

# Remedy

## Laaja raportti

14.09.2023 07:40



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

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde  
res.

# Vuosien kehitystyön tuloksia tarkastellaan pian

Toistamme Remedyn vähennä-suosituksen ja tarkistamme tavoitehintaa 24,0 euroon (aik. 25,0 EUR). Yhtiön sijoittajatarina on 27.10. tapahtuvan Alan Wake 2:n julkaisun myötä asteittain siirtymässä kannattavan kasvun vaiheeseen voimakkaiden investointivuosien jälkeen. Mielestämme osakkeen arvostus hinnoittelee Alan Wake 2:lle jo hyvää menestystä, ja myös tuotantoputken muilta projekteilta odotetaan arvonluontia. Olemme erityisen luottavaisia kehitteillä olevien perinteisten AAA-peliprojektien menestykseen, mutta monipeliprojektit Condor ja erityisesti Vanguard ovat tässä isoin kysymysmerkki. Pidämme Remedyn sijoitustarinaa erittäin kiinnostavana tämän vuosikymmenen loppuun asti tarkasteltuna, mutta nykyinen arvostus pitää meidät odottavissa tunnelmissa.

## Pitkäjänteinen työ moniprojektimallin ylösajamiseksi alkaa kantaa hedelmää tulevina vuosina

Remedy lähti vuoden 2017 listautumisen jälkeen toteuttamaan strategiaansa, jonka kulmakivenä oli siirtyä parempaan asemaan arvoketjussa, luoda pitkäkestoisempia pelejä ja hallita samalla riskejä siirtymällä usean projektin malliin. Yhtiön strategian toteuttaminen on edennyt tämän jälkeen määrätietoisesti ja nyt yhtiöllä on samaan aikaan kehitteillä 5 merkittävää peliprojektia vahvojen kumppanien kanssa. Yhtiö on myös rakentanut omia kyvykkyyksiä pelien julkaisuun, ja on yhä enemmän mukana peliensä julkaisussa ja markkinoinnissa. Samaan aikaan yhtiön Northlight-pelimoottori on kehittänyt uusien projektien mukana ja arvioimme tulevien hankkeiden hyötyvän yhä enemmän oman pelimoottorin ja jaettujen teknologioiden tarjoamista skaalaeduista. Vuosien 2023-2027 strategiakaudella edellisten 6 vuoden työn pitäisi alkaa tuottaa tuloksia kannattavan kasvun muodossa, kun luvassa on useampia isoja pelijulkaisuja. Lähtölaukaus tälle on pian tapahtuva Alan Wake 2:n julkaisu, josta on nähtyjen pelidemojen sekä pelaajien ja pelimedioiden erittäin positiivisten ensireaktioiden perusteella tulossa laadukas selviytymiskauhupeli.

## Suuri markkina, jonka trendit tukevat Remedyn kasvunäkymiä

Konsolimarkkina (2023e: 56 mrd. €) on ottanut vuoteen 2019 nähden 14 miljardin kasvuloikan, minkä taustalla on koronapandemian tuoman kysyntäaallon lisäksi uuden sukupolven pelikonsolin vahva suosio. Tästä huolimatta markkinan odotetaan jatkavan kasvussa myös tulevaisuudessa. Markkinan trendit (tilauspohjaiset mallit, pilvipelaaminen, digitaalinen jakelu ja pitkäkestoiset pelipalvelut) näyttävät pelinkehittäjien kannalta suotuisilta. Trendien myötä pelistudioiden liiketoimintamallit ovat osittain muuttumassa, mutta niiden osuus arvoketjusta näyttäisi kasvavan, sillä tarve laadukkaalle pelisisällölle vain korostuu eri toimijoiden ja digitaalisten jakelualustojen välisen kilpailun kiihtyessä. Lisäksi itsenäisiä AAA-studioita on maailmalla alle 40, joista harva pystyy Remedyn tavoin usean suuren projektin samanaikaiseen tuotantoon. Tämä tekee Remedystä erittäin kiinnostavan kumppanin julkaisijoille sekä potentiaalisen yritysostokohteen.

## Odottavissa tunnelmissa kohti Alan Wake 2:n julkaisua

Olemme päivittäneet oletustamme Control 2:n julkaisusta H1'26:lle (aik. H2'25) ja Max Paynen osalta H1'27:lle (aik. H2'26). Näin ollen Remedyn pelihankkeiden rojalittuotot painottuvat ennusteessamme yhä isommilta osin vuosille 2026-2027, jolloin odotamme yhtiön liikevaihtoon (89,5 ja 86,8 MEUR) ja tulokseen (EBIT: 23,0-20,3 MEUR) merkittävää tasokorotusta. Hyvin menestyviä pelijulkaisuja odottavilla ennusteillamme osakkeen EV/EBIT-kertoimet (11x-12x) näyttävät tuolloin kohtuullisilta ja EV/EBITDA-kertoimet (n. 7x) puolestaan maltillisilta. Tämän päälle sijoittaja saa option ennusteitamme paremmin menestyvistä hittipeleistä, joskin monipeliprojekteihin liittyvä epävarmuus osittain painaa riski/tuotto-suhdetta toiseen suuntaan. Lähivuosien ennusteista Remedyn arvostukselle ei saada olennaista tukea, joten sijoittajilta vaaditaan kärsivällistä pitkän pelin pelaamista.

## Suositus

### Vähennä

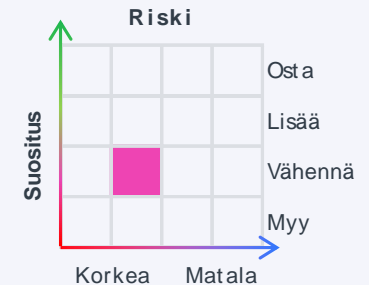
(aik. Vähennä)

**24,00 EUR**

(aik. 25,00 EUR)

### Osakekurssi:

22,50



## Avainluvut

	2022	2023e	2024e	2025e
<b>Liikevaihto</b>	43,6	35,7	55,1	63,1
<b>kasvu-%</b>	-3 %	-18 %	54 %	14 %
<b>EBIT oik.</b>	-0,6	-14,3	2,4	7,1
<b>EBIT-% oik.</b>	-1,3 %	-40,0 %	4,4 %	11,2 %
<b>Nettotos</b>	-1,7	-11,5	1,9	5,6
<b>EPS (oik.)</b>	-0,13	-0,85	0,14	0,41

<b>P/E (oik.)</b>	neg.	neg.	>100	55,2
<b>P/B</b>	3,3	4,0	4,0	3,8
<b>Osinkotuotto-%</b>	0,5 %	0,4 %	0,4 %	0,4 %
<b>EV/EBIT (oik.)</b>	neg.	neg.	>100	39,0
<b>EV/EBITDA</b>	>100	neg.	34,9	19,9
<b>EV/Liikevaihto</b>	5,5	7,7	5,0	4,4

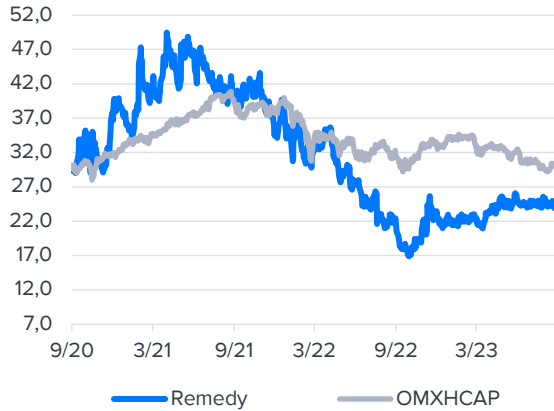
Lähde: Inderes

## Ohjeistus

(Ennallaan)

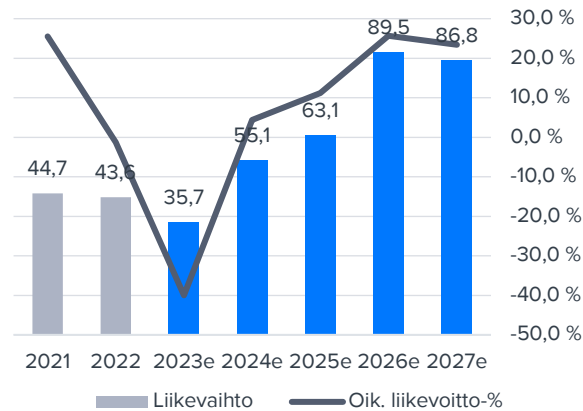
"Remedy arvioi yhtiön liikevaihdon laskevan edellisvuodesta ja liiketuloksen olevan tappiollinen."

## Osakekurssi



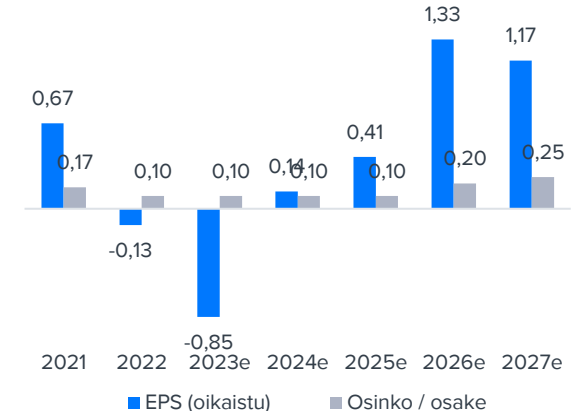
Lähde: Millistream Market Data AB

## Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

## Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



### Arvoajurit

- Houkutteleva asema arvoketjussa toimialan trendien ja konsolidaation valossa
- Kehitteillä 5 merkittävää pelihanketta vahvojen kumppanien kanssa
- Moniprojektimalli tuo jatkuvuutta ja hajauttaa riskejä
- Vahvat näytöt menestyvien pelien kehityksestä
- Oma pelimoottori ja pelinkehitystyökalut tuovat skaalautuvuutta ja kilpailuetua



### Riskitekijät

- Tulevien pelien kaupallinen epäonnistuminen
- Peliprojektien viivästyminen
- Riippuvuus julkaisijakumppaneista
- Pelialan kireä kilpailu huippuosajista
- Teknologia- ja markkinatrendit

Arvostustaso	2023e	2024e	2025e
Osakekurssi	22,8	22,8	22,8
Osakemäärä, milj. kpl	13,5	13,6	13,7
Markkina-arvo	306	309	311
Yritysarvo (EV)	277	280	278
P/E (oik.)	neg.	>100	55,9
P/E	neg.	>100	55,9
P/B	4,0	4,0	3,9
P/S	8,6	5,6	4,9
EV/Liikevaihto	7,7	5,1	4,4
EV/EBITDA (oik.)	neg.	35,3	20,2
EV/EBIT (oik.)	neg.	>100	39,5
Osinko/tulos (%)	neg.	73 %	24,6 %
Osinkotuotto-%	0,4 %	0,4 %	0,4 %

Lähde: Inderes

# Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	<b>5-11</b>
Peliprojektit	<b>12-17</b>
Sijoitusprofiili	<b>18-20</b>
Markkinat	<b>21-24</b>
Kilpailu	<b>25-27</b>
Strategia	<b>28-31</b>
Taloudellinen tilanne	<b>32-33</b>
Ennusteet	<b>34-38</b>
Arvonmääritys	<b>39-41</b>
Taulukot	<b>42-47</b>
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	<b>48</b>

# Remedy lyhyesti

Remedy on kansainvälisesti menestynyt peliyhtiö, joka tunnetaan tarinallisista ja visuaalisesti näyttävistä konsoli- ja tietokonepeleistä, kuten Control, Alan Wake ja Max Payne. Lisäksi yhtiö kehittää omaa Northlight-pelimoottoria ja pelinkehitystyökaluja.

## 1995

Perustamisvuosi

## 2017

Listautuminen

## 43,6 MEUR (-2,5 % vs. 2021)

Liikevaihto 2022

## -0,6 MEUR (-1,3 % lv:sta)

Liikevoitto 2022

## 381

Henkilöstö Q2'23 lopussa

## 79/100

Remedy'n pelien keskimääräinen Metacritic-arvosana

### Crossfire

Smilegatelle alihankintana kehitetyt Crossfire-projektit toivat tasaista kassavirtaa kehitysmaksujen muodossa pääasiassa vuosina 2016-2021.

### Control

Control julkaistiin 8/2019 ja se on ollut kaupallisesti menestynyt projekti yli 3,6 miljoonalla myydyllä kopiolla 2022 loppuun mennessä. Vuonna 2021 Remedy solmi 505 Gamesin kanssa sopimukset 2 uuden Control-pelin kehittämiseksi.

### Epic-projektit

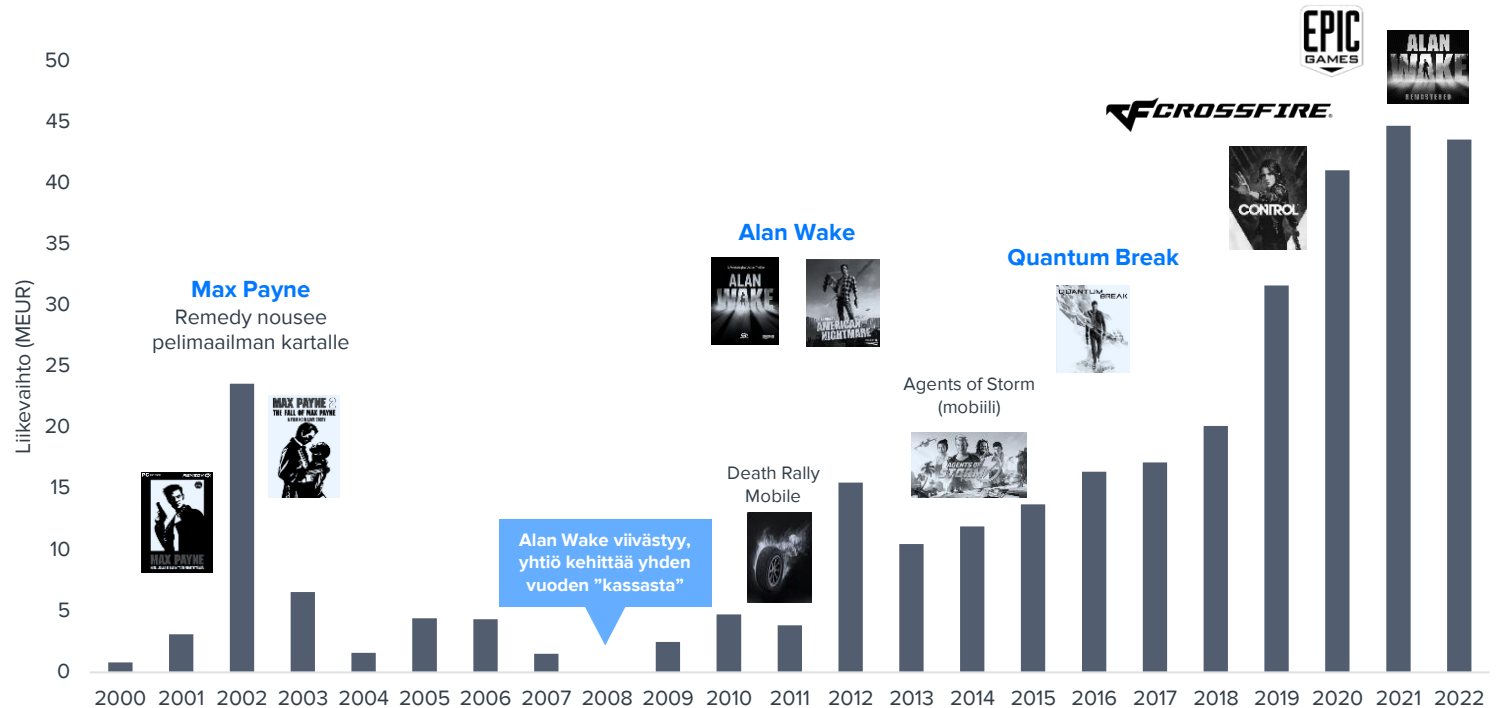
Remedy solmi 3/2020 Epicin kanssa julkaisusopimukset kahden peliprojektin osalta. Alan Wake Remastered julkaistiin 10/2021 ja Alan Wake 2 julkaistaan 27.10.2023

### Vanguard

Remedy solmi 12/2021 Tencentin kanssa kehitys-, lisenssi-, ja jakelusopimuksen yhteistyömoninpeleistä.

### Max Payne 1&2 Remake

Remedy solmi 4/2022 kehityssopimuksen Rockstar Gamesin kanssa, jossa Remedy kehittää alihankintamallilla Remake-versiot ensimmäisistä Max Payne -peleistä.



Lähde: Remedy / Inderes

# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/4

## Yhtiökuvaus

### Arvostettu pelistudio

Remedy Entertainment (Remedy) on vuonna 1995 perustettu suomalainen videopelikehittäjä. Yhtiö kehittää korkeatasoisia, suurten pelistudioiden massapeleistä erottuvia pelejä pääsääntöisesti PC:lle, Xboxille ja Playstationille. Yhtiö on yksi Suomen vanhimmista pelinkehittäjistä, jonka tunnetuimpia pelejä ovat Max Payne, Alan Wake, Quantum Break ja Control. Remedy työllisti Q2'23 lopussa 381 työntekijää, joista valtaosa työskenteli yhtiön Espoon studiolla. Vuonna 2022 yhtiö perusti studion myös Tukholmaan, jossa työskentelee jo vajaat 30 henkilöä.

Remedy tunnetaan parhaiten tarinavetoisista toimintapeleistä ja on yksi arvostetuimpia itsenäisiä AAA-pelistudioita maailmassa. Remedyn sisällä vallitseva tahtotila kehittää laadukkaita tarinankerronnaltaan uniikkeja pelejä näkyy myös yhtiön Metacritic-arviosta (79/100). Metacritic on peliarvioita kokoava sivusto, jossa pelit saavat kokonaisarvosanan erikseen sekä kriitikoilta että pelaajilta. Yli 90 pistettä saavat pelit ovat arvostelumenestyksiä ja harvinaisia. Yli 80 pistettä on myös jo erittäin hyvä saavutus.

Remedy aloitti vuonna 2017 siirtymän moniprojektimalliin ja vuosia kestäneen muutosmatkan jälkeen strategia on edennyt vaiheeseen, jossa yhtiöllä on samaan aikaan kehittäillä 5 merkittävää peliprojektia. Tänä vuonna nämä hankkeet näkyvät lähinnä kustannuksina tuloslaskelmassa, mutta tarjoavat merkittävää tuloskasvupotentiaalia tulevina vuosina pelijulkaisujen onnistuessa. Remedyn sijoittajatarina alkaa asteittain siirtyä

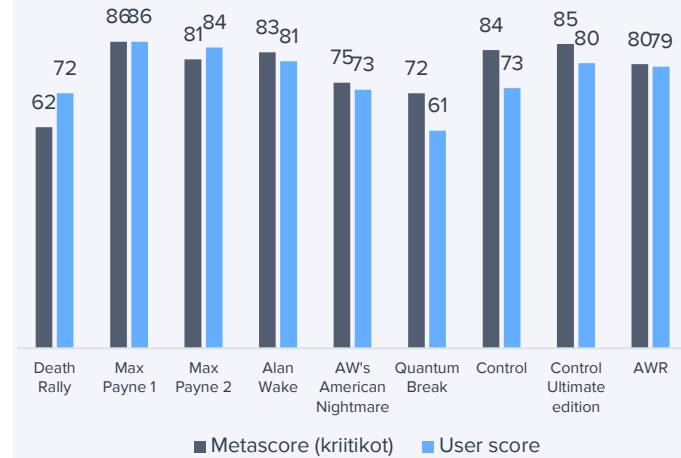
tuloskasvuvaiheeseen 27.10.2023 tapahtuvan Alan Wake 2:n julkaisun jälkeen.

### Pitkä historia kasvattanut kokeneen pelistudion

Remedyn ensimmäinen peli Death Rally julkaistiin vuonna 1996. Käytännössä ennen vuonna 2001 julkaistua hittipeli Max Paynea 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 heijastuu yhtiön peleissä myös tänä päivänä. Max Payne oli pelinä menestys (Metascore 86/100). Vahvasti menestyneen Max Payne 2:n myötä yhtiössä opittiin myös 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 Remedy partneroitui Microsoftin kanssa kehittääkseen Alan Wake -peliä. Peli osoittautui odotettua työläämmäksi projektiksi ja sen julkaisu myöhästyi vuodella. Remedy maksoi tämän viivästyksen omasta kassastaan. Alan Wake julkaistiin keväällä 2010 samana päivänä kuin Rockstarin hittipeli Red Dead Redemption tuli myyntiin. Tämä osaltaan rokotti Alan Waken myyntiä, mutta hyvien arvioiden lisäksi (Metascore 83/100) peli oli käsityksemme mukaan myös taloudellisesti kohtalaisen menestynyt projekti. Alan Wake American Nightmare -lisäosa menestyi myös arviomme mukaan kohtuullisen hyvin.

## Remedyn pelien kriitikko- ja kuluttaja-arviot\*



## Liikevaihto ja kannattavuus\*\*



Lähde: Metacritic, Inderes, \*keskiarvo eri pelialustojen kriitikko- ja kuluttaja-arvioista, \*\*2020-2022 IFRS-lukuja

# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/4

Samalla kun Remedy valmisteli seuraavaa merkittävää projektiaan, yhtiö kokeili vuosina 2011-2014 myös mobiilipelien kehitystä. Pian kuitenkin huomattiin, että kilpailu mobiilipeleissä on erittäin kovaa, eikä markkinalla 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 Microsoftin kanssa. Quantum Breakin taloudellinen menestys kuitenkin kärsi siitä, että edellisen konsolisukupolven taistossa Microsoftin Xbox One ei saavuttanut 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 aloitti Quantum Breakin valmistumisen jälkeen siirtymän kohti moniprojektimallia uuden strategiansa mukaisesti. Strategia on edennyt tämän jälkeen isoja harppauksia eteenpäin ja vuonna 2023 yhtiöllä on samaan aikaan käynnissä jo 5 merkittävää pelihanketta julkaistujen pelien (Control 2019, Alan Wake Remastered 2021, Crossfire HD/X 2021/2022) lisäksi.

## Liiketoimintamalli

### Premium-pelien kehitystä

Remedy kehittää pelejä konsoli- ja PC-alustoille. Pelien jakelu tapahtuu fyysisten jakelijoiden (esim. Gamestop, Amazon) sekä digitaalisten

jakelualustojen (Steam, PS Store, Microsoft Store, Epic Games Store) kautta.

Tänä päivänä Remedy kehittää pelejä kolmella mallilla, joita ovat alihankintamalli, itseomistetun pelibrändin malli (oma IP) sekä yhteisjulkaisuprojektit. Alihankintamallissa (Max Payne) Remedy ei itse omista kehitettävän pelin IP:tä. Tällöin kumppani rahoittaa suurimman osan tai kaiken pelinkehityksestä ja saa valtaosan pelimyyntin tuotoista. Oman IP:n mallissa (Alan Wake 2) Remedy omistaa kehitettävän pelibrändin, rahoittaa enemmän kehitystä ja saa myös suuremman osuuden pelin myyntistä. Yhteisjulkaisuprojekteissa (Condor, Control 2 ja Vanguard) Remedyllä on vastuuta myös pelien julkaisusta, jakelusta ja markkinoinnista. Tulevien projektien osalta Remedy saattaa rahoittaa ja julkaista osan projekteistaan kokonaan itse.

Remedyn kehittämät pelit luokitellaan AAA-peleiksi, joiden ominaispiirteisiin kuuluu suuri tuotantobudjetti, korkea laatutaso sekä mittavat markkinointitoimenpiteet. Iso tuotanto tarkoittaa myös sitä, että pelit ovat visuaalisesti näyttäviä, niissä on hyödynnetty uusimman teknologian mahdollistamia ominaisuuksia ja pelikokemuksen kesto on kymmeniä tunteja. Nykyään tyypillisen Remedyn AAA-pelin tuotantobudjetti on noin 30-60 MEUR. Nyrkkisääntönä AAA-pelien markkinointibudjetti on tähän päälle yleensä vielä noin 15-30 % tuotantobudjetista, ja joskus vielä huomattavasti enemmän.

Perinteisen AAA-pelin kehitys on taloudellisesti korkean riskin hanke ja kannattava toteutus vaatii peliä tyypillisesti suuria myyntimääriä (miljoonia

kappaleita). Pelien kehityssykli ovat tyypillisesti noin 3-5 vuotta. Julkaisuhetkellä etenkin fyysisten pelikopioiden osalta merkittävä osa myynnistä ajoittuu ensimmäisille kuukausille pelin julkaisusta. Siten pelin julkaisuajankohta on kriittinen tekijä ja esimerkiksi pelin julkaisu samaan aikaan kilpailijan hittipelin kanssa voi vaikuttaa olennaisesti myyntiin. Digitaalisen jakelun ja lisäosien yleistymisen myötä myös perinteisten AAA-pelien liikevaihtoon voidaan kuitenkin luoda nykyään huomattavasti enemmän jatkuvuutta. Laadukkaat pelit voivat myydä hyvin digitaalisissa kanavissa useiden vuosien ajan (esim. Control). Digitaalinen jakelu on myös julkaisijoille ja pelinkehittäjille kannattavampi vaihtoehto, kun fyysisten kopioiden materiaali- ja logistiikkakustannukset jäävät pois laskuista.

Julkaisun jälkeen myyntiä tuetaan myöhemmin järjestettävillä alennuksilla ja kampanjoilla. Samat lainalaisuudet eivät kuitenkaan koske Remedyn kehitteillä olevia pitkäkestoisia palvelumallisia moninpelejä (Condor ja Vanguard), joiden ansaintalogiikkaa käsittelemme Peliprojektit-kappaleessa.

Laadukkaat pelit ovat myös haluttua tavaraa viime vuosina suosiota saavuttaneissa pelien tilauspalveluissa (esim. Xbox Game Pass) sekä digitaalisten kauppapaikkojen välisessä kilpailussa. Siten pelistudioille uudeksi merkittäväksi tulonlähteeksi ovat muodostuneet näiden alustojen kanssa tehtävät sopimukset, joilla voi myös tasoittaa pelin kappalemääräiseen myyntiin liittyviä riskejä.

# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 3/4

## Pelikehityksen elinkaari Remedyn peleissä

Remedyn pelinkehitysprosessi suunnittelupöydältä valmiiseen tuotteeseen voidaan jakaa kuuteen vaiheeseen. Remedy on arvioinut perinteisen AAA-pelin kehitysprosessin kestävän pelistä riippuen noin 3-5 vuotta.

Ensimmäisessä mandaattivaiheessa peliprojekti alkaa ja sille asetetaan korkean tason tavoitteet, alustava budjetti ja aikataulu. Vaiheessa on mukana tyypillisesti vain studion johtoa ja projektin johtava tuottaja. Vaihe kestää muutamasta päivästä viikkoihin.

Seuraavaksi korkean tason konseptointivaiheessa määritellään isolla pensselillä pelin idea, pelimekaniikka ja visuaalinen ilme. Vaiheessa on mukana tyypillisesti 3-10 henkilöä ja kestää 1-3kk. Tämän jälkeen peli etenee konseptointiin, jossa pelin visio, teemat, hahmot ja visuaalinen ilme määritellään tarkemmin. Tällöin pelistä tehdään myös alustava prototyyppi. Tässä kohtaa projektissa on mukana tyypillisesti 20-30 henkilöä ja se kestää 3-6kk.

Tämän jälkeen projekti etenee proof-of-concept -vaiheeseen, jossa pelistä tehdään kunnollinen demoversio, jotta pelikonseptia voidaan testata käytännössä. Tiimin koko on 30-50 henkilöä ja vaiheen ohjeellinen kesto on noin 3-6kk. Käytäntö on kuitenkin osoittanut, että POC-vaihe kestää tyypillisesti tätä pidempään, sillä huolellinen työ tässä kohtaa pienentää riskejä tuotantovaiheen viivästyksiltä ja voi jopa nopeuttaa sitä. Tällöin rakennetaan projektisuunnitelma, miten peli tullaan kehittämään (oma henkilöstö ja alihankinta), millaisia komponentteja tarvitaan sekä määritetään riskejä ja suurimpia pullonkauloja. Tässä kohtaa on myös tärkeä todistaa pelin

hauskuus ja toimivuus, jotta projektia kannattaa lähteä viemään kohti tuotantovaihetta. Mitä paremmin projektin suuntaviivat saadaan tässä vaiheessa selväksi, sitä vähemmällä yllätyksillä ja viivästyksillä selvittää itse tuotantovaiheessa. Usein neuvottelut mahdollisten julkaisukumppanien kanssa käydään myös tässä vaiheessa. Julkaisusopimuksen allekirjoituksen yhteydessä projektista tyypillisesti kirjautuu ensimmäistä kertaa liikevaihtoa. Tämän jälkeen kehitysmaksuja alkaa tuloutua Remedyllä suhteessa projektin sitoman henkilöstön ja etenemisen mukaan.

Seuraavaksi esituotannossa projektitiimi kasataan täyttää tuotantoa varten ja tuotantosuunnitelma viimeistellään. Tällöin mukana on yleensä 50-70 henkilöä ja vaihe kestää 3-6kk. Tämän jälkeen tuotantovaiheessa projektia työestetään täydellä tiimillä, joka intensiivisimmässä vaiheessa sitoo jopa yli 200 henkilöä, kun mukaan lasketaan Remedyn noin 100 henkilön tiimin lisäksi alihankintakumppanit. Tuotannon Alpha-vaiheessa aiemmin laadittu projektisuunnitelma toteutetaan ja itse peli kehitetään valmiiksi. Projektista riippuen vaihe kestää noin 1-2 vuotta. Tämän jälkeen noin 3-6kk kestävässä Beta-vaiheessa peli hiotaan vielä lopulliseen julkaisukuntoon.

Viimeisenä on pelin julkaisu, jonka jälkeen Remedyllä alkaa tuloutua rojaltilituloja pelin myynnistä sovitun jako-osuuden mukaan. Riippuen julkaisusopimuksesta rojaltiluottojen saaminen voi edellyttää sitä, että julkaisija on ensin saanut katettua myyntituotoilla omat investointinsa eli kehityskulut, markkinointikulut sekä fyysisten kopioiden valmistuskulut. Julkaisun yhteyteen on alihankintamallissa mahdollista sitoa ”valmistumisbonus”. Pelin kehittäminen ei pääty

heti julkaisuun, vaan live-tiimi (10-20 henkilöä) pyrkii analysoimaan pelaajien käyttäytymistä ja julkaisee päivityksiä sekä bugikorjauksia pelikokemuksen parantamiseksi. Lisäksi Remedy pyrkii tuomaan julkaisemiinsa peleihin 1-3 lisäosaa (DLC) noin 1-2 vuoden sisällä pelin julkaisusta pidentääkseen pelaajien sitoutumista ja pelin elinkaarta. Lisäosia on tällöin tyypillisesti työstämässä noin 20-30 henkilön tiimi.

## Palvelumallisissa peleissä kehityksen elinkaari poikkeaa jonkin verran

Palvelumallisissa peleissä (Condor ja Vanguard) kehitysvaiheet poikkeavat jonkin verran perinteisestä AAA-pelistä. Esimerkiksi F2P-mallisessa Vanguardissa voidaan nähdä ennen julkaisua jonkinlainen suljettu beta-vaihe, missä peliä testataan ja optimoidaan ennen varsinaista julkaisua hieman samaan tyyliin kuin mobiilipelien soft launch -vaiheessa. Lisäksi Vanguardissa ja Condorissa live-vaiheen suunnittelun tärkeys korostuu jo konseptointi- ja Proof-of-concept-vaiheissa, minkä vuoksi nämä vaiheet kestävät pidempään. Vastapainona itse tuotantovaihe voi taas sujua nopeammin. POC-vaiheessa myös tiimejä pyritään pitämään maltillisen kokoisena pidempään, jotta konseptointi voidaan suorittaa laaja-alaisesti ja jotta live-operaatioita voidaan suunnitella mahdollisimman paljon etukäteen.

## Oman pelibrändin pelin kehittäminen

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 heikosti ennustettavalle pelimyynnille.





# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 4/4

Tähän mennessä Remedy on jakanut tätä riskiä ottamalla peliprojekteihinsa mukaan julkaisijakumppanin rahoittamaan osan tai suurimman osan projektista. Tulevaisuudessa yhtiö voi myös rahoittaa ja julkaista osan projekteistaan kokonaan itse.

Pelinkeskeisen näkökulmasta omien pelibrändien kehittäminen on houkutteleva vaihtoehto, sillä ne mahdollistavat muun muassa lisäosien ja kokonaisten jatko-osien kehittämisen. Jatko-osissa pelikehitys on helpompaa, kun esimerkiksi pelimaailmaa tai hahmoja ei tarvitse luoda täysin tyhjästä. Lisäksi kysynnän ennustettavuus on parempaa valmiin pelaajakunnan ansiosta. Siten pelikehityksessä liiketoimintamallin paras skaalautuvuus saavutetaan, mikäli pelinkeskeinen onnistuu luomaan menestyvän pelisarjan.

## Pelikehitys alihankintana

Pelikehitys kumppanin rahoittamana pienentää riskiä pelin epäonnistumisen varalta ja tasaa pelikehittäjän rahavirtoja tasaisten

kehitysmaksujen muodossa. Kääntöpuolena se heikentää liikevaihdon jako-osuutta kehittäjälle päin, vaikka tyypillisesti alihankintasopimuksiin sisältyy myös pelimyyntiin sidottu rojalitikomponentti. Pelkäämään alihankintana pelejä kehittävät erityisesti pienet pelistudiot, joilla ei ole mahdollisuuksia rahoittaa pelikehitystä itse. Liiketoimintamalli vastaa tällöin pitkälti räätälöityä ohjelmistokehitystä ja skaalautuvuus on heikkoa.

## AAA-pelien hinnoittelu ja volyymit

Myyntivolyymit ovat kriittisin ajuri Remedyn omistamien pelibrändien liikevaihdon osalta. 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 myöhemmin 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 (5-10 milj. kpl.) ja jättimenestys (>10 milj. kpl.). Korkealaatuisten AAA-

pelien hinnat ovat alussa 60-80 euron tasolla, ja pidemmällä aikavälillä hinnat vaihtelevat yleensä 10-50 eurossa alennuskampanjoista riippuen. Siten liikevaihdon näkökulmasta yksittäisen pelin haarukka on muutamista kymmenistä miljoonista jopa miljardiluokkaan. Alla oleva taulukko havainnollistaa yksinkertaistetusti, miten yksittäisen pelin myyntihinta jakautuu arvoketjussa eri toimijoiden kesken.

Remedyn kilpailuetu pelimarkkinalla on yhtiön kyky tehdä tehokkaan tuotannon ja teknologian ansiosta korkealaatuisia AAA-pelejä myös suhteellisen pienillä budjeteilla. Tällöin yhtiön pelit ovat kannattavia jo muutaman miljoonan kappaleen myyntimäärillä. Lisäksi tämän ansiosta yhtiö pystyy kehittämään tietyille kohderyhmälle selkeästi valtavirrasta erottuvia pelejä, jolloin yhtiö ei kohtaa aivan niin suoraa kilpailua suurimpia pelistudioita vastaan.

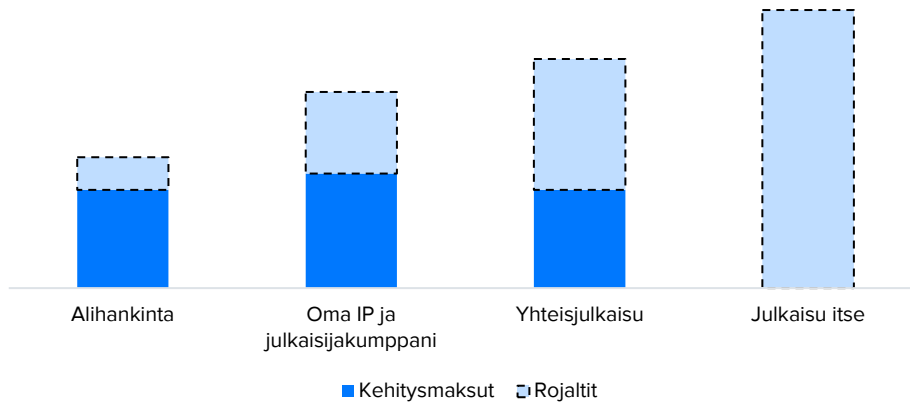
## Havainnollistus yksittäisen pelin myynnistä Remedylle tuloutuvasta liikevaihdosta

Pelin hinta	~20-70e	
ALV-%	~0-27%	Vaihtelee maakohteisesti
Jakelukustannus	~12-35%	Vaihtelee alustakohtaisesti (Esim. Epic Games Store 12 %, Steam 30 %)
QA, lokalisointi, fyysinen jakelu	~1-8%	Vaihtelee pelikohtaisesti
Markkinointi	~1-20%	Markkinointi tehdään etupainotteisesti ajoittuen erityisesti julkaisuun
Remedyn osuus nettomyynnistä	esim. 45%	Jako-osuus riippuu julkaisusopimuksen ehdoista. Esimerkissä käytetty Controlia.
Remedyn osuus yksittäisestä pelistä	~3-27e	

Lähde: Remedy, Inderes

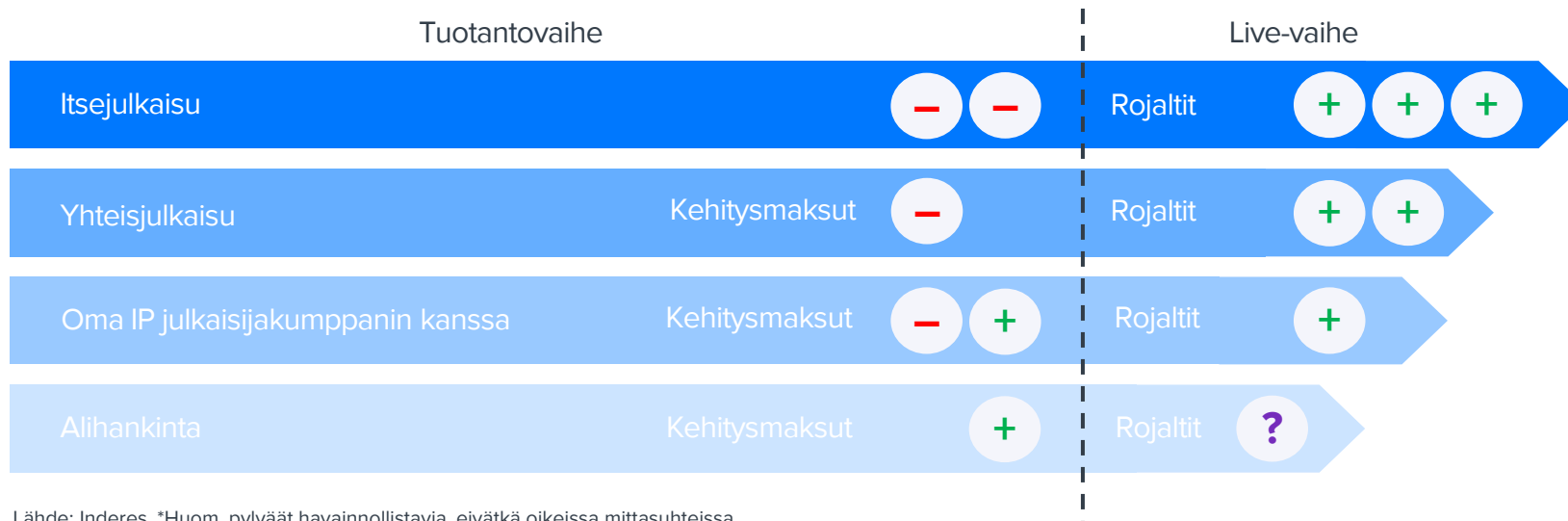
# Remedyn tulovirrat pelinkehitysprosessin aikana

## Havainnollistus eri julkaisutapojen liikevaihdon muodostumisesta projektin elinkaaren aikana\*






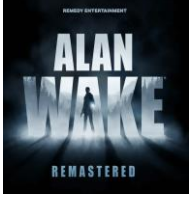







- Tyypillisen Remedyn AAA-pelin tuotantobudjetti on noin 30-60 MEUR
- Kehitysmaksut ovat projektin tuotantobudjettiin sidottuja ja melko hyvin ennustettavaa liikevaihtoa
- Rojaltituotot ovat pelin myyntiin sidottuja, heikosti ennustettavia, mutta erittäin skaalautuvaa ja hyväkatteista liikevaihtoa
- Mitä enemmän vastuuta (riskiä) Remedy ottaa tuotannon rahoittamisen ja julkaisun suhteen, sitä suurempi on myös pelin tuottopotentiali.

## Havainnollistus eri julkaisutapojen tulosvaikutuksesta projektin kehitys- ja julkaisuvaiheessa



Lähde: Inderes, \*Huom. pylväät havainnollistavia, eivät ole oikeissa mittasuhteissa

# Remedyn nykyiset peliprojektit ja kumppanit

							
	<b>Control</b>	<b>Condor</b>	<b>Control 2</b>	<b>Alan Wake Remastered</b>	<b>Alan Wake II</b>	<b>Vanguard</b>	<b>Max Payne 1&amp;2 remake</b>
	Julkaistu Q3'19	Proof-of-concept	Proof-of-concept	Julkaistu Q4'21	Julkaisu 27.10.2023	Proof-of-concept	Proof-of-concept
	Budjetti ~30 MEUR	Budjetti ~25 MEUR	Budjetti ~50 MEUR	Budjetti <sup>1</sup> ~7 MEUR	Budjetti <sup>1</sup> ~50 MEUR	Budjetti <sup>1</sup> ~45 MEUR	Budjetti <sup>1</sup> ~45 MEUR
Remedyn osuus budjetista:	45 %	50 %	50 %		0 % <sup>3</sup>	30 % <sup>1</sup>	0 %
Remedyn osuus nettomyynnistä:	45 %	50 %	50 %		50 %	>50 % <sup>1</sup> (länsimarkkinoilla)	20-30 % <sup>1</sup>
Recoup <sup>2</sup> ennen Remedyllä tuloutuvia rojalteja?				✓	✓	✓	✓
							

Lähde: Inderes, <sup>1</sup> Inderesin karkeita arvioita projektien tuotantobudjeteista ja jakosuhteista

<sup>2</sup> Julkaisijan rahoittama tuotanto- ja markkinointibudjetti täytyy kattaa kokonaan tai osittain ennen Remedyllä tuloutuvia rojalteja

<sup>3</sup> Remedy rahoittanut tuotannon loppuvaiheessa myös jonkin verran Alan Wake 2:sta pelin huippulaadun varmistamiseksi

# Peliprojektit 1/4

## Control

Remedyn moniprojektimalliin nojaavan strategian ensimmäinen uusi itseomistettu pelibrändi on elokuussa 2019 julkaistu Control. Control on kolmannen persoonan toimintaseikkailu, jonka pelimaailma on huomattavasti avoimempi kuin Remedyn aiemmissa, selvästi lineaarisemmin etenevissä peleissä. Peli tarjoaa myös Remedyn aiempia pelejä pidemmän pelikokemuksen. Controlin tuotantobudjetti oli noin 30 MEUR, josta julkaisija 505 Games rahoitti 55 %. Remedyn osuus Controlin nettomyynnistä on 45 %.

Control sai erittäin hyvän vastaanoton (Metascore 84/100) ja peli on kerännyt lukuisia toimialan kriitikkopalkintoja. Control on saanut eri kanavissa paljon positiivista palautetta myös pelaajilta, mutta pelin kuluttajilta saama Metacritic-arvio (75/100) jää kuitenkin kriitikoiden arvioista. Vanhemmilla konsolialustoilla pelin julkaisun jälkeen ilmenneet toimintaongelmat esimerkiksi suurissa taistelukohtauksissa arviomme mukaan heikensivät alkuvaiheen arvioita. PC:llä osa pelaajista arviomme mukaan pettyi pelin julkaisijan 505 Gamesin päätökseen laittaa peli yksinoikeudella ensimmäiseksi vuodeksi Epic Storeen. Myöhemmin julkaistun, molemmat DLC:t sisältävän Control Ultimate Editionin kuluttaja-arviot (80/100) ovat puolestaan korkeampia.

Controlin myynti kehittyi julkaisun jälkeen alussa kohtalaisesti, ja pelin erittäin hyvät kriitikkoarviot huomioiden, sillä olisi ollut potentiaalia myös kovempaan myyntiin. Peli kuitenkin jatkoi julkaisun jälkeen hyvää myyntiä digitaalisissa kanavissa, ja on ollut menestys myös kaupallisesta näkökulmasta. Vuoden 2022 loppuun mennessä

Controlia oli myyty yli 3,6 miljoonaa kopiota ja sitä on pelannut arviolta yli 16,5 miljoonaa pelaajaa. Remedyn vuosien 2019-2022 rojaltiliikevaihdosta (37,9 MEUR) valtaosa on Controlin tuottamaa.

## Condor

Remedy on alusta alkaen kehittänyt Controlia pitkäaikaiseksi pelibrändiksi, jonka tarinaa ja maailmaa voidaan laajentaa uusilla peleillä ja lisäosilla. Kesäkuussa 2021 yhtiö tiedotti yhteisjulkaisu- ja kehityssopimuksesta 505 Gamesin kanssa, jolla Control saa jatkoa samaan maailmaan sijoittuvasta neljän pelaajan PvE-monipelistä (koodinimi Condor). Pelin alustava kehitysbudjetti on 25 MEUR ja sen kehitys- ja markkinointi-investoinnit sekä tulevat nettotuotot jaetaan tasan 505 Gamesin ja Remedyn kesken.

Liiketoimintamalliltaan Condor tulee olemaan AAA-pelin ja palvelupohjaisen pelin sekoitus (service-based fixed price). Peli tulee maksamaan kiinteän summan, joka on kuitenkin hintapisteeltään perinteistä AAA-peliä matalampi. Myöhemmin peliin tuodaan erilaisia maksullisia laajennuksia, jonka lisäksi arviomme pelaajilla olevan mahdollisuus tehdä pelin sisäisiä ostoksia. Palvelukomponentin onnistumisesta riippuen pelillä on potentiaalia tuottaa liikevaihtoa pitkällä hännällä vuosia julkaisunsa jälkeen.

Condor oli Q2-raportin (11.8.2023) yhteydessä vielä proof-of-concept-vaiheessa, mutta piakkoin siirtymässä production readiness -vaiheeseen. Odotamme tällä hetkellä pelin julkaisua H1'25 aikana. Moninpeleissä POC-vaihe on tyypillisesti tavallista AAA-peliä pidempi johtuen mm. tarpeesta suunnitella julkaisun jälkeistä live-operointia etukäteen. Pelin testaaminen ja

konseptin todistaminen vaatii myös kokonaisvaltaisemman pelin kehittämistä jo POC-vaiheessa. Siten lopulta itse tuotantovaihe voi edetä jopa melko nopeasti.

Aiemmin yksinpeleihin keskittyneenä pelistudiona Remedyllä ei ole vielä näyttöjä moninpelien julkaisusta. Siten näkemyksemme mukaan Condorin menestykseen liittyy tässä vaiheessa vielä tavallista AAA-peliä enemmän epävarmuutta, vaikkakin pelin tiimi on rakennettu palvelupohjaisista peleistä kokemusta omaavista ammattilaisista.

## Control 2

Kesäkuussa 2021 Remedy ja 505 Games sopivat alustavat ehdot myös toisesta isomman budjetin Control-pelistä, joka kehitys- ja julkaisusopimuksen allekirjoittamisen yhteydessä (11/2022) varmistui alkuperäisen pelin jatko-osaksi.

Control 2:n alustava kehitysbudjetti on 50 MEUR ja pelin kehitys-, markkinointi- ja julkaisun jälkeisiin laajennuksiin liittyvät investoinnit jakautuvat tasan 505 Gamesin ja Remedyn kesken. Myös pelin nettotuotot jaetaan tasan yhtiöiden kesken. Control 2 tulee saataville PC-, Playstation 5- ja Xbox Series XIS -alustoille, joista Remedy hoitaa julkaisun PC:lle ja 505 Games konsoleille.

Control 2:n kehitys on lähtenyt hyvin liikkeelle ja peli on tällä hetkellä proof-of-concept-vaiheessa. Oletuksissamme pelin julkaisu voisi ajoittua H1'26. Näemme pelin tuotto/riski-suhteeltaan houkuttelevana projektina, sillä Control-brändin viime vuosina merkittävästi kasvanut tunnettuus ja pelaajakunta pienentää julkaisuun liittyviä riskejä ja kasvattaa samalla pelin myyntipotentiaalia.

# Peliprojektit 2/4

## Alan Wake Remastered ja Alan Wake 2

Remedy allekirjoitti maaliskuussa 2020 julkaisusopimuksen Epic Gamesin kanssa kahden peliprojektin osalta. Pienempi näistä oli 10/2021 julkaistu Alan Wake Remastered (AWR). Suurempi projekti on Alan Wake 2, joka julkaistaan 27.10.2023. Pelit julkaistaan PC:llä Epic Games Storessa sekä Playstation 5 ja Xbox XIS -alustoilla.

Alkuperäinen Epicin kanssa tehty julkaisusopimus oli ehdoiltaan erittäin suotuisa Remedyllle. Epic rahoittaa projektien kehitystyön täysin ja on sitoutunut panostamaan markkinointiin merkittävästi. Alan Wake 2:n tuotannon loppuvaiheessa myös Remedy on investoinut jonkin verran omaa rahaa pelinkehitykseen varmistaakseen projektin huippulaadun. Kun kehitys- ja julkaisukulut on katettu pelimyyntistä, nettotuotot jaetaan tämän jälkeen Epicin ja Remedyn kesken puoliksi. Remedy omistaa myös pelien immateriaalioikeudet. Pelien menestyessä Remedy saa siis merkittävän osuuden niiden tuotoista, mutta ei joudu kantamaan olennaista riskiä projektien kustannuksista.

### Alan Wake Remastered

Remedy ei ole kertonut projektien tarkkoja budjetteja, mutta arvioimme Alan Wake Remasteredin kehitysbudjetin olleen noin 7 MEUR heijastellen remasterointiprojektien huomattavasti kevyempää ja lyhyempää kehityssykliä. Samalla myös pelin myyntihinta (30e) oli julkaisun yhteydessä selvästi perinteistä AAA-peliä matalampi. AWR sai julkaisunsa jälkeen Remedyn mukaan hyvän vastaanoton sekä pelikriitikoilta (Metascore: 80/100) että pelaajilta. Sen myynti on kuitenkin sujunut alkuperäisiä odotuksiamme

hitaammin, eikä peli ollut tuottanut Q2'23 mennessä vielä rojalteja Remedyllle. Heinäkuussa 2023 peli kuitenkin saavutti myynnin osalta break-even tason ja tulevina neljänneksinä peliä voidaan odottaa pieniä rojalteja Remedyllle, kun samalla AW2:n markkinointi tuo nostetta pelibrändin ympärille. AWR on muutenkin omalta osaltaan auttanut Alan Wake -brändin tunnettuuden nostamisessa, kun peli julkaistiin nyt esimerkiksi ensimmäistä kertaa Playstationilla sekä Nintendo Switchillä.

### Alan Wake 2

Alan Wake 2 on Remedyn tähän asti suurin ja kunnianhimoisin pelihanke ja pitkään odotettu jatko-osa alkuperäiselle Alan Wakelle. Arvioimme pelin tuotantobudjetin olevan noin 50 MEUR. Peli on genreltään selviytymiskauhupeli (survival horror), joten luvassa on vielä selvästi alkuperäistä peliä hyytävämpää toimintaa. Alan Waken lisäksi pelissä pelataan uudella päähahmolla, FBI agentti Saga Andersonilla. Pelaajilla tulee olemaan myös huomattavasti enemmän vapauksia tutustua rauhassa pelin tapahtumapaikkana toimivaan Bright Fallsin kaupunkiin sekä muihin ympäristöihin.

Alan Wake 2:n markkinointikampanja käynnistyi Q2:n aikana pelin trailerin julkaisulla Playstation Showcasessa sekä pelin demon esittelyllä Summer Games Fest Play Days -tapahtumassa. Lisäksi pidempää demoa esiteltiin medialle Gamescom-tapahtumassa elokuussa. Remedyn mukaan pelin saama vastaanotto on ollut hyvin positiivista ja pelin julkaisua kohti edetään myönteisissä tunnelmissa. Myös pelaajien vastaanotto sosiaalisen median eri kanavissa on pääasiallisesti hyvin innostunutta.

### Alan Wake 2:n virallinen traileri



### Alan Wake 2:n gameplay-video (Saga Anderson)



### Alan Wake 2:n pidempi gameplay-video



# Peliprojektit 3/4

Pääsimme myös näkemään kesäkuussa AW2:n pelidemon, jonka perusteella pelistä on tulossa laadukas ja Remedyn näköinen selviytymiskauhupeli.

Alan Wake 2 julkaistaan ainoastaan digitaalisena versiona. Tämän ansiosta pelin myyntihinta voidaan alussa pitää pykälän monia muita uuden sukupolven konsoleille kehitettyjä pelejä matalampana, kun fyysisten pelikopioiden valmistukseen ja jakeluun liittyvät kulut jäävät pois laskuista. Esimerkiksi Epic Storessa pelin standardiversion hinta näyttäisi olevan pyörästettyä 50 euroa. Playstation Storen puolella standardiversion sekä muun muassa tulevat laajennukset sisältävän deluxe-version hinnat ovat puolestaan pyörästettyä 60 euroa ja 80 euroa. Fyysisten kopioiden puuttuminen on herättänyt harmitusta pelikoteloita keräävien peliharrastajien parissa ja voi joidenkin osalta vaikuttaa ostopäätökseen. Isossa kuvassa fyysisten kopioiden merkitys pelimyynnin kannalta on laskenut dramaattisen nopeasti viimeisen 5 vuoden aikana ja tätä kehityssuuntaa sekä saavutettavia kustannussäästöjä peilaten päätös on ymmärrettävä.

Näemme AW2:lla selvää potentiaalia saavuttaa tänä päivänä alkuperäistä Alan Wakea paremmat myyntiluvut laajemmän kohdeyleisön avulla. Alkuperäistä Alan Wakea ja sen American Nightmare -spinoffia on eri lähteisiin pohjautuvien arvioiden perusteella myyty yli 6 miljoonaa kopiota. Tämän lisäksi Controlin laaja pelaajakunta luo myös hyvää pohjaa pelimyynnille.

## Max Payne Remake

Remedy kertoi huhtikuussa 2022 tehneensä

Rockstar Gamesin kanssa uuden kehityssopimuksen remake-versioiden kehittämiseksi Max Payne- ja Max Payne 2: The Fall of Max Payne -peleistä. Kehityssopimuksen puitteissa Remedy kehittää pelit yhtenä tuotteena PC-, PlayStation 5- ja Xbox Series XIS -alustoille käyttäen omaa Northlight-pelimoottoriaan. Rockstar Games rahoittaa pelin kehityksen, ja kehitysbudjetti vastaa kooltaan Remedyn tavanomaista AAA-pelin tuotantoa (arvioimme 45 MEUR). Sopimuksen mukaan Remedyllä on mahdollisuus saada rojalituottoja sen jälkeen, kun Rockstar Games on kattanut pelin kehitys- ja markkinointikulut sekä muut julkaisuun ja jakeluun liittyvät kustannukset. Projekti on lähtenyt vauhdilla liikkeelle ja siirtyi alkuvuodesta 2023 proof-of-concept-vaiheeseen.

Liiketoimintamalliltaan projekti on Remedyllä pienen riskin alihankintatyyppinen projekti, jossa kehitysmaksut tuovat yhtiölle tietyn katteen ja rojaltilkomponentti tarjoaa tuottopotentiaalia pelin julkaisun jälkeen. Tässä kohtaa näkyvyyttä rojalteihin ei ole, mutta arvioimme sopimuksen ehtojen olevan paremmat kuin esimerkiksi Smilegate-alihankinnassa Remedyn parantuneen arvoketjuaseman ansiosta. Koska kyseessä on remake-versio, tulee kehitystyö viemään arvioimme mukaan useita vuosia, sillä alkuperäiset pelit tehdään käytännössä kokonaan uusiksi tämän päivän teknologioita hyödyntäen. Oletamme tällä hetkellä pelin julkaisun ajoittuvan H2'26:lle.

## Vanguard

Remedy perusti vuonna 2018 pienen sisäisen kehitystiimin kehittämään moninpelattavia

pelikokemuksia. Tämän jälkeen Vanguard-projektia on kehitetty iteratiivisesti eteenpäin, ja matkan varrella on tapahtunut monia muutoksia. Vuoden 2021 lopussa projekti oli edennyt vaiheeseen, jossa Remedy allekirjoitti sen osalta kehitys-, lisenssi-, ja jakelusopimuksen Tencentin kanssa. Remedyn mukaan Vanguard on yhteistyössä muiden pelaajien kanssa pelattava PvE (pelaaja vastaan ympäristö) -ampumispeli, joka yhdistää Remedyn tarinallisen osaamisen ja toiminnallisen pelattavuuden mukaansatempaavaksi moninpelikokemukseksi.

Peli kehitetään Unreal Enginellä PC- ja konsolialustoille. Pelistä tulee Remedyn ensimmäinen täysin palvelupohjainen ja ilmaiseksi pelattava (F2P) peli, jonka liikevaihtovirrat perustuvat täysin pelaajien pelinsisäisiin ostoksiin. Remedyn mukaan pelin kehittämisbudjetti vastaa kooltaan yhtiölle tyypillistä AAA-pelin budjettia (oletuksemme 45 MEUR). Remedy ja Tencent rahoittavat pelin kehittämisen yhdessä, mutta tarkkaa jakosuhdetta ei ole avattu. Tencent lokalisoi pelin valikoiduille Aasian markkinoille ja kattaa siihen liittyvät kustannukset. Aasian markkinoille meno on tyypillisesti länsimaisille pelinkehittäjille hyvin haastavaa, joten kumppanus Tencentin kanssa antaa Remedyllä mahdollisuuden tavoitella täysin uusia yleisöjä.

Remedy ja Tencent vastaavat itse julkaisemiseen ja pelin operointiin liittyvistä kustannuksistaan omilla maantieteellisillä alueillaan, jakaen osan pelin tuloista keskenään kehittämiskustannusten kattamisen jälkeen. Tämä tarkoittaa sitä, että Remedy vastaa muun muassa länsimarkkinoilla peliin tehtävästä markkinoinnista ja käyttäjähankinnasta.

# Peliprojektit 4/4

Pelin tuottojen jakosuhte ei ole tiedossa, mutta oletettavasti pelin julkaisijana Remedy kerää suuremman osuuden länsimarkkinoilla. Tencentin osuus on taas suurempi Aasiassa ja Kiinassa. Osaltaan tähän vaikuttaa myös se, missä suhteessa yhtiöt rahoittavat pelin kehitystä (oletuksemme Tencent 70 %).

Osana sopimusta Remedy on myös lisensoinut Tencentille maailmanlaajuiset oikeudet pelin mobiiliversion kehittämiseen ja julkaisemiseen. Tencent vastaa mobiiliversion kehitys- ja julkaisukustannuksista. Mobiiliversion osalta yhtiöt ovat sopineet erillisestä tulojakomallista. Käsitksemme mukaan mobiiliversion kehittäminen on kiinni Vanguardin vastaanotosta konsoli- ja PC-alustoilla. Mobiiliversion on siis riskitön ja positiivinen optio Remedyllle, joka realisoituu Vanguardin menestyessä.

Vanguardin kehitys on kestänyt odotuksia pidempään ja elokuussa 2022 Remedy päätti pidentää pelin proof-of-concept -vaiheen kestoa. Yhtiön mukaan vuoden 2022 lopussa tehdyt uusien avainhenkilöiden rekrytoinnit ovat vauhdittaneet projektia alkuvuodesta 2023. Core gameplay loopin kehittäminen ja metapeli-elementtien testaaminen vaatii kuitenkin vielä aikaa. Remedy tavoittelee pelin POC-vaiheen saamista päätökseen vuoden loppuun mennessä.

Kaiken kaikkiaan pelin hitaasti edennyt kehitys on kohottanut epävarmuutta projektin onnistumiseen liittyen. POC-vaiheen onnistuneen maaliin saattamisen jälkeen itse tuotantovaihe voi kuitenkin edetä melko nopeasti, jos palaset lokshtelevat lopulta kohdalleen. Palvelumallisen pelin ei tarvitse olla samalla tavoin loppuun asti

valmis ja hiottu kuin perinteisten AAA-pelien, sillä kehitys ja uuden sisällön tuottaminen jatkuvat live-vaiheessa datan sekä pelaajien palautteen pohjalta. Tässä kohtaa Remedy ensimmäiset moninpeliprojektit ovat kuitenkin isoin kysymysmerkki yhtiön sijoitustarinassa, joskin niiden potentiaali on myös hyvässä skenaariossa merkittävä. Odotamme tällä hetkellä Vanguardin julkaisua H2'26 aikana.

## Crossfire

Remedy teki vuosina 2016-2022 yhteistyötä korealaisen Smilegaten kanssa ja on kehittänyt alihankintamallilla yksinpeliosuusia Smilegaten 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 päivittäistä pelaajaa. Kiinassa peli on tehnyt keskimäärin lähes miljardin euron liikevaihtoa vuosittain, mikä tekee siitä yhden maailman menestyneimmistä peleistä.

Remedy ja Smilegaten ensimmäinen projekti saatiin päätökseen lokakuussa 2018, jonka yhteydessä yhtiöt ilmoittivat uudesta Crossfire-projektista. Tässä Remedy kehitti yksinpeliosuuden Crossfire HD sekä Crossfire X -peleihin. Crossfire HD on alkuperäisen Crossfire-pelin remasteroitu versio ja se julkaistiin marraskuussa 2021. Crossfire X oli puolestaan Xbox-alustalle tehty konsoliversio pelistä, joka julkaistiin helmikuussa 2022.

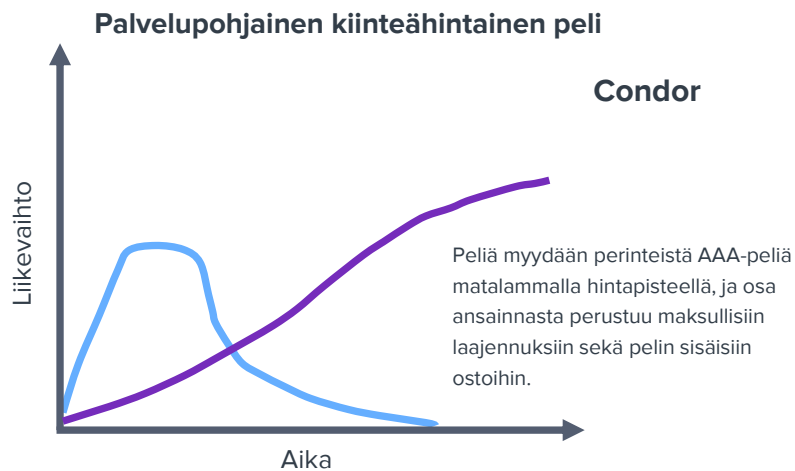
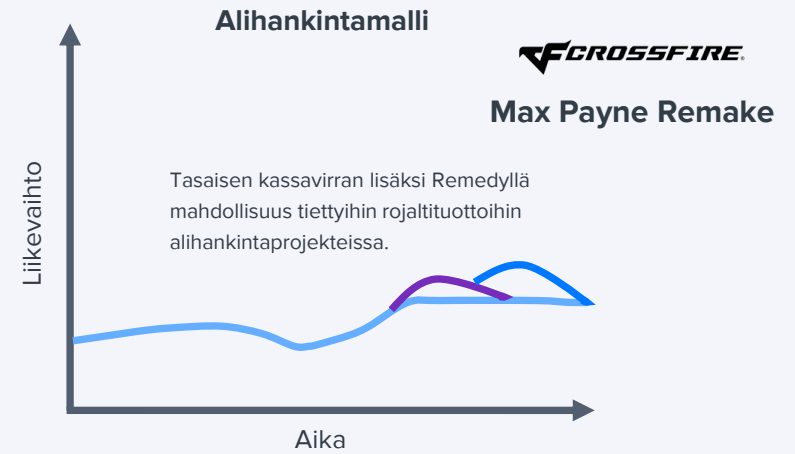
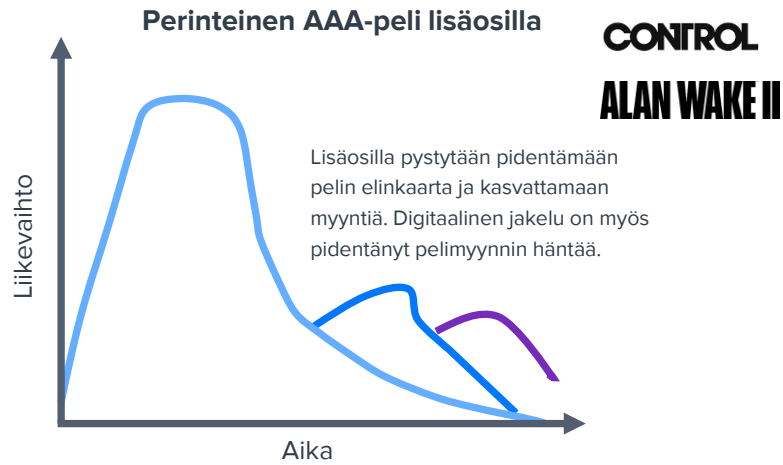
Crossfire X:n vastaanotto pelaajien ja kriitikoiden keskuudessa oli surkea (Metascore: 38/100). Erityistä kritiikkiä sai pelin moninpeli, jota Remedy ei ole kehittänyt. Alkuvuodesta 2023 Smilegate

ilmoittikin sulkevansa Crossfire X:n ja peli on nyt kuopattu. Tapaus on osaltaan muistutus siitä, että alun perin aasialaiselle kohdeyleisölle suunnattu peli ei kovin helposti uppoa länsimaisille pelaajille ja tilanne on vastaava myös toisinpäin.

Julkaisun epäonnistuminen oli Remedyllä kannalta pettymys, eikä yhtiö omissa oletuksissaan odota näistä projekteista rojalituottoja tulevina vuosina, vaikka Crossfire HD niitä vielä voisi teoriassa jossain vaiheessa tuodakin. Arviomme mukaan jo pelkästään kehitysmaksujen ansiosta Smilegate-alihankinta oli kuitenkin Remedyllä hyvin kannattavaa liiketoimintaa ja sen tuomat tasaiset kassavirrat tasasivat osaltaan moniprojektimallin ylösajoon liittyviä riskejä. Yhteistyön myötä Remedy sai myös kehitettyä tiettyjä uusia teknologisia osaamisalueita sekä kokemusta Aasian pelimarkkinoista ja FPS-pelien kehittämisestä.



# Remedyn pelien liiketoimintamallit



# Sijoitusprofiili

## Peliyhtiö pitkään salkkuun

Remedyn sijoittajatarina on Alan Wake 2:n julkaisun myötä asteittain siirtymässä kannattavan kasvun vaiheeseen voimakkaiden investointivuosien jälkeen. Arviomme mukaan yhtiön kehitteillä olevien 5 pelihankkeen rojalituotot alkavat näkyä tuloskasvuna vuosina 2024-2027. Isossa kuvassa Remedy on edelleen kasvupolkunsa alkupäässä ja moniprojektimallin todellinen potentiaali nähdään arviomme mukaan vasta lähempänä 2030-lukua. Tuolloin yhtiöllä on todennäköisesti useita vanhoja pelejä tuottamassa rojalivirtaa, jonka lisäksi uusia pelijulkaisuja sekä lisäsisältöä tuotetaan huomattavasti nykyistä tiheimmässä tahdissa.

Remedyssä yhdistyy monta tunnusmerkkiä, jotka tekevät siitä mielestämme erittäin kiinnostavan pitkän aikavälin sijoituskohteen. Ensinnäkin yhtiö toimii rakenteellisesti kasvavalla, erittäin suurella markkinalla, jonka trendit ovat yhtiölle suotuisia. Tilauspohjaiset mallit, pilvipelaaminen, digitaalinen jakelu ja pitkäkestoiset pelipalvelut tukevat Remedyn näkymiä, sillä tarve laadukkaalle pelisisällölle vain kasvaa tulevaisuudessa.

Toiseksi Remedyn tiimi on osoittanut moneen kertaan kykynsä luoda laadukkaita pelejä erittäin kilpaillulla markkinalla, mikä todistaa yhtiön kilpailuedut vahvoiksi. Oman Northlight-pelimootorin ja tehokkaan toimintamallin ansiosta yhtiö pystyy tuottamaan pelejä kustannustehokkaasti, jolloin kohtalainenkin myyntisuoritus tekee projektista jo kannattavan. Yleisesti korkeaa kannattavuuspotentiaalia tukee yhtiön liiketoimintamallin skaalautuva luonne.

Kolmanneksi Remedy on erittäin hyvin johdettu peliyhtiö, jolla on myös pitkäjänteisyyttä painottava omistajapohja. Remedy panostaa merkittävästi peliprojektien suunnitteluun ja johtamiseen, mikä pienentää riskejä projektien viivästymisen suhteen tuotantovaiheessa. Moniprojektimallissa viivästyksset yksittäisessä projektissa voivat heijastua myös muihin projektitiimeihin, mikä korostaa hyvän projektinjohtamisen merkitystä. Tämä ei ole pelialalla aina itsestäänselvyys.

Neljänneksi hallituin riskein rakennettu ja hyvin johdettu moniprojektimalli tuo yhtiön liiketoimintamalliin tuotto/riski-suhteen näkökulmasta houkuttelevaa optionaalisuutta. Mielestämme täysin epäonnistuneiden peliprojektien todennäköisyys on pieni, mutta jokin tulevista projekteista voi nousta todelliseksi hittipeliksi. Tällöin yhtiön tulospotentiaali on merkittävä. Pelkästään jo kohtuullisen hyvin menestyvillä peleillä yhtiön tuloskasvunäkymät ovat hyvät pitkälle tulevaisuuteen.

Viidenneksi Remedyn taloudellinen asema on vuonna 2021 tehdyn suunnatun annin myötä erittäin vahva. Tukevan kassan avulla yhtiö voi kiihdyttää strategiansa toteuttamista ja ottaa enemmän riskiä tulevien pelihankkeiden rahoittamisen ja itsejulkaisun suhteen. Vahvan taseen ansiosta yhtiöllä on myös hyvä asema julkaisusopimuksista neuvoteltaessa.

## Strategiaa rakennettu hallituin riskein

Remedy on listautumisestaan lähtien toteuttanut strategiaansa suunnitelmien mukaisesti ja yhtiön siirtymä vahvempaan arvoketjuasemaan on

toteutettu hallituin riskein. Moniprojektimallin onnistuneen ylösajon myötä tiheämpi pelien julkaisutahti pienentää myös asteittain Remedyn riippuvuutta yksittäisen pelijulkaisun menestyksestä. Peliyhtiön liiketoiminnan logiikasta johtuen Remedyn liiketoimintamallin riskiprofiili on kuitenkin edelleen keskimääräistä Helsingin pörssin yhtiötä korkeampi, vaikka yhtiön riskitaso on ollut laskussa viime vuosien aikana.

Näkemyksemme mukaan keskeiset sijoittajan kantamat riskit Remedystä ovat:

- Remedy on vielä riippuvainen yksittäisten pelien menestyksestä ja peliprojektien laadullisesta ja ajallisesta onnistumisesta. Tämä väistämättä nostaa yhtiön riskiprofiilia ja tuo volatiliiteettia arvonmuodostukseen.
- Remedy on riippuvainen julkaisija-kumppaneistaan, niiden menestyksestä ja niiden kanssa solmittavien sopimusten ehdoista.
- Yhtiön kassavirrat ovat 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.

# Sijoitusprofiili

1.

Houkutteleva asema arvoketjussa

2.

Korkea tuottopotentialiaali pelien menestyessä

3.

Vahvat näytöt laadukkaista peleistä

4.

Kasvava markkina, jonka trendit suotuisia yhtiölle

5.

Useita pitkäkestoisia kilpailuetuja (pelien laatu, positioituminen, teknologia)

## Potentiaali



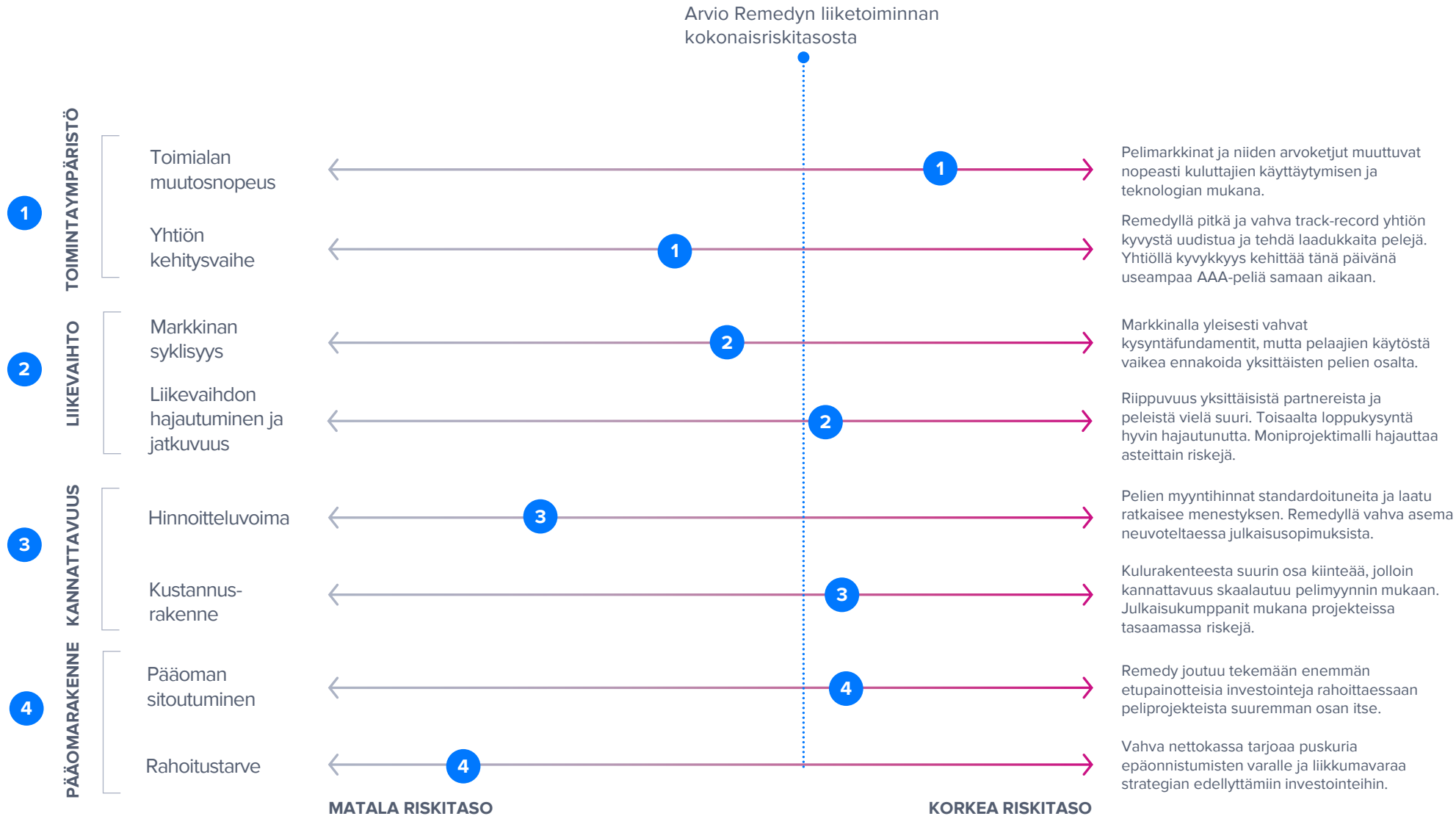
- Omien pelibrändien ja jatko-osien kehitys
- Korkeampi osuus pelimyynnin tuotoista
- Skaalautuva liiketoimintamalli mahdollistaa erinomaisen kannattavuuden pelien menestyessä
- Hyvin johdettu moniprojektimalli tasaa riskejä ja tuo skaalaetuja
- Maine ja omat teknologiat tuovat kilpailuetua

## Riskit



- Yksittäisten pelien menestykseen liittyvät riskit
- Riippuvuus julkaisijakumppaneista
- Pitkät kehityssykliä ja mahdolliset projektihaasteet voivat moniprojektimallisissa viivästyttää kerralla useampaa projektia
- Pelialan kireä kilpailu huipputaajista
- Teknologia- ja markkinatrendit muuttuvat nopeasti

# Liiketoimintamallin riskiprofiili



# Markkinat 1/3

## Pelimarkkina on suuri ja globaali

Pelaamisen suosio on kasvanut 2000-luvulla dramaattisesti elintason nousun myötä. Tänä päivänä pelejä pelaa jo lähes 3,4 miljardia ihmistä ja pelaaminen on ylivoimaisesti suosituin viihdemuoto maailmassa. Markkinatutkimusyhtiö Newzoo arvioi globaalin pelimarkkinan olleen vuonna 2022 noin 183 miljardia dollaria, mikä tarkoittaa noin 5 %:n laskua edellisvuodesta. Lasku johtuu siitä, että taustalla on koronapandemian vauhdittamat vuodet 2020-2021, jolloin markkina kasvoi kahdessa vuodessa erittäin vahvasti yli 33 % ja absoluuttisesti lähes 50 miljardia dollaria. Tänä vuonna markkinan ennustetaan kasvavan 2,6 % 188 miljardiin dollariin ja vuosille 2023-2026 Newzoo ennakoi keskimäärin noin 4 %:n kasvua.

Maantieteellisesti suurimman markkinan muodostaa Aasian ja Tyynenmeren alue, joka kattaa noin 46 % markkinasta, mistä Kiina muodostaa noin puolet. Toiseksi ja kolmanneksi suurimmat maantieteelliset alueet ovat Pohjois-Amerikka (27 %) ja Eurooppa (18 %). Remedyllä keskeinen ison ruudun PC- ja konsolipelaaminen painottuu yhä pääasiallisesti kehittyneille markkinoille. Konsolipelaamisen suosio kasvaa kuitenkin nopeasti kehittyvissä maissa tulotason nousun myötä.

## Remedy toimii konsoli- ja PC-alustoilla

Alustoittain jaoteltuna Remedyllä keskeiset PC- ja konsolialustat muodostavat yhteensä (95 mrd. dollaria) noin puolet koko pelimarkkinasta. Mobiilipelaaminen vastaa toisesta puolikkaasta.

Konsolimarkkinan ennakoidaan kasvavan tänä

vuonna noin 7 % 56 miljardiin dollariin lukuisten suurten, loppuvuoteen ajoittuvien pelijulkaisujen vetämänä. Vuoteen 2019 peilattuna markkinan koko on kasvanut noin 14 miljardilla dollarilla heijastellen koronapandemian tuomaa kysynnän kasvua konsolipelaamiselle sekä hyvän vastaanoton saaneita uusimman sukupolven pelikonsoleita, joihin pelaajat näyttävät olevan innokkaita ostamaan uusia pelejä. Lisäksi vanhojen konsolien vahva laitekanta ja laaja pelivalikoima tukevat konsolipelien myynnin kehitystä. PS4:ää on myyty yli 117 miljoonaa kappaletta ja uutta PS5-konsolia yli 36 miljoonaa. Xbox Onea on myyty arviolta yli 51 miljoonaa kappaletta ja uusia Xboxeja yli 20 miljoonaa kappaletta. Konsolipuolella digitaalisen jakelun rooli on viime vuosina noussut merkittävästi koronapandemian kiihdytettyä trendiä entisestään. Sonyn Q4'22-raportin mukaan 70 % Playstationin pelimyyntistä oli digitaalista.

PC-pelien markkinan koko vuonna 2023 on noin 39 miljardia dollaria. Markkina on kasvanut vakaasti (CAGR 15-22: 3,0 %) ja tasaisen menon odotetaan jatkuvan. PC-pelien jakelu on siirtynyt käytännössä jo kokonaan digitaaliseksi. PC-pelien kauppapaikka Steamilla oli vuonna 2021 kuukausittaisia aktiivisia käyttäjiä noin 132 miljoonaa (2020: 120 milj.) ja yhtiön mukaan käyttäjämäärät olivat kasvussa myös vuonna 2022. Steamin haastajaksi nousseella Epic Games Storella oli joulukuussa 2022 kuukausittaisia aktiivisia käyttäjiä 68 miljoonaa (2021: 62 milj.).

Mobiilipelaaminen on viimeisen reilun 10 vuoden aikana kasvanut räjähdysmäisesti älypuhelinien yleistymisen myötä ja noussut suosituimmaksi pelialustaksi. Markkinan koko vuonna 2023 on

noin 93 miljardia dollaria ja sen odotetaan yltävän noin 2 %:n kasvuun tulevina vuosina. Mobiilipelaamisen kasvu ei ole ollut pois PC- ja konsolipelaamisesta, vaan mobiili toi enemmänkin täysin uuden kasuaalipelien kategorian, joka on tavoittanut täysin uusia kohderyhmiä. Remedyn Vanguardista tulee mahdollisesti myös mobiiliversio, joten markkina saattaa olla tulevaisuudessa yhtiölle nykyistä relevantimpi.

Isossa kuvassa Remedyn alla olevat ison ruudun viihteeseen keskittyvät PC- ja konsolipelaamisen markkinat ovat mielestämme hyvin vakaalla pohjalla ja markkinan kasvuajurit ovat terveet. Samalla toimialan trendit (tilauspohjaiset mallit, pilvipelaaminen, digitaalinen jakelu ja pitkäkestoiset pelipalvelut) tukevat Remedyn näkymiä, kun tarve laadukkaalle pelisisällölle vain kasvaa tulevaisuudessa.

## Liiketoimintamallit kehittyvät toimialalla

AAA-peleissä perinteisenä liiketoimintamallina on ollut, että peliä myydään sekä fyysisinä että digitaalisina kopioina kertaostoksena kuluttajille noin 60 euron kappalehintaan. Pelin kaupallinen menestys on pitkälti määräytynyt julkaisuvedon myyntivolyymin perusteella. Tänä päivänä digitaalisen jakelun ansiosta 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 (Games as a Service).

# Markkinat 2/3

Mobiilipeleille tyypillinen free-to-play -liiketoimintamalli (F2P) on kasvattanut suosiotaan PC- ja konsolipeleissä viime vuosien menestyspelien (esim. Fortnite) vetämänä. F2P-mallissa pelaajat voivat hankkia pelin ilmaiseksi ja pelin ansainta nojaa pelin sisällä tehtäviin ostoksiin sekä mainoksiin. F2P-mallin haasteena konsoleilla on riittävän skaalan saavuttaminen, sillä yleensä vain pieni osa pelaajista käyttää rahaa pelissä. Konsolipelaajien huomattavasti pienempi lukumäärä verrattuna aktiivisten älypuhelimien lukumäärään (Newzoo: 3,6 mrd. kpl.) rajoittaa potentiaalisen pelaajakunnan kokoa. Siten konsolille kehitetty F2P-peli vaatii käytännössä aina myös PC-version. Lisäksi konsolipelien kehittäminen on yleensä mobiilipelejä selvästi kalliimpaa, mikä osaltaan nostaa F2P-peliprojektien riskejä konsoleilla.

Viime vuosina tilauspohjaista liiketoimintamallia on tuotu vauhdilla myös pelaamiseen, kuten on jo tehty muun muassa musiikin (Spotify) ja elokuvien (Netflix) suhteen. Esimerkiksi Sonyn ja Microsoftin tilauspalveluista kuukausimaksua vastaan pääsee pelaamaan valikoimasta löytyviä pelejä. Tilauspohjaisten mallien jatkeena on 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, joka päädyttiin kuitenkin sulkemaan vuonna 2022. Microsoft rakentaa pelien suoratoistoa Xbox Game Passin ja Sony Playstation Plus -palvelunsa ympärille. Lisäksi pilvipalveluissa vahva Amazon on markkinalla haastajana omalla Luna-palvelullaan. Pilvipelaaminen vaatii saumattomasti ja nopeasti toimivan Internet-yhteyden, ja

arvioimme sen suosion kasvavan asteittain tällä vuosikymmenellä mm. 5G- sekä kuituyhteyksien yleistyessä. Jos pilvipelaaminen lyö toden teolla läpi, todennäköisesti se tapahtuu vasta seuraavan sukupolven pelikonsolien (PS5 ja Xbox Series X/S) elinkaaren loppupäässä jossain vaiheessa 2020-luvun loppupuolella. Yleistyessään pelien suoratoisto voisi kasvattaa pitkällä aikavälillä merkittävästi AAA-pelien potentiaalista pelaajakuntaa, kun tarve fyysisen konsolin ostamiselle pelaamista varten poistuisi.

## PC:llä jakelualustojen kilpailu kiihtyy

PC-peleissä markkinoita pitkään hallinnut Steam on viime vuosina saanut Epic Gamesin EGS-kauppapaikasta todellisen haastajan. 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. Epicin perimä jakelukulu on ainoastaan 12 %.

Alustansa kasvattamiseksi Epic Games on viime vuosina solminut aktiivisesti pelinkehittäjien kanssa ajallisia yksinoikeudellisia jakelusopimuksia. Esimerksi Remedy Control-peli julkaistiin PC:llä ensimmäiseksi vuodeksi yksinoikeudella Epic Games Storeen. Tästä Epic Games maksoi Remedylle ja pelin julkaisija 505 Gamesille yhteensä noin 9,5 MEUR. Summa on merkittävä, sillä se kattoi lähes kolmasosan Controlin noin 30 MEUR:n tuotantobudjetista.

## Pelikehittäjien osuus arvoketjusta kasvaa

Historiallisesti pelien julkaisijat ovat olleet

arvoketjussa vahvassa asemassa, sillä ne ovat toimineet portinvartijoina pelinkehittäjien ja jakelijoiden välissä. Myös konsolivalmistajat ovat omissa suljetuissa alustoissaan olleet aina vahvoilla. Tilanne on kuitenkin muuttunut ja jatkuvassa muutoksessa, kun digitaalinen jakelu, tilauspohjaiset liiketoimintamallit, pilvipelaaminen ja F2P-malli muokkaavat markkinaa. Viime vuosien isoin arvon siirtymä toimialalla on tapahtunut pelien fyysisiltä jakelijoilta julkaisijoiden sekä pelinkehittäjien suuntaan digitaalisen jakelun merkittävän kasvun myötä. Esimerkiksi vielä noin 5 vuotta sitten fyysisillä jakelijoilla (esim. Gamestop) oli paljon sananvaltaa julkaisijoiden suuntaan, mutta tänä päivänä yhtiön liiketoiminta on pahoissa vaikeuksissa.

Remedy kannalta hyvä puoli on se, että pelistudioiden rooli arvoketjussa ei ole katoamassa. Pelistudioiden liiketoimintamallit voivat muuttua, mutta niiden osuus arvoketjusta todennäköisesti vain kasvaa tulevaisuudessa. Tarve laadukkaalle pelisisällölle korostuu entisestään eri toimijoiden ja digitaalisten alustojen kilpailun kiihtyessä. Tämä mahdollistaa Remedyllä houkuttelevia tarjouksia julkaisu- tai yksinoikeussopimusten suhteen. Digitaalinen jakelu mahdollistaa myös pienemmille pelistudioille pelien itsejulkaisun, ja Remedykin rakentaa jatkuvasti kyvykkyyksiään tällä alueella. Lisäksi Remedyntä kaltaisia itsenäisiä AAA-studioita on maailmalla vain kourallinen, mikä tekee yhtiöstä myös kiinnostavan yritysostokohteen useille toimijoille.

Yhtenä pitkän aikavälin uhkakuvana itsenäisille pelistudioille voidaan maalata tilauspohjaisten palveluiden huomattava vahvistuminen.

# Markkinat 3/3

Jos valtaosa laadukkaasta pelisisällöstä olisi saatavilla kohtuullista kuukausimaksua vastaan, pelaajien kannustimet ostaa 60-70 euroa maksavia AAA-pelejä todennäköisesti laskisivat. Tällöin itsenäiset pelinkehittäjät voisivat olla osittain pakotettuja valitsemaan puolensa ja liittymään näiden palveluiden tarjoajien (esim. Sony ja Microsoft) alaisuuteen yritystön kautta. Tämä tarkoittaisi todennäköisesti myös sitä, että tilauspalveluiden tarjoajat olisivat valmiita tinkimään pitkällä aikavälillä peliliiketoimintansa tuotoista. Tämä johtuu siitä, että liiketoimintamallin näkökulmasta kaikkien nykyisten AAA-pelien kehittäminen ja suora laittaminen tilauspalveluun ei olisi taloudellisesti mitenkään kannattavaa. Pahimmillaan tilauspohjaisten palveluiden nousu voisi tarkoittaa pelien laatutason laskua nykyisestä, jos tuotantobudjeteista alettaisiin tinkimään tilauspalveluiden kannattavuuden optimoimiseksi.

## **Generatiivinen tekoäly todennäköisesti tehostaa pelien kehittämistä tulevaisuudessa**

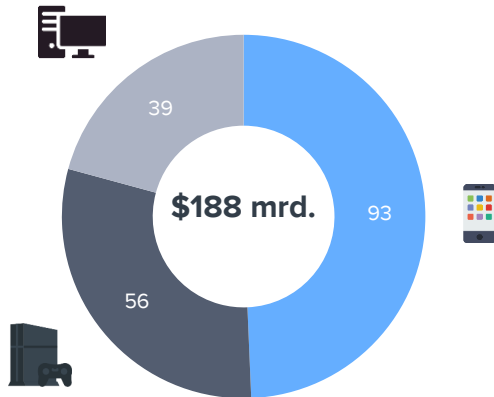
Vuoden 2022 lopussa julkaistun ChatGPT:n myötä innostus ja keskustelu tekoälyn tarjoamien mahdollisuuksien suhteen on kiihtynyt myös pelialalla. Tässä kohtaa luonnollisesti lopullisten vaikutusten arvioiminen on mahdotonta, mutta uskomme tekoälytyökalujen tehostavan pelinkehitystä monilla eri osa-alueilla sekä tarjoavan uusia työkaluja muun muassa luovan suunnittelutyön tueksi. Tämä voi tuoda helpotusta paisuvien tuotantobudjettien kanssa kamppaileville pelinkehittäjille. Vastaavasti samalla kehitysbudjetilla pystytään jatkossa tuottamaan entistä laajempia ja näyttävämpiä pelejä. Samalla pienemmät indie-pelinkehittäjät pystyvät luomaan

pienemmillä resursseilla aiempaa näyttävämpiä pelejä. Pitkässä juoksussa myös pelaajien omat mahdollisuudet luoda sisältöä peleihin (UCG – User Generated Content) todennäköisesti kehittyvät huomattavasti tekoälyratkaisujen myötä.

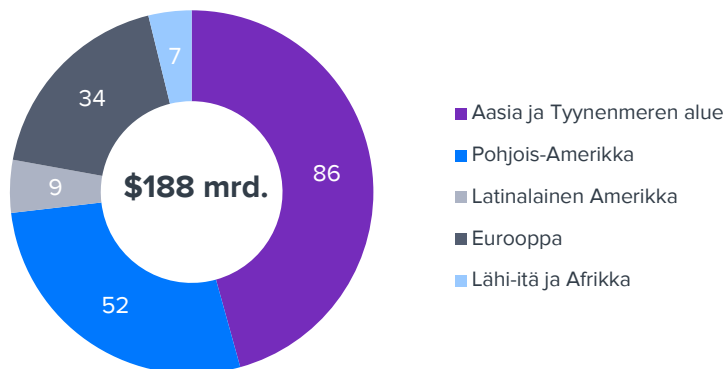
Lyhyellä aikavälillä yksi haaste tekoälyn hyödyntämisessä on mahdolliset riskit tekijänoikeuksien rikkomisesta. Tekoälyn avulla luodut maailmat ja hahmot voivat tahattomasti rikkoa tekijänoikeuksia ja tämä voisi aiheuttaa ikäviä yllätyksiä pelinkehittäjille.

# Markkinat

## Pelimarkkinat alustoittain 2023

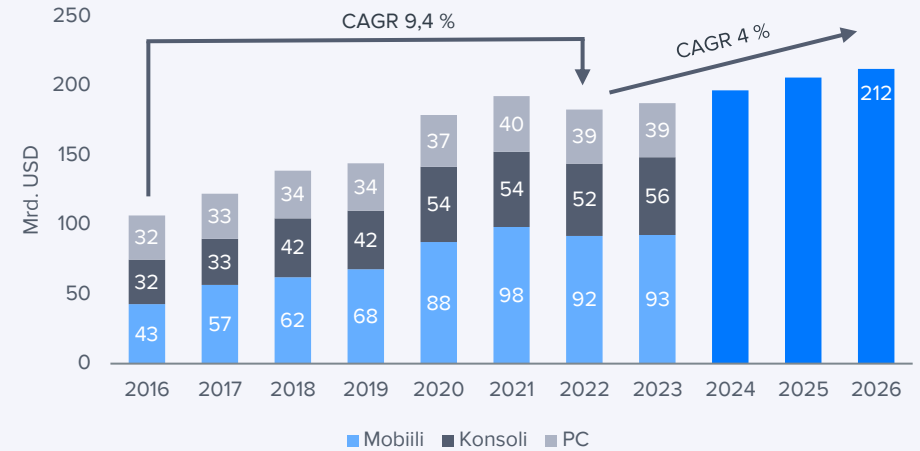


## Pelimarkkinat maantieteellisesti



Lähde: Newzoo, Inderes

## Pelimarkkinoiden kehitys



## Remedyn kannalta keskeiset markkinatrendit

### Digitaalinen jakelu ja pitkäkestoisemmat pelipalvelut (GaaS)

- Pelien elinkaari ja myyntipotentiaali kasvaa

### Tilauspohjaiset liiketoimintamallit ja pelien suoratoistopalvelut

- Tarve laadukkaalle pelisisällölle kasvaa

### Digitaalisten jakelualustojen ja pelien tilauspalveluiden välinen kilpailu

- Pelinkehittäjien kannattavuuspotentiaali paranee, kun jakelukustannukset laskevat
- Pelinkehittäjillä mahdollisuus rahallisesti arvokkaisiin sopimuksiin alustojen kanssa

### Markkinan konsolidaatio kiihtyy

- Remedyn tyyppisiä itsenäisiä AAA-pelistudioita on maailmalla arviolta enää alle 40



# 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 digitaalisen jakelun aikakaudella. 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 kynnys on selvästi korkeampi, kilpailijoita on maailmassa vain kourallinen ja tuotannot ovat merkittävästi suurempia.

Remedy on liikevaihdolla mitattuna melko pieni toimija, mutta sen pelit ovat kilpailussa rinnakkain sektorin suurimpien toimijoiden pelien kanssa. AAA-pelit ovat kuitenkin jakautuneet omiin alakategorioihinsa ja pelinkehittäjät ovat fokuksituneet omien vahvuksiensa mukaan kehittämään tietyn genren pelejä (esim. toiminta, seikkailu, roolipelit, ajaminen). Remedyn erikoisosaamista ovat tarinankerronnalliset toimintapelit.

Markkinalla kuluttajien huomiosta käydään kovaa kilpailua ja kuluttajien huomio taas kiinnittyy peleistä tehtäviin arvioihin ja keskusteluun esimerkiksi sosiaalisessa mediassa. Erityisesti korkean hintaluokan AAA-peleissä pelaajat seuraavat arvosteluita ja kommentteja tarkasti arvioidakseen pelin viihteellisyyttä ja laatua ennen ostopäätöksen tekoa. Yksi isoimmista riskeistä Remedyn markkinoilla onkin kilpailun laatu, eikä

niinkään määrä. Remedyn tulee pystyä tekemään todella korkealaatuista, mutta samalla isoimmista toimijoista osittain erottuvaa sisältöä pärjätäkseen kilpailussa.

## Remedyn kilpailijat

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

Remedyn kaltaisia itsenäisiä AAA-pelistudioita on maailmalla enää vähän, sillä suurin osa on päätyneet yritysston kohteeksi. Esimerkiksi Sony, Microsoft ja Embracer ovat olleet aktiivisia yritysstorintamalla. Vuoden 2022 alussa nähtiin pelialan historian suurin yritysjärjestely, kun Microsoft tiedotti ostavansa Activision Blizzardin 68,7 miljardilla dollarilla. Järjestely on ollut pitkään kilpailuviranomaisten hampaissa, mutta näyttäisi nyt lopulta olevan menossa läpi.

Itsenäisistä studioista vielä pienemmän joukon muodostavat ne, jotka tekevät Remedyn tavoin tarinankerronnallisia toimintapelejä. Uutta kilpailua tähän kategoriaan ei synny helposti johtuen korkeasta alalle tulon kynnyksestä. Esimerkiksi ajopeleihin erikoistuneen studion on hyvin vaikeaa vaihtaa toimintapeleihin, sillä niiden kehitys vaatii erilaista teknologiaa ja osaamista. Julkaisijoiden haittellessa pelinkehittäjiä kumppaneikseen

valintaprosessissa korostuvat kokenut tiimi, korkea teknologinen osaaminen ja historialliset näytöt.

## Remedyn kilpailuedut

Remedy on kyennyt vuosien saatossa menestyksekkäästi luomaan useita maailmanluokan pelejä erittäin kilpailulla markkinalla. Tämä todistaa yhtiön kilpailuedut vahvoiksi huomioiden, että yleinen mielikuva peleistä on hittibisnestä. Remedyn keskeiset vahvuudet mielestämme ovat:

- Remedy kykenee kehittämään erittäin pidettyjä ja hyvälaatuisia pelejä. Yhtiöllä on vahvaa osaamista haastavista ja pitkäaikaisista pelituotannoista. Vahva maine tarjoaa neuvotteluvoimaa julkaisijakumppaneita kohtaan ja houkuttelee yhtiöön alan parhaita osaajia.
- Remedyn pelinkehitys rakentuu valtavirrasta poikkeaviin, tarinankerronnaltaan uniikkeihin peleihin. Yhtiö ei yritä tavoitella isompien kilpailijoiden tavoin ”suurta massaa”, jolloin peleihin voidaan tuoda paremmin erottuvia tekijöitä. Pelimarkkinan kasvun myötä myös hieman kapeammalle yleisölle luodulla selvästi erilaisella pelillä on edellytykset myydä hyvin.
- Remedyn Northlight-pelimoottori mahdollistaa moniprojektimallissa skaalaetuja, joiden ansiosta pelejä pystytään kehittämään nopeammin ja kustannustehokkaammin. Oma teknologia tarjoaa myös tärkeää jatkuvuutta, kun aiemmin kehitettyä koodia ja elementtejä voidaan hyödyntää myös muissa projekteissa.

## Kilpailu 2/2

- Remedy panostaa merkittävästi peliprojektien suunnitteluun ja johtamiseen. Etenkin alkuvaiheen projektisuunnittelu ydintiimillä on kriittisessä roolissa, sillä sen avulla voidaan minimoida tuotantovaiheessa esiin nousevien suurten ongelmien määrää. Yleisesti pelinkehityksen suurimpia haasteita on projektien viivästyminen tuotannossa esiin nousevien ongelmien vuoksi, jotka olisi voitu välttää paremmalla suunnittelulla.
- Oman teknologia-alustan sekä pääosin samaan toimipaikkaan (Espoo) keskitettyjen toimintojen ansiosta Remedy pystyy tuottamaan huippulaatuisia pelejä huomattavasti useita AAA-kilpailijoita alhaisemmilla kuluilla. Tällöin pelin ei tarvitse myydä aivan niin paljoa kattaakseen kehittämisen kustannuksia.
- Remedyllä on rakentunut vahva brändi pelaajien keskuudessa. Pelaajat ostavat pelejä paitsi pelibrändin, myös Remedyn nimen perusteella. Esimerkiksi Alan Waken fanien keskuudessa klassikkopelin jatko-osaa ehdittiin odotella lähes 10 vuotta, kunnes Alan Wake 2 viimein varmistui.

### Listattujen länsimaisten peliyhtiöiden ennustettu kasvu- ja kannattavuuskehitys

Konsoli- ja PC-peliyhtiöt	Liikevaihto (MEUR) 2022*	Liikevaihdon kasvu-%			EBIT-%		
		2023e	2024e	2025e	2023e	2024e	2025e
Frontier Developments	142	-9 %	4 %	8 %	-5 %	-1 %	3 %
Starbreeze	11	424 %	-45 %	-8 %	68 %	38 %	54 %
CD Projekt	212	19 %	-28 %	0 %	39 %	32 %	24 %
Paradox Interactive	169	31 %	14 %	7 %	40 %	39 %	42 %
Team 17	160	6 %	7 %	6 %	31 %	31 %	30 %
Playway	57	33 %	15 %	20 %	62 %	62 %	63 %
11 Bit Studios	16	49 %	194 %	7 %	20 %	59 %	50 %
Enad Global 7	161	19 %	1 %	3 %	18 %	17 %	17 %
Tinybuild	59	-23 %	7 %	9 %	10 %	10 %	14 %
CI Games	13	354 %	-55 %	-	48 %	37 %	-
Remedy (Inderes)	44	-18 %	54 %	14 %	-40 %	4 %	11 %

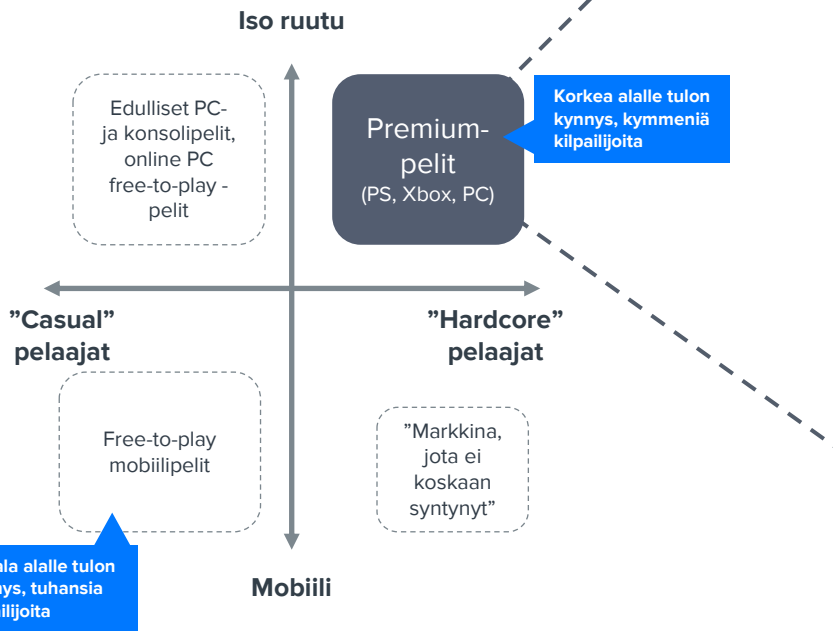
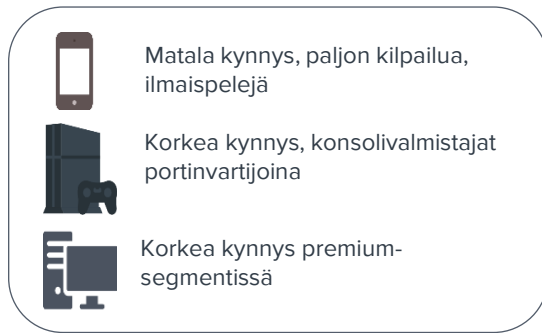
Monialustaiset peliyhtiöt		Liikevaihdon kasvu-%			EBIT-%		
		2023e	2024e	2025e	2023e	2024e	2025e
Electronic Arts	6530	-5 %	6 %	7 %	29 %	29 %	30 %
Activision Blizzard	7032	19 %	1 %	4 %	37 %	40 %	41 %
Ubisoft	1814	-9 %	8 %	8 %	-21 %	16 %	17 %
Take-Two Interactive	4997	52 %	6 %	45 %	16 %	14 %	22 %
Embracer	3232	129 %	15 %	7 %	15 %	15 %	17 %

<b>Mediaani (kaikki)</b>		<b>19 %</b>	<b>7 %</b>	<b>7 %</b>	<b>25 %</b>	<b>30 %</b>	<b>24 %</b>
--------------------------	--	-------------	------------	------------	-------------	-------------	-------------

\*Osalla yhtiöistä poikkeava tilikausi

# Remedyn positioituminen markkinalla

## Pelimarkkinan segmentit



## Remedyn alasegmentit

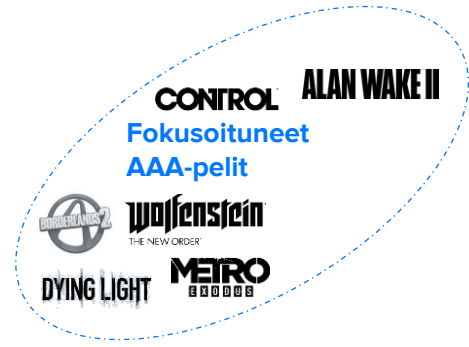
Pelin koko

AAA+

AAA

AA

A



Indie-pelit



Satoja tuhansia / muutamia miljoonia

Kymmeniä miljoonia  
**Tuotantobudjetti**

Satoja miljoonia

# Strategia 1/2

## Strategia siirtymässä investointivaiheesta kannattavan kasvun vaiheeseen

Remedy lähti vuoden 2017 listautumisen jälkeen toteuttamaan strategiaansa, jonka kulmakivenä oli siirtyä parempaan asemaan arvoketjussa, luoda pitkäkestoisempia pelejä ja hallita samalla riskejä siirtymällä usean projektin malliin. Yhtiön strategian toteuttaminen on edennyt tämän jälkeen määrätietoisesti ja nyt yhtiöllä on samaan aikaan kehittäessä 5 merkittävää peliprojektia vahvojen kumppanien kanssa. Yhtiö on myös rakentanut omia kyvykkyksiä pelien julkaisuun, ja on yhä enemmän mukana peliensä julkaisussa ja markkinoinnissa. Vuosien 2023-2027 strategiakaudella edellisten 6 vuoden työn pitäisi alkaa tuottaa tuloksia kannattavan kasvun muodossa, kun luvassa on useampia isoja pelijulkaisuja.

Remedyn pitkän aikavälin tavoitteena on luoda useita menestyspelejä, joista vähintään yhden tavoitellaan olevan merkittävä hitti. Lisäksi tavoitteena on omistaa vähintään 3 menestyksekkästä ja kasvavaa pelibrändiä. Yhtiö haluaa myös edelleen vahvistaa asemaansa arvoketjussa. Remedyn tavoitteena on tulla myös pelialan vetovoimaisimmaksi työnantajaksi Euroopassa.

Remedyllä ei ole numeerisia taloudellisia tavoitteita, mutta tavoitteena on kasvaa jatkossakin kannattavasti, hyvin hallituilla riskeillä. Käytännössä siis yhtiö jatkaa entuudestaan tuttuun strategisten askelten ottamista, mutta peliprojektien lukumäärän ja koon kasvaessa yhtiön kasvupotentiaali vahvistuu vuosi vuodelta. Samaan aikaan yksittäiseen peliin liittyvät riskit

pienenevät askel kerrallaan.

## Suurempi oma rahoitus ja osuus pelituotoista

Remedy on aina kehittänyt korkealaatuisia pelejä, mutta toimi historiassa käytännössä julkaisijakumppanien alihankkijana, mikä jätti liikevaihdon muodostuksen yhtiön suuntaan pieneksi. Listautumisen tuomien taloudellisten muskeliavulla Remedy pystyi alkaa rahoittamaan projekteistaan suuremman osan itse ja neuvottelemaan julkaisusopimuksia huomattavasti paremmilla ehdoilla. Näin yhtiö saa suuremman osuuden pelien myyntituotoista, mutta kantaa myös enemmän riskiä pelimyynnistä.

Viime vuosina Remedyn näytöt siirtymästä arvoketjussa vahvempaan asemaan ovat olleet vakuuttavia. Tästä osoituksena ovat menestyksekkään uuden Control-pelibrändin luominen sekä uudet julkaisusopimukset maailmanluokan kumppanien (Epic Games, Tencent, Rockstar Games) kanssa. Tähän mennessä nähdyin perusteella myös Alan Wake 2:sta on tulossa erittäin laadukas peli.

Tulevien projektien osalta Remedyllä on yhä enemmän valinnanvaraa pelien kaupallisen mallin suhteen, sillä yhtiön vahva tase mahdollistaa joidenkin tulevien peliprojektien kehittämisen ja julkaisemisen kokonaan itse. Lisäksi Remedy voi kehittää projekteja alkuvaiheessa rauhassa omarahoitteisesti, jolloin julkaisijakumppanin valintaa voidaan pitkittää. Näin potentiaalisille kumppaneille voidaan lopulta näyttää paljon valmiimpaa ja suunniteltua peliprojektia, mikä parantaa Remedyn neuvotteluasemaa. Tästä esimerkkinä on Vanguard-projekti, jota Remedy työsti itsenäisesti vuodesta 2018 ennen sopimusta

Tencentin kanssa vuoden 2021 lopussa. Huomattavaa on, että Vanguardin pelikonseptin luominen vaati paljon iteratiivista kehitystä ensimmäisten vuosien aikana pienellä ja myös muutoksia kokeneella projektiitiimillä.

Omien pelibrändien lisäksi Remedy kehittää edelleen pelejä myös alihankintamallilla. Alihankinnassa Remedy keskittyy etsimään peleilleen kumppaneiksi pelialan johtavia toimijoita ja tekemään projekteja, jotka ovat hyvin kannattavia. Alihankinnan tasaisilla kassavirroilla Remedy pystyy madaltamaan liiketoimintansa riskitasoa, mutta myös näihin sopimuksiin pyritään rakentamaan pelimyynnistä riippuvainen rojaltilisuus.

## Omat pelibrändit ja jatko-osat

Strategiassaan Remedy haluaa luoda omia pelibrändejä, joissa on pitkän aikavälin kasvupotentiaalia. 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 kokemukseltaan 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 voi tällöin olla lyhyempi kuin normaali 3-4 vuotta tai vastaavassa ajassa voidaan luoda entistä laajempi pelikokemus. Lisäksi laitteistokanta ja suorituskyky pelialustoilla on voinut parantua ensimmäisen osan julkaisun jälkeen, mikä myös tukee jatko-osan pelikokemuksen jalostumista.

# Strategia 2/2

Remedyn strategiassa jokainen brändi ja peli on itsenäinen, mutta kytkeytyy laajempaan Remedy-universumiin. Siten strategian onnistuessa pitkällä aikavälillä yhtenäiseen universumiin sijoittuvat pelit mahdollistavat käytännössä rajattomasti mahdollisuuksia laajennuksille, jatko-osille sekä spin-off-tuotteille. Omista pelibrändeistä voi jalostua ansaintamahdollisuuksia myös brändilisensointiin. Esimerkiksi Alan Waken tv-sarjan oikeudet on myyty AMC Networksille, josta Remedy arviomme mukaan voisi saada jonkinlaista lisensointituloa, jos sarja lopulta päätyy tuotantoon ja julkaisuun asti. Näemme tv-sarjan tuoman näkyvyyden brändille silti huomattavasti sen suoraa liikevaihtovaikutusta suurempana.

## Pelien julkaisukyvykkyys

Omien pelibrändien painoarvon kasvaessa Remedy on lähtenyt viime vuosina laajentamaan omia kyvykkyksiään pelien kaupallistamisen, markkinoinnin ja julkaisun saralla. Omien julkaisukyvykkyksien lisäksi yhtiö haluaa olla myös yhä vahvemmin mukana itse suunnittelemassa ja vaikuttamassa omien pelibrändiensä kaupallistamiseen, vaikka mukana olisi julkaisijakumppani. Tästä konkreettinen esimerkki on Vanguard-sopimus Tencentin kanssa, jossa Remedy toimii itse pelin julkaisijana sekä vastaa markkinoinnista ja käyttäjähankinnasta länsimarkkinoilla. Myös Condorin ja Control 2:n osalta Remedy ottaa vastuuta julkaisuautoiminnoista 505 Gamesin kanssa solmittujen yhteisjulkaisusopimusten mukaisesti.

## 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 siitä valmiita maksamaan. Vanguard-projektissa Remedy on monetisaation osalta uuden haasteen edessä, sillä F2P-mallin peleissä ansainta tapahtuu pelin sisällä tehtävien ostosten kautta. Tämä poikkeaa täysin perinteisestä AAA-pelien liiketoimintamallista. Remedy onkin rekrytoinut Vanguard-tiimiin paljon uutta osaamista talon ulkopuolelta, jonka lisäksi Tencentillä on laaja-alaista kokemusta F2P-pelien operoinnista.

## Moniprojektimalli ja teknologia-alustat

Remedy käyttää omaa Northlight-pelimoottoria, mistä yhtiö saa skaalaetuja moniprojektimallissa. Pelimoottoria ja sen ympärille rakentuvia pelinkehitystyökaluja kehittää yhtiön oma reilu 60 henkilön tiimi. Kilpailuetujen ylläpitämiseksi omien teknologioiden ja työkalujen jalostaminen on Remedylle strategisesti tärkeää.

Osaavalla ja jatkuvasti kehittyvällä teknologiatimiillä on mahdollista virtaviivaistaa itse

pelinkehitysprosessia automatisoimalla manuaalisia työvaiheita. Vahva teknologiatimi luo myös pohjan kaikille kehitystiimeille, joka mahdollistaa tiettyä kehitysprosessin skaalautuvuutta jaettujen tuotanto- ja toimintamallien muodossa. Omien teknologioiden avulla myös pelinkehityssyklit lyhenevät, kun tiettyjä aiemmin kehitettyjä elementtejä voidaan hyödyntää myös muissa projekteissa.

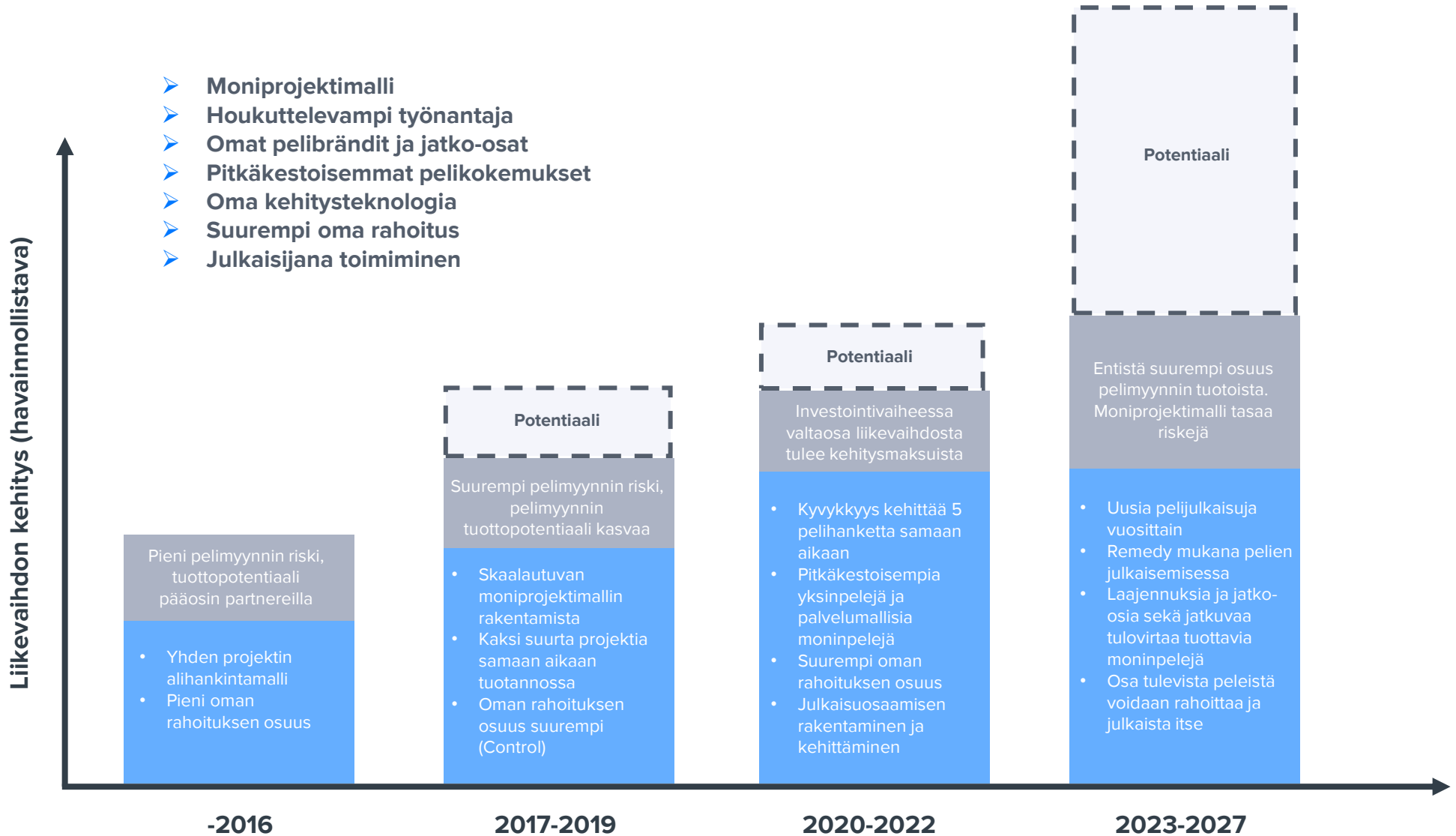
Usean projektin mallissa myös henkilöstöllä on enemmän kehittymismahdollisuuksia sekä kasvupolkuja yrityksen sisällä ja mahdollisuus tilanteen mukaan siirtyä projektista toiseen. Käsityksemme mukaan tämä on parantanut Remedyn houkuttelevuutta työnantajana sekä sitouttanut nykyistä henkilöstöä.

## Ulkoinen pelinkehitys

Viime vuosina peliprojektien lukumäärän kasvettua ulkoinen kehitys on ollut yksi Remedyn painopistealueista. Tämä mahdollistaa esimerkiksi tiettyjen ääni- tai graafisten sisältöjen tuottamisen ulkopuolisten kumppanien kautta. Myös esimerkiksi eri peliversioiden luominen eri alustoja varten voidaan toteuttaa ulkoistetusti.

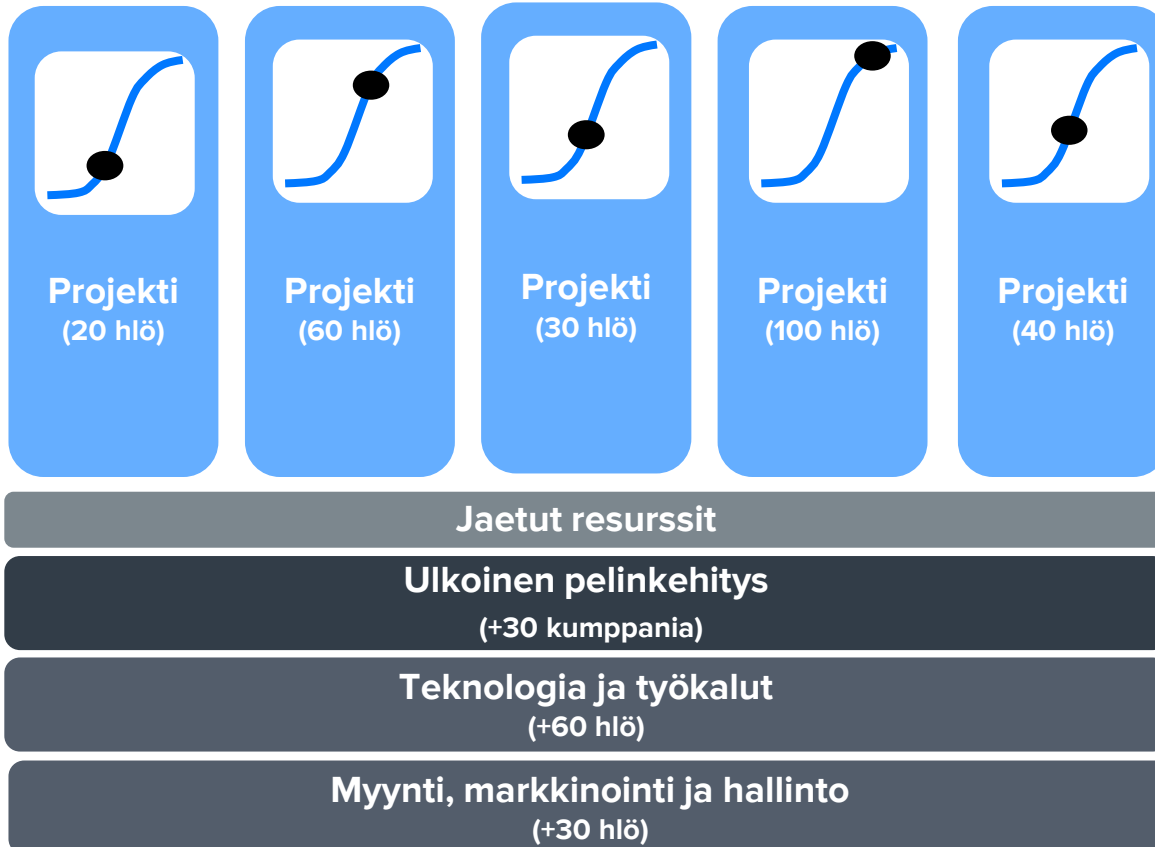
Ulkoinen pelinkehitys mahdollistaa Remedyn oman henkilöstön keskittymisen projekteissa yhä enemmän korkeamman lisäarvon tekemiseen eli itse pelimaailmojen, hahmojen ja tarinoiden suunnitteluun sekä pelimekaniikkojen kehittämiseen. Ulkoisten kumppanien vahvempi hyödyntäminen mahdollistaa Remedylle myös yhä useamman projektin samanaikaisen kehittämisen ja joustavuutta oman henkilökunnan rekryointitarpeisiin.

# Remedyn strategian muutosprosessi



# Moniprojektimalli tuo skaalautuvuutta pelinkehitykseen

## Moniprojektimalli



- Moniprojektimalli mahdollistaa skaalautuvuuden, kun samoja teknologioita ja työkaluja voidaan jakaa projektien välillä
- Omien pelibrändien ja pelien itsejulkaisun myötä Remedy panostaa itse enemmän myyntiin, markkinointiin ja pelien julkaisukyvykkyyksiin
- Hyvin suunnitellut ja johdetut projektit mahdollistavat tiettyjen kehitysvaiheiden ulkoistamisen

# Taloudellinen tilanne 1/2

## Viime vuodet voimakkaassa investointivaiheessa

Historiallisesti Remedyn kasvua ja kannattavuutta määritteli tiukasti projektiluontoinen liiketoiminta ja sitä määrittelevät kumppanuussopimusten ehdot. Remedyn liikevaihto vaihteli vuosina 2011-2018 4-20 MEUR:n välillä ja samalla yhtiö teki jokaisena vuotena voitollisen tuloksen.

Moniprojektimalliin nojaava strategia alkoi heijastua ensimmäistä kertaa numeroihin vuonna 2019, jolloin Controlin julkaisun myötä liikevaihto kasvoi 57 % 31,6 MEUR:oon ja liikevoitto oli 6,5 MEUR. Yhä useammasta projektista tuloutuneiden kehitysmaksujen sekä Controlin rojaltiluottojen myötä liikevaihto kasvoi 30 % ja 9 % vuosina 2020-2021. Liikevoittomarginaali oli tuolloin 17,6-25,5 %.

Vuodet 2022-2023 ovat olleet Remedyllä selkeitä investointivuosia, kun yhtiö kehittää 5 merkittävää pelihanketta, eikä uusia isoja merkittäviä pelijulkaisuja ole tapahtunut (AW2 tuottaa todennäköisesti rojalteja vasta 2024). Siten matalaksi jäävien rojaltiluottojen, kasvavien rekrytointien, ulkoisen pelinkehityksen ja muiden kulujen nousun myötä tulos on näiltä vuosilta tappiollinen.

Vuonna 2023 Remedy on edelleen jatkanut kohdennettuja rekrytointeja, mutta jatkossa rekrytointitahti tulee arviolta hidastumaan, sillä AW2:sta vapautuu resursseja muihin hankkeisiin. Myös ulkoisten kehitysmenojen taso voi hetkellisesti laskea, sillä suurin osa niistä on kohdistunut AW2:n tuotantovaiheeseen. Arviomme mukaan pelien menestyksestä riippuen Remedyn pitkän aikavälin kannattavuuspotentiaali

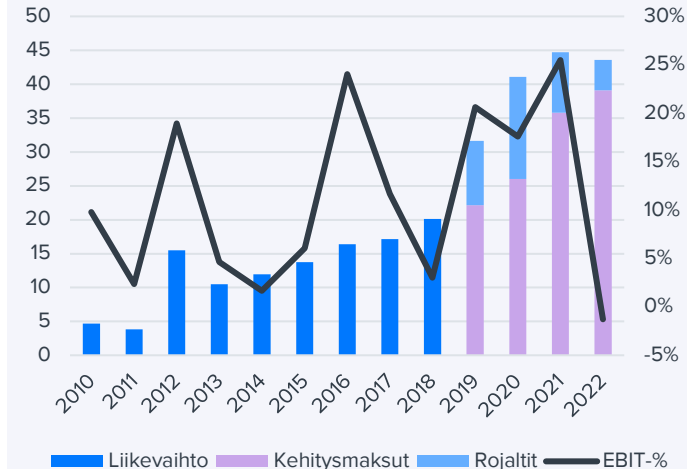
(EBIT-%) asettuu 25-50 %:n välimaastoon, mihin myös verrokkiyhtiöt (Paradox, CD Projekt) yltävät.

## Kulurakenne pääosin kiinteä

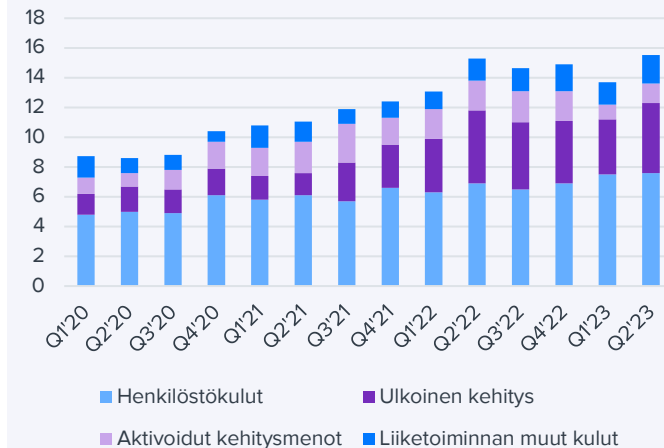
Remedyn kuluista valtaosa liittyy pelien kehittämiseen, joten kustannusrakenteesta merkittävä osa on kiinteitä henkilöstökuluja (2022: 55 % lv:sta) ja osittain projektin vaiheen mukaan muuttuvaa ulkoista pelinkehitystä (materiaalit ja palvelut 27 % lv:sta). Liiketoiminnan muut kulut olivat viime vuonna puolestaan 14 % ja pääosin aktivoituista kehitysmenoista muodostuvat poistot 6 % liikevaihdosta.

Remedy aktivoi omiin pelibrändeihin liittyviä kehitysmenoja, mikä tasaa yhtiön raportoitua tuloskehitystä pitkässä juoksussa. Vuosina 2021-2022 menoja aktivoitiin 8,2-8,5 MEUR. Poistot näistä alkavat siinä kohtaan, kun kyseiset peliprojektit julkaistaan. Yhtiö on aktivoinut menoja AWR:n, AW2:n, Vanguardin, Condorin sekä Control 2:n osalta. Peliprojektien suhteen Remedy aktivoi kustannuksista määrän, joka vastaa pelin julkaisun jälkeen odotettavissa olevien myyntituottojen/rojaltien osuutta pelin kokonaistuotto-odotuksesta. Mikäli peliprojektissa ei ole mukana julkaisijakumppania, aktivoidaan kehittämismenot kokonaisuudessaan. Lopulta aktivoinnit ovat vain kirjanpidollinen asia ja yksittäisen projektin tulos ja kassavirta ovat yhtä suuret projektin koko elinkaaren aikana.

## Liikevaihto ja kannattavuus\*



## Kustannusten kehitys vuosineljänneksittäin (MEUR)





# Taloudellinen tilanne 2/2

## Tase vahvassa kunnossa

Remedyn taseasema on erittäin vahva, mikä mahdollistaa hyvin investoinnit peliprojektien edistämiseen. Kassa ja rahoitusarvopaperit olivat Q2'23:n lopussa yhteensä noin 39 MEUR, eikä yhtiöllä käytännössä ole korollista velkaa, jos pientä Business Finlandin tuotekehityslainaa tai IFRS16 -vuokrasopimusvelkoja ei huomioida. Omavaraisuusaste oli noin 87 %.

Likvidien rahoitusvarojen lisäksi taseen varat koostuivat pääasiassa 18,8 MEUR:n saamisista sekä aktivoiduista kehitysmenoista (25,5 MEUR).

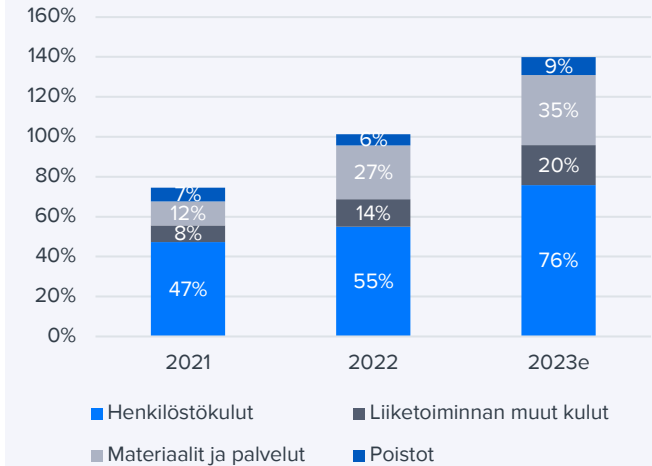
Taseen vastattavaa-puoli koostui pääosin omasta pääomasta (80,5 MEUR) ja korottomista veloista (7,9 MEUR). Korollista velkaa oli yhteensä 4,3 MEUR, josta 1,8 MEUR oli Business Finlandin myöntämää lainaa ja loput 2,5 MEUR liittyvät IFRS 16 -vuokrasopimusvelkoihin.

Remedyn liiketoimintamalli edellyttää vahvaa kassatilannetta, sillä liiketoiminta tarvitsee puskuria pelikehitysprojektien viivästymisten ja epäonnistumisten varalle. Yhtiöllä on oltava jokaisen peliprojektin jälkeen riittävät kassavarat seuraavaan projektiin riippumatta edellisen projektin onnistumisesta. Nykyinen kassa antaa tästä näkökulmasta vahvan selkänöjan riskinottoon. Vahva taseasema tarjoaa myös huomattavasti paremman neuvotteluaseman julkaisijakumppanien kanssa, sillä Remedy ei ole riippuvainen julkaisijoiden rahoituksesta.

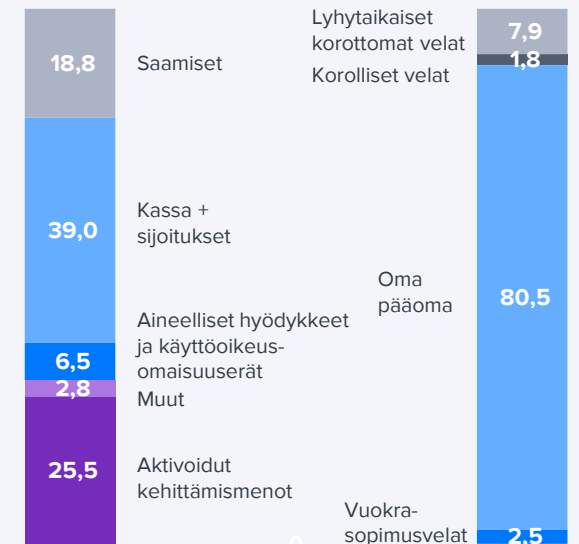
## Kassavirta

Tuotekehitysaktivointien vuoksi Remedyn tulos ja kassavirta tulevat poikkeamaan lähivuosina toisistaan. Tuloskehitys on aktivointien ja niihin liittyvien poistojen myötä vakaampaa, mutta kassavirrat painottuvat pelien julkaisun yhteyteen. Alihankintana tehtävät projektit sekä osittain julkaisukumppanien rahoittamat peliprojektit tuovat kuitenkin Remedylle kassavirtaa myös pelinkehitysvaiheessa. Vuosina 2022-2023 kassavirta on yhtiön investointivaiheesta johtuen luonnollisesti selvästi negatiivinen, mikä on näkynyt yhtiön likvidien rahoitusvarojen laskuna (Q2'23: 39,0 MEUR vs. Q2'22: 60,4 MEUR).

Kulurakenne %-liikevaihdosta



Tase Q2'23



# Ennusteet 1/3

## Ennusteiden lähtökohdat

Remedyn tulevien vuosien tuloskehityksen tarkka ennustaminen on haastavaa yhtiön liiketoimintamallin luonteesta johtuen. Myös aktivoitujen kehitysmenojen poistojen käynnistyminen uusien pelijulkaisujen myötä tuo oman muuttajansa yhtälöön. Olemme tämän raportin yhteydessä muuttaneet oletustamme Control 2:n julkaisun suhteen H2'25:ltä H1'26:lle, sillä aiempi oletus alkoi näyttää tuotantovaiheen todennäköiseen kestoan nähden liian optimiselta. Tätä heijastellen siirsimme myös oletuksemme Max Paynen julkaisusta H1'27:lle (aik. H2'26). Etenkin Control 2:n muutoksilla oli vaikutusta lähivuosien oletuksiin kehitysmaksujen ajoituksesta sekä rojaltiluottoja siirtyi vuodelta 2025 seuraaville vuosille. Lisäksi olemme hienosäätäneet kehitysmenojen poisto-oletuksia. Kassavirtamielessä vuosien 2024-2027 ennusteemme ovat pitkälti ennallaan, vaikka vuositasolla tulosennusteissa tapahtuikin muutoksia.

Olemme hahmotelleet Remedyn lähivuosien liikevaihdon ajureita seuraavalla sivulla. Kehitteillä olevien projektien kehitysmaksut luovat vakaan pohjan liikevaihtoennusteille, mutta tarkka näkyvyys rojaltiennusteisiin on heikko. Kokonaisuutena ennusteemme odottavat tulevilta peleiltä hyvää menestystä, etenkin perinteisten AAA-hankkeiden osalta. Näemme peleillä potentiaalia myös selvästi parempaan suoritukseen hyvässä skenaariossa, mutta kaiken kaikkiaan lopullisten lopputulemien kirjo on projektitasolla leveä. Viereisessä graafissa näkyvät oletuksemme pelikohtaisista rojalteista.

Remedyn tulospotentiaalia päästään kunnolla

tarkastelemaan siinä kohtaa, kun nykyiset projektit on saatu julkaistua. Näillä näkymin rojalit ajoittuivat ennusteessamme pääosin vuosille 2026-2027, joten tuloslukuja odotellessa sijoittajilta vaaditaan vielä kärsivällisyyttä. Projektien potentiaalia toki pystytään arvioimaan jo hieman tätä nopeammin heti julkaisun jälkeisen pelaajien ja kriitikoiden vastaanoton perusteella.

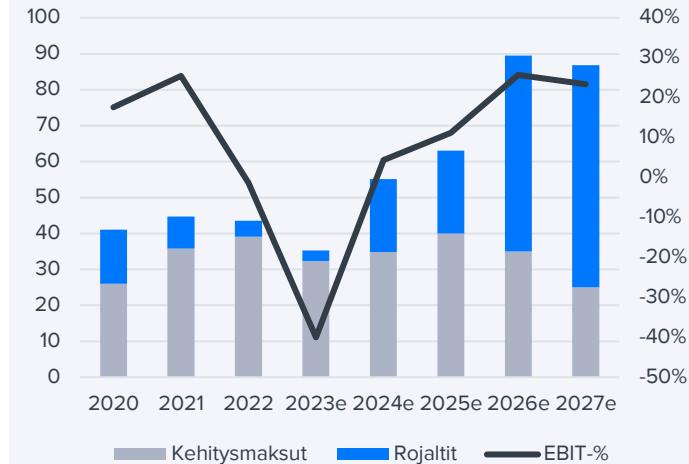
## Vuoden 2023 ennusteet

Näkymissään Remedy odottaa vuonna 2023 liikevaihtonsa laskevan (2022: 43,6 MEUR) ja liikevoittonsa (2022: -0,6 MEUR) olevan tappiollinen. H1:n jälkeen yhtiöllä on kasassa 15,8 MEUR liikevaihtoa (-28 %) ja -10,4 MEUR liiketappiota.

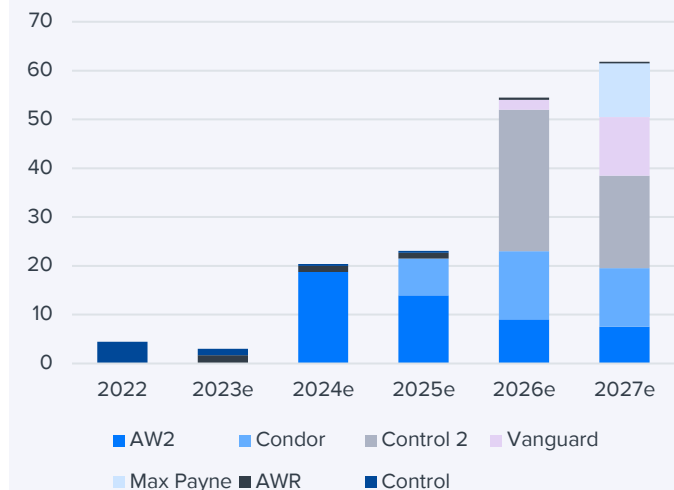
Ennustamme koko vuoden liikevaihdon laskevan 18 % 35,7 MEUR:oon ja matalaksi jäävien rojaltiluottojen, kasvavien rekrytointien, ulkoisen pelinkehityksen ja muiden kulujen nousun myötä odotamme liikevoiton painuvan -14,3 MEUR tappiolle. Odotamme loppuvuodesta julkaistavan Alan Wake 2:sta alkavan kertyä rojalteja vasta ensi vuoden puolella (Q2'24), kun pääosin Epicin rahoittama tuotanto- ja markkinointibudjetti on saatu ensin katettua.

Odotamme AW2:sta vapautuvan henkilöstön siirtyvän asteittain Remedyn muihin peliprojekteihin loppuvuotta kohden, jolloin myös kehitysmaksut näistä projekteista kasvavat. H2:n kannattavuutta suhteessa alkuvuoteen tukee nähdäksemme pienemmät ulkoiset kehityskulut, jotka ovat erityisesti kohdistuneet AW2:n tuotantovaiheeseen. Alan Wake Remasteredista odotamme pieniä rojaltiluottoja H2:lla, mutta isossa kuvassa näiden merkitys on ennusteissamme vähäinen.

## Liikevaihto ja kannattavuus



## Oletukset pelikohtaisista rojalteista (MEUR)



# Strategia pelihankkeiden valossa

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

	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
<b>Crossfire</b>	Kehitysmaksut \$\$\$	Kehitysmaksut \$	Mahdollisesti pientä rojaltivirtaa Crossfire HD:sta -/\$	-/\$	-/\$		
<b>Control</b>	Rojaltit \$\$\$	Rojaltit \$\$	Rojaltit \$	Rojaltit \$	Rojaltit \$		
<b>Epic-projektit</b>	Kehitysmaksut ja <b>AWR</b> julkaisu \$\$\$	Kehitysmaksut \$\$\$	<b>Alan Wake 2 julkaisu</b> \$\$\$	Rojaltit \$\$\$	Rojaltit \$\$\$	Rojaltit \$\$	Rojaltit \$\$
<b>Vanguard</b>	Julkaisu- ja kehityssopimus Tencentin kanssa \$\$\$	Kehitysmaksut \$\$	Kehitysmaksut \$\$	Kehitysmaksut \$\$	Kehitysmaksut \$\$/\$\$\$	<b>Julkaisu H2</b> \$\$/\$\$\$	Rojaltit \$\$\$
<b>Condor</b>	Kehitysmaksut \$	Kehitysmaksut \$\$	Kehitysmaksut \$/\$\$	Kehitysmaksut \$\$	<b>Julkaisu H1</b> \$\$\$	Rojaltit \$\$\$	Rojaltit \$\$\$
<b>Control 2</b>	Konseptointi	Julkaisusopimus \$\$	Kehitysmaksut \$\$	Kehitysmaksut \$\$\$	Kehitysmaksut \$\$/\$\$\$	<b>Julkaisu H1</b> \$\$\$	Rojaltit \$\$\$
<b>Max Payne</b>		Julkaisusopimus \$\$	Kehitysmaksut \$\$	Kehitysmaksut \$\$\$	Kehitysmaksut \$\$\$	Kehitysmaksut \$\$\$	<b>Julkaisu H1</b> \$\$\$
<b>Seuraavat peliprojektit</b>					Kehitysmaksut \$/\$\$	Kehitysmaksut \$\$/\$\$\$	Kehitysmaksut \$\$/\$\$\$

# Ennusteet 2/3

## Vuoden 2024 ennusteet

Vuonna 2024 ennustamme pääasiassa Alan Wake 2:n rojaltien myötä Remedyn liikevaihdon kasvavan 54 % 55,1 MEUR:oon ja liikevoiton olevan 2,4 MEUR. Tällöin arvioimme myös kaikista kehitteillä olevista projekteista kehitysmaksujen olevan kasvussa projektien edetessä. Samaan aikaan oletamme kustannusten jatkavan maltillisessa nousussa, paitsi ulkoisten kehitysmenojen laskevan hieman vuodesta 2023. Ennusteellamme Alan Wake 2:sta tuloutuisi vuonna 2024 rojalteja Remedylle noin 18,7 MEUR. Olemme avanneet oletuksiamme tämän osalta seuraavalla sivulla.

## Vuosien 2025-2027 ennusteet

Vuonna 2025 (liikevaihto 63,1 MEUR ja EBIT 7,1 MEUR) odotamme AW2:n lisäksi rojalteja ennusteissamme H1:llä julkaistavasta Condorista. Tuolloin yhtiö arviomme mukaan voi myös käynnistää uusia peliprojekteja, joista voi alkaa tuloutua liikevaihtoa julkaisusopimusten ja kehitysmaksujen muodossa. Yhtiö saattaa myös rahoittaa jotkin tulevat projektinsa kokonaan itse, jolloin luonnollisesti kehitysmaksuja ei tule, mutta rojalteipotentiali on entistä suurempi.

Vuonna 2026 odotamme Control 2:n julkaisua H1:llä, jonka odotamme olevan erittäin hyvin menestyvä peli. Lisäksi odotamme Vanguardin julkaisua H2:lla ja liikevaihtoa kertyvän muuten samoista lähteistä kuin edellisvuonna. Vuodelle 2027 odotamme Max Paynen julkaisua H1:llä. Lisäksi kaikki aiemmin julkaistut projektit tuovat rojalteivirtaa ja uusia projekteja on todennäköisesti kehitteillä. Ennusteellamme Remedyn vuosien 2026-2027 liikevaihto nousee 89,5 ja 86,8 MEUR:oon ja liikevoitto 23,0 ja 20,3 MEUR:oon, mikä tarkoittaisi 26 %:n ja 23 %:n EBIT-marginaalia.

Ennusteillamme Remedyn taloudellinen tilanne säilyy vahvana menestyvien pelijulkaisujen ansiosta. Siten odotamme yhtiön jatkavan vuosittain pienen osingon maksamista.

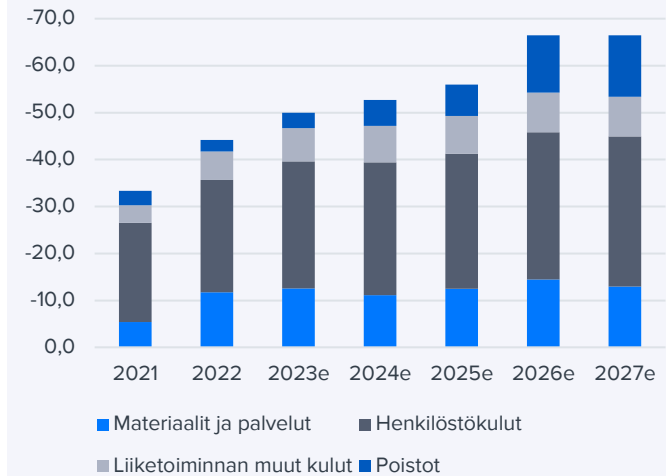
## Pitkän aikavälin ennusteet

Remedyn liiketoiminnan pitkän aikavälin näkymät ovat moniprojektimallin ja suotuisten markkinatrendien valossa houkuttelevat. Kuitenkin tarkka näkyvyys pitkän aikavälin liikevaihdon ja tuloksen kehitykseen on erittäin heikko ja vaatii luottamusta yhtiön nykyisen strategian onnistuneeseen toteutukseen.

Pitkän aikavälin ennusteemme olettaa Remedyltä uusia menestyviä pelijulkaisuja, jotka mahdollistavat yhtiön kasvun ja hyvän kannattavuustason. Kasvu ei todennäköisesti kuitenkaan tule olemaan tasaista, vaan pelijulkaisujen ajoitukset heiluttavat vuositason lukuja myös jatkossa. Ennusteellamme Remedyn liikevaihto kasvaa vuosina 2028-2032 keskimäärin 4 % vuodessa ja saavuttaa vuoteen 2032 mennessä 105 MEUR:n tason. Hyvässä skenaariossa arvioimme Remedyllä olevan edellytykset saavuttaa tämän tasoinen liikevaihto jo aiemmin tällä vuosikymmenellä. Samalla useampien erittäin hyvin menestyvien pelibrändien avulla yhtiön pitkän aikavälin liikevaihtopotentiali voisi olla vielä selvästi tätä parempi.

Ennusteillamme Remedyn liikevoittomarginaali on vuosina 2028-2031 25-31 %:n tasolla. Kannattavuuden ikuisuusoletuksemme on asetettu 31 %:iin. Näemme hyvässä skenaariossa Remedyllä potentiaalia ennusteitamme parempaan kannattavuustasoon, sillä laadukkailla konsoli- ja PC-pelistudioilla 40-60 %:n liikevoittomarginaalit eivät ole ennennäkemättömiä.

## Kustannusten kehitys (MEUR)



## EPS ja osinko



# Ennusteet 3/3

## Alan Wake 2:n rojaltioletukset

Olemme viereisissä laskelmissa hahmotelleet oletuksiamme Alan Wake 2:n myynnin osalta ennustemallimme mukaisessa skenaariossa sekä rojaltituottojen herkkyyttä pelin myyntimäärille. Laskelmissa on käytetty 20-25 %:n jakelukustannusta sekä 20 %:n ALV-verokantaa.

Olemme olettaneet laskelmissa AW2:n kokonaisbudjetin (tuotanto+markkinointi) olevan noin 66 MEUR. Näillä oletuksilla pelin pitäisi myydä noin 40-60 euron keskihinnalla 1,8-2,6 miljoonaa kappaletta, jotta projektin kustannukset olisi katettu täysimääräisesti. Tämän jälkeen Epic Games ja Remedy jakavat pelin tuotot tasan puoliksi.

Laskelmat havainnollistavat Alan Wake 2:n olevan Remedyllä tuottoisa projekti, kun myyntimäärissä päästään yli 3 miljoonan kopion. Pidämme tätä pelille myös hyvinkin realistisena tasona saavuttaa ensimmäisten kahden vuoden aikana.

Rojaltikertymän kannalta olisi toki tärkeää, että mahdollisimman paljon myynnistä tapahtuisi julkaisun jälkeisen vuoden sisällä, jolloin pelin keskihinta ei ole oletettavasti vielä merkittävässä paineessa. Potentiaalia on myös selvästi parempaan, sillä alkuperäistä Alan Wakea on eri lähteisiin pohjautuvien arvioiden perusteella myyty yli 6 miljoonaa kappaletta, jonka lisäksi peli on ollut aika ajoin ilmaiseksi jaossa eri alustoilla. Siten peliä on arviomme mukaan pelannut reilusti yli 10 miljoonaa pelaajaa. Samalla Controlia pelanneet yli 16,5 miljoonaa pelaajaa ovat potentiaalista kohderyhmää (osittain samoja kuin Alan Waken pelanneet). AW2:n osalta liikevaihtoa voi jossain kohtaa syntyä myös eri tilauspalveluiden tai alustojen kanssa solmittavista B2B-sopimuksista.

## AW2 oletukset ennustemallissa

	Q3'23e	Q4'23e	Q1'24e	Q2'24e	Q3'24e	Q4'24e	Q1'25e	Q2'25e	Q3'25e	Q4'25e
Keskihinta (€)	60	50	50	40	40	40	40	40	40	40
Myyntimäärä (milj. kpl)	0,30	0,80	0,70	0,59	0,52	0,60	0,35	0,28	0,23	0,20
Projektin tuotot (milj.€)	11	25	22	16	14	16	9	7	6	5
<b>Remedyn rojalitit (milj.€)</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>4</b>	<b>7</b>	<b>8</b>	<b>5</b>	<b>4</b>	<b>3</b>	<b>3</b>
Myytyjä kopioita kumulatiivisesti (milj. kpl)	0,3	1,1	1,8	2,4	2,9	3,5	3,9	4,1	4,4	4,6
Projektin tuotot kumulatiivisesti (milj. €)	11	36	58	74	88	103	113	120	126	131
<b>Remedyn rojalitit kumulatiivisesti (milj. €)</b>		<b>0</b>	<b>0</b>	<b>4</b>	<b>11</b>	<b>19</b>	<b>23</b>	<b>27</b>	<b>30</b>	<b>33</b>

## Alan Wake 2

Pelin hinta (EUR)	40	50	60
Alv-%	20 %	20 %	20 %
Hinta ilman ALV (EUR)	33,3	41,7	50,0
Jakelijan osuus-%	25 %	25 %	25 %
Jakelijan osuuden jälkeen (EUR)	25,1	31,4	37,7
Budjetti (tuotanto+markkinointi) MEUR	66,0	66,0	66,0
Kappalemyynti (tuhatta), jolla kulut katettu	2 626	2 101	1 751

## Remedyn rojalitit oletetulla 66 MEUR:n budjetilla

		AW2 myyntihinta (€)		
		40	50	60
Myyntimäärä (MKPL)	1,0	-	-	-
	1,5	-	-	-
	2,0	-	-	4,7
	2,5	-	6,3	14,1
	3,0	4,7	14,1	23,6
	3,5	11,0	22,0	33,0
	4,0	17,3	29,8	42,4
	4,5	23,6	37,7	51,8

Lähde: Inderes

# Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2021	Q1'22	Q2'22	Q3'22	Q4'22	2022	Q1'23	Q2'23	Q3'23e	Q4'23e	2023e	2024e	2025e	2026e
<b>Liikevaihto</b>	<b>44,7</b>	<b>12,7</b>	<b>9,4</b>	<b>7,9</b>	<b>13,6</b>	<b>43,6</b>	<b>6,9</b>	<b>8,9</b>	<b>9,7</b>	<b>10,2</b>	<b>35,7</b>	<b>55,1</b>	<b>63,1</b>	<b>89,5</b>
Kehitysmaksut	35,8	11,6	7,4	7,5	12,6	39,1	6,4	7,9	9,0	8,8	32,2	34,8	40,0	35,0
Rojalit	8,9	1,0	2,0	0,4	1,1	4,5	0,5	1,0	0,7	1,4	3,5	20,3	23,1	54,5
<b>Käyttökate</b>	<b>14,5</b>	<b>3,3</b>	<b>-1,8</b>	<b>-2,4</b>	<b>2,8</b>	<b>1,9</b>	<b>-4,9</b>	<b>-4,0</b>	<b>-1,2</b>	<b>-0,9</b>	<b>-11,0</b>	<b>7,9</b>	<b>13,8</b>	<b>35,2</b>
Poistot ja arvonalennukset	-3,0	-0,6	-0,6	-0,6	-0,7	-2,5	-0,7	-0,8	-0,8	-1,1	-3,3	-5,5	-6,7	-12,2
<b>Liikevoitto ilman kertaeriä</b>	<b>11,4</b>	<b>2,8</b>	<b>-2,4</b>	<b>-3,0</b>	<b>2,1</b>	<b>-0,6</b>	<b>-5,6</b>	<b>-4,8</b>	<b>-2,0</b>	<b>-2,0</b>	<b>-14,3</b>	<b>2,4</b>	<b>7,1</b>	<b>23,0</b>
<b>Liikevoitto</b>	<b>11,4</b>	<b>2,8</b>	<b>-2,4</b>	<b>-3,0</b>	<b>2,1</b>	<b>-0,6</b>	<b>-5,6</b>	<b>-4,8</b>	<b>-2,0</b>	<b>-2,0</b>	<b>-14,3</b>	<b>2,4</b>	<b>7,1</b>	<b>23,0</b>
Nettorahoituskulut	-0,1	-0,1	-0,5	-0,1	0,1	-0,6	0,0	0,4	0,0	0,0	0,4	-0,1	-0,1	-0,1
<b>Tulos ennen veroja</b>	<b>11,3</b>	<b>2,7</b>	<b>-2,9</b>	<b>-3,2</b>	<b>2,2</b>	<b>-1,2</b>	<b>-5,6</b>	<b>-4,4</b>	<b>-2,0</b>	<b>-2,0</b>	<b>-13,9</b>	<b>2,3</b>	<b>7,0</b>	<b>22,9</b>
Verot	-2,5	-0,5	0,2	0,5	-0,7	-0,5	0,0	1,7	0,4	0,4	2,5	-0,5	-1,4	-4,6
<b>Nettotulos</b>	<b>8,8</b>	<b>2,2</b>	<b>-2,7</b>	<b>-2,7</b>	<b>1,5</b>	<b>-1,7</b>	<b>-5,6</b>	<b>-2,7</b>	<b>-1,6</b>	<b>-1,6</b>	<b>-11,5</b>	<b>1,9</b>	<b>5,6</b>	<b>18,3</b>
<b>EPS (oikaistu)</b>	<b>0,67</b>	<b>0,16</b>	<b>-0,20</b>	<b>-0,20</b>	<b>0,11</b>	<b>-0,13</b>	<b>-0,42</b>	<b>-0,20</b>	<b>-0,12</b>	<b>-0,12</b>	<b>-0,85</b>	<b>0,14</b>	<b>0,41</b>	<b>1,33</b>
<b>EPS (raportoitu)</b>	<b>0,67</b>	<b>0,16</b>	<b>-0,20</b>	<b>-0,20</b>	<b>0,11</b>	<b>-0,13</b>	<b>-0,42</b>	<b>-0,20</b>	<b>-0,12</b>	<b>-0,12</b>	<b>-0,85</b>	<b>0,14</b>	<b>0,41</b>	<b>1,33</b>

Tunnusluvut	2021	Q1'22	Q2'22	Q3'22	Q4'22	2022	Q1'23	Q2'23	Q3'23e	Q4'23e	2023e	2024e	2025e	2026e
<b>Liikevaihdon kasvu-%</b>	8,9 %	55,9 %	-0,2 %	6,9 %	-31,2 %	-2,5 %	-45,4 %	-5,3 %	22,6 %	-25,1 %	-18,1 %	54,4 %	14,3 %	41,9 %
<b>Oikaistun liikevoiton kasvu-%</b>	57 %	-1474 %	-263 %	1329 %	-80 %	-105 %	-303 %	-	-	-192 %	-	-	191,2 %	226,0 %
<b>Käyttökate-%</b>	32,3 %	26,4 %	-19,3 %	-30,4 %	20,4 %	4,4 %	-71,6 %	-44,7 %	-12,4 %	-8,8 %	-30,9 %	14,4 %	21,9 %	39,3 %
<b>Oikaistu liikevoitto-%</b>	25,5 %	21,8 %	-25,6 %	-38,3 %	15,5 %	-1,3 %	-81,0 %	-53,7 %	-20,1 %	-19,1 %	-40,0 %	4,4 %	11,2 %	25,7 %
<b>Nettotulos-%</b>	19,7 %	17,1 %	-29,0 %	-33,6 %	10,9 %	-4,0 %	-81,6 %	-30,0 %	-16,3 %	-15,5 %	-32,1 %	3,4 %	8,8 %	20,5 %

Ennustemuutokset	2023e	2023e	Muutos	2024e	2024e	Muutos	2025e	2025e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
<b>Liikevaihto</b>	36,2	35,7	-1 %	60,1	55,1	-8 %	66,1	63,1	-5 %
<b>Käyttökate</b>	-10,5	-11,0	5 %	12,9	7,9	-39 %	16,8	13,8	-18 %
<b>Liikevoitto ilman kertaeriä</b>	-13,8	-14,3	4 %	5,1	2,4	-52 %	8,8	7,1	-20 %
<b>Liikevoitto</b>	-13,8	-14,3	4 %	5,1	2,4	-52 %	8,8	7,1	-20 %
<b>Tulos ennen veroja</b>	-13,4	-13,9	4 %	5,0	2,3	-54 %	8,7	7,0	-20 %
<b>EPS (ilman kertaeriä)</b>	-0,82	-0,85	4 %	0,29	0,14	-54 %	0,51	0,41	-20 %
<b>Osakekohtainen osinko</b>	0,10	0,10	0 %	0,10	0,10	0 %	0,17	0,10	-41 %

# Arvonmääritys 1/3

## Remedyn pitkän aikavälin potentiaali on houkutteleva

Remedyn tiimin kyky luoda laadukkaita pelejä tehokkaasti, suotuisat markkinatrendit ja houkutteleva asema arvoketjussa tarjoavat yhtiölle erittäin hyvät edellytykset kasvaa merkittävästi nykyistä suuremmaksi pelitaloksi tällä vuosikymmenellä. Hallituin riskein rakennettu ja hyvin johdettu moniprojektimalli tuo yhtiön liiketoimintamalliin tuotto/riski-suhteen näkökulmasta myös houkuttelevaa optionaalisuutta. Mielestämme täysin epäonnistuneiden peliprojektien todennäköisyys on pieni, mutta jokin tulevista projekteista voi nousta todelliseksi hittipeliksi. Yksittäisen pelin liikevaihtopotentiaali vaihtelee kymmenistä miljoonista jopa reilusti yli sataan miljoonaan euroon, joten mahdollisten lopputulemien haarukka on leveä. Moniprojektimallin onnistuneen ylösajon myötä pelien julkaisutahti tihenee ja ”menestysoptioiden” lukumäärä nousee tulevina vuosina. Pelkästään jo kohtuullisen hyvin menestyvillä peleillä Remedyn kasvunäkymät ovat arviomme mukaan hyvät pitkälle tulevaisuuteen. Olemme hahmotelleet Remedyn osakkeen pitkän aikavälin potentiaalia sivun 42 skenaarioissa.

## Odottavissa tunnelmissa kohti Alan Wake 2:n julkaisua

Ennusteillamme Remedyn osake ei saa olennaista tukea lähivuosien tulostulokertoimista, sillä investoinnit kehittyneillä oleviin pelihankkeisiin painavat vielä lähivuosien tulostasoa, vaikka ensimmäisistä uusista projekteista rojalituottoja nähdäänkin vuosina 2024-2025. Lyhyellä tähtämellä kireä arvostus nähdäksemme rajaa tällä hetkellä osakkeen nousuvaraa, sillä korkojen nousu ja sen myötä muuttunut markkinaympäristö

on laskenut sijoittajien kärsivällisyyttä katsoa tarinaosakkeiden kehitystä usean vuoden päähän. Samaan aikaan Remedy on kiinnostava yritysostokohde monelle pelialan toimijalle ja näemme tämän option tietyiltä osin tukevan yhtiön arvostusta.

Kaiken kaikkiaan Remedyn osakkeen arvostus mielestämme hinnoittelee Alan Wake 2:lle jo hyvää menestystä, ja myös tuotantoputken muilta projekteilta odotetaan arvonluontia. Olemme erityisen luottavaisia kehittyneillä olevien perinteisten AAA-peliprojektien menestykseen, mutta monipeliprojektit Condor ja Vanguard ovat tässä kohtaa isoin kysymysmerkki. Pidämme Remedyn sijoitustarinaa erittäin kiinnostavana tämän vuosikymmenen loppuun asti tarkasteltuna, mutta nykyinen arvostus pitää meidät odottavissa tunnelmissa. Muistutamme, että Remedyn tapauksessa sijoittajien on jatkossakin syytä olla valmiita sietämään suurta kurssiheiluntaa, sillä lyhyellä aikavälillä muutokset odotuksissa tulevien pelien osalta voivat aiheuttaa merkittävää volatiliiteettia osakkeeseen. Toistamme osakkeen vähennä-suosituksen ja tarkistamme tavoitehintaa 24,0 euroon (aik. 25,0 EUR).

## Arvostuskertoimet

Vuonna 2023 Remedyn tulos jää vielä selvästi negatiiviseksi, joten ainoa käyttökelpoinen arvostuskerroin on EV/S (7,7x), jonka korkea taso heijastelee Remedyn osakkeeseen ladattuja kasvuodotuksia. Vuosien 2024-2025 ennusteilla tulostulokertoimia (EV/EBIT >100x ja 39x) voidaan jo laskea, mutta näiden vuosien tulostaso ei kuitenkaan vielä millään tavoin heijastele Remedyn kehittyneillä olevien pelihankkeiden täyttä rojalitupotentiaalia.

Arvostustaso	2023e	2024e	2025e
Osakekurssi	22,5	22,5	22,5
Osakemäärä, milj. kpl	13,5	13,6	13,7
Markkina-arvo	303	305	307
Yritysarvo (EV)	273	277	275
P/E (oik.)	neg.	>100	55,2
P/E	neg.	>100	55,2
P/B	4,0	4,0	3,8
P/S	8,5	5,5	4,9
EV/Liikevaihto	7,7	5,0	4,4
EV/EBITDA (oik.)	neg.	34,9	19,9
EV/EBIT (oik.)	neg.	>100	39,0
Osinko/tulos (%)	neg.	73 %	24,6 %
Osinkotuotto-%	0,4 %	0,4 %	0,4 %

Lähde: Inderes

# Arvonmääritys 2/3

Tämän vuoksi arvostusta tulee mielestämme tarkastella yhtiön pitkän aikavälin kasvunäkymien valossa. Lyhyellä tähtäimellä kireä arvostus ei kuitenkaan jätä olennaista tilaa suuremmille säreille kasvutarinassa ja rajaa myös osaltaan osakkeen nousuvaraa.

Kehitteillä olevien pelihankkeiden rojaltiluotot ajoittuvat ennusteessamme merkittävimmitä osin vuosille 2026-2027, jolloin odotamme yhtiön liikevaihtoon ja tulokseen merkittävää tasokorotusta. Ennusteellamme osakkeen EV/EBIT-kertoimet (11x-12x) näyttävät tuolloin kohtuullisilta ja EV/EBITDA-kertoimet (n. 7x) puolestaan maltillisilta. Arvioimme pelijulkaisujen onnistuessa Remedyn kasvunäkymien olevan hyvät myös näiden vuosien jälkeen, jolloin yhtiötä todennäköisesti hinnoiteltaisiin tuolloin suhteellisen korkeilla kertoimilla. Ennusteemme toteutuessa liikevaihtokertoimet laskisivat myös vuosina 2026-2027 kohtuulliselle tasolle (~3x) Remedyn kasvu- ja kannattavuusprofiiliin peilattuna.

Rojaltien ajoituksellisista tekijöistä johtuen vuosien 2026-2027 tulostaso on kuitenkin poikkeuksellisen hyvä etenkin aiempiin vuosiin nähden, mikä on hyvä ottaa huomioon kertoimia tarkastellessa. Siten lyhyen tähtäimen ja pidemmän aikavälin kertoimien välillä tasapainoillessa Remedyn arvostus näyttää kokonaisuutena melko neutraaliilta.

## Vertailuryhmä

Olemme koonneet Remedyn verrokkiryhmään pääasiallisesti konsoli- ja PC-peleihin keskittyneitä yhtiötä. Verrokkiryhmä koostuu pääosin Remedyä suuremmista ja laajemmat peliportfoliot omaavista toimijoista, mikä tältä osin laskee niiden riskitasoa, ja puoltaa tiettyä alennusta Remedyn arvostukseen. Pelien laadulla mitattuna Remedy asemoituu

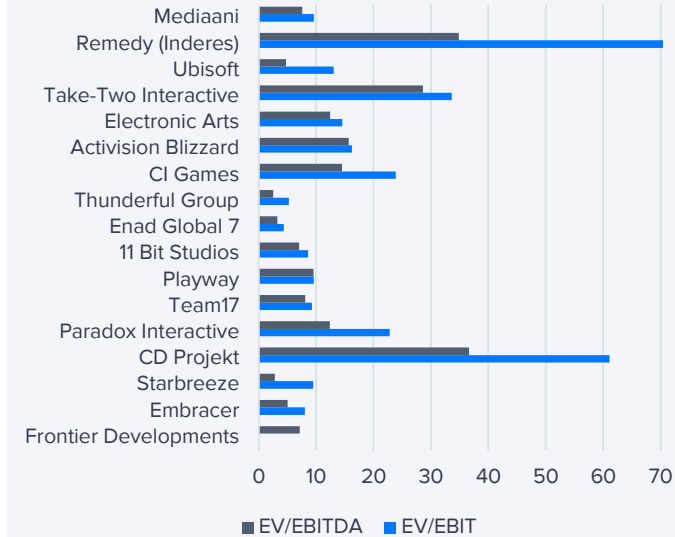
näkemyksemme mukaan ryhmän kärkikastiin, mikä toisaalta puoltaa preemiohinnoittelua. Yksittäisten verrokkiyhtiöiden kasvu- ja kannattavuusprofiilit poikkeavat toisistaan kuitenkin huomattavasti, mikä tuo oman haasteensa kertoimien vertailuun.

Peliyhtiöiden arvostuksissa on nähty viime vuosina voimakasta korjausliikettä alaspäin koronapandemian tuoman kysyntäpiikin jälkeisen voimakkaan nousun jälkeen (2020-2021). Tähän on luonnollisesti vaikuttanut myös merkittävästi nousseiden korkojen myötä kohonneet tuottovaateet.

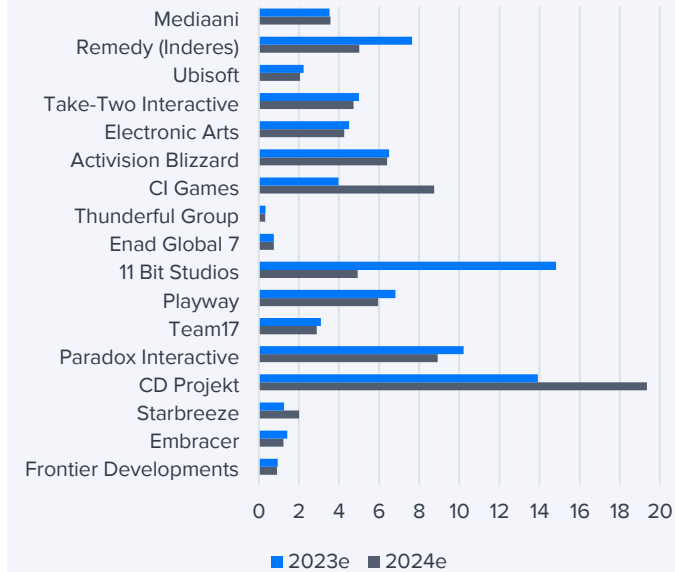
Tällä hetkellä Remedyn verrokkiryhmää hinnoitellaan mediaanitasolla vuosille 2023-2024 3,5x-3,6x EV/S-, 7,3x-7,6x, EV/EBITDA- ja 10,5x-9,6x EV/EBIT-kertoimilla. Pelialan pitkän aikavälin vahvojen kasvunäkymien valossa sektorin arvostustasot näyttävät mielestämme tällä hetkellä hyvinkin kohtuullisilta.

Näkemyksemme mukaan Remedyn strategian edetessä ja tulevien peliprojektien menestyessä yhtiö asemoituisi verrokkiryhmään nähden laadukkaimpien peliyhtiöiden joukkoon. Siten tiettyjä suuntaviivoja Remedyn potentiaaliselle hyväksyttävälle arvostustasolle voidaan hakea esimerkiksi Paradoxin kertoimista (2023e-2024e EV/EBIT 26x-23x ja EV/EBITDA 15x-12x). Koko verrokkiryhmää tarkastellessa Remedyn hyväksyttävä EV/EBIT-kerroin voisi keskipitkällä aikavälillä asettua noin 12x-20x tasolle riippuen yhtiön kasvunäkymistä sekä osakemarkkinan sentimentistä. Yksittäisen vuoden kertoimiin ei voi kuitenkaan lukittautua liian vahvasti, sillä esimerkiksi kehitysmaksujen ja rojaltilien ajoituksella voi olla merkittävä vaikutus lyhyen aikavälin tuloskehitykseen.

### Remedyn ja verrokkien 2024e EV/EBIT ja EV/EBITDA



### Remedyn ja verrokkien EV/S



Lähde: Inderes, Refinitiv



# Arvonmääritys 3/3

## DCF-malli

DCF-mallimme mukainen oman pääoman arvo Remedylle on 324 MEUR, mikä vastaa 24,1 euron osakekohtaista arvoa. Mallin taustalla olevat ennusteet on esitelty ennustekappaleessa ja päivrievien osalta viereisessä taulukossa. Terminaaliolotuksena olemme käyttäneet 3 %:n kasvua ja 31 %:n liikevoittoa. Remedyn tapauksessa tulevat kassavirrat ovat herkkiä pelien menestykselle ja DCF-mallin antama arvo vaihtelee voimakkaasti sen mukaan. Mallissamme pääoman kustannus (WACC) on asetettu 9,1 %:iin. Remedyn vahva taloudellinen tilanne, kasvunäkymät ja strategian edistyminen huomioiden tuottovaatimus on mielestämme perustellulla tasolla.

Olemme havainnollistaneet vieressä DCF-mallin herkkyyttä muutoksille tuottovaateessa sekä kasvun osalta erilaisissa skenaarioissa. Heikossa skenaariossa oletamme liikevaihdon jäävän noin 30-40 % perusskenaarion odotuksista, mikä pitkälti kiinteän kulurakenteen myötä iskee myös tulosriveille. Tässä skenaariossa odotamme Remedyn yltävän yhä pitkällä aikavälillä hyvään kannattavuuteen. Vastaavasti optimistisessa skenaariossa oletukset ovat noin 30-40 % perusskenaariota korkeampia.

Perusskenaario	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	TERM
Liikevaihto	35,7	55,1	63,1	89,5	86,8	83,3	91,7	97,2	102,0	105,1	3,0 %
EBIT	-14,3	2,4	7,1	23,0	20,3	20,8	25,7	29,1	30,6	32,6	
EBIT-%	-40 %	4 %	11 %	26 %	23 %	25 %	28 %	30 %	30 %	31 %	31 %

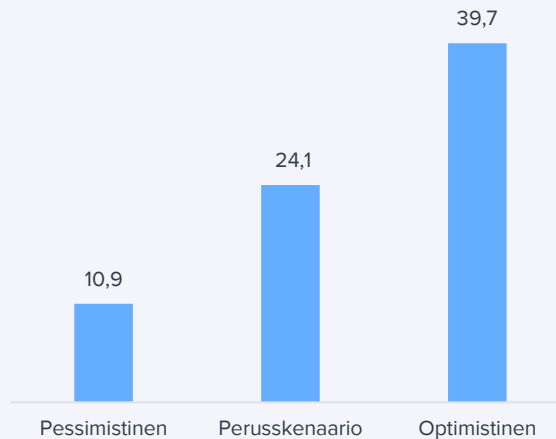
  

Pessimistinen	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	TERM
Liikevaihto	35,7	38,6	44,1	62,7	60,8	58,3	64,2	68,0	71,4	73,2	2,5 %
EBIT	-14,3	-14,1	-11,9	-2,6	-4,8	5,2	9,6	17,0	17,9	18,3	
EBIT-%	-40 %	-37 %	-27 %	-4 %	-8 %	9 %	15 %	25 %	25 %	25 %	25 %

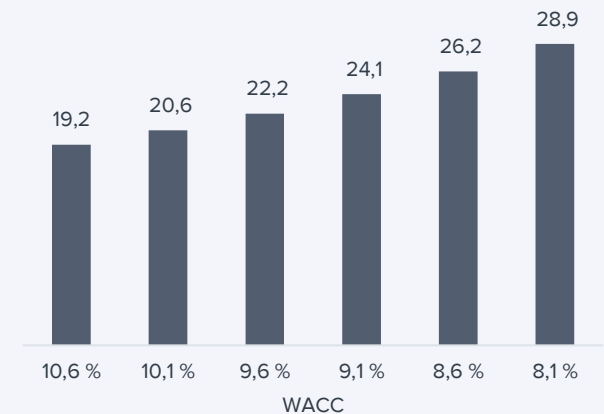
  

Optimistinen	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	TERM
Liikevaihto	35,7	71,7	82,0	116,4	112,8	108,3	119,2	126,3	132,6	136,6	3,0 %
EBIT	-14,3	19,0	26,0	49,8	46,3	40,1	45,3	48,0	50,4	51,9	
EBIT-%	-40 %	26 %	32 %	43 %	41 %	37 %	38 %	38 %	38 %	38 %	38 %

DCF-arvo eri skenaarioissa



DCF-arvon herkkyys tuottovaatimukselle perusskenaariossa



# Remedyn pitkän aikavälin potentiaalin haarukointi

## Osakekurssi eri skenaarioissa

EV/EBIT 12x					
Liikevaihto (MEUR)					
EBIT-%	100	125	150	175	200
25 %	25,0	30,4	35,7	41,1	46,4
30 %	29,3	35,7	42,1	48,6	55,0
35 %	33,6	41,1	48,6	56,1	63,6
40 %	37,9	46,4	55,0	63,6	72,1

EV/EBIT 16x					
Liikevaihto (MEUR)					
EBIT-%	100	125	150	175	200
25 %	32,1	39,3	46,4	53,6	60,7
30 %	37,9	46,4	55,0	63,6	72,1
35 %	43,6	53,6	63,6	73,6	83,6
40 %	49,3	60,7	72,1	83,6	95,0

EV/EBIT 20x					
Liikevaihto (MEUR)					
EBIT-%	100	125	150	175	200
25 %	39,3	48,2	57,1	66,1	75,0
30 %	46,4	57,1	67,9	78,6	89,3
35 %	53,6	66,1	78,6	91,1	103,6
40 %	60,7	75,0	89,3	103,6	117,9

## Vuotuinen tuotto-odotus 2027

EV/EBIT 12x					
Liikevaihto (MEUR)					
EBIT-%	100	125	150	175	200
25 %	2 %	7 %	11 %	15 %	18 %
30 %	6 %	11 %	16 %	20 %	23 %
35 %	10 %	15 %	20 %	24 %	27 %
40 %	13 %	18 %	23 %	27 %	31 %

EV/EBIT 16x					
Liikevaihto (MEUR)					
EBIT-%	100	125	150	175	200
25 %	9 %	14 %	18 %	22 %	26 %
30 %	13 %	18 %	23 %	27 %	31 %
35 %	17 %	22 %	27 %	32 %	36 %
40 %	20 %	26 %	31 %	36 %	40 %

EV/EBIT 20x					
Liikevaihto (MEUR)					
EBIT-%	100	125	150	175	200
25 %	14 %	19 %	24 %	28 %	32 %
30 %	18 %	24 %	29 %	34 %	38 %
35 %	22 %	28 %	34 %	38 %	43 %
40 %	26 %	32 %	38 %	43 %	47 %

## Vuotuinen tuotto-odotus 2028

EV/EBIT 12x					
Liikevaihto (MEUR)					
EBIT-%	100	125	150	175	200
25 %	2 %	6 %	9 %	12 %	15 %
30 %	5 %	9 %	13 %	16 %	18 %
35 %	8 %	12 %	16 %	19 %	22 %
40 %	10 %	15 %	18 %	22 %	25 %

EV/EBIT 16x					
Liikevaihto (MEUR)					
EBIT-%	100	125	150	175	200
25 %	7 %	11 %	15 %	18 %	21 %
30 %	10 %	15 %	18 %	22 %	25 %
35 %	13 %	18 %	22 %	25 %	28 %
40 %	16 %	21 %	25 %	28 %	31 %

EV/EBIT 20x					
Liikevaihto (MEUR)					
EBIT-%	100	125	150	175	200
25 %	11 %	15 %	19 %	23 %	25 %
30 %	15 %	19 %	23 %	27 %	30 %
35 %	18 %	23 %	27 %	30 %	33 %
40 %	21 %	25 %	30 %	33 %	37 %

- Skenaarioilla pyritty havainnollistamaan Remedyn osakkeen tuotto-odotusta, mikäli yhtiö saavuttaa vuosien 2027-2028 välillä 100-200 MEUR:n liikevaihdon 25-40 %:n liikevoittomarginaalilla.
- Yhtiön nykyisten pelihankkeiden menestyessä näemme liikevaihdolla ja kannattavuudella edellytykset yltää näille tasoille.
- Skenaarioissa oletettu Remedyn nettokassaksi 50 MEUR (ei huomioi täysimääräisesti tulevia kassavirtoja) ja osakemääräksi 14 milj. osaketta (huomioi optio-ohjelmien diluutiovaikutusta).
- Arvostuskertoimien osalta 12x EV/EBIT-kerroin kuvastaisi näkemyksemme mukaan skenaariota, missä Remedyn tuleva kasvunäkymä olisi heikko, 16x kertoimella hyvä ja 20x kertoimella erittäin hyvä.

# Verrokkiryhmän arvostus

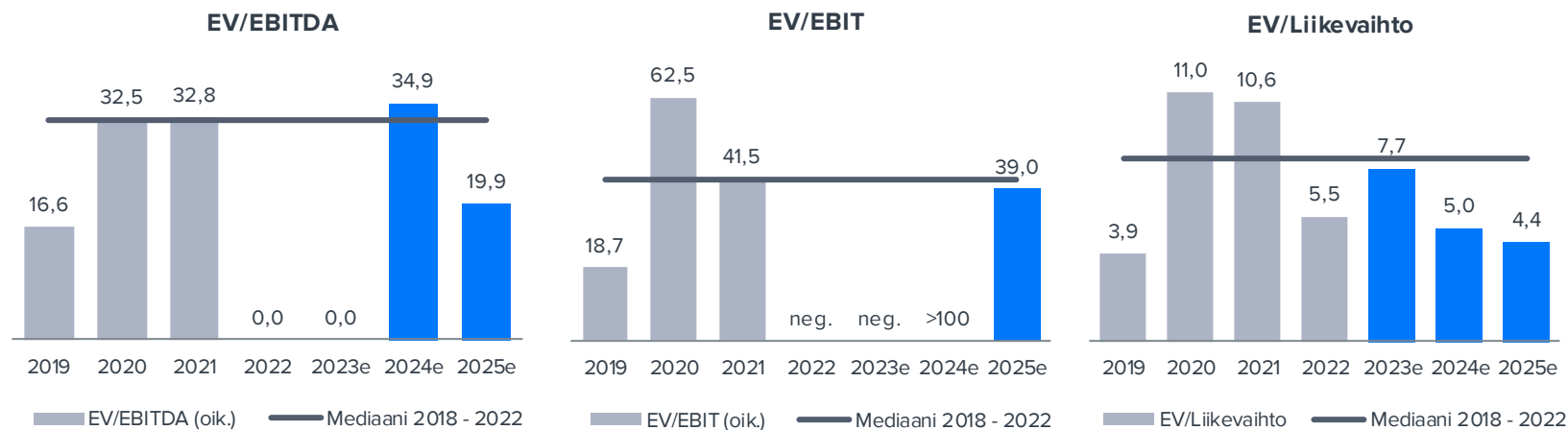
Verrokkiryhmän arvostus	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		Lv:n kasvu-%		EBIT-%	
Yhtiö	MEUR	MEUR	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e	2024e
Frontier Developments	141	115			3,8	7,2	1,0	0,9	-9 %	4 %	-4 %	-2 %
Embracer	2900	4450	9,4	8,0	5,9	5,1	1,4	1,2	129 %	16 %	15 %	15 %
Starbreeze	116	72	2,0	9,5	1,5	2,8	1,3	2,0	432 %	-45 %	64 %	21 %
CD Projekt	3382	3234	35,8	61,1	26,0	36,6	13,9	19,4	20 %	-28 %	39 %	32 %
Paradox Interactive	2278	2218	25,8	22,8	14,9	12,4	10,2	8,9	31 %	14 %	40 %	39 %
Team17	564	508	10,1	9,3	8,7	8,1	3,1	2,9	6 %	7 %	31 %	31 %
Playway	582	539	11,0	9,6	10,9	9,5	6,8	6,0	33 %	15 %	62 %	62 %
11 Bit Studios	362	350	74,4	8,6	56,4	7,1	14,8	4,9	49 %	200 %	20 %	58 %
Enad Global 7	173	139	4,3	4,4	3,0	3,2	0,8	0,8	19 %	1 %	18 %	17 %
Thunderful Group	49	91	7,2	5,3	2,9	2,6	0,3	0,3	4 %	4 %	5 %	6 %
CI Games	224	230	8,3	23,9	5,2	14,5	4,0	8,8	354 %	-55 %	48 %	37 %
Activision Blizzard	67658	58755	17,8	16,2	17,0	15,7	6,5	6,4	19 %	1 %	37 %	40 %
Electronic Arts	30702	30047	15,6	14,6	13,5	12,5	4,5	4,3	-5 %	6 %	29 %	29 %
Take-Two Interactive	22698	24388	31,9	33,7	28,4	28,6	5,0	4,7	52 %	6 %	16 %	14 %
Ubisoft	3441	4414		13,1	5,3	4,8	2,2	2,1	-9 %	8 %	-21 %	16 %
<b>Remedy (Inderes)</b>	<b>303</b>	<b>273</b>	<b>-19,1</b>	<b>114,4</b>	<b>-24,8</b>	<b>34,9</b>	<b>7,7</b>	<b>5,0</b>	<b>-18 %</b>	<b>54 %</b>	<b>-40 %</b>	<b>4 %</b>
<b>Keskiarvo</b>			<b>18,3</b>	<b>16,1</b>	<b>12,8</b>	<b>10,7</b>	<b>4,8</b>	<b>4,6</b>	<b>65 %</b>	<b>9 %</b>	<b>24 %</b>	<b>25 %</b>
<b>Mediaani</b>			<b>10,5</b>	<b>9,6</b>	<b>7,3</b>	<b>7,6</b>	<b>3,5</b>	<b>3,6</b>	<b>19 %</b>	<b>6 %</b>	<b>20 %</b>	<b>21 %</b>
<b>Erotus-% vrt. mediaani</b>			<b>-</b>	<b>1093 %</b>	<b>-</b>	<b>357 %</b>	<b>116 %</b>	<b>40 %</b>				

Lähde: Refinitiv / Inderes

# Arvostustaulukko

Arvostustaso	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e
Osakekurssi	11,5	39,0	39,7	21,9	22,5	22,5	22,5	22,5	22,5
Osakemäärä, milj. kpl	12,1	12,1	13,1	13,4	13,5	13,6	13,7	13,8	13,9
Markkina-arvo	138	471	528	294	303	305	307	310	312
Yritysarvo (EV)	122	453	473	241	273	277	275	258	243
P/E (oik.)	26,4	87,0	59,0	neg.	neg.	>100	55,2	16,9	19,3
P/E	26,4	87,0	59,0	neg.	neg.	>100	55,2	16,9	19,3
P/B	5,2	13,0	6,0	3,3	4,0	4,0	3,8	3,2	2,8
P/S	4,4	11,5	11,8	6,7	8,5	5,5	4,9	3,5	3,6
EV/Liikevaihto	3,9	11,0	10,6	5,5	7,7	5,0	4,4	2,9	2,8
EV/EBITDA (oik.)	16,6	32,5	32,8	>100	neg.	34,9	19,9	7,3	7,3
EV/EBIT (oik.)	18,7	62,5	41,5	neg.	neg.	>100	39,0	11,2	12,0
Osinko/tulos (%)	25,4 %	36,2 %	25,7 %	neg.	neg.	73,0 %	24,6 %	15,0 %	21,4 %
Osinkotuotto-%	1,0 %	0,4 %	0,4 %	0,5 %	0,4 %	0,4 %	0,4 %	0,9 %	1,1 %

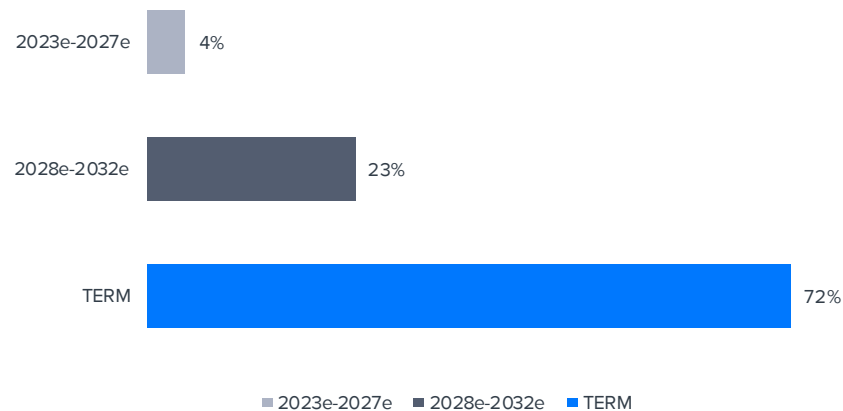
Lähde: Inderes



# DCF-laskelma

DCF-laskelma	2022	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	-2,5 %	-18,1 %	54,4 %	14,3 %	41,9 %	-3,0 %	-4,0 %	10,0 %	6,0 %	5,0 %	3,0 %	3,0 %
Liikevoitto-%	-1,3 %	-40,0 %	4,4 %	11,2 %	25,7 %	23,4 %	25,0 %	28,0 %	30,0 %	30,0 %	31,0 %	31,0 %
<b>Liikevoitto</b>	<b>-0,6</b>	<b>-14,3</b>	<b>2,4</b>	<b>7,1</b>	<b>23,0</b>	<b>20,3</b>	<b>20,8</b>	<b>25,7</b>	<b>29,1</b>	<b>30,6</b>	<b>32,6</b>	
+ Kokonaispoistot	2,5	3,3	5,5	6,7	12,2	13,1	13,8	14,4	15,1	13,8	13,2	
- Maksetut verot	-0,5	0,7	-0,5	-1,4	-4,6	-4,0	-4,1	-5,1	-5,8	-6,1	-6,5	
- verot rahoituskuluista	-0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	5,6	-2,2	1,0	2,0	0,0	0,6	0,6	0,0	0,2	1,3	0,3	
<b>Operatiivinen kassavirta</b>	<b>6,8</b>	<b>-12,4</b>	<b>8,5</b>	<b>14,3</b>	<b>30,6</b>	<b>29,9</b>	<b>31,1</b>	<b>34,9</b>	<b>38,6</b>	<b>39,6</b>	<b>39,6</b>	
+ 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	
- Bruttoinvestoinnit	-10,8	-10,0	-8,6	-8,6	-9,6	-10,6	-11,6	-12,6	-12,6	-12,6	-13,2	
<b>Vapaa operatiivinen kassavirta</b>	<b>-4,0</b>	<b>-22,4</b>	<b>-0,1</b>	<b>5,7</b>	<b>21,0</b>	<b>19,3</b>	<b>19,5</b>	<b>22,3</b>	<b>26,0</b>	<b>27,0</b>	<b>26,4</b>	
+/- 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	-4,0	-22,4	-0,1	5,7	21,0	19,3	19,5	22,3	26,0	27,0	26,4	444
<b>Diskontattu vapaa kassavirta</b>		<b>-21,8</b>	<b>-0,1</b>	<b>4,7</b>	<b>15,8</b>	<b>13,3</b>	<b>12,3</b>	<b>12,9</b>	<b>13,7</b>	<b>13,1</b>	<b>11,7</b>	<b>197</b>
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		272	294	294	290	274	261	248	235	222	209	197
<b>Velaton arvo DCF</b>		<b>272</b>										
- Korolliset velat		-3,0										
+ Rahavarat		55,9										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		-1,3										
<b>Oman pääoman arvo DCF</b>		<b>324</b>										
<b>Oman pääoman arvo DCF per osake</b>		<b>24,1</b>										

## Rahavirranjakauma jaksittain



## Pääoman kustannus (WACC)

Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	0,0 %
Vieraan pääoman kustannus	5,0 %
Yrityksen Beta	1,10
Markkinoiden riski-premio	4,75 %
Likviditeettipremio	1,40 %
Riskitön korko	2,5 %
<b>Oman pääoman kustannus</b>	<b>9,1 %</b>
<b>Pääoman keskim. kustannus (WACC)</b>	<b>9,1 %</b>

Lähde: Inderes

# Tase

Vastaavaa	2021	2022	2023e	2024e	2025e
<b>Pysyvät vastaavat</b>	<b>12,6</b>	<b>20,2</b>	<b>31,1</b>	<b>34,8</b>	<b>38,9</b>
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aineettomat hyödykkeet	7,6	15,1	23,3	29,1	34,1
Käyttöomaisuus	4,3	4,3	5,2	3,2	2,2
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	0,7	0,8	0,8	0,8	0,8
Laskennalliset verosaamiset	0,0	0,0	1,7	1,7	1,7
<b>Vaihtuvat vastaavat</b>	<b>81,1</b>	<b>71,2</b>	<b>46,8</b>	<b>45,8</b>	<b>49,3</b>
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	22,5	15,3	16,1	16,5	15,8
Likvidit varat	58,5	55,9	30,8	29,2	33,5
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>101</b>	<b>99,6</b>	<b>83,7</b>	<b>85,7</b>	<b>91,1</b>

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2021	2022	2023e	2024e	2025e
<b>Oma pääoma</b>	<b>87,4</b>	<b>88,4</b>	<b>75,8</b>	<b>76,3</b>	<b>80,5</b>
Osakepääoma	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Kertyneet voittovarot	31,5	31,1	18,3	18,8	23,0
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	55,8	57,1	57,4	57,4	57,4
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Pitkäaikaiset velat</b>	<b>2,1</b>	<b>1,1</b>	<b>0,9</b>	<b>0,9</b>	<b>0,9</b>
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	2,1	1,1	0,9	0,9	0,9
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Lyhytaikaiset velat</b>	<b>11,7</b>	<b>10,1</b>	<b>7,0</b>	<b>8,5</b>	<b>9,7</b>
Lainat rahoituslaitoksilta	1,8	1,8	0,2	0,2	0,2
Lyhytaikaiset korottomat velat	9,8	8,2	6,8	8,3	9,5
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>101</b>	<b>99,6</b>	<b>83,7</b>	<b>85,7</b>	<b>91,1</b>

# Yhteenveto

Tuloslaskelma	2020	2021	2022	2023e	2024e	Osakekohtaiset luvut	2020	2021	2022	2023e	2024e
Liikevaihto	41,1	44,7	43,6	<b>35,7</b>	<b>55,1</b>	EPS (raportoitu)	0,45	0,67	-0,13	<b>-0,85</b>	<b>0,14</b>
Käyttökate	14,0	14,5	1,9	<b>-11,0</b>	<b>7,9</b>	EPS (oikaistu)	0,45	0,67	-0,13	<b>-0,85</b>	<b>0,14</b>
Liikevoitto	7,2	11,4	-0,6	<b>-14,3</b>	<b>2,4</b>	Operat. kassavirta / osake	1,07	0,30	0,51	<b>-0,92</b>	<b>0,62</b>
Voitto ennen veroja	7,0	11,3	-1,2	<b>-13,9</b>	<b>2,3</b>	Vapaa kassavirta / osake	-0,17	-0,44	-0,29	<b>-1,66</b>	<b>-0,01</b>
Nettovoitto	5,4	8,8	-1,7	<b>-11,5</b>	<b>1,9</b>	Omapääoma / osake	2,99	6,69	6,57	<b>5,63</b>	<b>5,63</b>
Kertaluontoiset erät	0,0	0,0	0,0	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	Osinko / osake	0,15	0,17	0,10	<b>0,10</b>	<b>0,10</b>
Tase	2020	2021	2022	2023e	2024e	Kasvu ja kannattavuus	2020	2021	2022	2023e	2024e
Taseen loppusumma	51,3	101,1	99,6	<b>83,7</b>	<b>85,7</b>	Liikevaihdon kasvu-%	30 %	9 %	-3 %	<b>-18 %</b>	<b>54 %</b>
Oma pääoma	36,1	87,4	88,4	<b>75,8</b>	<b>76,3</b>	Käyttökateen kasvu-%	90 %	4 %	-87 %	<b>-679 %</b>	<b>-172 %</b>
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	Liikevoiton oik. kasvu-%	11 %	57 %	-105 %	<b>2437 %</b>	<b>-117 %</b>
Nettovelat	-18,0	-54,7	-52,9	<b>-29,7</b>	<b>-28,1</b>	EPS oik. kasvu-%	3 %	50 %	-119 %	<b>563 %</b>	<b>-116 %</b>
Kassavirta	2020	2021	2022	2023e	2024e	Käyttökate-%	34,0 %	32,3 %	4,4 %	<b>-30,9 %</b>	<b>14,4 %</b>
Käyttökate	14,0	14,5	1,9	<b>-11,0</b>	<b>7,9</b>	Oik. Liikevoitto-%	17,6 %	25,5 %	-1,3 %	<b>-40,0 %</b>	<b>4,4 %</b>
Nettokäyttöpääoman muutos	0,4	-7,7	5,6	<b>-2,2</b>	<b>1,0</b>	Liikevoitto-%	17,6 %	25,5 %	-1,3 %	<b>-40,0 %</b>	<b>4,4 %</b>
Operatiivinen kassavirta	12,9	4,0	6,8	<b>-12,4</b>	<b>8,5</b>	ROE-%	17,3 %	14,2 %	-2,0 %	<b>-14,0 %</b>	<b>2,4 %</b>
Investoinnit	-14,9	-9,8	-10,8	<b>-10,0</b>	<b>-8,6</b>	ROI-%	20,2 %	17,1 %	-0,6 %	<b>-17,0 %</b>	<b>3,1 %</b>
Vapaa kassavirta	-2,0	-5,8	-4,0	<b>-22,4</b>	<b>-0,1</b>	Omavaraisuusaste	70,4 %	86,4 %	88,8 %	<b>90,6 %</b>	<b>89,1 %</b>
						Nettovelkaantumisaste	-49,8 %	-62,5 %	-59,8 %	<b>-39,1 %</b>	<b>-36,8 %</b>
Arvostuskertoimet	2020	2021	2022	2023e	2024e						
EV/Liikevaihto	11,0	10,6	5,5	<b>7,7</b>	<b>5,0</b>						
EV/EBITDA (oik.)	32,5	32,8	>100	neg.	<b>34,9</b>						
EV/EBIT (oik.)	62,5	41,5	neg.	neg.	<b>&gt;100</b>						
P/E (oik.)	87,0	59,0	neg.	neg.	<b>&gt;100</b>						
P/B	13,0	6,0	3,3	<b>4,0</b>	<b>4,0</b>						
Osinkotuotto-%	0,4 %	0,4 %	0,5 %	<b>0,4 %</b>	<b>0,4 %</b>						

Lähde: Inderes

# Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

Suositushistoria (>12 kk)

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

Tuotetut raportit on tarkoitettu informatiiviseen käyttöön, joten raportteja ei tule käsittää tarjoukseksi tai kehotukseksi ostaa, myydä tai merkitä sijoitustuotteita. Asiakkaan tulee myös ymmärtää, että historiallinen kehitys ei ole tae tulevasta. Tehdessään päätöksiä sijoitustoimenpiteistä, asiakkaan tulee perustaa päätöksensä omaan tutkimukseensa, sekä arvioonsa sijoituskohteen arvoon vaikuttavista seikoista ja ottaa huomioon omat tavoitteensa, taloudellinen tilanteensa sekä tarvittaessa käytettävä 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 12 kuukauden kokonaistuotto-odotukseen (sis. kurssinousu ja osingot) ja huomioi Inderesin näkemyksen tuotto-odotukseen liittyvästä riskistä. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituksiin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään 2-4 kertaa vuodessa yhtiöiden osavuosikatsausten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyin arviot mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmääritysmenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmääritysmenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

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

Osta	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on erittäin houkutteleva
Lisää	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on houkutteleva
Vähennä	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on heikko
Myy	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on erittäin heikko

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

Inderesin tutkimusta laatineilla analyytikoilla tai Inderesin työntekijöillä ei voi olla 1) merkittävän taloudellisen edun ylittäviä omistuksia tai 2) yli 1 %:n omistusosuuksia missään tutkimuksen kohteena olevissa yhtiöissä. Inderes Oyj voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoitavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oyj:n omistukset esitetään yksilöityinä mallisalkussa. Inderes Oyj:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin laatinen analyytikon palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oyj:llä ei ole investointipankkiliikeytoimintaa.

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

Kaikki Inderes Oyj:n osakeomistukset sen seurannassa olevissa kohdeyhtiöissä esitetään yksilöityinä oikeaa rahaa sijoitavassa Inderes Oyj:n [mallisalkussa](#).

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

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

Inderesin analyytikko Atte Riikolalla on 24.11.2022 saadun ilmoituksen mukaan yli 50.000 euron omistus kohdeyhtiössä Remedy Entertainment Oyj.

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
30.5.2017	Lisää	7,40 €	6,69 €
17.8.2017	Osta	7,50 €	6,31 €
19.2.2018	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 €
16.2.2020	Lisää	15,50 €	13,80 €
31.3.2020	Osta	18,00 €	14,80 €
21.4.2020	Lisää	20,00 €	18,55 €
16.8.2020	Vähennä	33,00 €	33,80 €
27.10.2020	Lisää	33,00 €	29,00 €
10.12.2020	Lisää	38,00 €	34,00 €
14.2.2021	Lisää	50,00 €	45,00 €
8.4.2021	Lisää	50,00 €	43,75 €
12.5.2021	Lisää	50,00 €	41,30 €
16.8.2021	Lisää	50,00 €	43,00 €
14.9.2021	Osta	50,00 €	40,00 €
15.11.2021	Osta	50,00 €	40,75 €
14.2.2022	Osta	50,00 €	33,50 €
16.5.2022	Osta	42,00 €	29,30 €
2.6.2022	Lisää	34,00 €	29,85 €
15.8.2022	Lisää	26,00 €	22,15 €
31.10.2022	Osta	25,00 €	18,14 €
27.12.2022	Lisää	25,00 €	21,50 €
13.2.2023	Lisää	25,00 €	22,70 €
19.4.2023	Lisää	25,00 €	24,20 €
27.4.2023	Lisää	25,00 €	23,10 €
12.6.2023	Vähennä	25,00 €	26,10 €
14.8.2023	Vähennä	25,00 €	25,55 €
14.9.2023	Vähennä	24,00 €	22,75 €



Inderes yhdistää pörssiyritykset ja sijoittajat. Asiakkainamme on yli 400 pohjoismaista pörssiyritystä, jotka haluavat palvella sijoittajia tarjoamalla parempaa sijoittajaviestintää. Yhteisöömme kuuluu yli 70 000 aktiivista sijoittajaa.

Yhteiskunnallisena tavoitteenamme on demokratisoida tieto finanssimarkkinoilla.

Rakennamme pörssiyrityksien tarpeisiin ratkaisuja, joiden avulla voidaan tehdä tehokasta ja oikeat kohderyhmät tavoitettavaa sijoittajaviestintää. Liikevaihdostamme suurin osa muodostuu pörssiyrityksiä asiakkailta, joille tarjottavia päätuotteitamme ovat Tilausanalyysi, Virtuaalitapahtumaratkaisut (Flik), Yhtiökokousratkaisut sekä Teknologia- ja IR-ratkaisut.

Sijoittajayhteisölle tarjoamme palveluita, joiden avulla jäsenet voivat oppia ja kehittyä, tutustua muihin sijoittajiin sekä saada ajantasaista tietoa sijoituspäätösten tueksi.

Inderes on listattu Nasdaq First North markkinapaikalla ja toimii Suomessa, Ruotsissa, Norjassa ja Tanskassa.

### Inderes Oyj

Itämerentori 2

00180 Helsinki

+358 10 219 4690

Palkittua analyysia osoitteessa [inderes.fi](https://www.inderes.fi)



STARMINE  
ANALYST AWARDS  
FROM REFINITIV



THOMSON REUTERS  
ANALYST AWARDS



Juha Kinnunen  
2012, 2016, 2017, 2018, 2019, 2020



Mikael Rautanen  
2014, 2016, 2017, 2019



Sauli Vilén  
2012, 2016, 2018, 2019, 2020



Antti Viljakainen  
2014, 2015, 2016, 2018, 2019, 2020



Olli Koponen  
2020



Joni Grönqvist  
2019, 2020



Erkki Vesola  
2018, 2020



Petri Gostowski  
2020



Atte Riikola  
2020

**Analyysi kuuluu  
kaikille.**