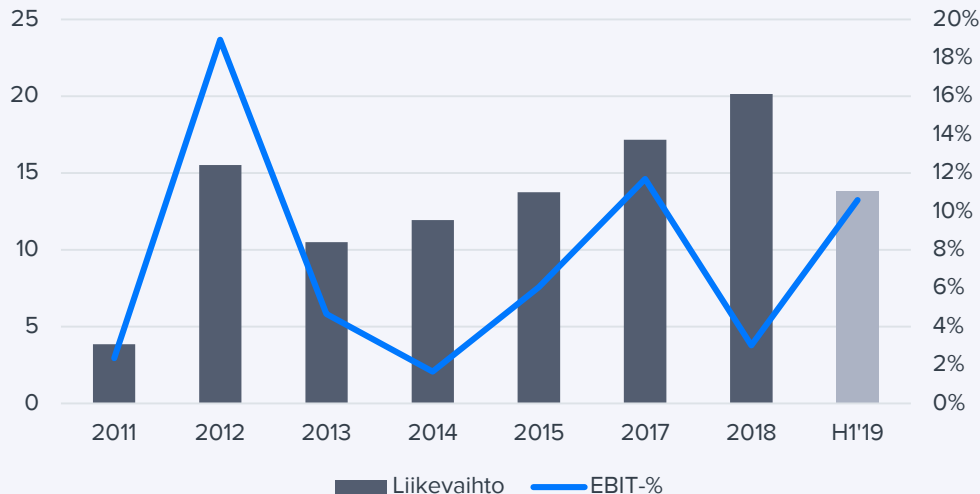
Kassavirta ja rahoitustarve

Remedyn tulos ja kassavirta kulkivat aiemmin pitkälti käsi kädessä, kun yhtiö ei aktivoi kehitysmenojaan. Jatkossa tuloskehitys on aktivoitien ja niihin liittyvien poistojen myötä vakaampaa, mutta valtaosa kassavirroista ajoittuu pelien julkaisun yhteyteen ja sitä seuraaville kuukausille.

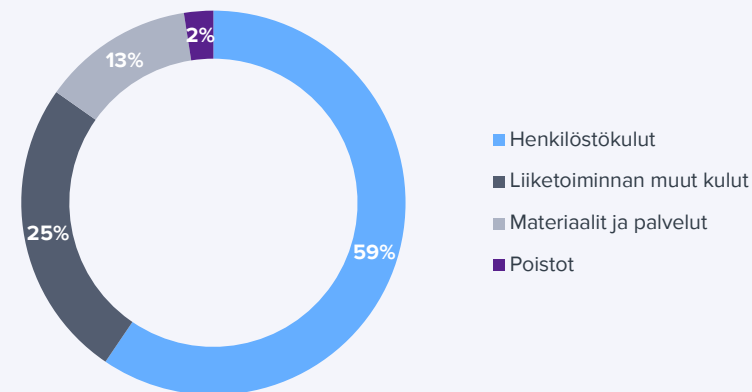
Yhtiön nykyisellä vahvalla taseella yhtiö voi toteuttaa strategiaansa ja suuren kassan ansiosta rahoittaa pelituotannoista selvästi suurempia osuuksia kuin aiemmin. Näin yhtiöllä on mahdollisuus saada pelimyynnin tuotoista selvästi aiempaa suurempi osuus. Vahva kassa mahdollistaa riskinoton, sillä yksittäisen peliprojektin epäonnistuminen ei arviomme mukaan vielä aiheuttaisi dramaattista heikentymistä Remedyn rahoitustilanteeseen. Lisäksi alihankintana tehtävät sekä osittain julkaisukumppanin rahoittamat peliprojektit tuovat yhtiölle kassavirtaa ja tasoittavat liiketoimintaan liittyviä riskejä.

Taloudellinen tilanne

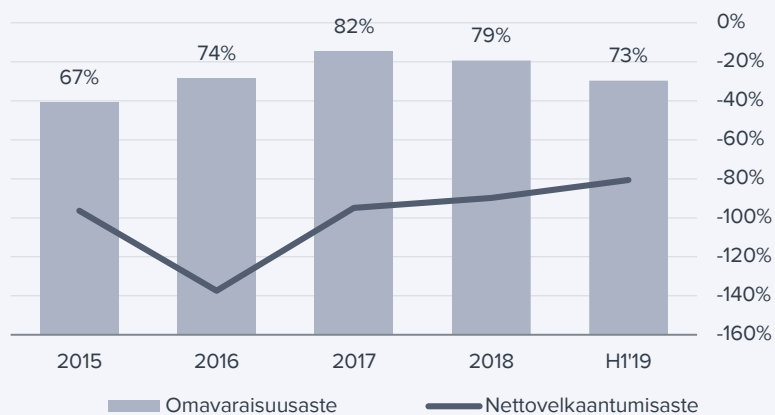
Liikevaihto ja kannattavuus



Kulurakenne 2018 %-liikevaihdosta



Taseen avainlukujen kehitys



Tase H1'19



Ennusteet ja arvonmääritys 1/5

Ennusteet

Controlin myynnistä saatu ensimmäisiä lukuja

Controlin liikevaihdosta saatiin ensimmäisiä konkreettisia numeroita, kun pelin julkaisijan 505 Gamesin emoyhtiö Digital Bros julkaisi marraskuussa osavuosikatsauksensa. Raportista käy ilmi, että Digital Bros kirjasi Controlista liikevaihtoa 17,7 MEUR heinä-syyskuussa. Remedy täsmensi seuraavana päivänä tiedotteella Controlin myyntitulojen tuloutumista yhtiön näkökulmasta. Remedyn ja 505 Gamesin välisen julkaisusopimuksen perusteella Remedy saa 45 % Controlin nettomyynnistä. Remedy painotti tiedotteessaan, että yhtiön osuus lasketaan nettomyynnistä, jossa on huomioitu vähennyksenä muun muassa pelin vähittäismyynnin ja markkinoinnin kuluja. Pelin myynnin alettua julkaisija saa tyypillisesti vähentää etupainotteisesti – ennen pelin kehittäjälle maksettavaa osuutta – erityisesti pelin fyysisten kopioiden valmistamiseen ja jakeluun sekä pelin markkinointiin liittyviä kuluja.

Remedy kertoi tiedotteessa myös, että se raportoi FAS:in mukaan ja Digital Bros raportoi IFRS:n mukaan, eivätkä yhtiöiden raportimat luvut ole siksi keskenään vertailukelpoisia. Tästä johtuen Control-pelin nettomyyntiosuuden tuloutuminen Remedyllä etenkin pelin myynnin alkuvaiheessa tapahtuu viiveellä. Remedyn kanssa käymiemme keskustelujen perusteella suurin ero liikevaihdon kirjaustavoissa tulee siitä, että Digital Bros pystyy kirjaamaan osittain fyysisten kopioiden myyntituloja jo siinä vaiheessa, kun pelit on toimitettu jakelijoille. Myöhemmin liikevaihtoon voidaan tehdä oikaisuja, jos pelejä sattuisi palautumaan takaisin julkaisijalle tai pelit

joudutaan myymään odotuksia suuremmalla alennuksella. Remedyllä fyysisten kopioiden myynnistä kirjautuu rojaltiluloja vasta siinä vaiheessa, kun peli on myyty kuluttajalle ja tästä summasta on vähennetty fyysisten kopioiden valmistukseen ja markkinointiin liittyviä kuluja. Digital Bros ei eritellyt raportoimastaan 17,7 MEUR:n Control-liikevaihdosta fyysisen ja digitaalisen myynnin jakoa, joten luvusta ei voida vielä aivan suoraan sanoa Remedyllä tänä vuonna kirjautuvien rojaltilien määrää.

Olemme oikealla ylhäältä löytyvässä taulukossa (lähde: Digital Bros) esittäneet, miten Remedyn saamien rojaltilien suuruusluokka vaihtelee fyysisten ja digitaalisten kopioiden välillä. Käytännössä markkinoinnin ja fyysisten kopioiden valmistus- ja jakelukulut vähennetään taulukon laskelmaa etupainotteisemmin, jolloin alussa Remedyn rojaltilikertymä on pienempi. Näkyvyys edellä mainittujen kulujen kokoluokkaan on heikko, mutta käsityksemme mukaan ne ovat alussa merkittäviä. Olemme edellä mainittujen seikkojen vuoksi laskeneet ennustettamme kuluvalle vuodelle ajoittuvasta Control-liikevaihdosta 9,6 MEUR:oon (aik. 12,6 MEUR). Nostimme samalla ensi vuoden ennustettamme 2 MEUR:lla, joten isossa kuvassa ennusteemme muuttuivat pitkälti vain liikevaihdon ajoituksen osalta. Olemme viereiseen taulukkoon hahmotelleet karkeasti vuoden 2019 Control-liikevaihtoennusteemme muodostumista. Laskelman oletuksena on, että Digital Brosin 17,7 MEUR:n bruttoliikevaihdosta on vähennetty noin 0,5 milj. fyysisen kopion valmistus- ja jakelukulut (arvio n. 6e/kpl). Lisäksi markkinoitinkuluja ja oikaisuja on vähennetty 8,5 MEUR:n edestä, jolloin Remedyllä kuuluva rojaltiliosuus olisi 2,8 MEUR.

Pelin myyntihinnan jakautuminen julkaisijan näkökulmasta

	Fyysinen	Digitaalinen
Pelin myyntihinta (€)	50	50
ALV	20 %	20 %
Alennus/Jakelukustannus	35 %	30 %
Bruttoliikevaihto (€)	27,1	29,2
Oikaisut	10 %	0 %
Nettoliikevaihto (€)	24,4	29,2
Valmistus ja jakelu (€)	6,1	-
Markkinointi	10 %	10 %
Bruttokate (€) (Remedyn rojaltilit lasketaan tästä)	15,9	26,2

Lähde: Digital Bros

Inderesin arvio Remedyn vuoden 2019 Control-liikevaihdosta

Digital Bros: Bruttoliikevaihto (MEUR)	17,7
Oikaisut	1,5
Nettoliikevaihto (MEUR)	16,2
Valmistus ja jakelu (MEUR)	3,0
Markkinointi (MEUR)	7,0
Bruttokate (MEUR)	6,2
Remedyn osuus (45 %)	2,8

Yhteenveto

Rojaltilit 30.9.2019 mennessä	2,8
Epic-maksu	4,3
Yhteensä 30.9.2019 mennessä (MEUR)	7,0
Inderesin Controlin myyntiennuste 2019e	9,6
1.10.-31.12.2019 tarvittavat rojaltilit	2,6

Ennusteet ja arvonmääritys 2/5

Ottaen huomioon Epic-maksusta Remedyllle kuuluvan 4,3 MEUR:n osuuden, on Controlista kertynyt Remedyllle liikevaihtoa arviolta yhteensä noin 7 MEUR syyskuun loppuun mennessä.

Edeltävien laskelmien perusteella loka-joulukuussa tarvittaisiin noin 2,6 MEUR rojaltituloja ennusteemme toteutumiseksi. Käyttämällä edellisen sivun bruttokateoletuksia ja olettamalla loka-joulukuun myynnin jakautuvan tasan fyysisen ja digitaalisen kesken tarkoittaisi tähän yltäminen pyörästettyinä noin 144 tuhannen fyysisen ja 134 tuhannen digitaalisen kopion myyntiä 50 euron hinnalla. Korostamme, että laskelma on vain havainnollistava, sillä näkyvyyttä markkinointi- tai jakelukulujen kokoluokkaan ei ole. Loppuvuonna pelin myyntiä tukee joulusesongin lisäksi pelin lanseeraus Japanissa joulukuussa. Gamstat-sivuston mukaan 1.10.-24.11.2019 välillä Control sai 61000 uutta pelaajaa jo PS4-alustalla.

Epic-maksu

Digital Brosin tilinpäätöksestä käy ilmi, että yhtiö tuloutti noin 9,5 MEUR liikevaihtoa 30.6.2019 päättyneellä tilikaudella Control-pelin tietokoneversion jakelua koskevasta vuoden yksinoikeussopimuksesta Epic Games Storella. Remedyllä 45 %:n nettomyyntiosuudella laskettuna, yhtiö kirjaa noin 4,3 MEUR liikevaihtoa Epic-sopimuksesta. Olemme siinä käsityksessä, että yhtiö voi kirjata koko summan kuluvan vuoden tulokseensa, sillä sopimuksen luonteesta johtuen tulojen realisointumiseen ei liity merkittävää epävarmuutta.

Arvioimme Epic-sopimuksen rakenteesta on se, että 9,5 MEUR:n ennakkomaksuun on sidottu jonkinlainen takuumyymintämäärä, jonka jälkeen Epic

alkaa tilittää lisää PC-myyntistä. Remedy ei ole antanut kommentteja sopimuksen rakenteeseen liittyen. Arvioimme mukaan merkittävä osa Epic-maksusta liittyy pelkästään yksinoikeuteen ja takuumyymintämäärä voi olla melko alhainen. Olemme käsityksessä, että Epic-sopimusta ei olisi tehty, ellei se oikeasti olisi ollut houkutteleva niin Remedyllä kuin Digital Brosin näkökulmasta.

Ennusteiden lähtökohdat

Olemme hahmotelleet Remedyllä lähivuosien liikevaihdon ajureita sivun 27 kuviossa. Tänä vuonna yhtiön liikevaihto ja tulos ottavat tasokorotuksen Controlin myynnin ansiosta, jonka lisäksi Crossfire-alihankinta tuo vakaata liikevaihtoa. Arvioimme yhteistyön Smilegaten kanssa jatkuvan myös lähivuosina ja ensi vuodesta alkaen Remedyllä on mahdollisuus saada siitä myös rojaltituloja, kun vähintään Crossfire X -peli julkaistaan. Näkyvyys näihin tuottoihin on kuitenkin hyvin rajallinen ja arvioimme niiden olevan muutaman miljoonan euron luokassa lähivuosina.

Arvioimme yhtiön julkaisevan vuosittain vähintään yhden uuden pelin tai pelin laajennuksen tästä vuodesta lähtien. Näin ollen yhtiöllä on hyvät edellytykset ylläpitää liikevaihtotasonsa yli 30 MEUR:ssa tästä vuodesta eteenpäin. Pelijulkaisujen menestyksestä ja tulevien julkaisusopimusten ehdoista riippuen yhtiöllä on näkemyksemme mukaan edellytykset yltää selvästi tätä korkeampaankin liikevaihtoon. Heikon näkyvyyden vuoksi ennusteriskit ovat kuitenkin korkeat ja myös negatiiviset yllätykset ovat mahdollisia.

Emme ole sisällyttäneet ennusteisiimme mahdollista Alan Wake -pelin remasterointi-projektia ja kohtelemme sitä tässä vaiheessa

optiona.

Lyhyen aikavälin ennuste

Tänä vuonna Controlin myyntiennusteemme toteutuessa Remedyllä liikevaihto nousee ennusteessamme 33,5 MEUR:oon (+66 %) ja liiketulos kasvaa 7,8 MEUR:oon (EBIT-% 23 %).

Vuodesta 2020 on ennusteellamme tulossa tuloksen osalta ennätysvuosi, kun osa aiemmin vuodelle 2019 ennustamastamme Control-liikevaihdosta näyttäisi tuloutuvan tuolloin. Odotamme vuoden 2020 liikevaihdon kasvavan 11 % 37,3 MEUR:oon ja liikevoiton olevan 11,7 MEUR (EBIT-% 31,5 %). Ennustamme tuotekehitysaktivointien tulosvaikutuksen olevan noin 2 MEUR (2019e: 0,9 MEUR). Ensi vuoden ennusteeseen liittyy tässä vaiheessa monia liikkuvia tekijöitä, joista mielestämme keskeisimpiä ovat:

- Controlin lisäosien vaikutus pelin myyntiin
- Uusien alustojen (esim. Steam, PS5) vaikutus Controlin myyntiin
- Crossfire-alihankinnasta tuloutuvien rojaltien suuruusluokka
- 3. projektin/Vanguardin julkaisusopimukset ja niistä tuloutuvien kehitysmaksujen kokoluokka

Ensi vuoden liikevaihto- ja tuloskehitys voi siis vielä yllättää ennusteemme niin hyvässä kuin pahassa ja epävarmuus lyhyen aikavälin kehitykseen pysyy korkealla. Mielestämme yhtiö on kuitenkin jatkuvasti ottanut askeleita oikeaan suuntaan ja pidemmän aikavälin trendi näyttää edelleen positiiviselta yhtiön peliportfolion asteittain kasvaessa tulevien vuosien aikana.

Ennusteet ja arvonmääritys 3/5

Pitkän aikavälin ennusteet

Näkyvyys Remedyn pitkän aikavälin liikevaihdon ja tuloksen kehitykseen on erittäin heikko ja vaatii luottamusta yhtiön nykyisen strategian onnistuneeseen toteutukseen. Pitkän aikavälin ennusteemme olettaa vuosittain kohtuullisen hyvin menestyviä pelijulkaisuja, jotka mahdollistavat yhtiön kasvun ja hyvän kannattavuustason.

Vuonna 2021 odotamme 3. projektin julkaisun myötä Remedyn liikevaihdon kasvavan 11 % 41,3 MEUR:oon ja liikevoiton olevan 11,5 MEUR (EBIT-% 28 %). Vuosina 2022-2025 odotamme keskimäärin 9 %:n vuosikasvua ja 27-29 %:n liikevoittomarginaalia. Tämän jälkeen odotamme kasvun tasaantuvan 3 %:n tasolle ja liikevoittomarginaalin 25 %:iin, mitkä ovat myös ikuisuuskasvuoletuksemme.

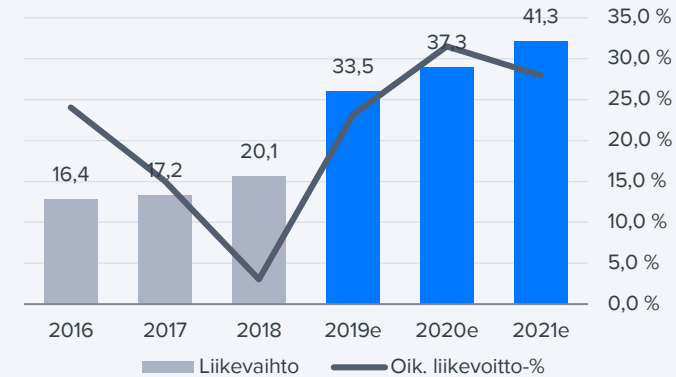
Olemme hahmotelleet Remedyn pitkän aikavälin (2021-) kannattavuuspotentiaalia seuraavasti:

- Heikossa skenaariossa yhtiön omat pelijulkaisut epäonnistuvat ja yhtiö fokusoituisi jälleen vahvemmin alihankintaprojekteihin. Liikevoitto olisi tällöin arviolta korkean lisäarvon IT-konsulttiliiketoiminnan tasolla 10-20 %:ssa.
- Neutraalissa skenaariossa yhtiön pelijulkaisut ja niihin kehitettävät lisäosat menestyvät kohtuullisen hyvin. Liikevoitto on tällöin arviolta 20-30 %:n tasolla.
- Optimistisessä skenaariossa yhtiö onnistuu kehittämään useita erittäin hyvin menestyviä pelibrändejä, joihin kehitettävät lisäosat ja jatko-osat menestyvät myös hyvin. Liikevoitto on tällöin arviolta 30-50 %, mihin myös yhtiön parhaat verrokkiyhtiöt yltävät.

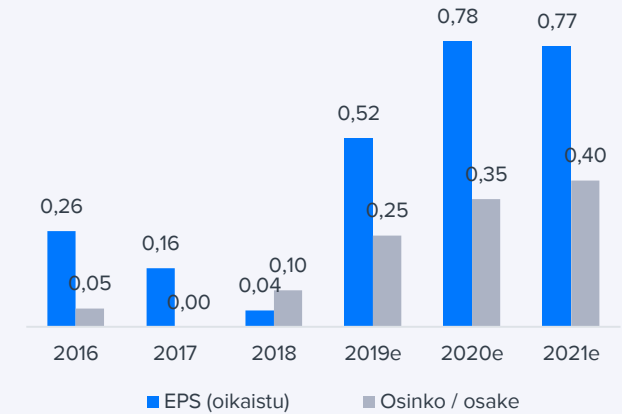
Osinkoennusteet

Ennusteidemme valossa Remedyn taloudellinen tilanne säilyy vahvana menestyvien pelijulkaisujen ansiosta. Yhtiö maksoi viime keväänä pienen 0,10 euron osakekohtaisen osingon ja ennustamme yhtiön korottavan osinkoaan tulevina vuosina. Odotamme yhtiön osingonjakosuhteen olevan vuosina 2019-2021 noin 40-50 %. Vuodelta 2019 ennustamme 0,25 euron osakekohtaista osinkoa, mikä tarkoittaa nykyisellä osakekurssilla noin 2,5 %:n osinkotuottoa.

Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys



EPS ja osinko



Ennusteet

Tuloslaskelma	H1'17	H2'17	2017	H1'18	H2'18	2018	H1'19	H2'19e	2019e	2020e	2021e
Liikevaihto	8,3	8,9	17,2	9,2	10,9	20,1	13,8	19,7	33,5	37,3	41,3
Käyttökate	0,7	1,5	2,2	-0,2	1,3	1,1	1,8	6,7	8,5	12,5	13,5
Poistot ja arvonalennukset	-0,1	-0,1	-0,2	-0,1	-0,4	-0,5	-0,3	-0,4	-0,7	-0,7	-1,9
Liikevoitto ilman kertaeriä	1,2	1,4	2,6	-0,4	1,0	0,6	1,5	6,3	7,8	11,7	11,5
Liikevoitto	0,6	1,4	2,0	-0,4	1,0	0,6	1,5	6,3	7,8	11,7	11,5
Nettorahoituskulut	0,0	-0,2	-0,2	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Tulos ennen veroja	0,6	1,2	1,8	-0,3	1,0	0,7	1,5	6,3	7,8	11,8	11,6
Verot	-0,1	-0,3	-0,4	0,0	-0,1	-0,1	-0,3	-1,3	-1,6	-2,4	-2,3
Nettotulos	0,5	0,9	1,5	-0,3	0,9	0,5	1,2	5,0	6,2	9,4	9,3
EPS (oikaistu)	0,08	0,08	0,16	-0,03	0,07	0,04	0,10	0,42	0,52	0,78	0,77
EPS (raportoitu)	0,04	0,08	0,12	-0,03	0,07	0,04	0,10	0,42	0,52	0,78	0,77

Tunnusluvut	H1'17	H2'17	2017	H1'18	H2'18	2018	H1'19	H2'19e	2019e	2020e	2021e
Liikevaihdon kasvu-%	7,6 %	1,9 %	4,6 %	11,1 %	23,3 %	17,3 %	49,6 %	80,4 %	66,3 %	11,2 %	10,8 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	-25,8 %	-40,6 %	-34,5 %	-132,5 %	-28,2 %	-76,4 %	-476,5 %	530,6 %	1172,2 %	51,5 %	-1,7 %
Käyttökate-%	8,5 %	16,9 %	12,9 %	-2,7 %	12,4 %	5,5 %	12,8 %	34,0 %	25,2 %	33,5 %	32,7 %
Oikaistu liikevoitto-%	14,4 %	15,7 %	15,0 %	-4,2 %	9,1 %	3,0 %	10,6 %	31,9 %	23,1 %	31,5 %	28,0 %
Nettotulos-%	6,3 %	10,6 %	8,6 %	-3,8 %	8,1 %	2,6 %	8,6 %	25,6 %	18,6 %	25,3 %	22,4 %

Ennustemuutokset	2019e	2019e	Muutos	2020e	2020e	Muutos	2021e	2021e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	36,5	33,5	-8 %	35,3	37,3	6 %	41,3	41,3	0 %
Käyttökate	11,5	8,5	-26 %	10,7	12,5	17 %	13,5	13,5	0 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	10,8	7,8	-28 %	9,9	11,7	18 %	11,5	11,5	0 %
Liikevoitto	10,8	7,8	-28 %	9,9	11,7	18 %	11,5	11,5	0 %
Tulos ennen veroja	10,8	7,8	-28 %	10,0	11,8	18 %	11,6	11,6	0 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,72	0,52	-28 %	0,66	0,78	18 %	0,77	0,77	0 %
Osakekohtainen osinko	0,30	0,25	-17 %	0,31	0,35	13 %	0,42	0,40	-5 %

Lähde: Inderes

Ennusteet ja arvonmääritys 4/5

Arvonmääritys

Sijoitusnäkemys

Remedyn sijoittajatarina on tulossa arvostusmielessä uuteen vaiheeseen. Vuosina 2017-2018 moniprojektimallin rakennusvaiheessa yhtiön tulos oli vielä vaatimattomalla tasolla ja arvostus on nojannut pitkälti vuoden 2019 ja sen jälkeiseen tulostasoon. Controlin julkaisun myötä Remedyn täytyy alkaa lunastamaan vahvaa tarinaansa myös numeroiden kautta.

Controlin myynti on lähtenyt käyntiin kohtuullisesti, mutta pelistä Remedylle tuloutuva liikevaihto näyttäisi painottuvan aiempia odotuksiamme enemmän vuodelle 2020. Katset täytyy siis jo siirtää ensi vuoteen, jonka valossa osakkeen arvostus (2020e P/E 13x ja EV/EBIT 8x) näyttää maltilliselta. Näkyvyys ensi vuoteen on kuitenkin yhä hyvin rajallinen, mikä kohottaa lyhyen aikavälin riskejä. Remedyn pitkän aikavälin näkyvä näyttää valoisalta yhtiön strategian edetessä oikeaan suuntaan, mutta lyhyellä tähtäimellä Remedyn omistajien on oltava valmiita kestämään myös mahdollisesti volatiilia kurssikehitystä.

Remedyn liiketoiminta rakentuu mielestämme peliyhtiöksi vakaalle perustalle, mikä tekee siitä erityisen mielenkiintoisen sijoituskohteen. Yhtiöllä on vahvat näytöt laadukkaiden pelien kehittämisestä ja tämä rajaa riskejä kaupallisesti täysin epäonnistuneiden projektien osalta. Laatu toisaalta nostaa myös todennäköisyyttä kehittää menestyspeliä ja hyvässä skenaariossa osakkeen tuottopotentiaali on merkittävä. Moniprojektimallin ylösajon myötä pelien julkaisutahti tihenee ja

”menestysoptioiden” lukumäärä nousee. Huonossa skenaariossa osakkeessa on luonnollisesti selvää laskuvaraa, mutta sijoitetun pääoman täysi menettäminen on mielestämme hyvin epätodennäköistä, sillä alihankintaprojektit sekä osittain julkaisijan rahoittamat projektit tasaavat liiketoiminnan riskejä merkittävästi. Kokonaisuudessaan pidämme osakkeen tuotto/riski-suhdetta nykyarvostuksella houkuttelevana yhtiön pitkän aikavälin erittäin kiinnostavan sijoittajatarinan valossa. Toistamme osakkeen lisää-suosituksen ja 11,5 euron tavoitehinnan.

Arvostuskertoimet

Vuosien 2019-2020 tulos alkaa heijastella ensimmäistä kertaa Remedyn lähivuosien tulospotentiaalia Control-pelin julkaisun ja moniprojektimallin ylösajon myötä. Remedyn osakkeen arvostusta pitääkin mielestämme tarkastella näiden vuosien ennusteisiin nähden. Nykyisten tietojen valossa Controlin myynti näyttäisi kehittyvän kohtuullisen hyvin ja tämä osaltaan laskee ennusteisiin liittyviä riskejä verrattuna aikaan, jolloin Controlin myynnistä ei ollut vielä mitään tietoa. Arvostus on lähivuosien kertoimien valossa siis hieman tukevammalla pohjalla, vaikkakin ennusteriskit ovat edelleen korkeat.

Remedyn 2019e-2020e P/E-kertoimet ovat 20x-13x ja vahvan nettokassan huomioivat EV/EBIT-kertoimet 13x-8x. Kertoimet olisivat karkeasti noin 1x korkeammat, jos tuloksesta oikaistaisiin tuotekehitysaktivointien vaikutus. Tämän vuoden arvostuskertoimet ovat koholla, mutta ensi vuoteen katsottaessa arvostustaso näyttää maltilliselta ennusteemme toteutuessa. Kokonaisuudessaan

Remedyn nykyiset arvostuskertoimet ovat mielestämme hyvin perusteltavissa, kun huomioidaan yhtiön vahva pitkän aikavälin arvontuontipotentiaali strategian jatkaessa oikeilla urilla. Merkittävää nousuvaraa emme kertoimissa kuitenkaan näe, ellei näkyvyys lähivuosien tuloskasvunäkymään parane.

Vertailuryhmä

Olemme koonneet Remedyn verrokkiryhmään listattuja, pääasiallisesti konsoli- ja PC-peleihin keskittyneitä yhtiötä. Verrokkiryhmä koostuu pääosin huomattavasti Remedyä suuremmista toimijoista, joten tietty alennus suhteessa verrokkeihin on osaltaan perusteltu. Lisäksi Remedy on vielä hyvin riippuvainen yksittäisten pelijulkaisujen onnistumisesta, kun taas useilla verrokeilla on jo selvästi laajemmat peliportfoliot, mikä osaltaan laskee näiden yhtiöiden riskitasoa.

Huomautamme, että verrokkiryhmän mediaanikertoimet 2019e-2020e EV/S 4,9x-6,1x ja EV/EBIT 23x-21x ovat absoluuttisesti erittäin korkeita ja ne heijastelevat yhtiöihin ladattuja korkeita tuloskasvuodotuksia. Näemme riskinä, että yhtiöille ei välttämättä hyväksytä jatkossa näin korkeita kertoimia, varsinkaan jos lähivuosien tuloskasvuodotukset eivät realisoitu. Toimialan korkeat arvostustasot antavat kuitenkin osaltaan tukevat myös Remedyn arvostusta. Remedyn vuoden 2019 EV/Liikevaihto-kerroin on 2,9x, mikä on noin 40 % alle verrokkiryhmän mediaanin. EV/EBIT-kertoimella Remedyä hinnoitellaan vuosille 2019-2020 noin 45-61 % alle verrokkiryhmän.

Ennusteet ja arvonmääritys 5/5

Verrokkien kertoimiin pohjautuva arvonmääritys

Olemme viereisessä taulukossa laskeneet Remedyn osakkeen arvohaarukan käyttäen verrokkiyhtiöiden EV/Liikevaihto- ja EV/EBIT-kertoimia sekä vuosien 2019-2020 ennusteitamme. Verrokkien kertoimiin on sovellettu 20 %:n ja 40 %:n alennusta heijastellen edellisessä kappaleessa mainittuja tekijöitä. Lisäksi olemme laskeneet skenaarion, missä Remedyä hinnoiteltaisiin suoraan verrokkien mediaanikertoimilla. Vaikka Remedyn arvostuskertoimia ei ole mielestämme perusteltua venyttää lyhyellä tähtämellä verrokkien tasolle, sijoittajien on hyvä pitää mielessä, että hyvässä skenaariossa kertoimissa on edelleen nousuvaraa.

Olemme käyttäneet tuloksen osalta vuosien 2019-2020 liikevoiton keskiarvoa, mikä kuvastaa mielestämme paremmin Remedyn lähivuosien tulospotentiaalia. Tänä vuonna tulostaso näyttää jäävän liikevaihdon ajoituksellisista syistä aiempia odotuksiamme matalammaksi. Toisaalta ensi vuodelle tulosparannuksen ajurit ovat melko selkeitä, vaikka liikevaihdon yksittäisiin komponentteihin liittyy vielä merkittävää epävarmuutta.

Vuoden 2019 liikevaihdolla ja 0-40 %:n alennuksella verrokkien kertoimiin, Remedyn osakkeen arvohaarukaksi muodostuu 10,2-15,7 euroa.

Verrokkien vuoden 2020 mediaani tulostulokertoimilla, vuosien 2019-2020 keskimääräisellä tuloksella ja 0-40 %:n alennusta soveltaen osakkeen arvohaarukaksi muodostuu 11,9-18,5 euroa.

Edellä käytyjen laskelmien valossa Remedyn osakkeen nykyarvostus on hyvin perusteltavissa ja hyvässä skenaariossa osakkeessa on edelleen myös lyhyellä tähtämällä selvää nousuvaraa. Muistutamme, että verrokkien kertoimiin pohjautuva laskelma on kuitenkin hyvin staattinen ja siihen ei pidä lukittautua liian tarkasti. Sekä hyväksyttävä arvostuskerroin että sovellettu tulos/liikevaihtoennuste voi muuttua niin ylös- kuin alaspäin ja tällä on luonnollisesti vaikutusta laskelman lopputulokseen.

Olemme myös havainnollistaneet skenaariota, missä Remedyn tulostaso jäisikin lähivuosina vuoden 2019 ennusteemme (7,8 MEUR) tasolle ja heikentyneen sijoittajasentimentin myötä osakkeen hyväksyttävä arvostustaso laskisi EV/EBIT 6x-10x tasolle. Mielestämme etenkin haarukan alalaidan tasolla olevat kertoimet vaatisivat sen, että luottamus yhtiön pitkän aikavälin arvonluontikykyä kohtaan rapistuisi merkittävästi nykytasolta. Näillä oletuksilla osakkeen arvohaarukka olisi 5,8-8,4e.

DCF-malli

DCF-mallimme mukainen oman pääoman arvo Remedylle on 141 MEUR, mikä vastaa 11,7 euron osakekohtaista arvoa. Mallin taustalla olevat oletukset on esitelty ennustekappaleessa. Remedyn tapauksessa tulevat kassavirrat ovat erittäin herkkiä pelien menestykselle ja DCF-mallin antama arvo vaihtelee voimakkaasti sen mukaan. Mallissamme pääoman kustannus (WACC: 11,2 %) on asetettu korkeaksi kompensoimaan kassavirtoihin liittyvää korkeaa epävarmuutta.

Verrokkien kertoimiin pohjautuva arvonmääritys

EV/Liikevaihto

Alennus verrokkeihin	40 %	20 %	0 %
Liikevaihto 2019e	33,5	33,5	33,5
x hinnoittelukerroin	3,0	3,9	4,9
Yritysarvo	99	132	165
+ Nettokassa 2019e	24	24	24
Osakekannan arvo	123	156	189
Per osake (EUR)	10,2	12,9	15,7

EV/EBIT

Alennus verrokkeihin	40 %	20 %	0 %
EBIT ka. 2019-2020e	9,7	9,7	9,7
x hinnoittelukerroin	12,3	16,4	20,5
Yritysarvo	120	160	200
+ Nettokassa 2019e	24	24	24
Osakekannan arvo	144	184	224
Per osake (EUR)	11,9	15,2	18,5

EV/EBIT "Heikko skenaario"

EBIT 2019e	7,8	7,8	7,8
x hinnoittelukerroin	6,0	8,0	10,0
Yritysarvo	47	62	78
+ Nettokassa 2019e	24	24	24
Osakekannan arvo	70	86	101
Per osake (EUR)	5,8	7,1	8,4

Vertailuryhmä

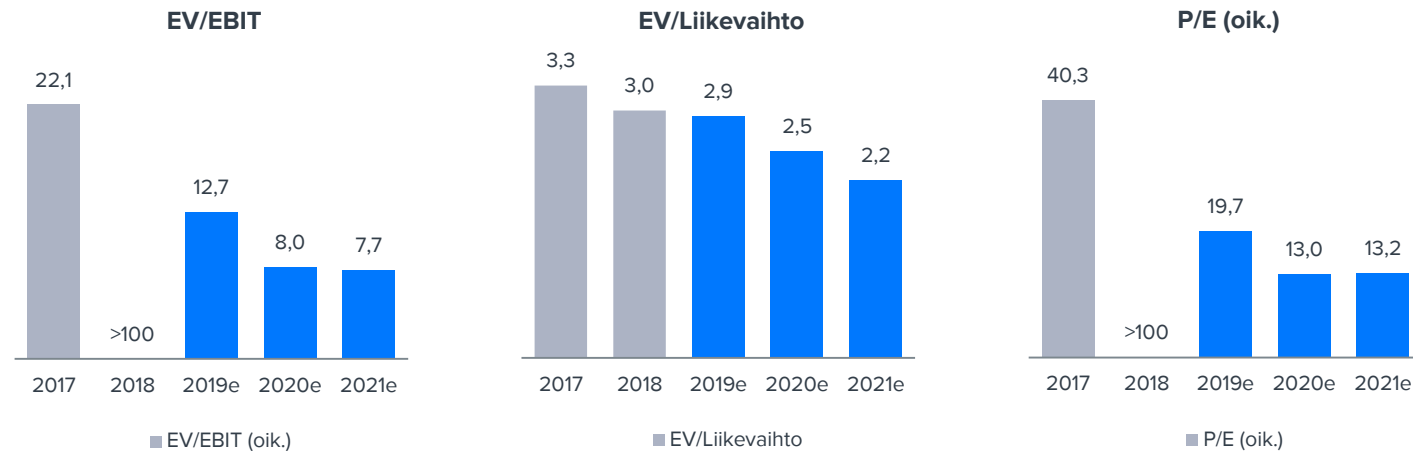
Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B 2019e
				2019e	2020e	2019e	2020e	2019e	2020e	2019e	2020e	2019e	2020e	
Focus Home Interactive SA	22,1	119	101	7,8	6,1	7,0	5,6	0,9	0,7	13,3	10,0	2,9	3,1	2,4
Frontier Developments PLC	1186,0	541	502	23,3	36,2	15,6	18,3	4,9	6,1	29,9	48,0			
Embracer Group	67,8	1799	1531	22,2	23,8	10,5	8,1	2,8	2,7	34,9	41,6			3,9
Starbreeze AB	2,8	87	88				10,9	3,4	5,0					
CD Projekt SA	260,3	5763	5631	223,5	10,3	182,5	9,5	58,2	7,4	258,0	13,2	0,3	1,1	23,8
Paradox Interactive AB (publ)	138,1	1378	1342	28,2	22,2	19,2	14,5	10,5	8,4	37,1	29,2	0,8	1,1	13,0
Koei Tecmo Holdings Co Ltd	2631,0	2826	2746			25,5	23,4	8,1	7,7	26,5	25,6	1,9	2,0	2,8
Sumo Group PLC	155,0	276	278	19,6	17,3	17,1	14,6	4,7	3,9	23,9	21,3			
Team17 Group PLC	316,5	487	448	22,9	21,7	20,1	19,1	7,0	6,6	30,0	28,7			
Codemasters Group Holdings PLC	241,5	428	399	31,0	20,5	18,9	18,8	4,8	4,2	20,2	19,6			
Playway SA	211,5	318	301	14,0	13,2	14,0	13,1	9,9	9,0	22,1	21,2	1,2	2,7	8,8
11 Bit Studios SA	360,5	189	173	27,7	31,6	22,9	24,0	10,4	9,7	35,0	42,2			6,6
Funcom NV	12,5	95	85	46,8	10,4	7,8	5,5	3,5	3,0	272,1	13,6			
Remedy (Inderes)	10,15	123	99	12,7	8,0	11,6	7,5	2,9	2,5	19,7	13,0	2,5	3,4	4,5
Keskiarvo				42,5	19,4	30,1	14,3	9,9	5,7	66,9	26,2	1,4	2,0	8,7
Mediaani				23,3	20,5	18,0	14,5	4,9	6,1	30,0	23,4	1,2	2,0	6,6
Erotus-% vrt. mediaani				-45 %	-61 %	-36 %	-48 %	-40 %	-58 %	-34 %	-45 %	103 %	74 %	-32 %

Lähde: Thomson Reuters / Inderes. Huomautus: Inderesin käyttämä markkina-arvo ei ota huomioon yhtiön hallussa olevia omia osakkeita.

Arvostus yhteenveto

Arvostustaso	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Osakekurssi	6,44	6,70	10,2	10,2	10,2
Osakemäärä, milj. kpl	12,1	12,1	12,1	12,1	12,1
Markkina-arvo	78	81	123	123	123
Yritysarvo (EV)	57	61	99	94	89
P/E (oik.)	40,3	>100	19,7	13,0	13,2
P/E	52,9	>100	19,7	13,0	13,2
P/Kassavirta	7,3	neg.	25,1	15,6	14,1
P/B	3,6	3,6	4,5	3,6	3,2
P/S	4,5	4,0	3,7	3,3	3,0
EV/Liikevaihto	3,3	3,0	2,9	2,5	2,2
EV/EBITDA (oik.)	25,8	55,2	11,6	7,5	6,6
EV/EBIT (oik.)	22,1	>100	12,7	8,0	7,7
Osinko/tulos (%)	0,0 %	226,8 %	48,5 %	44,8 %	52,1 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	1,5 %	2,5 %	3,4 %	3,9 %

Lähde: Inderes



DCF-kassavirtalaskelma

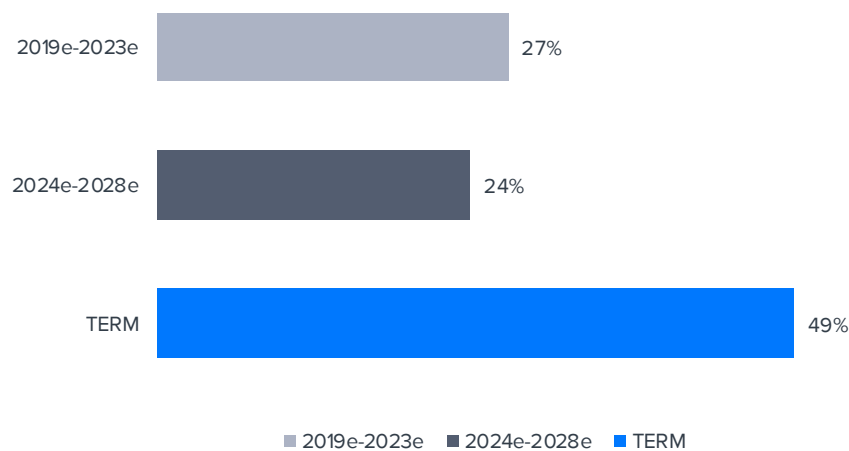
DCF-laskelma	2018	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	TERM
Liikevoitto	0,6	7,8	11,7	11,5	13,3	14,5	15,4	15,6	15,4	15,9	15,8	
+ Kokonaispoistot	0,5	0,8	0,7	1,9	2,1	2,3	2,6	2,9	3,1	3,2	3,3	
- Maksetut verot	-0,1	-1,6	-2,4	-2,3	-2,7	-2,9	-3,1	-3,1	-3,1	-3,2	-3,2	
- verot rahoituskuluista	0,0	0,0	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	
- Käyttöpääoman muutos	1,3	-0,8	0,0	-0,2	0,2	0,5	0,6	0,7	0,1	0,1	0,1	
Operatiivinen kassavirta	2,3	6,2	10,2	11,0	13,0	14,4	15,6	16,0	15,5	16,0	16,0	
+ 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	
- Bruttoninvestoinnit	-2,9	-1,3	-2,3	-2,3	-3,3	-3,3	-3,4	-3,4	-3,4	-3,5	-3,4	
Vapaa operatiivinen kassavirta	-0,7	4,9	7,9	8,7	9,7	11,2	12,2	12,6	12,1	12,5	12,6	
+/- Muut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	-0,7	4,9	7,9	8,7	9,7	11,2	12,2	12,6	12,1	12,5	12,6	157
Diskontattu vapaa kassavirta		4,8	7,0	7,0	7,0	7,2	7,1	6,6	5,7	5,3	4,8	59,9
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		122	118	111	104	96,6	89,4	82,3	75,7	70,0	64,7	59,9
Velaton arvo DCF		122										
- Korolliset velat		-2,9										
+ Rahavarat		23,0										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		-1,2										
Oman pääoman arvo DCF		141										
Oman pääoman arvo DCF per osake		11,7										

Pääoman kustannus (wacc)

Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisasaste D/(D+E)	0,0 %
Vieraan pääoman kustannus	5,0 %
Yrityksen Beta	1,10
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	3,00 %
Riskitön korko	3,0 %
Oman pääoman kustannus	11,2 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	11,2 %

Lähde: Inderes

Rahavirranjakauma jaksoittain



Tase

Vastaavaa	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Pysyvät vastaavat	1,0	3,4	3,9	5,5	5,8
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aineettomat hyödykkeet	0,0	1,7	2,5	4,1	4,5
Käyttöomaisuus	0,5	1,3	1,0	1,0	0,8
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	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4
Laskennalliset verosaamiset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vaihtuvat vastaavat	25,7	24,8	30,7	36,0	37,9
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	3,1	1,8	4,0	4,5	4,7
Likvidit varat	22,6	23,0	26,7	31,6	33,2
Taseen loppusumma	26,7	28,3	34,6	41,5	43,8

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Oma pääoma	21,8	22,4	27,4	33,8	38,8
Osakepääoma	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Kertyneet voittovarot	8,0	8,5	13,5	19,9	24,9
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	13,7	13,7	13,7	13,7	13,7
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	1,9	2,9	2,9	2,9	0,0
Laskennalliset verovelat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lainat rahoituslaitoksilta	1,9	2,9	2,9	2,9	0,0
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	2,9	3,0	4,4	4,8	5,0
Lainat rahoituslaitoksilta	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	2,9	3,0	4,4	4,8	5,0
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	26,7	28,3	34,6	41,5	43,8

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

Raporteilla esitettävä informaatio on hankittu useista eri julkisista lähteistä, joita Inderes pitää luotettavana. 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.

Mahdolliset kannanotot, arviot ja ennusteet ovat esittäjiensä näkemyksiä. Inderes ei vastaa esitettyjen tietojen sisällöstä tai paikkansapitävyydestä. Inderes tai sen työntekijät eivät myöskään vastaa tämän raportin perusteella tehtyjen päätösten 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 neuvonantaja. Asiakas vastaa sijoituspäätöksensä 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 tämänhetkisen hinnan ja 12 kuukauden tavoitehintamme väliseen prosenttiero. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituksen myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään neljä 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) ja lisäarvomalli (EVA), 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 jakaamaan suhteessa osakkeen nousuvaraan 12-kk tavoitehintaan:

Osta	>15 %
Lisää	5-15 %
Vähennä	-5-5 %
Myy	< -5 %

Inderesin tutkimusta laatineilla 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 Oy voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoitavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oy:n omistukset esitetään yksilöitynä mallisalkussa. Inderes Oy:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin laatineen analytikon palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oy: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 Corporate Broking -palveluita, joiden tavoitteena on parantaa yhtiön ja pääomamarkkinoiden välistä kommunikaatiota. Näitä palveluita ovat sijoittajatilaisuuksien ja -tapahtumien järjestäminen, sijoittajaviestintään liittyvä neuvonanto, sijoitustutkimusraporttien laatiminen.

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

Suositushistoria (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
30.5.2017	Lisää	7,40 €	6,69 €
17.8.2017	Osta	7,50 €	6,31 €
19.2.2017	Osta	7,50 €	5,90 €
4.6.2018	Osta	8,50 €	7,30 €
15.8.2018	Osta	8,50 €	6,75 €
13.2.2019	Lisää	9,00 €	8,25 €
3.7.2019	Lisää	10,00 €	9,28 €
14.8.2019	Lisää	11,50 €	10,65 €
5.12.2019	Lisää	11,50 €	10,15 €

Inderes on kaikille osakesijoittajille avoin analyysipalvelu ja yhteisö. Toimintaamme ohjaavat viisi periaatetta: riippumattomuus, laadukas analyysi, intohimo osakemarkkinoita kohtaan, pääomamarkkinoiden avoimuuden parantaminen sekä toiminta yhteisönä yhteisen hyvän edistämiseksi. Tavoittemme on vaikuttaa positiivisesti yhteiskuntaan edistämällä kotimaista omistajuutta ja kansankapitalismia. Yhteisöömme kuuluvat sijoittajat oppivat tuntemaan kohdeyhtiöt paremmin, ymmärtävät omistajuuden merkityksen ja voivat kehittyä paremmiksi sijoittajiksi. Pörssiyrityksille varmistamme, että yhtiöstä on jatkuvasti sijoittajien ja omistajien saatavilla laadukasta tietoa päätöksentekoon. Inderes-yhteisöön kuuluu yli 35 000 aktiivista sijoittajaa ja yli 100 kotimaista pörssiyritystä, jotka haluavat pitää omistajiensa tietotarpeista huolta. Palvelemme yhteisöämme yli 20 työntekijän tiimillä intohimosta osakesijoittamiseen.

Inderes Oy

Itämerentori 2
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

Palkittua analyysiä osoitteessa www.inderes.fi

Palkinnot



STARMINE
ANALYST AWARDS
FROM REFINITIV



THOMSON REUTERS
ANALYST AWARDS
WINNER



**2012, 2016, 2017, 2018,
2019**

Suositus- ja
ennustetarkkuus



2014, 2016, 2017, 2019

Suositustarkkuus



**2014, 2015, 2016, 2018,
2019**

Suositus- ja
ennustetarkkuus



2012, 2016, 2018, 2019

Suositustarkkuus



2015, 2018

Suositus- ja
ennustetarkkuus



2017, 2019

Suositustarkkuus



2017

Suositustarkkuus



2018

Ennustetarkkuus



2019

Suositustarkkuus

**Analyysi kuuluu
kaikille.**