

Remedy

Laaja raportti

18.12.2024 07:45



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

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde
res.

Se ei pelaa, joka pelkää

Toistamme Remedyn osta-suosituksen ja 19,0 euron tavoitehinnan. Remedy on vuosien mittaan osoittanut kykynsä kehittää erittäin laadukkaita pelejä, mikä ei kuitenkaan ole vielä samassa mitassa heijastunut näiden kaupallisessa menestyksessä yhtiölle. Vuosien työn tuloksena yhtiö on rakentanut kyvykkyydet ja resurssit tiheämpään, jopa vuosittaiseen uusien pelijulkaisujen tahtiin strategiakaudella 2025-2030. Itsejulkaisun ansiosta näiden taloudellinen menestys näkyy jatkossa voimakkaasti Remedyn luvuissa, ja hittipelin myötä potentiaali olisi erittäin merkittävä. Mielestämme osakkeen nykyarvostuksella yhtiön kehitteillä olevien peliprojektien sekä omien pelibrändien (Alan Wake ja Control) tarjoamaan pitkän aikavälin potentiaaliin pääsee kiinni houkuttelevalla riski/tuotto-suhteella.

Pitkä muutosmatka moniprojektimalliin ja pelien itsejulkaisijaksi alkaa olla valmis

Remedy aloitti vuonna 2017 siirtymän moniprojektimalliin sekä arvoketjussa matkan alihankkijasta kohti itsenäistä pelinkehittäjää ja julkaisijaa. Tämän jälkeen kehitystä on tapahtunut paljon, ja tänä päivänä yhtiön resurssit ja kyvykkyydet riittävät kahden projektin samanaikaiseen kehittämiseen täydessä tuotannossa. Yhtiö on myös rakentanut kyvykkyydet toimia itse tulevien omien peliensä julkaisijana. Tällä hetkellä monipeliprojekti FBC: Firebreak etenee kohti vuoden 2025 julkaisua. Lisäksi yhtiö työstää täydessä tuotannossa alihankintamallilla Max Payne 1&2 Remakea. Production readiness -vaiheessa oleva Control 2 on menossa täyteen tuotantoon vuoden 2025 aikana. Tämän lisäksi yhtiöllä on varhaisessa konseptoinnissa neljäs, vielä tuntematon peliprojekti.

Tavoitteet tähtäävät kestäväan kannattavaan kasvuun vuosikymmenen loppupuolella

Remedy tavoittelee vuoden 2024 liikevaihdon kaksinkertaistamista vuoteen 2027 mennessä ja tasaista kasvua tämän jälkeen. EBITDA-marginaalin tavoitellaan olevan 30 % vuoteen 2027 mennessä, ja kannattavuutta pyritään ylläpitämään vähintään tällä tasolla strategiakauden (2025-2030) loppuun asti. Ennusteidemme valossa tavoitetaso indikoisi arviolta noin 100 MEUR:n liikevaihtoa, mikä on hyvin menestyvillä pelijulkaisulla realistista saavutusta. Liikevaihtotavoitteen suunnilleen toteutuessa kannattavuudella on hyvät edellytykset olla tavoitetasolla.

Ennusteissa hienosäätöä ja isompi rakenteellinen muutos jakelukustannusten huomioinnin myötä

Remedyn siirtyminen itsejulkaisuun tarkoittaa, että kaikki yhtiön omien pelien myynti näkyy tuloslaskelmassa, mutta samalla yhtiö vastaa myös julkaisuun liittyvistä jakelukustannuksista ja markkinointikuluista. Olimme jo aiemmin huomioineet kasvavat markkinointikulut, mutta jakelualustojen kulut (oletus 25 % myynnistä) puuttuivat vielä ennusteistamme. Näiden huomiointi nosti liikevaihtoennusteita, mutta tulosvaikutus oli tältä osin neutraali. Teimme samalla kuitenkin hienosäätöä ja muutoksia oletuksiimme FBC: Firebreakin ja Control 2:n osalta. Siten lähivuosien ja keskipitkän aikavälin tulosennusteissa tapahtui muutoksia. Iso kuva ennusteissamme on silti ennallaan, ja keskipitkällä aikavälillä Control 2:n julkaisu (oletus H1'27) on ennusteissamme Remedyn tuloskasvun kannalta keskeisin peliprojekti.

Nykyarvostuksella pitkää peliä pääsee pelaamaan houkuttelevalla riski/tuotto-suhteella

Uskomme Remedyn kykyyn luoda pitkällä aikavälillä useampia laadukkaita ja menestyviä pelejä, minkä tarjoamaan kasvu- ja kannattavuuspotentiaaliin peilattuna osakkeen nykyarvostus (2025e EV/S 3,1x) on houkutteleva. Pitkän aikavälin potentiaalista kertoo 26 eurossa olevan DCF-mallin perusskenaarion indikoima arvo. Malli on kuitenkin hyvin herkkä tulevien pelien menestykselle kiinteästä kulurakenteesta ja itsejulkaisusta johtuen. Optimistisessa skenaariossa osakkeen arvo voisi olla reilusti yli 50 euroa, kun taas kohtalaisella suorituksella oltaisiin 6-10 eurossa. Poikkeuksellisen leveä vaihteluväli kertoo hyvin Remedyn osakkeessa piilevästä potentiaalista ja myös riskeistä.

Suositus

Osta

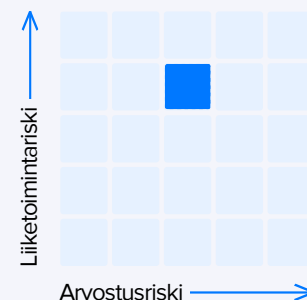
(aik. Osta)

19,00 EUR

(aik. 19,00 EUR)

Osakekurssi:

13,50



Avainluvut

	2023	2024e	2025e	2026e
Liikevaihto	33,9	48,6	60,6	73,0
kasvu-%	-22 %	43 %	25 %	20 %
EBIT oik.	-28,6	-7,1	-3,5	3,3
EBIT-% oik.	-84,4 %	-14,7 %	-5,7 %	4,6 %
Nettotulos	-22,7	-5,6	-2,8	2,7
EPS (oik.)	-1,68	-0,41	-0,20	0,19
P/E (oik.)	neg.	neg.	neg.	69,8
P/B	5,1	3,0	3,1	3,0
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
EV/EBIT (oik.)	neg.	neg.	neg.	56,4
EV/EBITDA	neg.	neg.	62,3	13,9
EV/Liikevaihto	9,3	3,7	3,1	2,6

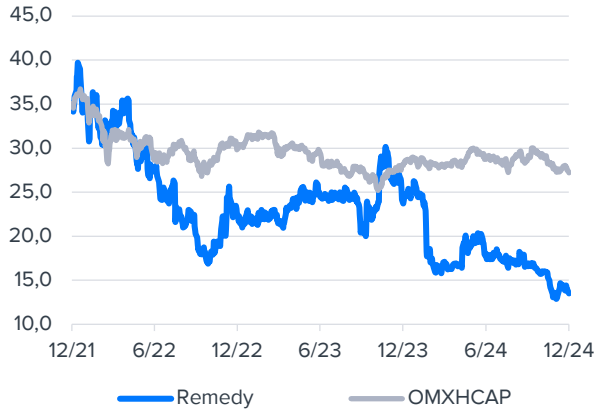
Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

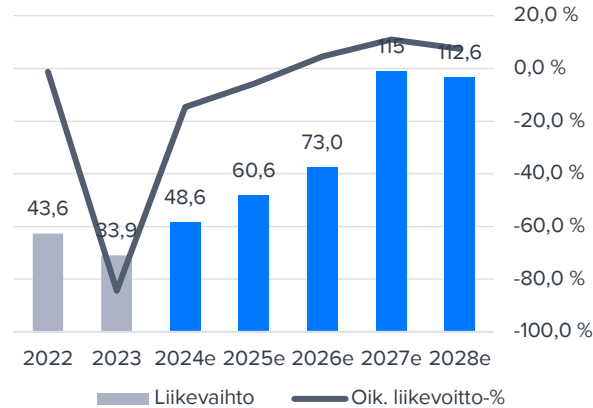
"Remedy arvioi yhtiön liikevaihdon kasvavan edellisuudesta ja liikevoiton parantuvan, mutta pysyvän negatiivisena."

Osakekurssi



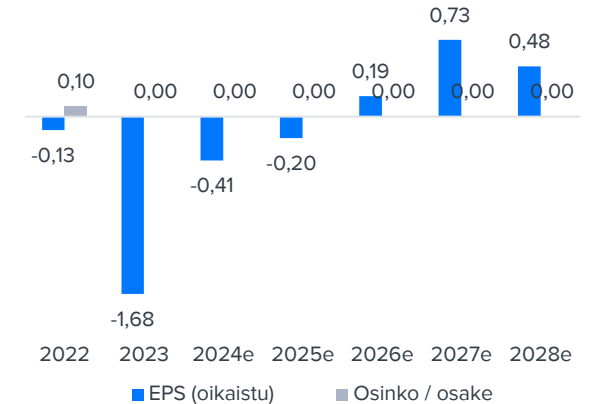
Lähde: Millstream Market Data AB

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



Arvoajurit

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



Riskitekijät

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

Arvostustaso	2024e	2025e	2026e
Osakekurssi	13,5	13,5	13,5
Osakemäärä, milj. kpl	13,6	13,7	13,8
Markkina-arvo	183	185	186
Yritysarvo (EV)	177	189	188
P/E (oik.)	neg.	neg.	69,8
P/E	neg.	neg.	69,8
P/B	3,0	3,1	3,0
P/S	3,8	3,0	2,5
EV/Liikevaihto	3,7	3,1	2,6
EV/EBITDA	neg.	62,3	13,9
EV/EBIT (oik.)	neg.	neg.	56,4
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0 %	0,0 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %

Lähde: Inderes

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus	5-6
Liiketoimintamalli	7-11
Peliprojektit	12-16
Sijoitusprofiili	17-19
Markkinat	20-22
Kilpailu	23-24
Strategia	25-27
Taloudellinen tilanne	28-29
Ennusteet	30-35
Arvonmääritys	36-40
Taulukot	41-46
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	47

Remedy lyhyesti

Remedy on kansainvälisesti arvostettu 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

33,9 MEUR (-22 % vs. 2022)

Liikevaihto 2023

-17,0 MEUR (-50 % lv:sta)

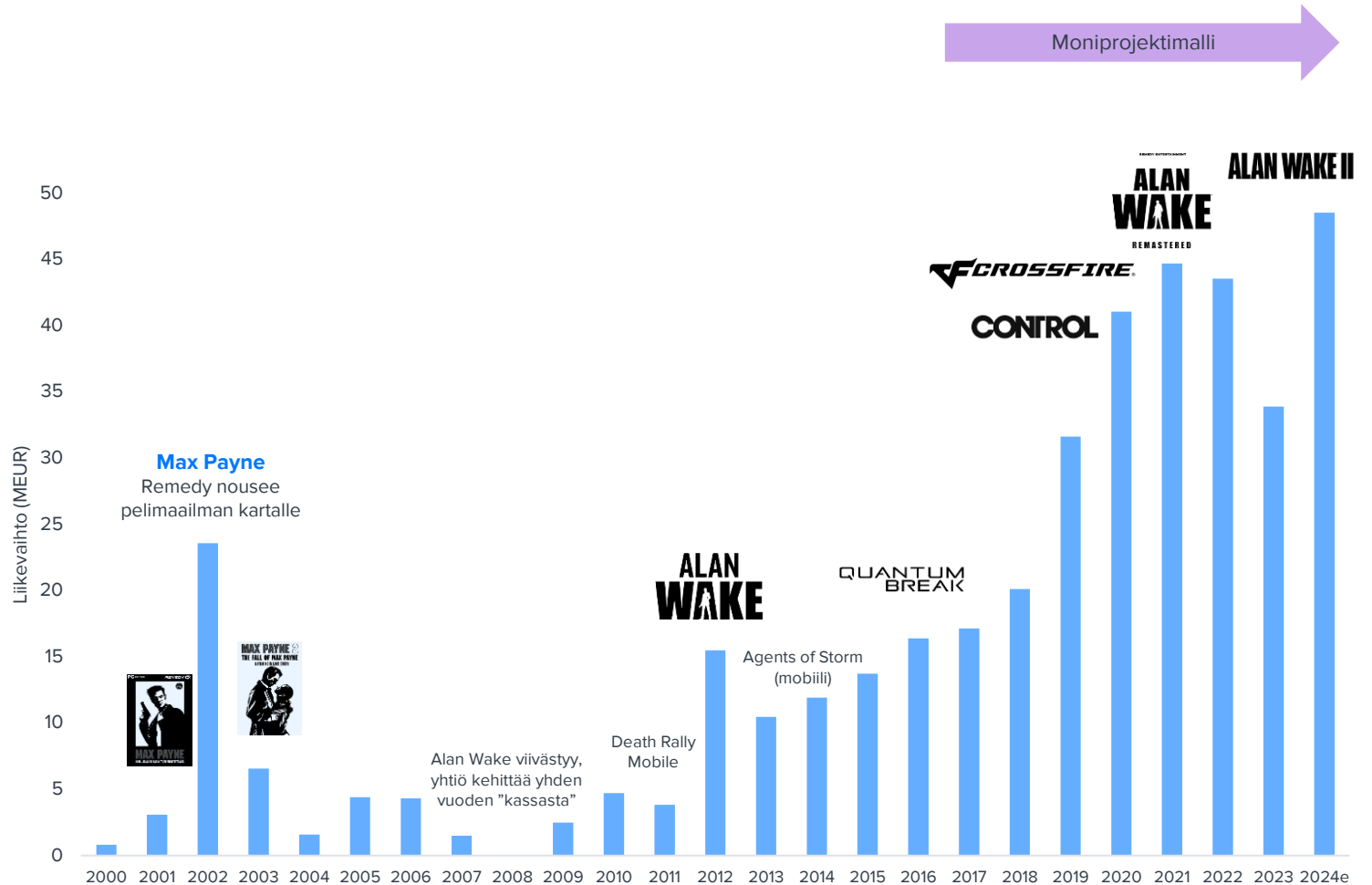
Käyttökate 2023

365

Henkilöstö Q3'24 lopussa

80/100

Remedy'n pelien keskimääräinen Metacritic-arvosana



Lähde: Remedy / Inderes

Yhtiökuvaus

Arvostettu itsenäinen AAA-pelistudio

Remedy Entertainment (Remedy) on vuonna 1995 perustettu suomalainen videopelikehittäjä. Yhtiö kehittää korkeatasoisia ja suurten pelistudioiden massapeleistä erottuvia pelejä konsoli- ja PC-alustoille. Yhtiön kehittämiä tunnetuimpia pelibrändejä ovat Control, Alan Wake ja Max Payne. Näistä yhtiö omistaa kaikki oikeudet Alan Waken ja Controlin osalta, ja tulevien vuosien kasvustrategia nojaa ensisijaisesti näihin pelibrändeihin pohjautuviin uusiin peleihin. Remedy työllisti Q3'24 lopussa 365 henkilöä, joista valtaosa työskentelee yhtiön Espoon studiolla. Yhtiöllä on studio myös Tukholmassa.

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

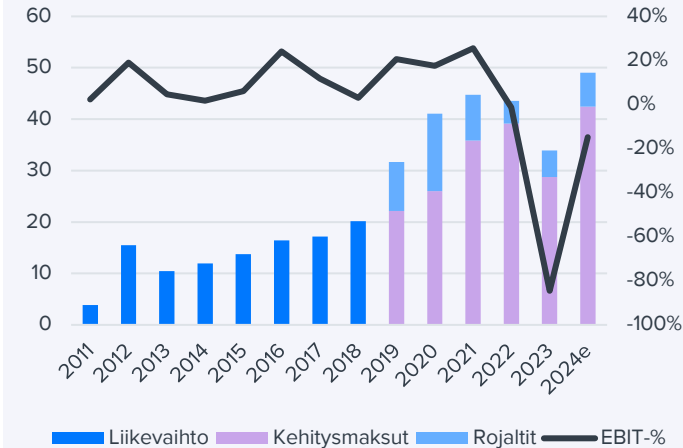
Remedy aloitti vuonna 2017 siirtymän moniprojektimalliin sekä arvoketjussa matkan alihankkijasta kohti itsenäistä pelinkehittäjää ja julkaisijaa. Tämän jälkeen kehitystä on tapahtunut paljon ja tänä päivänä yhtiön resurssit ja kyvykkyydet riittävät kahden projektin samanaikaiseen kehittämiseen täydessä tuotannossa. Yhtiö on myös rakentanut kyvykkyydet toimia itse tulevien omien peliensä julkaisijana.

Tällä hetkellä monipeliprojekti FBC: Firebreak etenee kohti vuoden 2025 julkaisua. Lisäksi yhtiö työstää täydessä tuotannossa alihankintamallilla Max Payne 1&2 Remakea. Production readiness -vaiheessa oleva Control 2 on menossa täyteen tuotantoon vuoden 2025 aikana. Tämän lisäksi yhtiöllä on varhaisessa konseptoinnissa neljäs, vielä tuntematon peliprojekti.

Vuonna 2019 julkaistu Control oli ensimmäinen moniprojektimalliin nojaavan strategian alla julkaistu isompi peli, joka on osoittautunut kaupallisesti hyvin pärjänneeksi tuotteeksi. Seuraava omaan pelibrändiin nojaava iso julkaisu oli lokakuussa 2023 julkaistu Alan Wake 2. Peli on ollut arvostelumenestys, mikä ei kuitenkaan ole vielä täysin odotetusti heijastunut myyntiin suhteessa pelin suureen budjettiin.

Remedy onkin pitkän historiansa aikana osoittanut kyvykkyytensä tehdä huippulaadukkaita pelejä, mutta todellinen kaupallinen jättimenestys on vielä saavuttamatta. Kaupallinen menestys korostuu entisestään seuraavien pelihankkeiden (FBC: Firebreak ja Control 2) kohdalla, sillä Remedy toimii näissä ensimmäistä kertaa myös julkaisijana ja rahoittaa hankkeista isomman osan itse. Näin ollen pelien liikevaihto- ja tulospotentialiaali on Remedyn kannalta aiempiin peliprojekteihin nähden huomattavasti suurempi.

Liikevaihto ja kannattavuus



Remedyn pelien arvostelut

Peli	Julkaisu	Metacritic-arvio*	
		Kriitikot	Pelaajat
Death Rally	1996	62	7,2
Max Payne 1	2001	86	8,6
Max Payne 2	2003	81	8,4
Alan Wake	2010	83	8,1
AW's American Nightmare	2012	75	7,3
Quantum Break	2016	72	6,1
Control	2019	84	7,5
Control Ultimate edition	2020	85	8,0
Alan Wake Remastered	2021	80	7,9
Alan Wake 2	2023	89	8,4

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

Liiketoimintamalli 1/5

Ison tuotantobudjetin videopelejä

Remedy kehittää pelejä konsoli- ja PC-alustoille. Pelien jakelu tapahtuu fyysisten jakelijoiden sekä digitaalisten jakelualustojen kautta. Remedy kehittää pelejä kolmella mallilla, joita ovat alihankintamalli, itseomistetun pelibrändin malli julkaisijan kanssa sekä itsejulkaisu.

Alihankintamallissa (Max Payne) Remedy ei itse omista kehitettävän pelin IP:tä. Tällöin kumppani rahoittaa pelinkehityksen ja saa valtaosan pelimyyntin tuotoista. Oman IP:n mallissa kumppanin kanssa (Alan Wake 2) Remedy omistaa kehitettävän pelibrändin, rahoittaa enemmän kehitystä ja saa myös suuremman osuuden pelin myynnistä. Kumppani (Epic Games) on kuitenkin ollut vastuussa pelin julkaisusta. Itsejulkaisuhankkeissa (FBC: Firebreak ja Control 2) Remedy on ensimmäistä kertaa täydessä vastuussa myös pelien julkaisusta, markkinoinnista ja jakelusta. Mukana voi silti olla kumppani osittain rahoittamassa hanketta.

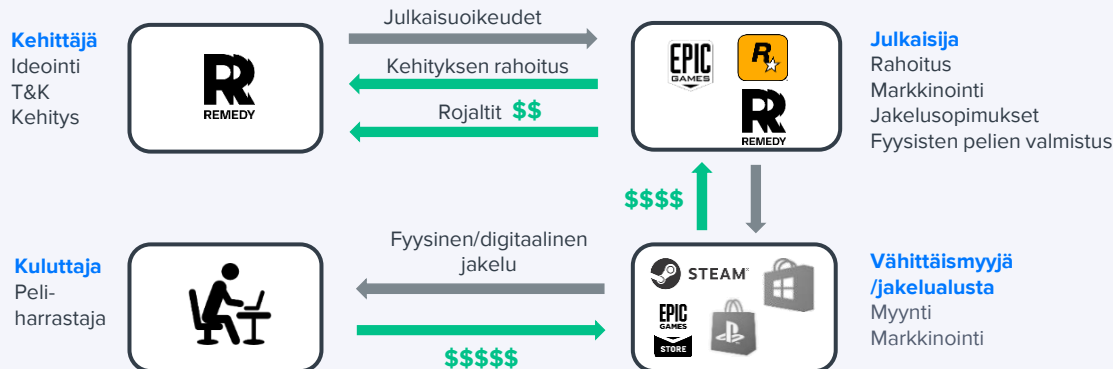
Remedyn kehittämät pelit luokitellaan AAA-peleiksi, joiden ominaispiirteisiin kuuluu suuri tuotantobudjetti, korkea laatutaso sekä mittavat markkinointitoimenpiteet. Iso tuotanto tarkoittaa myös sitä, että pelit ovat visuaalisesti näyttäviä, niissä on hyödynnetty uusimman teknologian mahdollistamia ominaisuuksia 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.

Perinteisen AAA-pelin kehittäminen on taloudellisesti korkean riskin hanke, ja kannattava toteutus vaatii peliltä tyypillisesti suuria myyntimääriä (miljoonia kappaleita). Pelien kehityssykli on tyypillisesti noin 3-5 vuotta. Usein merkittävä osa pelin myynnistä painottuu julkaisuhetkeen ja sitä seuraavaan vuoteen, ja valtaosa pelin myynnistä tehdään ensimmäisten 3 vuoden aikana. Aiemmin, fyysisten pelikopioiden

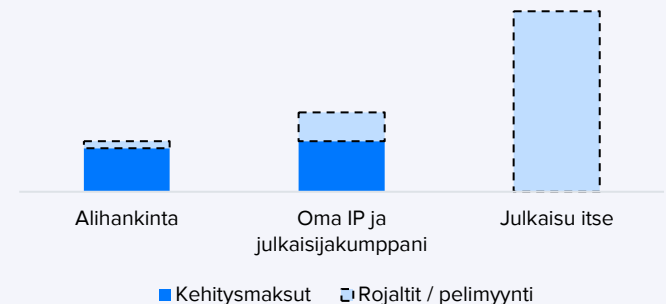
tärkeän roolin vuoksi, myynti oli vielä selvästi etupainotteisempaa. Nykyään digitaalisen jakelun yleistymisen myötä myynnin jakauma on tasaisempi ja pidempi. Laadukkaat pelit voivat myydä hyvin digitaalisissa kanavissa useiden vuosien ajan (esim. Control) ja pelimyyntiä voidaan myöhemmin tukea erilaisilla alennuskampanjoilla. Digitaalinen jakelu on myös julkaisijoille ja pelinkehittäjille kannattavampi vaihtoehto, kun fyysisten kopioiden materiaali- ja logistiikkakustannukset jäävät pois laskuista.

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.

Remedyn arvoketju



Havainnollistus eri julkaisutapojen liikevaihdon muodostumisesta*



Lähde: Inderes, *Huom. pylväät havainnollistavia, eivätkä oikeissa mittasuhteissa

Liiketoimintamalli 2/5

Pelikehityksen elinkaari Remedyn peleissä

Remedyn pelinkehitysprosessi suunnittelupöydältä valmiiseen tuotteeseen voidaan jakaa viiteen vaiheeseen, ja se kestää pelistä riippuen noin 3-5 vuotta. Mandaattivaiheessa peliprojekti käynnistyy ja sille asetetaan korkean tason tavoitteet, alustava budjetti ja aikataulu. Vaiheessa on mukana tyypillisesti vain studion johtoa, projektin johtava tuottaja sekä pelin ydintiimi. Vaihe kestää 1-2kk. Konseptointivaiheessa määritellään pelin visio, pelimekaniikka, teemat, päähahmot ja visuaalinen ilme. Tällöin pelistä tehdään myös alustava prototyyppi. Mukana on tyypillisesti alle 20 henkilöä ja vaihe kestää 3-6kk.

Proof-of-concept-vaiheessa pelistä tehdään kunnollinen demoversio, jotta pelikonseptia voidaan testata käytännössä. Tiimin koko on alle 50 henkilöä ja vaihe kestää pelistä riippuen noin 4-12kk. Tällöin rakennetaan projektisuunnitelma, miten peli tullaan kehittämään (oma henkilöstö ja alihankinta), millaisia komponentteja tarvitaan sekä määritetään riskejä ja suurimpia pullonkauloja. On

myös tärkeää todistaa pelin hauskuus ja toimivuus. Mitä paremmin projektin suuntaviivat saadaan tässä vaiheessa selväksi, sitä vähemmällä yllätyksillä ja viivästyksillä selvittää itse tuotantovaiheessa. Usein neuvottelut julkaisukumppanien kanssa käydään myös tässä vaiheessa. Julkaisusopimuksen allekirjoituksen yhteydessä projektista kirjautuu ensimmäistä kertaa liikevaihtoa, jos mukaan otetaan kumppani rahoittamaan hanketta. Tämän jälkeen kumppani maksaa kehitysmaksuja suhteessa projektin sitoman henkilöstöön ja sen etenemiseen.

Production readiness -vaiheessa projektitiimi kasataan täyttää tuotantoa varten ja tuotantosuunnitelma viimeistellään. Tällöin mukana on alle 75 henkilöä ja vaihe kestää 3-6kk. Tuotannossa projektia työstetään täydellä tiimillä, joka intensiivisimmässä vaiheessa sitoo jopa yli 200 henkilöä, kun mukaan lasketaan Remedyn yli 75 henkilön tiimin lisäksi alihankintakumppanit. Tuotannon Alpha-vaiheessa aiemmin laadittu projektisuunnitelma toteutetaan ja peli kehitetään valmiiksi. Projektista riippuen vaihe kestää noin 1-2

vuotta. Tämän jälkeen noin 3-6kk kestävässä Beta-vaiheessa peli hiotaan vielä lopulliseen julkaisukuntoon.

Pelin julkaisun jälkeen Remedylle alkaa tuloutua rojaltituloja pelin myynnistä sovitun jako-osuuden mukaan. Sopimuksesta riippuen rojaltien saaminen voi edellyttää sitä, että julkaisija on ensin kattanut myyntituotoilla omat investointinsa eli kehitys-, markkinointi- sekä fyysisten kopioiden valmistuskulut. Itsejulkaisussa Remedy vastaa näistä itse ja saa luonnollisesti myös suoraan heti osuutensa tai kaiken pelimyyntistä. Alihankintamallissa julkaisun yhteyteen on mahdollista sitoa valmistumisbonus.

Pelin kehittäminen ei pääty heti julkaisuun, vaan live-tiimi (10-20 henkilöä) analysoi pelaajien käyttäytymistä ja julkaisee päivityksiä sekä bugikorjauksia pelikokemuksen parantamiseksi. Lisäksi Remedy pyrkii tuomaan peleihin 1-3 lisäosaa (DLC) tai muuta lisäsisältöä noin 1-2 vuoden sisällä pelin julkaisusta pidentääkseen pelaajien sitoutumista ja pelin elinkaarta. Lisäosia työstää yleensä noin 20-30 henkilön tiimi.

Remedyn pelinkehitysprosessin vaiheet ja kesto – keskimäärin AAA-pelin kehitys kestää ainakin noin 3-4 vuotta

Pelin vaihe:	Mandaatti	Konseptointi	Proof-of-concept	Production readiness	Tuotanto	Live-vaihe
Tiimin koko:	Studion johto ja projektin avainhenkilöt	Alle 20 henkilöä	Alle 50 henkilöä	Alle 75 henkilöä	>75 ja jopa 200 ulkoistusten kanssa	10-20 henkilöä päivityksissä 20-30 henkilöä lisäosissa
Kesto:	1-2 kk	3-6 kk	4-12 kk	3-6 kk	15-26 kk	1-2 vuotta (ml. 1-3 lisäosaa)

Liiketoimintamalli 3/5

Palvelumallisissa peleissä kehityksen elinkaari poikkeaa jonkin verran

Palvelumallisissa moninpeleissä (FBC: Firebreak) kehitysvaiheet poikkeavat jonkin verran perinteisestä AAA-peleistä. Näissä live-vaiheen suunnittelun tärkeys korostuu jo konseptointi- ja Proof-of-concept-vaiheissa, minkä vuoksi nämä voivat kestää pidempään. Vastaavasti itse tuotantovaihe voi taas sujua nopeammin, kun pelin kehitystä jatketaan live-vaiheessa. POC-vaiheessa tiimiä pyritään pitämään maltillisen kokoisena pidempään, jotta konseptointi voidaan suorittaa laaja-alaisesti ja että 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 pelimyyntin perusteella. Näin ollen itserahoitettuna liiketoiminta on hyvin herkkä melko heikosti ennustettavalle pelimyyntille. Tähän mennessä Remedy on jakanut tätä riskiä ottamalla peliprojekteihinsa mukaan julkaisijakumppanin rahoittamaan osan tai suurimman osan projektista. FBC: Firebreak on ensimmäinen hanke, jossa yhtiö kantaa kaiken rahoitus- ja julkaisuvastuun.

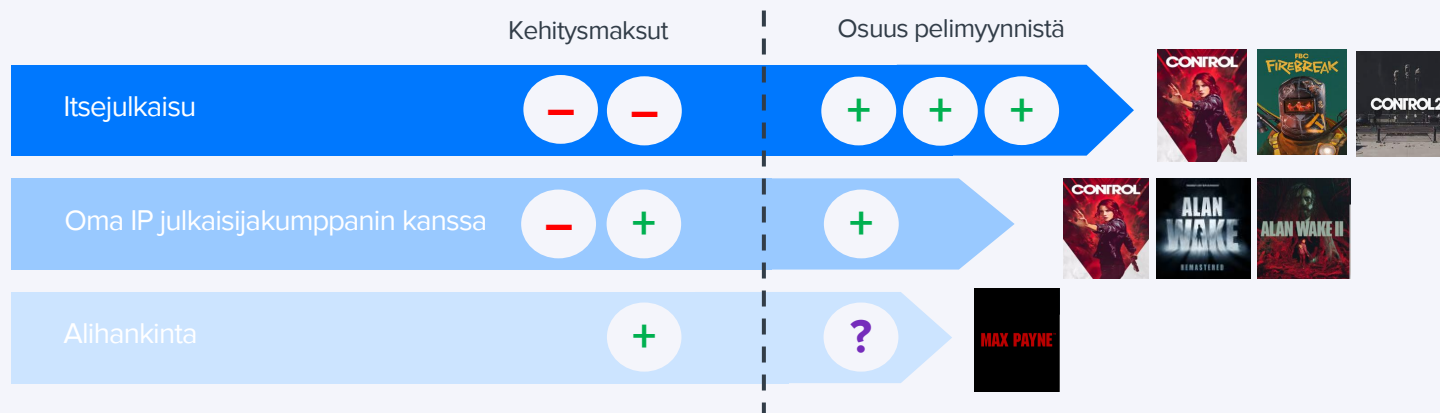
Pelikehittäjän näkökulmasta omien pelibrändien kehittäminen on houkutteleva vaihtoehto, sillä ne mahdollistavat lisäosien ja kokonaisten jatko-osien kehittämisen. Jatko-osien kehittäminen on helpompaa, kun esimerkiksi pelimaailmaa tai hahmoja ei tarvitse luoda täysin tyhjästä. Lisäksi kysynnän ennustettavuus on parempaa valmiin pelaajakunnan ansiosta. Remedyllä on

mahdollisuus päästä hyötymään tästä pelinkehityksen parhaiten skaalautuvasta elementistä tulevien Alan Wake ja Control-pelien osalta.

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 alihankintasopimukseen sisältyy myös pelimyyntiin sidottu rojalitkomponentti. Pelkästään alihankintana pelejä kehittävät erityisesti pienet pelistudiot, joilla ei ole mahdollisuuksia rahoittaa pelikehitystä itse. Liiketoimintamalli vastaa tällöin pitkälti räätälöityä ohjelmistokehitystä ja skaalautuvuus on heikkoa.

Havainnollistus eri julkaisutapojen tulosvaikutuksesta projektin kehitys- ja julkaisuvaiheessa



Liiketoimintamalli 4/5

Oma pelimoottori tuo peleihin remedymäisen ilmeen

Remedy käyttää ja kehittää omaa Northlight-pelimoottoriaan, mikä tarjoaa moniprojektimallissa skaalaetuja ja erottaa yhtiön kaupallisia pelimoottoreita käyttävistä kilpailijoista. Pelimoottoria ja sen ympärille rakentuvia pelinkehitystyökaluja kehittää yhtiön oma, reilun 60 henkilön tiimi.

Osaavalla ja jatkuvasti kehittyvällä teknologiatiimillä on mahdollista virtaviivaistaa itse pelinkehitysprosessia automatisoimalla manuaalisia työvaiheita. Vahva teknologiatiimi luo myös pohjan kaikille kehitystiimeille jaettujen tuotanto- ja toimintamallien muodossa. Omien teknologioiden avulla pelinkehitystä voidaan myös tehostaa, kun tiettyjä aiemmin kehitettyjä elementtejä voidaan hyödyntää myös muissa projekteissa.

Remedyn pelimoottori on ottanut isoja teknologisia kehitysaskelia Alan Wake 2:n kehityksen aikana, ja näiden tarjoamia skaalaetuja päästään paremmin hyödyntämään tulevissa pelihankkeissa. Oma pelimoottori voi myös mahdollistaa uusimpien teknologioiden hyödyntämisen kaupallisia moottoreita nopeammin, ja omiin tarpeisiin räätälöidyllä tavalla.

Pelinkehityksessä hyödynnetään myös ulkoisia kumppaneita

Viime vuosina projektien määrän kasvaessa Remedy on lisännyt ulkoisen kehityksen hyödyntämistä pelinkehityksessä. 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. Lisäksi se mahdollistaa yhä useamman projektin samanaikaisen kehittämisen ja tuo joustavuutta oman henkilökunnan käyttöön eri hankkeissa ja myös rekryointitarpeisiin.

Pelien julkaisukyvykkydet rakentuneet asteittain vuosien saatossa

Omien pelibrändien painoarvon kasvaessa Remedy on vuosien mittaan asteittain laajentanut omia kyvykkyksiään pelien kaupallistamisen, markkinoinnin ja julkaisun saralla. Jo aiemmissa kumppanin julkaisemissa hankkeissa Remedy on ollut aktiivisemmin mukana suunnittelemassa ja vaikuttamassa pelien kaupallistamiseen ja markkinointiin, mistä yhtiö on asteittain kerännyt oppeja itsejulkaisua varten.

Lopputuloksena yhtiön julkaisutoiminnoissa työskentelee nyt 18 henkilöä, ja tulevien pelien itsejulkaisu todennäköisesti vaatii vielä joitakin rekrytointeja. Remedyn vastatessa jatkossa täysin itse omien pelibrändiensä kohtalosta, voidaan olla varmoja, että kaikki toimenpiteet tähtäävät pelien näkyvyyden ja myynnin maksimoimiseen.

Itsejulkaisu vaikuttaa myös Remedyn tuloslaskelmaan verrattuna kumppanin kautta tulevaan pelimyyntiin. Itsejulkaisussa Remedy kerää kaiken liikevaihdon, mutta maksaa tästä

myyntialustojen jakelukulut, jotka eivät aiemmin ole näkyneet Remedyn luvuissa. Lisäksi pelien markkinointipanostukset tulevat näkymään liiketoiminnan muissa kuluissa.

Liiketoimintamalli 5/5

AAA-pelien hinnoittelu ja volyymit

Myyntivolyymit ovat kriittisin ajuri Remedyn omistamien pelibrändien liikevaihdon osalta. AAA-pelien hinnat ovat melko standardoituneita ja nykyään ne ovat noin 60-80 euron tasolla julkaisun yhteydessä. Pidemmällä aikavälillä hinnat vaihtelevat 10-50 eurossa alennuskampanjoista riippuen. Huono- ja hyvälaatuisen pelin hinta on 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.). Siten liikevaihdon näkökulmasta yksittäisen pelin haarukka on muutamista kymmenistä miljoonista jopa miljardiluokkaan.

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. Remedyn pelien "outous" ja erilaisuus kuitenkin väistämättä karsii myös pelien potentiaalista ostajakuntaa.

Itsejulkaisu kasvattaa potentiaalia

Remedyn tavoitteena jokaisen peliprojektin kohdalla on saavuttaa vähintään 100 %:n sijoitetun pääoman tuotto. Jokaisen projektin osalta tämä tarkoittaa ensin potentiaalisen pelaajakunnan kartoittamista, ja tämän jälkeen pelin kehitysbudjetin sovittamista linjaan pelin

potentiaalin kanssa. Hyvin menestyvillä peleillä on potentiaalia tuottaa moninkertaisesti projektiin sijoitetut pääomat, ja tämä optionaalisuus onkin Remedyn liiketoimintamallissa yksi kiinnostavimpia asioita. Yhtiö on kertonut, että Control 2:n pitäisi myydä noin 3-4 milj. kopiota ja FBC: Firebreakin noin 3 milj. kopiota 100 %:n ROI-tavoitteeseen pääsemiseksi (sis. mahdollisesti myös liikevaihtoa b2b-sopimuksista).

Alla olevat laskelmat havainnollistavat Remedyn pelien tuottopotentiaalia julkaisijan kanssa (rahoitus 50 % ja osuus tuotoista 50 %) sekä itsejulkautena. Pitkälti kiinteästä kulurakenteesta johtuen projektin tuotto kasvaa merkittävästi, mikäli pelimyynti nousee 100 MEUR:sta 200 MEUR:oon. Mielestämme Remedyn tulevilla pelihankkeilla on hyvinkin potentiaalia saavuttaa tämän tasoista myyntiä, ja hittipelillä myynti voisi olla vielä selvästi tätä enemmän.

Havainnollistus peliprojektin tuottopotentiaalista julkaisijan kanssa tai itsejulkautena

Pelimyynti 100 MEUR	Julkaisija ja recoup	Itsejulkaisu	Pelimyynti 200 MEUR	Julkaisija ja recoup	Itsejulkaisu
Kehitysmaksut	30		Kehitysmaksut	30	
Rojaltit	15		Rojaltit	50	
Pelimyynnin liikevaihto		100	Pelimyynnin liikevaihto		200
Liikevaihto yhteensä	45	100	Liikevaihto yhteensä	80	200
Alustojen jakelukustannus		-30	Alustojen jakelukustannus		-60
Markkinointi		-10	Markkinointi		-10
Kehittämismenot	-30	-30	Kehittämismenot	-30	-30
Tuotto	15	30	Tuotto	50	100
Sijoitettu pääoma	30	40	Sijoitettu pääoma	30	40
ROI-%	50 %	75 %	ROI-%	167 %	250 %

Oletus 30 % lv:sta

Nyrkkisääntö 15-30 % kehitysbudjetista

Remedyn tavoittelemat kehitysbudjetit n. 30-60 MEUR

Itsejulkaisu tarjoaa huomattavaa tuottopotentiaalia menestyvillä pelijulkaisuilla.

Remedyn nykyiset peliprojektit ja kumppanit



Control

Julkaistu
Q3'19

Budjetti
~30 MEUR

Remedyn osuus
tuotantobudjetista:

45 %⁴

Remedyn osuus
nettomyynnistä:

45 %⁴

Recoup² ennen
Remedylle
tuloutuvia rojalteja?



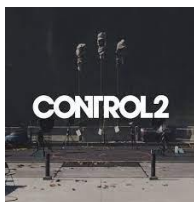
FBC: Firebreak

Tuotanto

Budjetti
~30 MEUR

100 %

100 %



Control 2

Production
readiness

Budjetti
~50 MEUR

50 %

60-75 %⁵



**Alan Wake
Remastered**

Julkaistu
Q4'21

Budjetti
~8 MEUR¹

0 %³

50 %



Alan Wake 2

Julkaistu
Q3'23

Budjetti
~60 MEUR¹



**Max Payne
1&2 remake**

Tuotanto

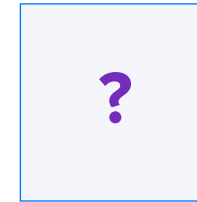
Budjetti
~60 MEUR¹

0 %

10-30 %¹



Rockstar Games



4. projekti

Aikainen
konseptointi



Lähde: Inderes, ¹ Inderesin karkeitä arvioita projektien tuotantobudjeteista ja jakosuhteista.

² Julkaisijan rahoittama tuotanto- ja markkinointibudjetti täytyy kattaa kokonaan tai osittain ennen Remedylle tuloutuvia rojalteja.

³ Remedy rahoittanut tuotannon loppuvaiheessa myös jonkin verran Alan Wake 2:sta pelin huippulaadun varmistamiseksi.

⁴ Vanha julkaisusopimus 505 Gamesin kanssa, 2025 alkaen Remedyn osuus rojalteista 100 %

⁵ Remedy toimii pelin julkaisijana ja vastaa markkinointikuluista, joten saa suuremman osuuden pelimyyynnistä. Pelin myyntituotot jaetaan tasan siihen asti, kunnes tuotantobudjetti on katettu.

Peliprojektit 1/3

Control

Remedyn moniprojektimalliin nojaavan strategian ensimmäinen itse omistama pelibrändi oli 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 nettomyynistä oli 45 %, ja vuodesta 2025 lähtien 100 %, sillä helmikuussa 2024 Remedy [hankki](#) kaikki Control-pelibrändin oikeudet 505 Gamesilta.

Control sai erittäin hyvän vastaanoton (Metascore 84/100) ja peli keräsi lukuisia kriittikopalkintoja. Controlin myynti kehittyi kuitenkin julkaisun jälkeen alussa vain kohtalaisesti, ja pelin erittäin hyvät kriittikkoarviot huomioiden, sillä olisi ollut potentiaalia parempaan. Peli kuitenkin jatkoi hyvää myyntiä digitaalisissa kanavissa, ja on ollut menestys myös kaupallisesta näkökulmasta. Controlia on myyty yli 4,5 miljoonaa kopiota, sitä on pelannut yli 19 miljoonaa pelaajaa ja se on tuottanut jo selkeästi yli 100 MEUR nettoliikevaihtoa. Tämä vastaa arviomme mukaan lähemmäs 3,0x sijoitetun pääoman tuottoa projektille.

FBC: Firebreak

Remedy on alusta alkaen kehittänyt Controlia pitkäaikaiseksi pelibrändiksi, jonka tarinaa ja maailmaa voidaan laajentaa uusilla peleillä ja lisäosilla. Kesäkuussa 2021 yhtiö kertoi kehittävänsä Controlin maailmaan sijoittuvaa

moninpelihanketta (koodinimi Condor).

Lokakuussa 2024 Remedy paljasti Condorin olevan FBC: Firebreak, joka on kolmen pelaajan yhteistyöhön perustuva ensimmäisen persoonan ammunta- ja toimintapeli. Remedy tulee itsejulkaisemaan pelin vuoden 2025 aikana PC:lle (Steam ja Epic Store) sekä Xbox Series XIS:lle ja PlayStation 5:lle. Pelin kehitysbudjetti on noin 30 MEUR.

Liiketoimintamalliltaan peli on AAA-pelin ja palvelupohjaisen pelin yhdistelmä (service-based fixed price). Peli tulee olemaan keskihintainen (oletettavasti noin 30-40 euroa), jonka lisäksi Remedy aikoo päivittää ja laajentaa peliä julkaisun jälkeen lisäsisällöllä. Palvelukomponentin onnistumisesta riippuen pelillä on potentiaalia tuottaa liikevaihtoa pitkällä hännällä vuosia julkaisunsa jälkeen.

Peli tulee myös saataville heti julkaisupäivänä Microsoftin PC Game Passiin ja Game Pass Ultimateen sekä PlayStation Plus -palvelun Extra- ja Premium-jäsenille. Pidämme tätä järkevänä riskienhallintana Remedyn ensimmäisen moninpelihankkeen kohdalla, sillä nykyisessä markkinaympäristössä uusien moninpelien menestykseen liittyy huomattavaa epävarmuutta. Näillä b2b-sopimuksilla julkaisuun liittyviä riskejä on kuitenkin mahdollista pienentää. Peli voidaan nyt tuoda heti tarjolle isolle joukolle näiden tilauspalveluiden pelaajia, Remedy saa näistä sopimuksista tietyn korvauksen (voi olla kooltaan merkittävä) ja pelille voidaan mahdollisesti saada lentävä lähtö pelaajamäärien osalta ilman merkittäviä käyttäjähankintainvestointeja. Trailerin ja sen saaman vastaanoton perusteella pelissä piilee mielestämme potentiaalia, mutta tarkempia johtopäätöksiä voidaan tehdä vasta pelin ollessa markkinoilla.

Katso Control-traileri:



Katso FBC: Firebreak -trailer:



Peliprojektit 2/3

Control 2

Control 2 on alkuperäisen pelin jatko-osa, josta ollaan kehittämässä toimintarooliapeliä (Action RPG). Remedy itsejulkaisee pelin, mutta elokuussa 2024 solmitun strategisen yhteistyösopimuksen mukaisesti Annapurna Pictures rahoittaa pelin noin 50 MEUR:n kehitysbudjetista 50 %. Sopimuksen mukaan Annapurna saa myös oikeudet laajentaa Control ja Alan Wake -pelibrändejä elokuvaan ja televisioon.

Julkaisun jälkeen Remedy ja Annapurna jakavat pelin myyntituotot tasan siihen asti, kunnes pelin tuotantobudjetti on katettu. Tämän jälkeen pelin julkaisijana Remedy saa suuremman osuuden pelimyyntistä. Näin ollen Remedyn osuus kehitysbudjetin kattamisen jälkeen voisi olla arviolta noin 60–75 % myyntituotoista. Vastavuoroisesti Annapurna saa suuremman osuuden audiovisuaalisista tuotannoista, joihin Remedyn ei tarvitse investoida pääomia.

Näemme Control 2:n riski/tuotto-suhteeltaan houkuttelevana projektina Remedyllle. Control-brändin viime vuosina merkittävästi kasvanut tunnettuus ja pelaajakunta pienentävät julkaisuun liittyviä riskejä ja kasvattavat samalla pelin myyntipotentiaalia. Uskomme myös Alan Wake 2:n kehittämisen yhteydessä tapahtuneen teknologisen kehityksen mahdollistavan sen, että Control 2 tulee ylittämään laadultaan selkeästi alkuperäisen pelin.

Alan Wake Remastered ja Alan Wake 2

Remedy allekirjoitti maaliskuussa 2020 julkaisusopimuksen Epic Gamesin kanssa kahdesta peliprojektista. Pienempi näistä oli 10/2021 julkaistu Alan Wake Remastered (AWR).

Suurempi puolestaan 27.10.2023 julkaistu Alan Wake 2. Pelit julkaistiin PC:llä Epic Games Storessa sekä PlayStation 5 ja Xbox XIS -alustoilla.

Alkuperäinen Epicin kanssa tehty julkaisusopimus oli ehdoiltaan erittäin suotuisa silloisessa kehitysvaiheessa olleelle Remedyllle. Epic rahoitti projektien kehitystyön täysin ja sitoutui panostamaan markkinointiin merkittävästi. Kun kehitys- ja julkaisukulut on katettu pelimyyntistä, nettotuotot jaetaan Epicin ja Remedyn kesken puoliksi. Remedy omistaa myös pelien immateriaalioikeudet. Loppuvaiheessa Remedy investoi jonkin verran omaa rahaa Alan Wake 2:n kehitykseen varmistakseen pelin huippulaadun. Kokonaisuutena projektin budjetti nousi alkuperäisestä, mikä on hidastanut pelin kulujen kattamista ensimmäisenä vuotena kohtuullisen hyvin sujuneesta mynnistä huolimatta.

Alan Wake Remastered

Remedy ei ole kertonut projektien tarkkoja budjetteja, mutta arvioimme AWR:n kehitysbudjetin olleen noin 8 MEUR, mikä heijastelee remasterointiprojektien huomattavasti kevyempää ja lyhyempää kehityssykliä. Samalla pelin myyntihinta (30e) oli julkaisun yhteydessä selvästi perinteistä AAA-peliä matalampi. AWR sai julkaisunsa jälkeen hyvän vastaanoton sekä pelikriitikoilta (Metascore: 80/100) että pelaajilta. Peliä on myyty yli 1,7 miljoonaa kappaletta ja se on tuonut Remedyllle arviomme mukaan tähän mennessä noin 5-6 MEUR rojalituloja (peli kattoi kustannuksensa 7/2023). AWR:n rooli oli myös tukea Alan Wake 2:n markkinointia ja auttaa Alan Wake -brändin tunnettuuden nostamisessa, sillä alkuperäisen pelin julkaisusta ehti kuluu niin monta vuotta välissä. Peli julkaistiin esimerkiksi

ensimmäistä kertaa PlayStationilla sekä Nintendo Switchillä. Siten peli on mielestämme tähän mennessä täyttänyt strategiset tarkoituksensa hyvin ja tuonut myös Remedyllle pientä tulovirtaa.

Alan Wake 2

Alan Wake 2 on Remedyn tähän asti suurin ja kunnianhimoisin pelihanke. Peli on genreltään selviytymiskauhupeli (survival horror), jossa Alan Waken lisäksi pelataan uudella päähahmolla, FBI-agentti Saga Andersonilla. Pelaajilla on myös huomattavasti enemmän vapauksia tutustua rauhassa pelin tapahtumapaikkana toimivaan Bright Fallsin kaupunkiin sekä muihin ympäristöihin.

Arvioimme pelin tuotantobudjetin olleen lopulta noin 60 MEUR, kun uskomme alkuperäisen tavoitteen olleen lähempänä 50 MEUR. Arvioimme, että tämän päälle noin 10 MEUR käytetään markkinointiin. Peli on myynyt marraskuun puoliväliin mennessä yli 1,8 miljoonaa kappaletta, mutta ei ollut vielä aivan kattanut kustannuksiaan (vaatii arviomme mukaan n. 2 milj. kopiota).

Alan Wake 2 sai julkaisun yhteydessä erinomaisen vastaanoton kriitikoilta (Metascore 89/100), mikä alkuvaiheessa myös nostatti innostusta pelin mahdollisen myyntipotentiaalın suhteen. Tähän suhteutettuna pelin myynnin kehitys on ollut odotuksiin nähden pettymys, sillä potentiaalia näytti olevan myös selvästi parempaan. Yksi myyntiä rajoittava tekijä on PC:llä Steam-alustalta poissaolo, jonka lisäksi alussa pelkän digitaalisen version julkaisu varmasti karsi joitakin ostajia. Fyysinen versio pelistä tuotiin markkinoille kuitenkin lokakuussa 2024.

Peliprojektit 3/3

Vuosi 2023 oli myös lukuisten isojen pelijulkaisujen vuosi, ja kova kilpailu on varmasti myös vaikuttanut lyhyen aikavälin myyntiin, kun pelaajien pelikirjastot notkuvat jo valmiiksi täynnä pelattavaa. Uskomme silti, että AW2:n laatu tarjoaa pelille pitkän myyntihännän ja pelistä tulee kaupallisesti kohtuullisen hyvin menestyvä projekti 3 vuoden aikaikkunalla julkaisustaan.

Alkuperäisestä budjetista lipsuminen ja sitä kautta rojaltiluottojen viivästyminen kuitenkin korostaa projektien suunnittelun ja johtamisen tärkeyttä taloudellisissa raameissa pysymiseksi. Projekti on kuitenkin tarjonnut Remedyllle paljon tärkeitä oppeja tulevien projektien tehokkaampaan toteuttamiseen. Seuraavissa itsejulkaitavissa hankkeissa pelit ovat saatavilla Steamissa heti julkaisusta lähtien, mikä kasvattaa PC-myyntiä arviomme mukaan huomattavasti.

Max Payne 1&2 Remake

Remedy kertoi huhtikuussa 2022 tehneensä Rockstar Gamesin kanssa kehityssopimuksen remake-versioiden kehittämiseksi Max Payne- ja Max Payne 2: The Fall of Max Payne -peleistä. Sopimuksen puitteissa Remedy kehittää pelit yhtenä tuotteena PC-, PlayStation 5- ja Xbox Series XIS -alustoille omalla Northlight-pelimoottorillaan. Rockstar Games rahoittaa pelin kehityksen, ja kehitysbudjetti vastaa kooltaan Remedyn tavanomaista AAA-pelin tuotantoa (arviomme mukaan 60 MEUR). Sopimuksen mukaan Remedyllä on mahdollisuus saada rojaltiluottoja sen jälkeen, kun Rockstar Games on kattanut pelin kehitys- ja markkinointikulut sekä muut julkaisuun ja jakeluun liittyvät kustannukset. Projekti on edennyt viime vuosina hyvin ja on nyt täydessä tuotantovaiheessa (odotamme julkaisua

2026).

Liiketoimintamalliltaan projekti on Remedyllle pienen riskin alihankintatyyppinen projekti, jossa kehitysmaksut tuovat yhtiölle tietyn katteen ja rojaltilikomponentti tarjoaa tuottopotentiaalia pelin julkaisun jälkeen. Remedyllä on tämän projektin suhteen kaksi keskeistä tavoitetta: 1.) kehittää erinomainen ja menestyvä peli ja 2.) rakentaa samalla vahva action-peli-tiimi. Näemme todennäköisenä, että Max Payne jää viimeiseksi alihankintaprojektiksi Remedyllle, ja tästä vapautuva tiimi alkaa kehittää uutta peliä joko Remedyn nykyisiin pelibrändeihin (Alan Wake ja Control) tai kokonaan uutta pelibrändiä.

Crossfire

Remedy teki vuosina 2016-2022 yhteistyötä korealaisen Smilegaten kanssa ja kehitti alihankintamallilla yksinpeliosuudet Smilegaten Crossfire-peleihin (Crossfire HD ja X). Alkuperäinen Crossfire on erittäin suosittu online-peli Kiinassa tehden lähes miljardin euron liikevaihtoa vuosittain. Crossfire HD on alkuperäisen pelin remasteroitu versio ja se julkaistiin Kiinassa 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), ja peli suljettiin vuoden 2023 aikana. Erityistä kritiikkiä sai pelin moninpeli, jota Remedy ei kehittänyt. Arviomme mukaan jo pelkästään kehitysmaksujen ansiosta Smilegate-alihankinta oli Remedyllle hyvin kannattavaa liiketoimintaa ja sen tuomat tasaiset kassavirrat tasoittivat osaltaan moniprojektimallin ylösajoon liittyneitä riskejä.

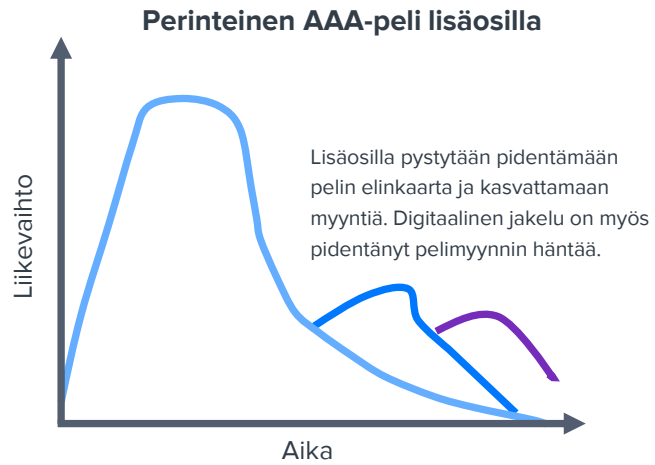
Katso Alan Wake 2:n traileri:



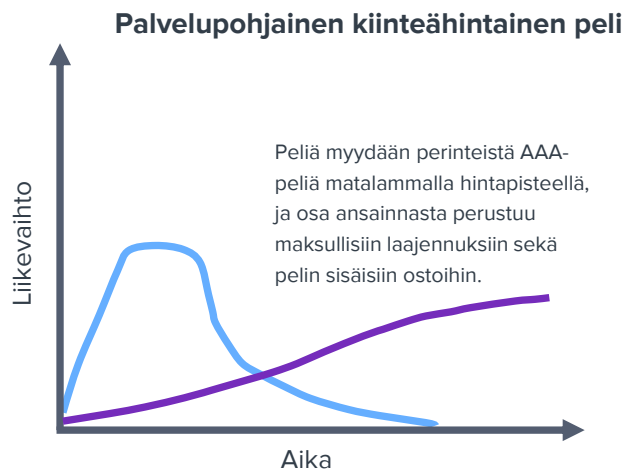
Katso Alan Wake 2:n Lake House -laajennuksen traileri:



Remedyn pelien liiketoimintamallit



CONTROL
ALAN WAKE II



FBC
FIREBREAK

- Arvioimme Max Paynen olevan todennäköisesti viimeinen alihankintaprojekti Remedyllä
- Tulevat hankkeet todennäköisesti jatko-osia tai spin-offeja Alan Wake ja Control -pelibrändeihin
- Jossain kohtaa myös täysin uuden pelibrändin kehittäminen mahdollista

Sijoitusprofiili

Peliyhtiö pitkään salkkuun

Remedy on vuosien mittaan osoittanut kykynsä kehittää erittäin laadukkaita pelejä, mikä ei ole kuitenkaan vielä samassa mitassa heijastunut näiden kaupallisessa menestyksessä yhtiölle. Vuosien työn tuloksena yhtiö on rakentanut kyvykkyydet ja resurssit tiheämmälle, jopa vuosittaiselle uusien pelijulkaisujen tahdille strategiakaudella 2025-2030. Itsejulkaisun ansiosta näiden taloudellinen menestys näkyy jatkossa voimalla Remedyn luvuissa, ja mahdollisen hittipelin myötä potentiaali on erittäin merkittävä.

Remedyssä yhdistyy monta tunnusmerkkiä, jotka tekevät siitä mielestämme kiinnostavan pitkän aikavälin sijoituskohteen. Ensinnäkin yhtiö toimii rakenteellisesti kasvavalla, erittäin suurella markkinalla, jonka trendit ovat yhtiölle suotuisia. Keskeisimpänä digitaalinen jakelu on käytännössä mahdollistanut yhtiön asteittaisen siirtymän arvoketjussa itsenäiseksi studioksi, joka rahoittaa ja julkaisee pelinsä itse.

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

Kolmanneksi Remedy on erittäin hyvin johdettu peliyhtiö, jolla on myös pitkäjänteisyyttä

painottava omistajapohja. Remedy panostaa merkittävästi peliprojektien suunnitteluun ja johtamiseen, mikä pienentää riskejä projektien pahoilta viivästymisiltä tuotantovaiheessa. Moniprojektimallissa viivästyksistä 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. Jo pelkästään kohtuullisen hyvin menestyvillä peleillä yhtiön pitkän aikavälin tuloskasvunäkymät ovat vahvat.

Viidenneksi Remedyn taloudellinen asema on tänä vuonna tehtyjen sopimusten myötä tukevalla pohjalla ja mahdollistaa investoinnit tulevien pelien itsejulkaisuun riittävällä liikkumavaralla mahdollisten yllätysten varalta. Siten sijoittajan näkökulmasta riskit esimerkiksi merkittävää diluutiota aiheuttavalle osakeannille ovat poissa pöydältä, joita viime vuosina on nähty pelimarkkinan myllerryksessä useilta yhtiöiltä.

Strategiaa rakennettu hallituin riskein

Remedyn strategia on listautumisesta lähtien mennyt isossa kuvassa askel kerrallaan eteenpäin ja yhtiön siirtyä vahvempaan arvoketjuasemaan on toteutettu hallituin riskein. Moniprojektimallin onnistuneen ylösajon myötä tiheampi 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.

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 volatiliteettia arvonmuodostukseen.
- Kilpailu AAA-pelien markkinalla on erittäin kovaa ja etenkin pelien laatutason rima on vuosien mittaan noussut. Remedyn pitää pystyä tekemään jatkossakin huippulaatuisia pelejä kohtuullisilla budjeteilla, jotta taloudellinen yhtiö pysyy tasapainossa.
- Remedy on vielä osittain riippuvainen julkaisija-kumppaneistaan, niiden menestyksestä ja niiden kanssa solmittavien sopimusten ehdoista. Itsejulkaisun myötä yhtiön pelien kohtalo on kuitenkin yhä enemmän yhtiön omissa käsissä.
- 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. Harvinainen listattu AAA-pelinkehittäjä

2. Itsejulkaisu mahdollistaa erittäin korkean tuottopotentialin pelien menestyessä

3. Vahvat näytöt laadukkaista peleistä, mutta kaupallinen jättipotti puuttuu vielä

4. Suuri ja kasvava markkina, jonka trendit suotuisia yhtiölle

5. Useita kilpailuetuja (pelien laatu, positioituminen, teknologia)

Potentiaali



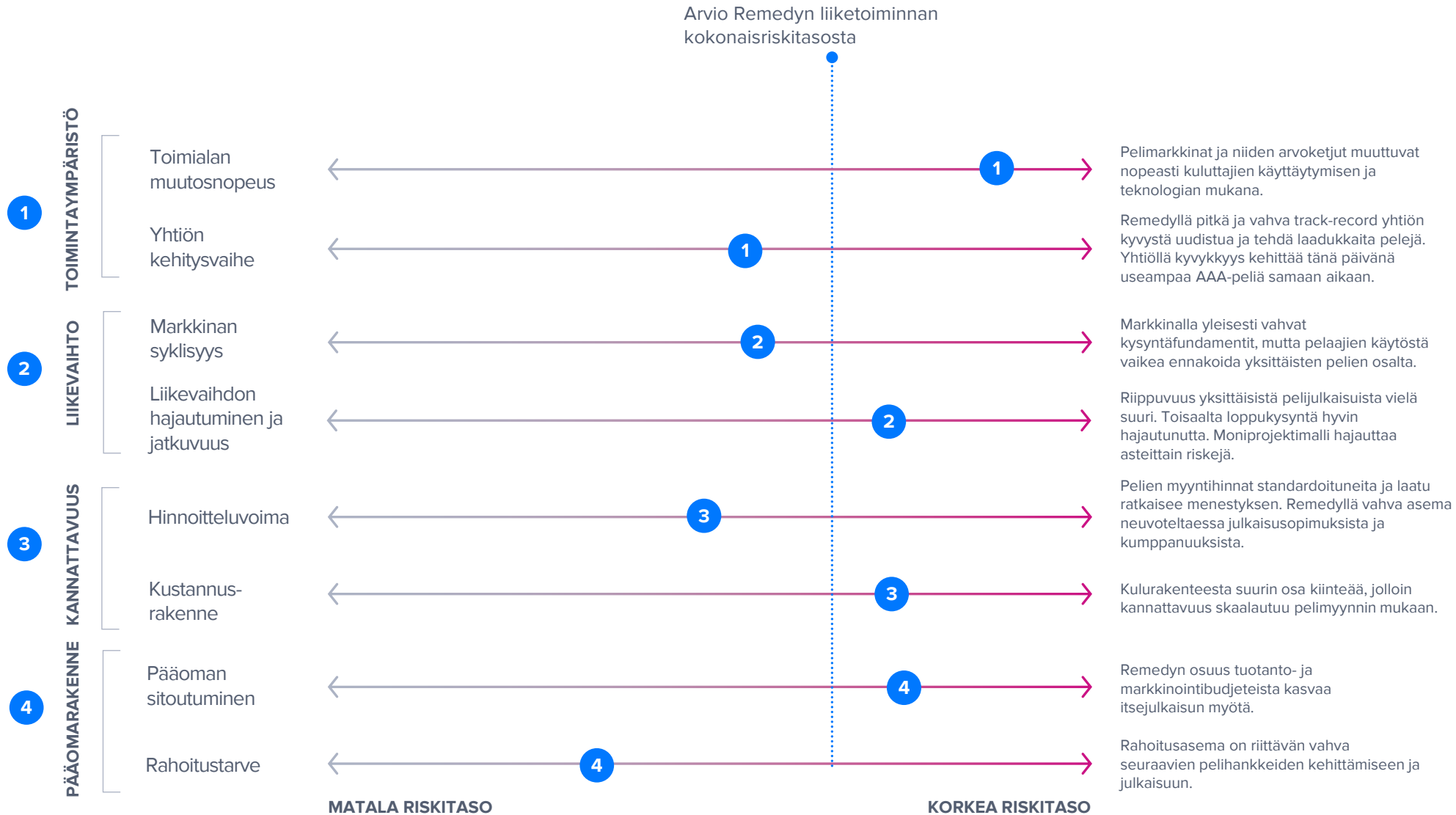
- Itseomistetut pelibrändit (Alan Wake ja Control) mahdollistavat jatko-osien kehittämisen
- Skaalautuva liiketoimintamalli mahdollistaa erinomaisen kannattavuuden pelien menestyessä
- Moniprojektimalli tuo jatkuvuutta, tasaa riskejä ja tarjoaa skaalaetuja
- Oma pelimoottori ja pelinkehitystyökalut tuovat skaalautuvuutta ja kilpailuetua
- Houkutteleva asema arvoketjussa toimialan trendien ja konsolidaation valossa

Riskit



- Yksittäisten pelien menestykseen liittyvät riskit korostuvat entisestään itsejulkaisun myötä
- Pitkät kehityssykliä ja mahdolliset projektihaasteet voivat moniprojektimallissa viivästyttää kerralla useampaa projektia
- Pelialan kireä kilpailu huippuosaajista sekä pelaajien ajasta ja rahasta
- Teknologia- ja markkinatrendit muuttuvat nopeasti
- Muutokset odotuksissa tulevien pelien osalta voivat aiheuttaa merkittävää volatiliiteettia osakkeeseen

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 noin 3,4 miljardia ihmistä ja pelaaminen on ylivoimaisesti suosituin viihdemuoto maailmassa. Markkinatutkimusyhtiö Newzoo arvioi globaalin pelimarkkinan olevan vuonna 2024 noin 188 miljardia dollaria, mikä tarkoittaa noin 2 %:n kasvua edellisvuodesta. Pelimarkkina otti huiman loikan koronapandemian myötä vuosina 2020-2021, jolloin markkina kasvoi kahdessa vuodessa yli 33 % eli lähes 50 miljardia dollaria. Tämän jälkeen markkina on laskenut hieman huipustaan, mutta isossa kuvassa pysytellyt vakaana. Sulatteluvaiheen jälkeen markkinan odotetaan kasvavan vuosina 2025-2027 keskimäärin noin 4 %:n vuosivauhtia.

Maantieteellisesti suurimman markkinan muodostaa Aasian ja Tyynenmeren alue (46 % markkinasta), mistä Kiina muodostaa noin puolet. Tämän jälkeen suurimmat alueet ovat Pohjois-Amerikka (27 %) ja Eurooppa (19 %), joihin Remedyllle keskeinen ison ruudun PC- ja konsolipelaaminen painottuu yhä pääasiallisesti länsimarkkinoille. Konsolien suosio kasvaa kuitenkin nopeasti kehittyvissä maissa tulotason nousun myötä.

Remedy toimii konsoli- ja PC-alustoilla

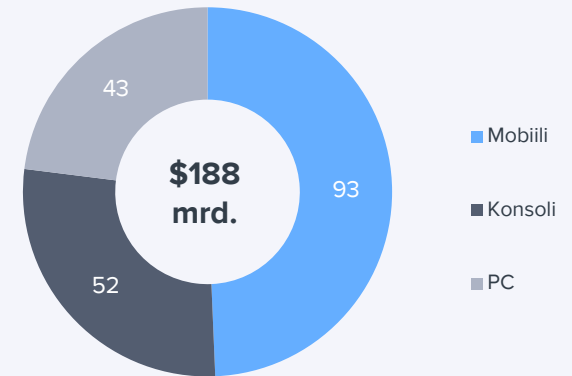
Alustoittain jaoteltuna Remedyllle keskeiset PC- ja konsolialustat muodostavat yhteensä (95 mrd. dollaria) noin puolet koko pelimarkkinasta. Markkinoiden odotetaan pysyvän tänä vuonna vakaana, vaikka vuoteen 2023 ajoittui lukuisia isoja pelijulkaisuja. Tämän taustalla on se, että monet näistä loppuvuoteen ajoittuneista

julkaisuista myyvät hyvin myös tänä vuonna, minkä lisäksi näihin peleihin käytetty aika (ja raha) oli osittain pois isoista palvelumallisista peleistä. Tämä myös kertoo markkinoiden saavuttaneen melko kypsän vaiheen, mikä tekee kilpailutilanteesta entistä rajumman. Pelaajamäärien kasvun hidastuessa ja pelaajien pelikirjastojen ollessa jo täynnä hyviä pelejä, on täysin uusien pelibrändien entistä vaikeampaa tehdä isoja kaupallisia läpimurtoja.

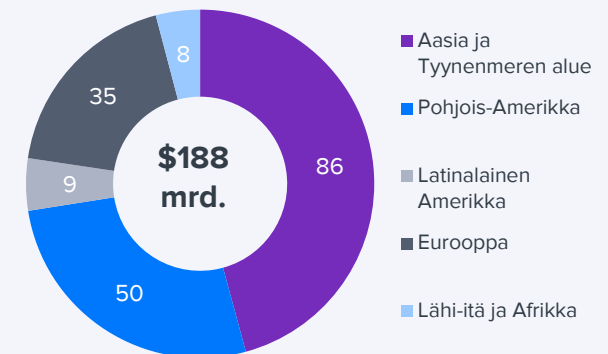
Isossa kuvassa Remedyn markkinat ovat mielestämme hyvin vakaalla pohjalla ja markkinan kasvuajurit ovat terveet. Uusimmat konsolit (PS5 >65 milj. kpl ja Xbox X/S >30 milj. kpl) ovat myyneet hyvin ja vanhoista alustoista (PS4 >117 milj. kpl ja Xbox >51 milj. kpl) siirtyy yhä asteittain pelaajia näille. Konsolipuolella digitaalisen jakelun rooli on noussut merkittävästi koronapandemian kiihdytettyä trendiä entisestään. Sonyn 2023-tilikaudella jo 70 % Playstationin pelimyynnistä oli digitaalista, kun 6 vuotta aiemmin luku oli 32 %.

Digitaalinen jakelu on ollut yksi isoimpia toimialaa muuttaneita asioita, sillä se on siirtänyt merkittävän osan arvosta fyysisiltä jakelijoilta julkaisijoiden ja pelinkehittäjien suuntaan. Digitaalinen jakelu mahdollistaa myös pienemmille pelistudioille (kuten Remedyllle) pelien itsejulkaisun, jolloin isompi osa arvosta jää pelinkehittäjille. Digitaalisen jakelun ansiosta pelien elinkaaria pystytään myös 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.

Pelimarkkinat alustoittain 2024



Pelimarkkinat maantieteellisesti 2024



Markkinat 2/3

PC-pelien jakelu on jo pidempään ollut käytännössä kokonaan digitaalista. PC-pelien kauppapaikka Steamilla on 150 miljoonaa aktiivista käyttäjää kuukaudessa ja sen haastajaksi nousseella Epic Games Storella kuukausittaisia aktiivisia käyttäjiä on noin 75 miljoonaa. Fortniten menestyksen myötä Epicillä on myös taloudelliset muskelit haastaa Steamin asemaa.

Epicin mukaan Steamin veloittama 30 %:n (25 % 10 MEUR:n ja 20 % 50 MEUR:n myynnin jälkeen) jakelukustannus ei ole kohtuullinen digitaalisen jakelun maailmassa (Epic 12 %). Alustansa kasvattamiseksi Epic Games on viime vuosina solminut pelinkehittäjien kanssa ajallisia yksinoikeudellisia jakelusopimuksia. Esimerkiksi Remedyn Control julkaistiin PC:llä ensimmäiseksi vuodeksi yksinoikeudella Epic Games Storeen, josta Epic maksoi noin 9,5 MEUR. Summa oli merkittävä, sillä se kattoi lähes kolmasosan Controlin 30 MEUR:n tuotantobudjetista.

Mobiilipelaaminen kasvoi 2010-luvulla räjähdysmäisesti älypuhelinien yleistymisen myötä, mutta täälläkin kasvu on viime vuosina tasaantunut. Markkinan koko vuonna 2024 on noin 93 miljardia dollaria ja muun markkinan tavoin kasvun odotetaan piristyvän lähivuosina. Mobiilipelaamisen kasvu ei ole ollut pois PC- ja konsolipelaamisesta, vaan mobiili toi täysin uuden kasuaalipelien kategorian, joka on tavoittanut täysin uusia kohderyhmiä.

Pelaajilla on tänä päivänä runsaasti vaihtoehtoja

Pelimarkkinalle on vuosien saatossa kasvanut useita ikonisia pelejä ja pelialustoja (esim. Fortnite, Roblox, Minecraft ja GTA), joita pelataan hurjia määriä vuodesta toiseen. Muutenkin moninpelit ja

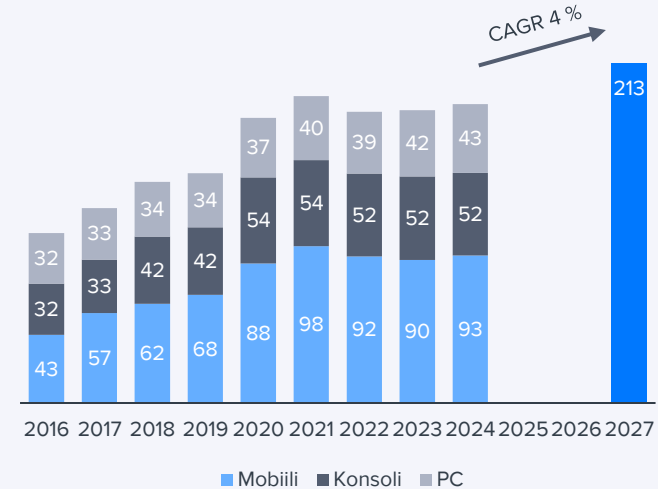
sosiaalisia elementtejä sisältävät pelit kasvattavat suosiotaan nuorten pelaajien keskuudessa. Samalla uusia laadukkaita pelejä julkaistaan vuosittain, mikä kasvattaa potentiaalisten hyvien pelien katalogia. Näin ollen uusien pelien on yhä vaikeampi erottua markkinassa, ja pelaajat selvästi suosivat jo olemassa olevia pelibrändejä. Newzoon mukaan vuonna 2023 kaikista uusista julkaistuista peleistä 48 peliä vei 90 % kaikesta uusiin peleihin käytetystä peliajasta. Puolestaan kaikkiin peleihin käytetystä ajasta 390 peliä vei 90 % kaikesta peliajasta. Näin ollen markkinalla pelataan yhä laajalla kirjolla pelejä eri genreistä, mutta onnistuminen vaatii erinomaista laatua ja mielellään valmiiksi tunnettua pelibrändiä.

Remedy asemoituu mielestämme tähän kehitykseen hyvin omistamiensa pelibrändien (Alan Wake ja Control) kautta, joihin yhtiö pystyy kehittämään uusia pelejä valmiille kohdeyleisölle ja fanikunnalle. Potentiaalista Remedy-pelien kohdeyleisöä pyritään myös laajentamaan uusiin peligenreihin menemällä (FBC: Firebreak) sekä mahdollisilla Annapurnan tulevaisuudessa tekemillä tv-sarjoilla ja elokuvilla.

F2P-malli on konsoleilla on houkutteleva, mutta riskialtis vaihtoehto

Mobiilipeleille tyypillinen free-to-play - liiketoimintamalli (F2P) on kasvattanut suosiotaan PC- ja konsolipeleissä menestyspelien (esim. Fortnite, CoD: Warzone) vetämänä. F2P-mallissa pelaajat voivat hankkia pelin ilmaiseksi ja pelin ansainta nojaa pelin sisällä tehtäviin ostoksiin sekä mainoksiin. F2P-mallin haasteena PC:llä ja konsoleilla on riittävän skaalan saavuttaminen, sillä yleensä vain pieni osa pelaajista käyttää rahaa pelissä.

Pelimarkkinoiden kehitys (mrd.\$)



Keskeiset konsoli- ja PC-alustat



Markkinat 3/3

Konsoli- ja PC-pelaajien huomattavasti pienempi lukumäärä verrattuna aktiivisten älypuhelinien lukumäärään (Newzoo: 3,6 mrd. kpl.) rajoittaa potentiaalisen pelaajakunnan kokoa. Lisäksi konsolipelien kehittäminen on yleensä mobiilipelejä selvästi kalliimpaa, mikä nostaa F2P-peliprojektien riskejä konsoleilla. Viime vuosina onkin nähty useampien kehittäjien olleiden ison budjetin F2P-moninpelien kuoppaamia kehitysvaiheessa tai pian niiden julkaisun jälkeen. Markkinan ollessa paalutettu jo muutamien ikivihreiden moninpelien toimesta, on uuden pelin kestävä ylösajo markkinaan hyvin vaikeaa. Myös Remedy keskeytti F2P-moninpeli Kestrelin kehittämisen vuoden 2023 lopussa, sillä projekti olisi vaatinut vielä merkittäviä investointeja ilman takeita tulevasta menestyksestä.

Tilauspohjaiset pelipalvelut tulleet jäädäkseen

Viime vuosina tilauspohjaista liiketoimintamallia on tuotu vauhdilla myös pelaamiseen. Esimerkiksi Sonyn ja Microsoftin tilauspalveluista kuukausimaksua vastaan pääsee pelaamaan valikoimasta löytyviä pelejä. Microsoft on investoinut palvelunsa kehittämiseen ja sinne tuotuun sisältöön valtavia summia (mm. Activision Blizzardin osto 69 miljardilla dollarilla), mutta tästä huolimatta liiketoiminnan kokoluokka on vielä tähän suhteutettuna pientä. Game Passilla on tilaajia yli 34 miljoonaa, josta vuosittaisen liikevaihdon voidaan arvioida olevan noin 5 miljardin paikkeilla. Näillä luvuilla taloudellinen yhtälö suhteessa perinteiseen AAA-pelien liiketoimintamalliin ei ole mitenkään kestävä, mutta teknologiajäteillä on käytännössä rajattomat resurssit jatkaa investointeja niin halutessaan.

Siten yhtenä pitkän aikavälin uhkakuvana itsenäisille pelistudioille voidaan maalata tilauspohjaisten palveluiden huomattava vahvistuminen. Jos valtaosa laadukkaasta pelisisällöstä olisi saatavilla kohtuullista kuukausimaksua vastaan, pelaajien kannustimet ostaa yli 60 euroa maksavia AAA-pelejä todennäköisesti laskisivat. Tällöin itsenäiset pelinkehittäjät voisivat olla osittain pakotettuja valitsemaan puolensa ja liittymään näiden palveluiden tarjoajien alaisuuteen yritysosion kautta. Tämä tarkoittaisi todennäköisesti myös sitä, että tilauspalveluiden tarjoajat olisivat valmiita tinkimään pitkällä aikavälillä peliliiketoimintansa tuotoista. Pahimmillaan tilauspohjaisten palveluiden nousu voisi tarkoittaa pelien laatutason laskua nykyisestä, jos tuotantobudjeteista alettaisiin tinkimään tilauspalveluiden kannattavuuden optimoimiseksi.

Pilvipelaamisen tiellä vielä isoja haasteita ratkottavana

Tilauspohjaisten mallien jatkeena on konsoli- ja PC-pelien striimaaminen suoraan pilvestä. Google teki avauksen tällä saralla marraskuussa 2019 avatulla Stadia-palvelullaan, joka päädyttiin kuitenkin sulkemaan jo 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 silti ongelmaksi pelaajan kannalta tulevat mahdolliset pienetkin viiveet reaaliaikaisissa peleissä. Merkittävä läpimurto vaatisikin parempaa arvolupausta

kuluttajille, jonka lisäksi palvelun tuottaminen on tällä hetkellä kallista tarvittavan pilvikapasiteetin vuoksi. Yleistyessään pelien suoratoisto voisi kasvattaa pitkällä aikavälillä merkittävästi AAA-pelien potentiaalista pelaajakuntaa, kun tarve fyysisen konsolin ostamiselle pelaamista varten poistuisi.

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 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 kampaileville pelinkehittäjille. Vastaavasti samalla kehitysbudjetilla pystytään jatkossa tuottamaan entistä laajempia ja näyttävämpiä pelejä. Samalla pienemmät indie-pelinkehittäjät pystyvät luomaan pienemmällä resursseilla aiempaa näyttävämpiä pelejä. Pitkässä juoksussa myös pelaajien omat mahdollisuudet luoda sisältöä peleihin (UCG – User Generated Content) todennäköisesti kehittyvät 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.

Kilpailu

Kilpailun luonne pelialalla

Riippumatta markkinasta, peligenrestä tai alustasta, peliyhtiöt kilpailevat viime kädessä kuluttajien käytettävissä olevasta ajasta ja rahasta. 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 kynnyks on selvästi korkeampi, kilpailijoita on maailmassa vain kourallinen ja tuotannot ovat merkittävästi suurempia. Pelit ovat kuitenkin jakautuneet omiin alakategorioidhinsa ja pelinkehittäjät ovat fokuoituneet 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 AAA-peleissä pelaajat seuraavat arvosteluita ja kommentteja tarkasti ennen ostopäätöksen tekoa. Yksi isoimmista riskeistä Remedyn markkinoilla onkin kilpailun laatu, eikä niinkään määrä. Remedyn tulee pystyä tekemään todella korkealaatuista, mutta samalla isoimmista toimijoista erottuvaa sisältöä pärjätäkseen kilpailussa. Sijoittajan kannalta tähän pitäisi päästä vielä järkevä kokoisilla tuotantobudjeteilla.

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 vaihtoehdotiset pelikategoriat sekä isommassa kuvassa myös muut viihdemuodot kuin pelaaminen.

Remedyn kaltaisia itsenäisiä AAA-pelistudioita on maailmalla enää vähän, sillä suurin osa on päätynt yritysoston kohteeksi. Esimerkiksi Microsoft, Sony ja Tencent ovat olleet aktiivisia yritysostajia. Myös Remedy olisi kiinnostava ostokohde usealle toimijalle. 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 havittellessa pelinkehittäjiä kumppaneikseen prosessissa korostuvat kokenut tiimi, korkea teknologinen osaaminen ja historialliset näytöt.

Remedyn kilpailuedut

Remedy on kyennyt vuosien saatossa menestyksekkäästi luomaan useita maailmanluokan pelejä erittäin kilpailulla markkinalla, mikä nähdäksemme kertoo yhtiöllä olevan selkeitä kilpailuetuja. Remedyn keskeiset vahvuudet mielestämme ovat:

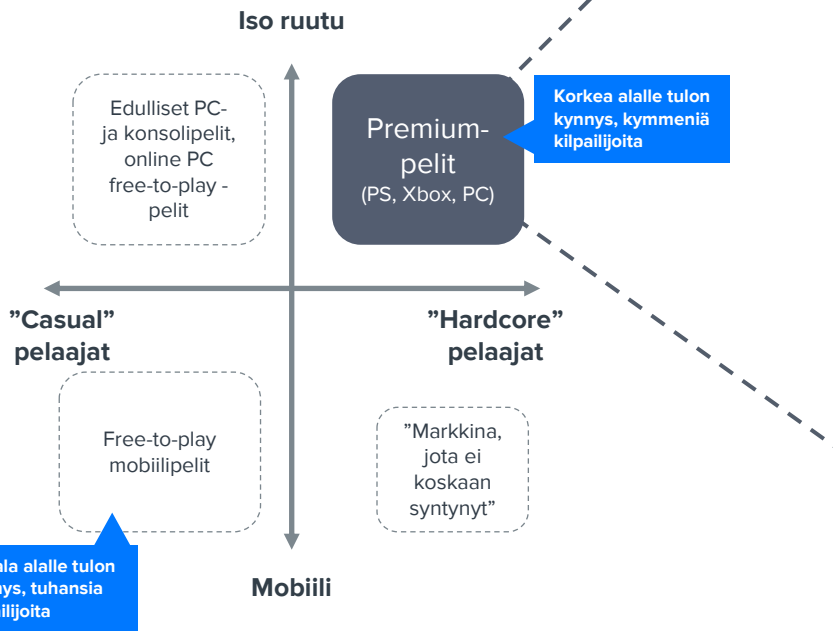
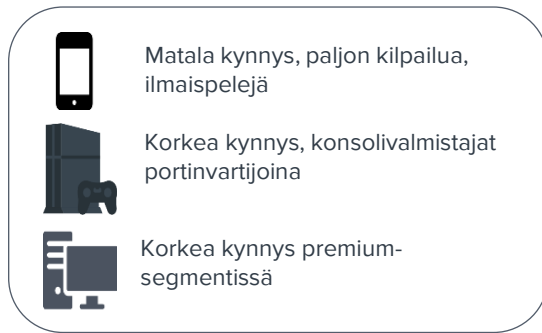
- Remedy kykenee kehittämään erittäin pidettyjä ja hyvälaatuisia pelejä. Yhtiöllä on vahvaa

osaamista haastavista ja pitkäaikaisista pelituotannoista. Vahva maine tarjoaa neuvotteluvoimaa kumppanuuksiin ja houkuttelee yhtiöön alan parhaita osajia.

- Remedyn pelinkehitys rakentuu valtavirrasta poikkeaviin, tarinankerronnaltaan uniikkeihin peleihin. Yhtiö ei yritä tavoitella isompien kilpailijoiden tavoin ”suurta massaa”, jolloin peleihin voidaan tuoda paremmin erottuvia tekijöitä. Markkinan 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 tehokkaammin. Oma teknologia tarjoaa myös tärkeää jatkuvuutta, kun aiemmin kehitettyä koodia ja elementtejä voidaan hyödyntää myös muissa projekteissa.
- 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 ollakseen kannattava.
- Remedylle on rakentunut vahva brändi pelaajien keskuudessa. Pelaajat ostavat pelejä paitsi pelibrändin, myös Remedyn nimen perusteella. Yhtiöllä on myös nyt kaksi elinvoimaista ja kasvavan pelaajakunnan omaavaa pelibrändiä (Alan Wake ja Control), joiden päälle rakentaa tulevia peliprojekteja.

Remedyn positioituminen markkinalla

Pelimarkkinan segmentit



Remedyn alasegmentit

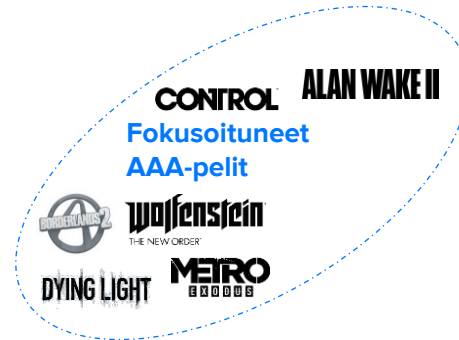
Pelin koko

AAA+

AAA

AA

A



Indie-pelit



Satoja tuhansia / muutamia miljoonia

Kymmeniä miljoonia

Tuotantobudjetti

Satoja miljoonia

Strategia

Strategia edennyt isossa kuvassa määrätietoisesti listautumisesta asti

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. Vuosien työn tuloksena yhtiö on rakentanut kyvykkyudet ja resurssit tiheimmälle, jopa vuosittaiselle uusien pelijulkaisujen tahdille vuosien 2025-2030 strategiakaudella. Itsejulkaisun ansiosta näiden taloudellinen menestys näkyy jatkossa voimalla Remedyn luvuissa ja mahdollisen hittipelin yhteydessä potentiaali on erittäin merkittävä.

Strategian muutosmatka alihankkijasta täysin projektien kehityksestä ja julkaisusta vastaavaksi itsenäiseksi studioksi on ollut pitkä ja välillä kuoppainen. Isossa kuvassa asiat ovat kuitenkin jatkuvasti menneet oikeaan suuntaan. Uudella strategiakaudella fokus on erityisesti rakennettujen kyvykkyysien täysimittaisessa hyödyntämisessä, minkä pitäisi onnistuessaan näkyä laadukkaiden ja kaupallisesti menestyvien pelijulkaisujen tasaisena virtana vuosikymmenen loppuun.

Tavoitteet tähtäävät kestäväan kannattavaan kasvuun vuosikymmenen loppupuolella

Remedy tavoittelee vuoden 2024 liikevaihdon kaksinkertaistamista vuoteen 2027 mennessä ja tasaista kasvua tämän jälkeen. EBITDA-marginaalin tavoitteellaan olevan 30 % vuoteen 2027 mennessä ja kannattavuutta pyritään ylläpitämään vähintään tällä tasolla strategiakauden (2025-2030) loppuun asti.

Ennusteidemme valossa tavoitetaso indikoisi arviolta noin 100 MEUR:n liikevaihtoa. Tavoitteisiin pääsemiseksi Remedy keskittyy:

- Luomaan ja kasvattamaan maailmanluokan pelibrändejä
- Tekemään erottuvia kategorioiden johtavia pelejä
- Työskentelemään tavoilla, jotka mahdollistavat onnistuneet tuotannot
- Itsejulkaisemaan omistamansa pelit

Mielestämme liikevaihtotavoite vuodelle 2027 on saavutettavissa, mikäli yhtiön kehitteillä olevat pelit menestyvät hyvin tai erittäin hyvin. Remedyn minimitavoite jokaisen projektin osalta on edelleen 100 %:n sijoitetun pääoman tuotto, ja hittipelillä lukema voisi olla moninkertainen.

Liikevaihtotavoitteen suunnilleen toteutuessa kannattavuudella on hyvät edellytykset olla tavoitetasolla, ja hyvässä skenaariossa potentiaalia on myös selvästi parempaan. Erityisesti ennusteessamme vuodelle 2027 kaavaillun Control 2:n menestykseks julkaisu on tavoitteiden kannalta erityisen kriittinen. Itsejulkaisun ansiosta pelin liikevaihtopotentiaali on Remedyllä erittäin merkittävä, mikäli sen suosio ylittää jo hyvin menestyneen ensimmäisen Control-pelin.

Liikevaihdon ja kannattavuuden ylläpitäminen vuodesta 2027 eteenpäin korkealla tasolla on kunnianhimoinen tavoite, kun huomioidaan isojen pelijulkaisujen mahdollisesti aiheuttamat vaihtelut liikevaihdossa. Remedy tavoittelee vuodesta 2025 lähtien keskimäärin yhden uuden pelin

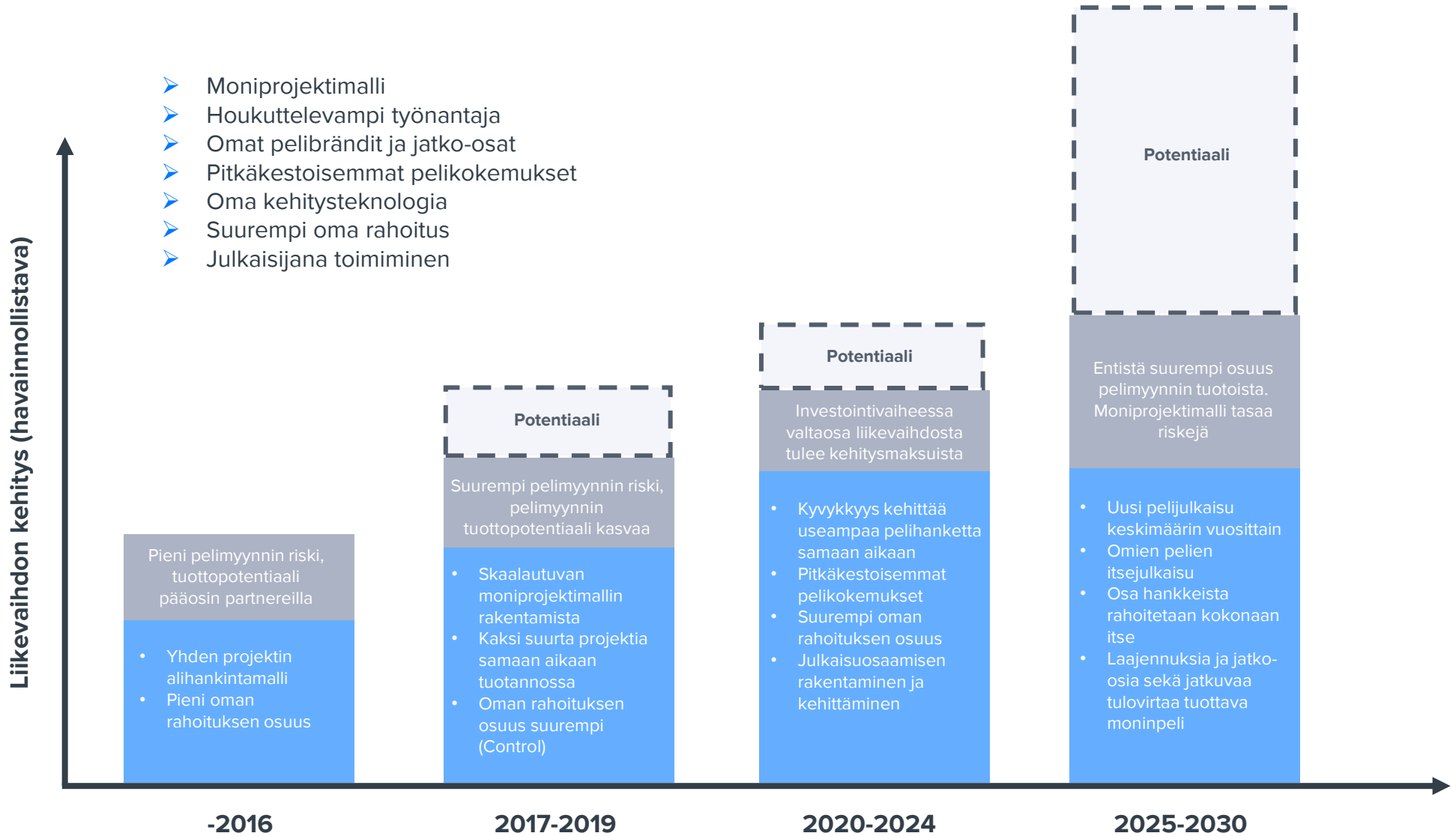
julkaisua vuodessa, jolloin tavoite olisi arviomme mukaan menestyvillä peleillä saavutettavissa.

Peli/vuosi tahti kuulostaa historiaan peillatuna kovalta tahdilta, mutta Remedy on ottanut vuosien mittaan isoja kehitysaskelia moniprojektimallin pyörittämisessä, oman pelimootorin ja muiden teknologioiden kehittämisessä sekä kasvattanut organisaationsa ja resurssinsa riittävään kokoluokkaan useamman hankkeen samanaikaiseen työstämiseen. Kolmen tunnetun hankkeen lisäksi yhtiöllä on neljäs peliprojekti varhaisessa konseptoinnissa, jonka julkaisu voisi tehokkaalla kehitystahdilla ehtiä vuoteen 2028. Tällöin peli/vuosi toteutuisi arviomme mukaan vuosina 2025-2028.

Onnistuneet pelijulkaisut voivat luoda itseään ruokkivan kierteen

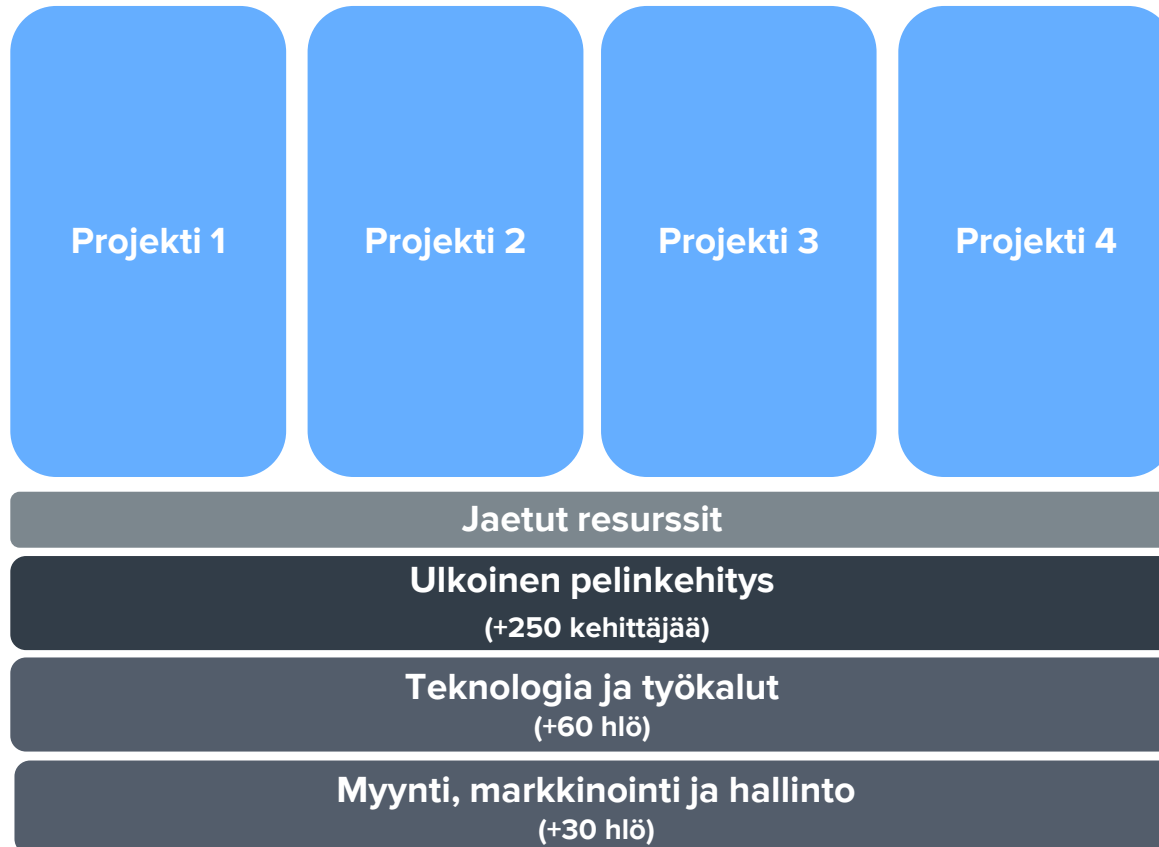
Mikäli Remedy onnistuu luomaan nykyisiin pelibrändeihinsä (Alan Wake ja Control) tasaisesti uusia jatko-osia, spin-offeja ja laajennuksia, kasvattaa tämä asteittain yhtiön liikevaihtoa tuottavaa pelikatalogia. Menestyvät pelit myös kasvattaisivat asteittain pelien fanikuntaa, mikä laskisi entisestään tulevien pelijulkaisujen riskitasoa. Näin ollen uusia pelejä voitaisiin kehittää jatkuvasti paremmalla riski/tuotto-suhteella, mikäli Remedy pystyy samalla pitämään kiinni kohtuullisista tuotantobudjeteista pelien laadusta tinkimättä. Tämän positiivisen kierteen kannalta Control 2:n menestykseks julkaisu on kriittisessä roolissa. FBC: Firebreak on puolestaan kokeilu laajentaa Control-brändiä uusiin yleisöihin, mutta tällä hetkellä peliä kohtaan ladatut myyntiodotukset ovat selvästi pienempiä.

Remedyn strategian muutosprosessi



Moniprojektimalli tuo skaalautuvuutta pelinkehitykseen

Moniprojektimalli



- Moniprojektimalli mahdollistaa skaalautuvuuden, kun samoja teknologioita ja työkaluja voidaan jakaa projektien välillä
- Alan Wake 2:n kehityksen yhteydessä Remedy rakentanut paremmat kyvykkyydet hyödyntää jo peleihin kehitettyä sisältöä ja elementtejä uudestaan seuraavissa hankkeissa
- 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 määrittävät 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 lukuihin vuonna 2019, jolloin Controlin julkaisun myötä liikevaihto kasvoi 57 % ja liikevoittomarginaali oli 21 %. Yhä useammasta projektista tuloutuneiden kehitysmaksujen sekä Controlin rojaltiluottojen myötä liikevaihto kasvoi 30 % ja 9 % vuosina 2020-2021 ja kannattavuus oli hyvällä tasolla.

Vuodet 2022-2023 olivat Remedylle selkeitä investointivuotia, kun yhtiöllä oli korkeimmillaan samaan aikaan kehitteillä viisi merkittävää pelihanketta. Samalla yhtiö otti isompaa roolia näiden hankkeiden rahoituksesta ja julkaisemisesta, mikä pienensi hankkeiden kehitysvaiheessa tuloutuvia kehitysmaksuja. Siten pienten rojaltiluottojen, merkittävästi kasvaneiden rekrytointien, ulkoisen pelinkehityksen ja muiden kulujen nousun myötä tulos oli erityisesti vuonna 2023 merkittävästi tappiolla. Liikevoiton tasolla tappioita syvensi Kestrel-hankkeen lopettaminen ja siihen tehdyt kehitysmenojen alaskirjaukset (7,2 MEUR).

Vuonna 2024 Remedy on edelleen jatkanut tiettyjä kohdennettuja rekrytoiteja, mutta yleisesti kustannusrakenteen kehitys on selvästi rauhoittunut. Edellisvuodesta kasvava liikevaihto Max Payne -hankkeen kehitysmaksujen ja Annapurna-sopimuksen ajamana parantaa kannattavuutta selvästi edellisvuodesta.

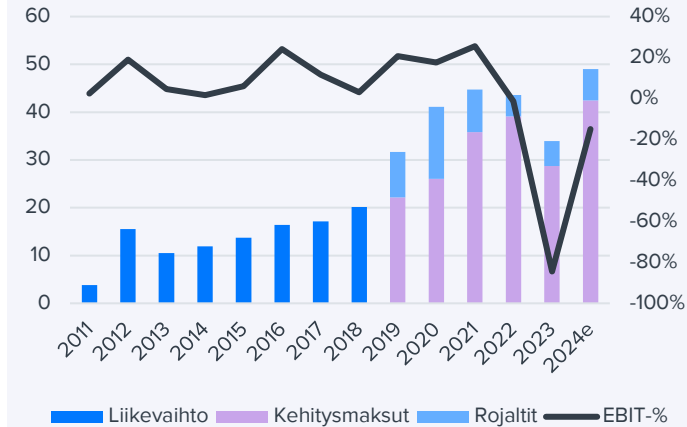
Isossa kuvassa Remedyn pelinkehitykseen liittyvien kustannusten (ml. taseeseen tehtävät aktivoinnit) ei pitäisi enää olennaisesti kasvua tulevina vuosina. Siten pitkälti kiinteällä kulurakenteella operoidessa liikevaihdon kasvu heijastuu jatkossa voimalla tulosriveille.

Kulurakenne pääosin kiinteä

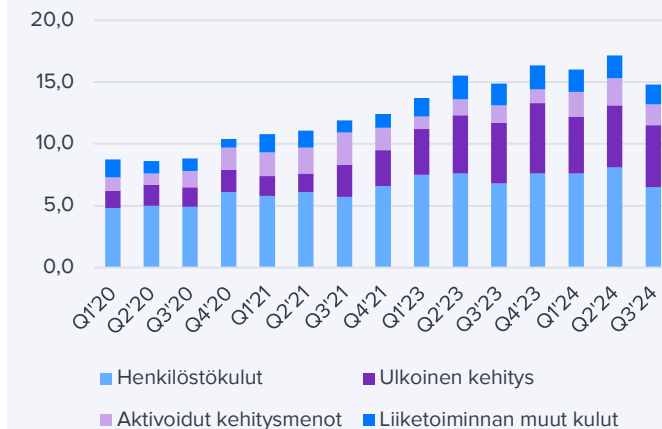
Remedyn kuluista valtaosa liittyy pelien kehittämiseen, joten kustannusrakenteesta merkittävä osa on kiinteitä henkilöstökuluja (2024e: 53 % lv:sta) ja osittain projektin vaiheen mukaan muuttuvaa ulkoista pelinkehitystä (materiaalit ja palvelut 33 % lv:sta). Liiketoiminnan muut kulut ovat tänä vuonna arviomme mukaan noin 15 % ja pääosin aktivoituista kehitysmenoista muodostuvat poistot 14 % liikevaihdosta.

Remedy aktivoi omiin pelibrändeihin liittyviä kehitysmenoja, mikä tasaa yhtiön raportoitua tuloskehitystä pitkässä juoksussa. Vuosina 2021-2022 menoja aktivoitiin 8,2-8,5 MEUR ja vuonna 2023 4,8 MEUR. Poistot näistä alkavat siinä vaiheessa, kun kyseiset peliprojektit julkaistaan. Yhtiö on aktivoinut menoja AWR:n, AW2:n, FBC: Firebreakin sekä Control 2:n osalta. AWR:n aktivoitujen menojen poistot on poistettu jo Q3'24 mennessä. Peliprojektien suhteen Remedy aktivoi kustannuksista määrän, joka vastaa pelin julkaisun jälkeen odotettavissa olevien myyntituottojen/rojaltiluottojen osuutta pelin kokonaistuotto-odotuksesta. Mikäli peliprojektissa ei ole mukana julkaisijakumppania, aktivoidaan suoraan kyseisen pelin kehittämiseen liittyvät menot 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

Kassavirta

Tuotekehitysaktivointien vuoksi Remedyn tulos ja kassavirta poikkeavat usein toisistaan sekä kvartaali- että vuositasolla. 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 2022-2024 kassavirta on yhtiön investointivaiheesta johtuen ollut luonnollisesti selvästi negatiivinen, mikä on näkynyt yhtiön likvidien rahoitusvarojen laskuna (Q3'24: 31,2 MEUR vs. Q2'22: 60,4 MEUR).

Rahoitus kunnossa kehitteillä olevia pelihankkeita varten

Vuonna 2024 tehty strateginen yhteistyösopimus Annapurnan kanssa Control 2:n kehittämisestä sekä Tencentin kanssa solmittu 15 MEUR:n vaihtovelkakirja varmistivat Remedyn rahoitusaseman, jotta kaikki peliprojektit voidaan kehittää riittävällä laadulla ja taloudellisella liikkumavaralla. 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. Tämä korostuu entisestään jatkossa itsejulkaisuun siirryttäessä.

Remedyn kassa ja likvidit arvopaperit olivat Q3'24 lopussa 31,2 MEUR, minkä päälle tulee vielä Tencentiltä saatavat 15 MEUR. Remedy julkaisee Q3:lta kevennetyn liiketoimintakatsauksen, joten

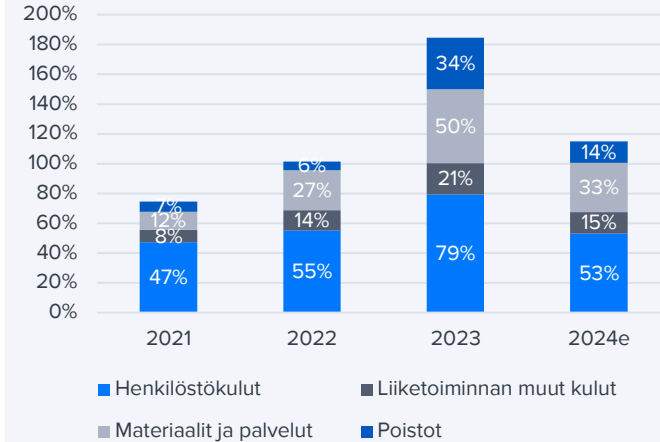
tuorein kokonainen tase on saatavilla Q2'24:ltä. Tuolloin likvidien rahoitusvarojen lisäksi taseen varat koostuivat pääasiassa 10,4 MEUR:n saamisista sekä aineettomista hyödykkeistä (40,2 MEUR). Aineettomat hyödykkeet koostuvat pääosin aktivoiduista kehittymenoista, mutta tänä vuonna hankitut Control-pelibrändin oikeudet nostivat erää 16,9 MEUR. Nämä on tarkoitus poistaa FBC: Firebreakin sekä Control 2:n julkaisujen jälkeen.

Taseen vastattavaa-puoli koostui pääosin omasta pääomasta (65,3 MEUR) ja korottomista veloista (20,9 MEUR). Korottomissa veloissa näkyy Control-oikeuksista vielä 505 Gamesille maksettavaa velkaa 10,4 MEUR. Muuten Remedyllä ei ole käytännössä korollista velkaa sillä taseen tähän liittyvät erät koostuvat vuokrasopimusveloista (3,2 MEUR) ja Business Finlandin aikoinaan myöntämästä tuotekehityslainasta (0,9 MEUR).

Vaihtovelkakirjalainan perustiedot

Tencentin antamalle 15 MEUR:n vakuudettomalle vaihtovelkakirjalainalle maksetaan vuotuista 8 %:n korkoa. Korko päämitetaan lainaan vuosittain vuoden lopussa, joten lainalla ei ole vuotuista kassavirtavaikutusta. Laina erääntyy 5 vuoden kohdalla nostopäivästä, jos vaihto-oikeutta tai oikeutta ennenaikaiseen takaisinmaksuun ei käytetä. Vaihtovelkakirjalaina on konvertoitavissa Remedyn osakkeiksi 3. vuosipäivästä alkaen. Konversiohintana on kiinteä 27,20 euroa, joten lainasta aiheutuu vain maltillinen 5,98 %:n diluutio osakekantaan. Ennen järjestelyä Tencent omisti Remedystä jo 14,8 %, joten vvk:n konvertoinnin jälkeen omistus voi nousta 20,8 %:iin.

Kulurakenne %-liikevaihdosta



Tase Q2'24



Lähde: Inderes

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 muuttujansa yhtälöön erityisesti liikevoiton tasolla. Oletamme Remedyn aktivoivan kehitysmenoja noin 10-12 MEUR vuodessa.

Remedyn siirtymä itsejulkaisuun tarkoittaa, että kaikki yhtiön omien pelien myynti näkyy tuloslaskelmassa, mutta samalla yhtiö vastaa myös julkaisuun liittyvistä jakelukustannuksista ja markkinointikuluista. Olimme ennusteissamme jo aiemmin huomioineet kasvavat markkinointikulut liiketoiminnan muissa kuluissa, mutta jakelualustojen kulut (oletus 25 % myynnistä) puuttuivat vielä ennusteistamme. Olimme aiemmin vielä netottaneet ne pois rojalteja laskettaessa. Olemmekin tämän raportin yhteydessä ottaneet nämä huomioon, mikä tarkoitti liikevaihtoennusteiden selvää nousua, mutta samaan aikaan jakelukustannukset (näkyvät materiaalit ja palvelut erässä) kasvoivat samalla summalla, joten tulosvaikutus oli neutraali. Muutoksen myötä yhtiön vuodelle 2027 tavoittelema liikevaihdon tuplaaminen vuodesta 2024 näyttää kuitenkin yhä realistisemmalta.

Teimme samalla hienosäätöä ja muutoksia oletuksiimme FBC: Firebreakin ja Control 2:n osalta. Siten lähivuosien ja keskipitkän aikavälin tulosennusteissa tapahtui muutoksia. Iso kuva ennusteissamme on silti ennallaan.

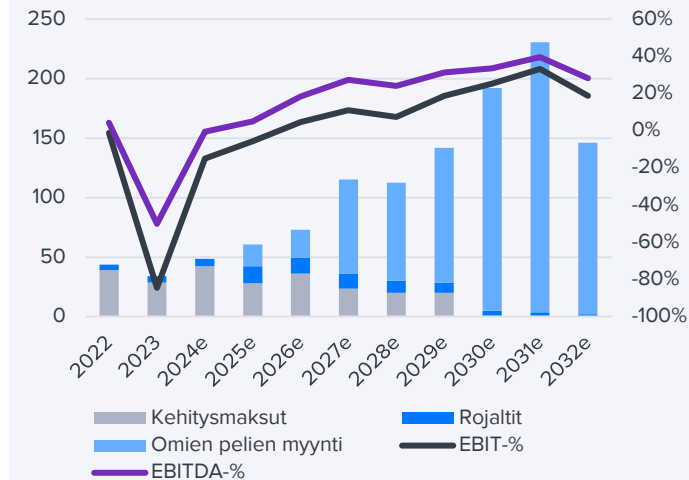
Olemme hahmotelleet Remedyn liikevaihdon ajureita ja pelikohtaisia ennusteitamme seuraavilla sivuilla. Remedyn liikevaihdon rakenne tulee

muuttumaan tulevina vuosina huomattavasti, kun kehittymaksut alkavat asteittain pienentyä ja rojalit sekä omien pelien myyntituotot kasvaa. Itsejulkaisun myötä olemme erotelleet ennusteissa rojalit ja tulevien omien pelien myynnin erikseen. Kannattavuusmielessä rojalit tulevat Remedylle korkeammalla katteella, sillä niistä julkaisijakumppani on jo maksanut päältä pois markkinoinnin ja jakelukulut.

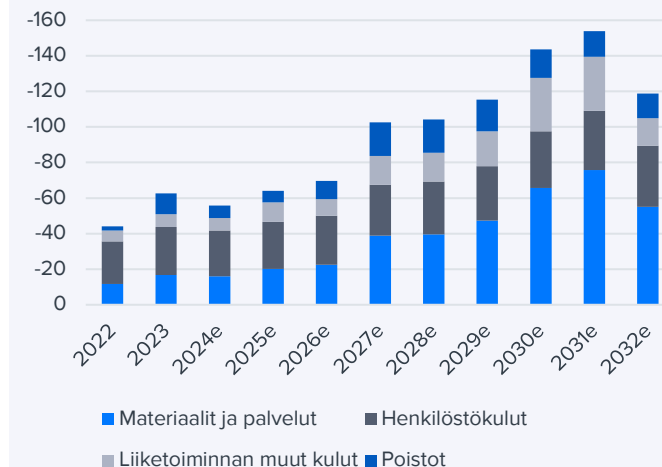
Näkyvyys rojalteihin ja omien pelien myyntiin on luonnollisesti tässä kohtaa heikko. Kokonaisuutena ennusteemme odottavat tulevilta peleiltä hyvää menestystä, etenkin perinteisten AAA-hankkeiden osalta. Näemme peleillä potentiaalia myös parempaan suoritukseen, mutta kaiken kaikkiaan lopullisten lopputulemien kirjo on projektitasolla leveä. Emme myöskään ennusta erikseen muille projekteille b2b-sopimuksia, sillä näkyvyys niiden ajoitukseen ja kokoluokkaan on heikko. FBC: Firebreakin osalta oletamme yhteensä 10 MEUR:n liikevaihtoa Sonylta ja Microsoftilta, kun peli tuodaan heti julkaisun yhteydessä Game Passiin ja PS Plus -palveluun. Oletamme nyt liikevaihdon jaksotettavan yhden vuoden aikajänteelle (aik. koko summa Q3'25).

Remedyn tulospotentiaalia päästään asteittain tarkastelemaan tulevina vuosina, kun yhtiöltä aletaan nähdä säännöllisemmässä tahdissa uusia pelijulkaisuja. Erityinen vedenjakaja tulee olemaan vuosi 2027, jolloin odotamme Control 2:n menestyksekkään julkaisun kasvattavan liikevaihtoa huomattavasti. Tämän onnistuessa yhtiöllä on mahdollisuus ylläpitää tavoitteidensa mukaisesti hyvää kannattavuutta säännöllisten pelijulkaisujen jatkuessa kohti vuosikymmenen loppua.

Liikevaihto ja kannattavuus



Kustannusten kehitys (MEUR)



Strategia pelihankkeiden valossa

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

	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Control	Rojaltit \$	\$	\$	\$					
Alan Wake Remastered	Rojaltit \$	\$	\$	\$	\$	\$			
Alan Wake 2	Kehitysmaksut \$\$\$	Rojaltit \$	Rojaltit \$\$\$	\$\$\$	\$\$/\$\$\$	\$\$	\$	\$	\$
FBC: Firebreak	Kehitysmaksut \$/\$\$		Julkaisu Q3 \$\$\$	\$\$\$	\$\$\$	\$\$\$	\$\$/\$\$\$	\$/\$\$	\$/\$\$
Control 2	Kehitysmaksut \$\$	Kehitysmaksut \$\$\$	Kehitysmaksut \$\$\$	Kehitysmaksut \$\$\$	Julkaisu H1 \$\$\$	\$\$\$	\$\$\$	\$\$/\$\$\$	\$/\$\$
Max Payne	Kehitysmaksut \$\$	Kehitysmaksut \$\$\$	Kehitysmaksut \$\$\$	Julkaisu H1 \$\$\$	Rojaltit \$\$/\$\$\$	\$\$/\$\$\$	\$\$/\$\$\$	\$/\$\$	\$
Seuraavat peliprojektit*		Uusi projekti alustavassa konseptoinnissa	Uusi projekti konseptoinnissa				"Alan Wake 3" julkaisu \$\$\$	\$\$\$	\$\$\$
				Uusi projekti konseptoinnissa				"Control 3" julkaisu \$\$\$	\$\$\$
					Uusi projekti konseptoinnissa				"Peli X" julkaisu \$\$\$

Lähde: Inderes, *Inderesin arvioita tulevista projekteista

Oletukset liikevaihtoennusteiden taustalla

AW2 oletukset ennustemallissa

	Q3'23	Q4'23	Q1'24	Q2'24	Q3'24	Q4'24	Q1'25	Q2'25	Q3'25	Q4'25
Keskihinta (€)	60	55	55	55	50	45	40	40	40	40
Myyntimäärä (milj. kpl)	0,30	0,70	0,40	0,20	0,25	0,35	0,30	0,25	0,15	0,30
Projektin tuotot (milj.€)	11	24	14	7	8	10	8	6	4	8
Remedyn rojalit (milj.€)	0	0	0	0	0,0	1,9	3,8	3,1	1,9	3,8
Myytyjä kopioita kumulatiivisesti (milj. kpl)	0,3	1,0	1,4	1,6	1,9	2,2	2,5	2,8	2,9	3,2
Projektin tuotot kumulatiivisesti (milj. €)	11	35	49	56	64	74	81	87	91	99
Remedyn rojalit kumulatiivisesti (milj. €)		0	0	0	0,0	1,9	5,6	8,7	10,6	14,4

Taustaoletuksia laskelmalle

- Arvonlisävero 20 %
- Jakelukustannus 25 %
- Budjetti (tuotanto+markkinointi) 70 MEUR

→ AW2:n pitää näillä oletuksilla myydä noin 2 milj. kopiaita, jotta Epicin rahoittamat tuotanto- ja markkinointikustannukset on katettu ja Remedyllä alkaa kertyä rojalitutuottoja

Nykyiset kehitteillä olevat projektit

Control 2 (itsejulkaisu, Annapurna rahoittaa 50 %)

Markkinointibudjetti 15 MEUR

Tuotantobudjetti 50 MEUR

	2027	2028	2029
Myyntimäärä (milj. kpl)	1,8	2,2	1,1
Keskihinta (€)	60	50	45

Max Payne 1&2 (alihankinta)

Markkinointibudjetti 25 MEUR

Tuotantobudjetti 60 MEUR

Remedyn osuus rojalteista 15 %

	26-27	2028	2029
Myyntimäärä (milj. kpl)	4,1	1,5	1,2
Keskihinta (€)	60	50	45

FBC: Firebreak (itsejulkaisu)

Kehitys+markkinointi 35 MEUR

Oletus: Peli tuottaa n. 1,5x projektiin sijoitetun pääoman vuoden 2028 loppuun mennessä

Oletukset tulevista peliprojekteista

"Alan Wake 3" (itsejulkaisu)

Markkinointibudjetti 20 MEUR

	2029	2030	2031
Myyntimäärä (milj. kpl)	1,5	1,8	1,2
Keskihinta (€)	60	55	50

"Control 3" (itsejulkaisu)

Markkinointibudjetti 20 MEUR

	2030	2031	2032
Myyntimäärä (milj. kpl)	1,7	2,2	1,3
Keskihinta (€)	60	55	50

Taustaoletuksia laskelmalle

- Arvonlisävero 20 %
- Jakelukustannus 25 %
- Oletamme Remedyn pystyvän nykyisellä organisaatiollaan (oletetulla kulujen kasvulla) aloittamaan ja itsejulkaisemaan seuraavat peliprojektit itse

Ennusteet 2/3

Vuoden 2024 ennuste

Remedy ohjeistaa vuoden 2024 liikevaihdon kasvavan edellisvuodesta (2023: 33,9 MEUR) ja liikevoiton (2023: -28,6 MEUR) parantuvan. Yhtiö on myös kommentoinut, että liiketulos pysyy tänä vuonna vielä negatiivisena.

Ennustamme Remedyyn vuoden 2024 liikevaihdon kasvavan 43 % 48,6 MEUR:oon ja käyttökatteen (-0,1 MEUR) paranevan merkittävästi edellisvuodesta. Poistot painavat liikevoiton vielä -7,2 MEUR pakkaselle. Remedyyn kulumakentien kehitys on rauhoittunut tänä vuonna, kun panostukset moniprojektimallin ylösajoon on jo pitkälti tehty viime vuosina. Pääosin kiinteän kulumakentien myötä liikevaihdon kasvu heijastuu nyt siis voimakkaasti kannattavuuteen. Kuluvan vuoden liikevaihto sai Q3:lla merkittävää tukea Annapurna-sopimuksesta, jonka myötä Control 2:sta tuloutui takautuvasti kehitysmaksuja.

Q4:stä odotamme vuoden heikointa neljänestä (lv. 9,6 MEUR, EBITDA -3,2 MEUR), kun kehitysmaksut jäävät mataliksi ja AW2:sta odotamme vasta hyvin pieniä rojalteja. Ennusteellamme pelin pitää myydä noin 2 miljoonaa kappaletta tuotanto- ja markkinointikulujensa kattamiseksi. Loppuvuosi on peleille kausiluonteisesti vahvinta myyntiaikaa ja AW2 saa nyt myös tukea fyysisen version ja toisen lisäosan julkaisusta, minkä lisäksi alennuskampanjoita ja markkinointiaktiiviteettia on lisätty. Odotamme pelin myyvän noin 2,2 milj. kpl vuoden loppuun mennessä (yli 1,8 milj. marraskuun 19. pidettyyn CMD:hen mennessä).

Vuoden 2025 ennuste

Vuonna 2025 (liikevaihto 60,6 MEUR ja EBITDA 3,0 MEUR) AW2:n rojalteiden lisäksi kasvun kannalta

keskeinen muuttuja on FBC: Firebreakin vastaanotto. Oletamme pelin julkaisua Q3:lla. Arviomme mukaan alkuvaiheessa pelin myynti tulee painottumaan itse pelikopioiden myyntiin ja pelin sisäisten ostosten rooli on rajallisempi. Oletamme pelin tuovan Remedyllä liikevaihtoa ensi vuonna 18,3 MEUR, mihin pääsy vaatisi 5 MEUR:n b2b-sopimusten lisäksi esimerkiksi noin 0,4 milj. pelikopion myyntiä 35 euron keskihinnalla. Kustannusten osalta odotamme henkilöstökulujen jatkavan maltillisessa nousussa ja muuten kulut nousevat pitkälti FBC: Firebreakin markkinointi- ja jakelukustannusten myötä.

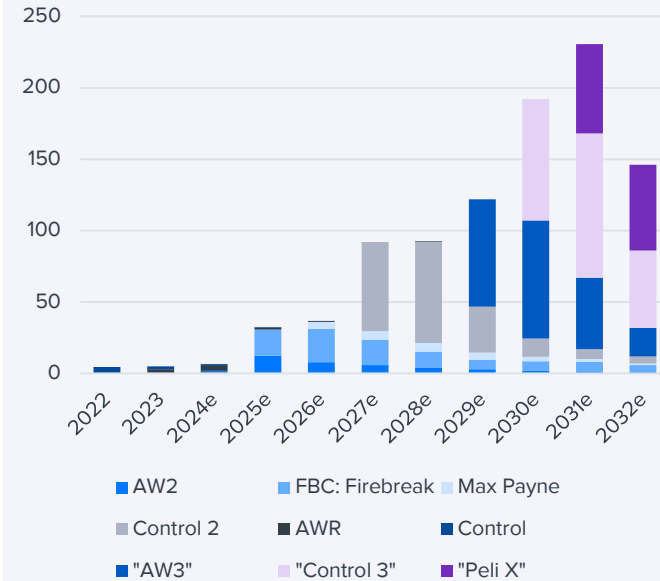
Vuosien 2026-2028 ennusteet

Vuonna 2026 odotamme Max Paynen julkaisua H1:llä ja FBC: Firebreakin jatkavan myyntiään (b2b-sopimukset 5 MEUR). Tällöin liikevaihto (73 MEUR) ja käyttökate (13,5 MEUR) paranisivat selvästi edellisvuodesta.

Tuloksenteon kannalta katseet ovat kuitenkin erityisesti vuosissa 2027-2028, jolloin odotamme Control 2:n julkaisua (H1'27). Odotamme pelibrändin kasvaneen pelaaja- ja fanikunnan luovan hyvät puitteet menestyvälle pelijulkaisulle ja odotamme pelin myyvän noin 4 miljoonaa kappaletta ensimmäisten kahden vuoden aikana.

Vahvan pelimyynnin siivittämänä odotamme Remedyyn liikevaihdon nousevan vuonna 2027 noin 115 MEUR:oon ja olevan vuonna 2028 113 MEUR. Tällöin käyttökatemarginaali olisi ennusteellamme 27 % ja 24 %. Tämän perusteella Remedyyn omat oletukset taloudellisten tavoitteiden taustalla perustuvat ennusteitamme keveämpään kulumakenteeseen ja/tai osittain erilaiseen liikevaihdon jakaumaan.

Oletukset rojalteista ja omien pelien myynnistä (MEUR)



Rojalituottoja tuottavat pelit: Control, Alan Wake Remastered, Alan Wake 2, Max Payne 1&2 remake, muut vanhat pelit

Itsejulkaistut pelit: FBC: Firebreak, Control 2 ja kaikki muut tulevat pelit

Ennusteet 3/3

Pitkän aikavälin ennusteet

Remedyn liiketoiminnan pitkän aikavälin näkymät ovat moniprojektimallin ja säännöllisempien pelijulkaisujen myötä mielestämme vahvat. Tarkka näkyvyys pitkän aikavälin liikevaihdon ja tuloksen kehitykseen on kuitenkin heikko ja vaatii luottamusta yhtiön nykyisen strategian onnistuneeseen toteutukseen.

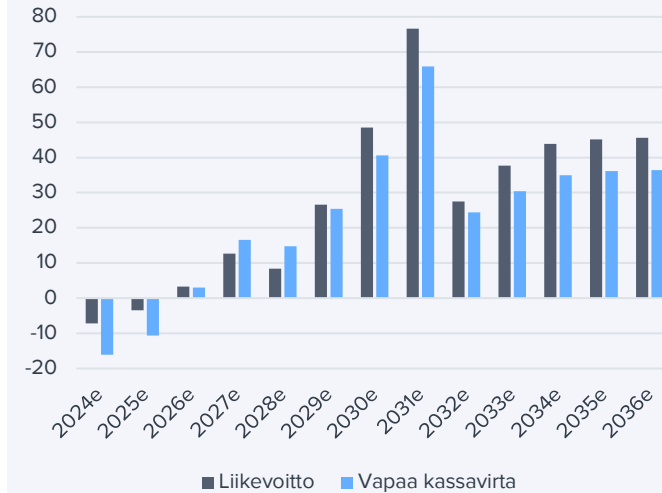
Pitkän aikavälin ennusteemme olettaa Remedytä uusia menestyviä pelijulkaisuja, jotka mahdollistavat yhtiön kasvun ja hyvän kannattavuustason. Kasvu ei todennäköisesti kuitenkaan tule olemaan tasaista, vaan pelijulkaisujen ajoitukset heiluttavat vuositason lukuja myös jatkossa.

Ennusteellamme Remedyn liikevaihto jatkaa uusien isojen pelijulkaisujen myötä voimakkaassa kasvussa vuosina 2029-2031 ja nousee 142 MEUR:sta 230 MEUR:oon. Vuoteen 2031 osuu ennusteperiodilla isoin liikevaihtovaikutus useasta uudesta pelistä, minkä lisäksi jo vanhat pelit tuottavat edelleen liikevaihtoa. Tällöin myös kannattavuus tekee ennusteellamme huippunsa ja EBIT-marginaali käy parhaimmillaan 33 %:ssa. Tämän jälkeen odotamme vuosittaisen liikevaihdon tasaantuvan noin 150-180 MEUR:n tasolle ja liikevoittomarginaalin asettuvan pitkällä aikavälillä 25-26 %:iin. Tässä kohtaa myös aktivointien ja poistojen suhteen pitäisi olla melko hyvässä tasapainossa, ja Remedyn liikevoitosta konvertoitua vapaata rahavirtaa hyvällä suhteella.

Itsejulkaisun myötä Remedyn suhteellinen kannattavuus on jonkin verran aiempaa heikompi, koska jakelukulut virtaavat yhtiön tuloslaskelman läpi nostaen liikevaihtoa. Silti erittäin hyvässä skenaariossa Remedyllä on potentiaalia

ennusteitamme parempaanakin kannattavuustasoon, sillä laadukkailla konsoli- ja PC-pelistudioilla yli 40 %:n liikevoittomarginaalit eivät ole ennennäkemättömiä.

Liikevoitto ja vapaa kassavirta



Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2022	Q1'23	Q2'23	Q3'23	Q4'23	2023	Q1'24	Q2'24	Q3'24	Q4'24e	2024e	2025e	2026e	2027e
Liikevaihto	43,6	6,9	8,9	7,8	10,3	33,9	10,8	10,3	17,9	9,6	48,6	60,6	73,0	115
Kehitysmaksut	39,1	6,4	7,9	6,7	7,6	28,8	9,0	9,4	17,0	7,0	42,4	28,0	36,2	23,5
Rojalit	4,5	0,5	1,0	1,1	2,7	5,2	1,8	0,9	0,8	2,6	6,2	14,3	13,5	12,3
Omien pelien myynti	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	18,3	23,3	79,5
Käyttökate	1,9	-4,9	-4,0	-4,2	-3,9	-17,0	-1,2	-2,4	6,7	-3,2	-0,1	3,0	13,5	31,6
Poistot ja arvonalennukset	-2,5	-0,7	-0,8	-1,3	-8,9	-11,7	-0,9	-0,9	-4,3	-1,0	-7,0	-6,5	-10,1	-18,9
Liikevoitto ilman kertaeriä	-0,6	-5,6	-4,8	-5,5	-12,7	-28,6	-2,1	-3,2	2,4	-4,2	-7,1	-3,5	3,3	12,7
Liikevoitto	-0,6	-5,6	-4,8	-5,5	-12,7	-28,6	-2,1	-3,2	2,4	-4,2	-7,1	-3,5	3,3	12,7
Nettorahoituskulut	-0,6	0,0	0,4	0,0	0,7	1,1	0,1	0,3	0,0	0,1	0,5	0,0	0,0	-0,1
Tulos ennen veroja	-1,2	-5,6	-4,4	-5,5	-12,0	-27,5	-2,0	-2,9	2,4	-4,1	-6,7	-3,5	3,3	12,6
Verot	-0,5	0,0	1,7	1,1	2,1	4,9	0,0	0,7	-0,5	0,8	1,0	0,7	-0,7	-2,5
Nettotulos	-1,7	-5,6	-2,7	-4,4	-9,9	-22,7	-2,0	-2,2	1,9	-3,3	-5,6	-2,8	2,7	10,1
EPS (oikaistu)	-0,13	-0,42	-0,20	-0,33	-0,74	-1,68	-0,15	-0,16	0,14	-0,24	-0,41	-0,20	0,19	0,73
EPS (raportoitu)	-0,13	-0,42	-0,20	-0,33	-0,74	-1,68	-0,15	-0,16	0,14	-0,24	-0,41	-0,20	0,19	0,73

Tunnusluvut	2022	Q1'23	Q2'23	Q3'23	Q4'23	2023	Q1'24	Q2'24	Q3'24	Q4'24e	2024e	2025e	2026e	2027e
Liikevaihdon kasvu-%	-2,5 %	-45,4 %	-5,3 %	-1,1 %	-24,4 %	-22,2 %	56,2 %	16,2 %	128,5 %	-7,1 %	43,2 %	24,8 %	20,4 %	58,0 %
Käyttökate-%	4,4 %	-71,6 %	-44,7 %	-53,4 %	-37,4 %	-50,0 %	-11,2 %	-22,7 %	37,3 %	-33,8 %	-0,3 %	5,0 %	18,5 %	27,4 %
Oikaistu liikevoitto-%	-1,3 %	-81,0 %	-53,7 %	-70,5 %	-123,6 %	-84,4 %	-19,3 %	-31,0 %	13,4 %	-44,3 %	-14,7 %	-5,7 %	4,6 %	11,0 %
Nettotulos-%	-4,0 %	-81,6 %	-30,0 %	-56,7 %	-96,3 %	-66,8 %	-18,5 %	-21,4 %	10,6 %	-34,6 %	-11,6 %	-4,6 %	3,7 %	8,7 %

Ennustemuutokset	2024e	2024e	Muutos	2025e	2025e	Muutos	2026e	2026e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	48,6	48,6	0 %	62,3	60,6	-3 %	62,7	73,0	16 %
Käyttökate	-0,1	-0,1	0 %	8,0	3,0	-62 %	7,8	13,5	73 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	-7,1	-7,1	0 %	1,5	-3,5	-331 %	-2,4	3,3	241 %
Liikevoitto	-7,1	-7,1	0 %	1,5	-3,5	-331 %	-2,4	3,3	241 %
Tulos ennen veroja	-6,7	-6,7	0 %	1,5	-3,5	-331 %	-2,4	3,3	241 %
EPS (ilman kertaeriä)	-0,41	-0,41	0 %	0,09	-0,20	-331 %	-0,14	0,19	241 %
Osakekohtainen osinko	0,00	0,00		0,00	0,00		0,00	0,00	

Lähde: Inderes

Arvonmääritys 1/4

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 pitkällä aikavälillä. 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 Remedyn näkökulmasta vaihtelee julkaisusopimuksesta tai itsejulkaisusta riippuen kymmenistä miljoonista jopa satoihin miljooniin euroihin, joten mahdollisten lopputulemien haarukka on leveä. Moniprojektimallin onnistuneen ylösajon myötä pelien julkaisutahti tihenee ja ”menestysoptioiden” lukumäärä nousee jatkossa. Pelkästään jo kohtuullisen hyvin menestyvillä peleillä Remedyn kasvunäkymät ovat arviomme mukaan hyvät pitkälle tulevaisuuteen. Olemme havainnollistaneet Remedyn osakkeen potentiaalia sivun 40 skenaarioissa.

Yksittäisen vuoden arvostuskertoimet tulevat heilumaan pelijulkaisujen tahdissa

Remedy on strategiassaan siirtymässä investointivaiheesta kasvuvaiheeseen, mikä näkyy vielä lyhyellä aikavälillä korkeissa arvostuskertoimissa (2025e EV/EBITDA 62x). Remedyn tuloskehitys ja sitä kautta arvostuskertoimet tulevat pelijulkaisujen

ajoituksista johtuen heilumaan ennusteillamme vielä useita vuosia. Liikevoiton tasolla aktivoitujen kehitysmenojen poistot tulevat heiluttamaan lukuja todennäköisesti vielä vuosikymmenen lopullakin. Moniprojektimallin mahdollistama tasaisempi tuloskehitys alkaa näkyä käyttökatteessa vuodesta 2027 lähtien, jolloin ennustamamme Control 2:n menestyksen siivittämänä EV/EBITDA-kertoimet (2027e-2028e: 5,5x-5,9x) painuvat jo hyvin mataliksi.

Liikevaihtokertoimella Remedyn arvostuksesta on vedettävissä samat johtopäätökset. Kuluvan vuoden kerroin (3,7x) ei ole erityisen houkutteleva, mutta kasvun realisoituessa kertoimet (2027e-2028e 1,5x-1,4x) painuvat mataliksi yhtiön kasvu- ja kannattavuusprofiiliin peilattuna.

FBC: Firebreakin julkaisu seuraava isompi ajuri

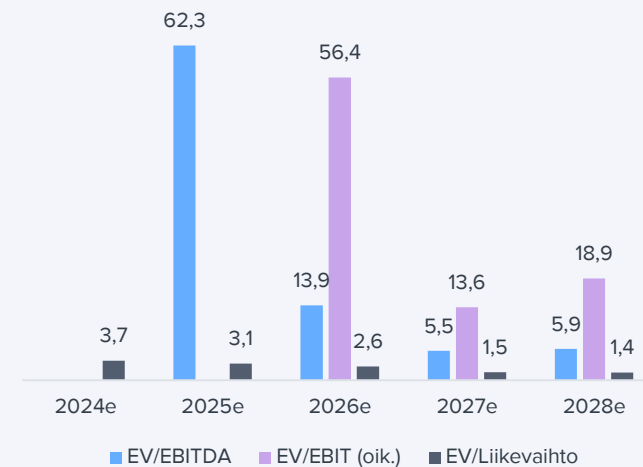
Uskomme Remedyn kykyyn luoda pitkällä aikavälillä useampia laadukkaita ja menestyviä pelejä, mihin peilattuna osakkeen nykyarvostus on hyvin houkutteleva. Lyhyellä aikavälillä osakkeen arvostus on kuitenkin koholla ja yksi keskeinen ajuri (AW2:n rojalitit) on kehittynyt tänä vuonna odotuksia vaisummin, Tämä voi pitää osakkeen paineessa, kun samalla yleinen sentimentti pelisektorin yllä on edelleen melko synkkä.

FBC: Firebreakin julkaisu kuitenkin lähenee, ja tämä tulee olemaan seuraavan vuoden aikana selkeä ajuri osakkeelle. Remedyn ensimmäisen moninpelihankkeen onnistuneessa julkaisemisessa on silti vielä todistettavaa. Tämä näkyy mielestämme myös loppuvuodesta laskeneessa osakkeessa, eivätkä odotukset pelin suhteen ole kovin korkealla. Tilaa löytyy siis myös mahdollisille positiivisille yllätyksille.

Arvostustaso	2024e	2025e	2026e
Osakekurssi	13,5	13,5	13,5
Osakemäärä, milj. kpl	13,6	13,7	13,8
Markkina-arvo	183	185	186
Yritysarvo (EV)	177	189	188
P/E (oik.)	neg.	neg.	69,8
P/E	neg.	neg.	69,8
P/B	3,0	3,1	3,0
P/S	3,8	3,0	2,5
EV/Liikevaihto	3,7	3,1	2,6
EV/EBITDA	neg.	62,3	13,9
EV/EBIT (oik.)	neg.	neg.	56,4
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0 %	0,0 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %

Lähde: Inderes

Remedyn arvostuskertoimien kehitys



Lähde: Inderes

Arvonmääritys 2/4

Pidämme kuitenkin myös FBC: Firebreakia tällä hetkellä Remedyn riskisimpänä hankkeena, ja epäonnistuneen julkaisun skenaariossa osakkeen ajurit olisivat lyhyellä aikavälillä hukassa. Osakkeen arvonluonnin kannalta keskeisintä on onnistua Control 2:n julkaisussa, mutta tämä useamman vuoden päässä oleva tapahtuma ei Helsingin pörssiin nykyisessä sentimentissä vielä riitä tukemaan osaketta. Uskomme silti, että Remedyn osake alkaa jossain kohtaa lähivuosina heijastella vahvemmin yhtiön pitkän aikavälin potentiaalia, kunhan peliprojektit etenevät tuotantoputkessa kohti julkaisua.

Muistutamme, että sijoittajien on jatkossakin oltava valmiita sietämään suurta kurssiheiluntaa, jota muutokset odotuksissa tulevien pelien osalta voivat aiheuttaa. Nykyisellä, viime vuosina voimakkaasti laskeneella osakekurssilla näemme tässäkin tekijässä riskit enemmän positiivisella puolella.

Pitkällä aikavälillä pidämme todennäköisenä Remedyn päätymistä yritystoston kohteeksi

Pelimarkkinan konsolidaatiossa hyvin moni Remedyn kaltainen itsenäinen pelistudio on jo päätyneet yritysjärjestelyn kautta osaksi isompa toimijaa. Teoriassa kaikki markkinan isot pelurit (mm. Tencent, Microsoft, Sony ja suuret julkaisijat) ovat potentiaalisia ostajakandidaatteja myös Remedyn tapauksessa.

Tämän vuoden tapahtumien perusteella selkeäksi ykkösehdokkaaksi on noussut Tencent, joka omistaa jo nyt 14,8 % Remedyn osakkeista, ja vaihtovelkakirjalainan konvertoinnin jälkeen omistus nousee 20,8 %:iin. Omistusosuutensa turvin yhtiö voisi myös torjua mahdolliset muut

ostotarjoukset. Lyhyellä aikavälillä näemmekin mahdollisuuden ostotarjoukselle pienentyneen, mutta vuosikymmenen loppuun asti tarkasteltuna sen todennäköisyys mielestämme asteittain kasvaa. Tätä puoltaa mielestämme se, että mikäli Remedy onnistuu strategiansa toteuttamisessa tulevina vuosina, näemme osakkeen olevan arvostusmielessä aivan eri tasoilla, mikä voisi avata hyvän exit-paikan yhtiön näkökulmasta. Ostajan näkökulmasta Remedy olisi tässä kohtaa todistanut moniprojektimallin toimimisen jo pidemmän aikaa ja samalla vahvistanut omistamiaan pelibrändejä.

Osta, jos uskot tulevien pelien menestykseen

Remedyn arvo nojaa pitkällä tulevaisuudessa kertyviin rahavirtoihin, joihin tarkka näkyvyys on luonnollisesti vielä hyvin heikko. Siten arvonmääritystä on tässä vaiheessa syytä lähestyä erilaisten skenaarioiden kautta ja pyrkiä arvioimaan osakkeeseen hinnoiteltuja odotuksia ja sitä kautta tuotto/riski-suhdetta. Sivulla 39 läpikäydyissä DCF-laskelmien perusskenaariossa oletamme hyvin menestyviä pelijulkaisuja, joilla päädytään tuottovaateesta riippuen noin 19-31 euron osakekohtaiseen arvoon. Optimistisessa skenaariossa osake voi moninkertaistua, mutta heikossa skenaariossa laskuvaraa on edelleen runsaasti. Perusskenaariossa päädytään jo selvästi yli nykyisen osakekurssin, joten osakkeen voi todeta olevan tällä hetkellä halpa, mikäli usko Remedyn tulevien pelien menestykseen. Meiltä luottoa vielä löytyy ja toistamme osakkeen ostasuosituksen ja 19,0 euron tavoitehinnan.

Arvonmääritys 3/4

Peliyhtiöiden arvostusten vertailussa keskenään monta sudenkuoppaa

Olemme koonneet Remedyn verrokkiryhmään pääasiallisesti konsoli- ja PC-peleihin keskittyneitä yhtiöitä. Ryhmän yhtiöt ovat kooltaan sekä kehitysvaiheiltaan hyvin erilaisia, ja yhtiöiden kasvu- ja kannattavuusprofiilit poikkeavat toisistaan huomattavasti. Osa yhtiöistä on ajautunut viime vuosina taloudellisiin vaikeuksiin, mikä on painanut näiden arvostukset hyvin mataliksi suhteessa lähivuosien ennustettuun kehitykseen. Osalla taas (esim. Take-Two ja CD Projekt) odotukset painottuvat keskipitkällä aikavälillä julkaistaviin suuriin peleihin, jolloin lyhyen aikavälin arvostuskertoimet ovat erittäin korkeita. Toisilla taas lyhyen aikavälin arvostus voi näyttää matalalta sen vuoksi, että iso pelijulkaisu on ajoittunut juuri tälle tilikaudelle. Edellä mainitusta johtuen emme näe Remedylle keräämämme verrokkiryhmän mediaaniarvostuksen (2024e EV/S 1,7x ja EV/EBITDA 5x) kertovan todellista kuvaa peliyhtiöiden keskimäärin hyväksyttävästä

arvostuksesta.

Kokonaisuutena 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. Edellä mainitut yhtiökohtaiset haasteet ovat myös tuoneet kertoimia alaspäin monessa tapauksessa.

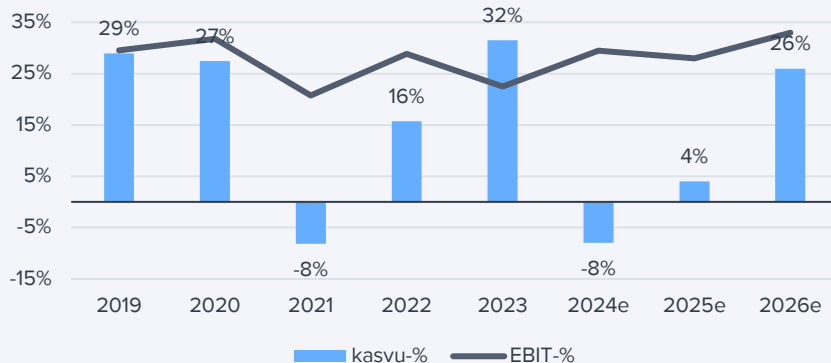
Markkinamyllerryksestä huolimatta laadukkaita peliyhtiöitä hinnoitellaan edelleen korkeilla kertoimilla. Esimerkiksi CD Projektin, Paradoxin, EA:n ja Take-Twon EV/EBITDA-kertoimet ovat lähivuosille mediaanitasolla noin 30x ja EV/S-kertoimet 7-8x. Näilläkin useammalla arvostustasolla laskevat kuitenkin selkeästi alemmas keskipitkällä aikavälillä odotettujen pelijulkaisujen myötä.

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 tästä joukosta. Nämä yhtiöt myös toimivat itse peliensä julkaisijoina, joten liikevaihtomielessä yhtiöt olisivat myös suhteellisen hyvin vertailukelpoisia. Sijoittajan näkökulmasta peliyhtiöiden liikevaihto voi olla arvoltaan hyvin erilaista, mistä Remedyn muutos itsejulkaisijaksi (jakelukulut näkyvät jatkossa yhtiön liikevaihdossa) toimii hyvänä esimerkkinä.

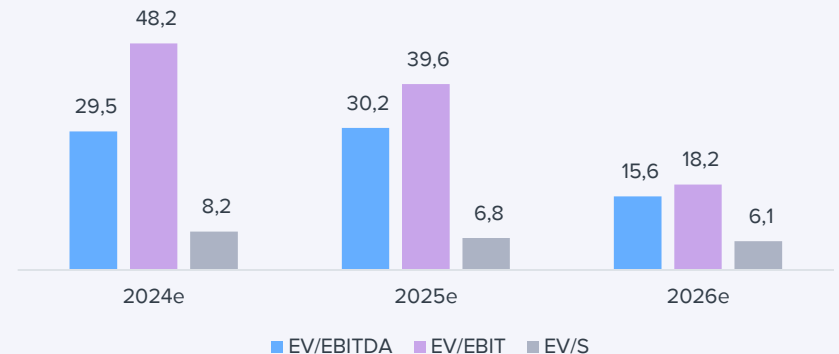
Mikäli Remedy onnistuu saavuttamaan pitkällä aikavälillä vakaamman vaiheen ja tuloskehitys jossain määrin tasaantuu, voisi hyväksyttävä EV/EBIT-kerroin olla noin 12x-20x kasvunäkymistä ja osakemarkkinan sentimentistä riippuen. Tämän tasoiset kertoimet heijastelisivat jossain määrin hyvää kannattavuutta tekevien ohjelmistoyhtiöiden arvostuksia. Pidemmälläkään aikavälillä yksittäisen vuoden kertoimiin ei voi kuitenkaan lukittautua liian vahvasti, sillä pelijulkaisujen ajoitukset heiluttelevat yhä myös selvästi isompien peliyhtiöiden lukuja.

Laadukkaiden verrokkien* kasvu ja EBIT-% (mediaani)



Lähde: Inderes, Refinitiv, *CD Projekt, Paradox, EA ja Take-Two

Laadukkaiden verrokkien* arvostuskertoimet (mediaani)



Arvonmääritys 4/4

DCF-malli hyvin herkkä pelien menestykselle

Lähestymme Remedyn DCF-mallinnusta kolmen skenaarion kautta, joilla pyrimme havainnollistamaan yhtiön arvon herkkyyttä tulevien pelien menestykselle. Skenaarioissa olemme erityisesti muuttaneet oletuksia tulevien AAA-pelien myyntimääristä. Kiinteään kulurakenteen ja itsejulkaisun myötä yhtiön osakkeen arvo voi heilua poikkeuksellisen laajalla skaalalla pessimistisen ja optimistisen skenaarion välillä.

DCF-mallimme mukainen arvo Remedyn osakkeelle ennusteisiimme pohjautuvassa perusskenaariossa on noin 26 euroa. Yhtiön kehitysvaiheesta johtuen kassavirrat painottuvat voimakkaasti vuoden 2027 jälkeiseen aikaan, jolloin säännöllisemmät pelijulkaisut nostavat liikevaihtoa ja kannattavuutta. Perusskenaariossa oletamme isojen AAA-pelien myyvän

ensimmäisen kolmen vuoden aikana keskimäärin noin 5 miljoonaa kopiota.

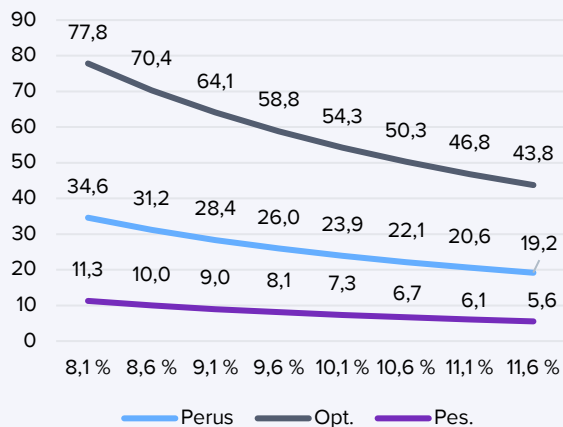
Mallissamme pääoman kustannus (WACC) on asetettu 9,6 %:iin, mikä Remedyn hyvä taloudellinen tilanne, kasvunäkymät ja strategian edistyminen huomioiden on perusteltavissa. Korkeiden kasvuodotusten valossa tuottovaade voisi olla myös jonkin verran korkeampi. Olemme alla olevassa kuvaajassa havainnollistaneet käytetyn tuottovaateen vaikutusta DCF-arvoon.

Optimistisessa skenaariossa oletamme isojen AAA-hankkeiden myyvän keskimäärin kolmessa vuodessa noin 7 miljoonaa kopiota ja oletamme FBC: Firebreakin ja Max Payne -projektien tuottavan myös perusskenaariota paremmin. Tässä skenaariossa Remedyn vapaa kassavirta ampui katosta läpi ja tuottovaateesta riippuen osakkeen arvo olisi jopa reilusti yli 50 euroa. Skenaario havainnollistaa hyvin myös sitä, miten

hittipelin kohdalla viimeiset miljoonat myydyt kopiot parantavat yksittäisen projektin kannattavuutta huomasti.

Pessimistisessä skenaariossa oletamme isojen AAA-pelihankkeiden myyvän keskimäärin kolmessa vuodessa noin 3 miljoonaa kopiota ja FBC: Firebreakin ja Max Paynen tuottavan selkeästi vielä perusskenaariota heikommin. Tällöin arvioimme, että Remedyn täytyisi leikata kulurakennettaan perusskenaariota matalammaksi kohtuullisen kannattavuuden saavuttamiseksi. Pienempi organisaatio heijastuu näin myös matalampiin pidemmän aikavälin liikevaihtoennusteisiin. Tässäkin skenaariossa Remedy tekisi kohtuullista tulosta ja kassavirtaa pitkällä aikavälillä, mutta osakkeen arvo olisi tuottovaateesta riippuen noin 6-10 euroa. Tämä osaltaan kertoo, että Remedyn osakkeeseen on jo nyt ladattu selkeitä kasvuodotuksia, eikä suurille pettymyksille ole sijaa.

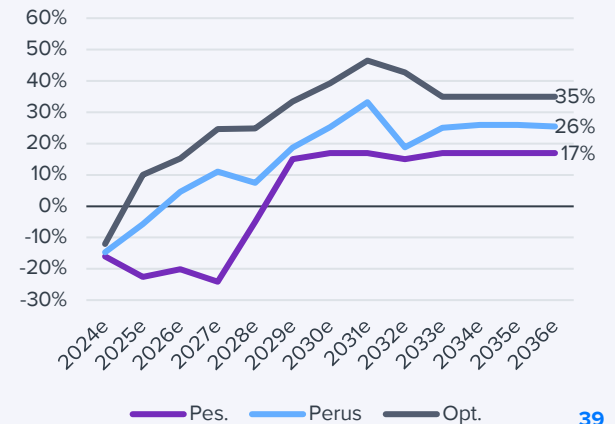
DCF-arvo eri skenaarioissa



Liikevaihto eri skenaarioissa (MEUR)



EBIT-% eri skenaarioissa



Remedyn pitkän aikavälin potentiaalin haarukointi

Osaakekurssi eri skenaarioissa

EV/EBIT 12x

Liikevaihto (MEUR)

EBIT-%	100	125	150	175	200
25 %	21,3	26,3	31,3	36,3	41,3
30 %	25,3	31,3	37,3	43,3	49,3
35 %	29,3	36,3	43,3	50,3	57,3
40 %	33,3	41,3	49,3	57,3	65,3

EV/EBIT 16x

Liikevaihto (MEUR)

EBIT-%	100	125	150	175	200
25 %	28,0	34,7	41,3	48,0	54,7
30 %	33,3	41,3	49,3	57,3	65,3
35 %	38,7	48,0	57,3	66,7	76,0
40 %	44,0	54,7	65,3	76,0	86,7

EV/EBIT 20x

Liikevaihto (MEUR)

EBIT-%	100	125	150	175	200
25 %	34,7	43,0	51,3	59,7	68,0
30 %	41,3	51,3	61,3	71,3	81,3
35 %	48,0	59,7	71,3	83,0	94,7
40 %	54,7	68,0	81,3	94,7	108,0

Vuotuinen tuotto-odotus 2030

EV/EBIT 12x

Liikevaihto (MEUR)

EBIT-%	100	125	150	175	200
25 %	8 %	12 %	15 %	18 %	20 %
30 %	11 %	15 %	18 %	21 %	24 %
35 %	14 %	18 %	21 %	24 %	27 %
40 %	16 %	20 %	24 %	27 %	30 %

EV/EBIT 16x

Liikevaihto (MEUR)

EBIT-%	100	125	150	175	200
25 %	13 %	17 %	20 %	23 %	26 %
30 %	16 %	20 %	24 %	27 %	30 %
35 %	19 %	23 %	27 %	30 %	33 %
40 %	22 %	26 %	30 %	33 %	36 %

EV/EBIT 20x

Liikevaihto (MEUR)

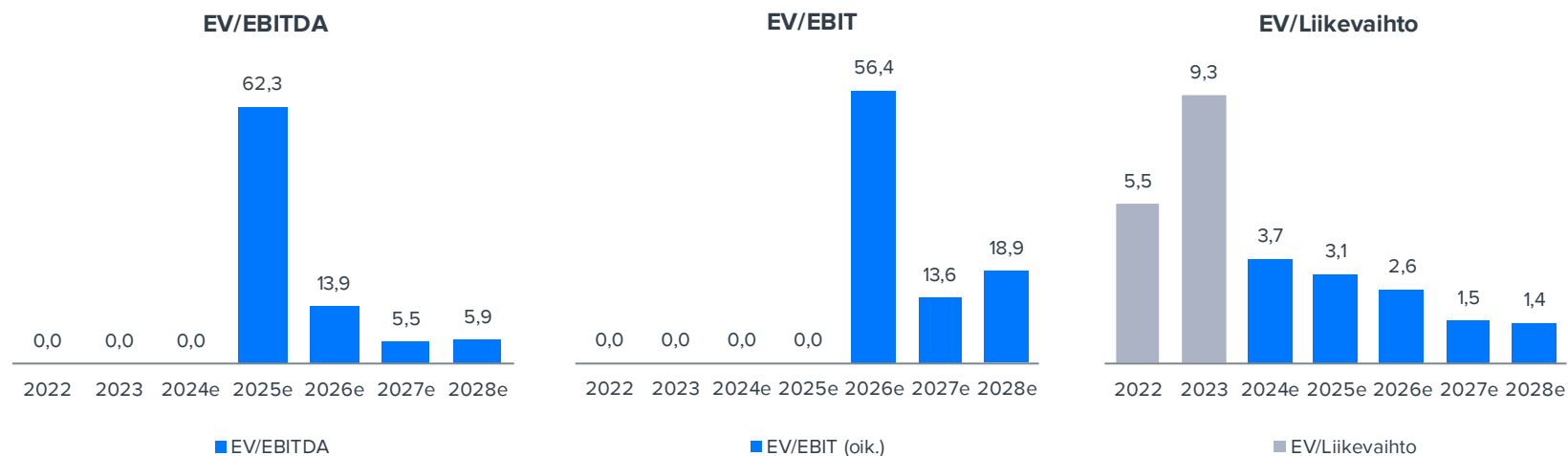
EBIT-%	100	125	150	175	200
25 %	17 %	21 %	25 %	28 %	31 %
30 %	20 %	25 %	28 %	32 %	35 %
35 %	23 %	28 %	32 %	35 %	38 %
40 %	26 %	31 %	35 %	38 %	41 %

- Skenaarioilla pyritti havainnollistamaan Remedyn osakkeen tuotto-odotusta, mikäli yhtiö saavuttaa vuoteen 2030 mennessä kestävästi 100-200 MEUR:n liikevaihdon 25-40 %:n liikevoittomarginaalilla.
- Yhtiön pelihankkeiden menestyessä hyvin näemme liikevaihdon ja kannattavuuden edellytykset ylittää näille tasoille.
- Skenaarioissa oletettu Remedyn nettokassaksi 20 MEUR ja osakemääräksi 15 milj. osaketta (huomioi optio-ohjelmien diluutiovaikutusta sekä vaihtovelkakirjan).
- Arvostuskertoimien osalta 12x EV/EBIT-kerroin kuvastaisi näkemyksemme mukaan skenaariota, missä Remedyn tuleva kasvunäkymä olisi heikko, 16x kertoimella hyvä ja 20x kertoimella erittäin hyvä.

Arvostustaulukko

Arvostustaso	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e
Osakekurssi	39,0	39,7	21,9	25,4	13,5	13,5	13,5	13,5	13,5
Osakemäärä, milj. kpl	12,1	13,1	13,4	13,5	13,6	13,7	13,8	13,9	14,0
Markkina-arvo	471	528	294	343	183	185	186	187	189
Yritysarvo (EV)	453	473	241	316	177	189	188	172	159
P/E (oik.)	87,0	59,0	neg.	neg.	neg.	neg.	69,8	18,6	28,4
P/E	87,0	59,0	neg.	neg.	neg.	neg.	69,8	18,6	28,4
P/B	13,0	6,0	3,3	5,1	3,0	3,1	3,0	2,6	2,4
P/S	11,5	11,8	6,7	10,1	3,8	3,0	2,5	1,6	1,7
EV/Liikevaihto	11,0	10,6	5,5	9,3	3,7	3,1	2,6	1,5	1,4
EV/EBITDA	32,5	32,8	>100	neg.	neg.	62,3	13,9	5,5	5,9
EV/EBIT (oik.)	62,5	41,5	neg.	neg.	neg.	neg.	56,4	13,6	18,9
Osinko/tulos (%)	36,2 %	25,7 %	neg.	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Osinkotuotto-%	0,4 %	0,4 %	0,5 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %

Lähde: Inderes



Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		Lv:n kasvu-%		EBIT-%		
	MEUR	MEUR	2024e	2025e	2024e	2025e	2024e	2025e	2024e	2025e	2024e	2025e	
Frontier Developments	99	89			2,9	2,0	0,8	0,8	-14 %	3 %	-29 %	-4 %	
Embracer	3655	4940	7,8	9,8	5,2	5,8	1,3	1,5	15 %	-11 %	17 %	15 %	
Starbreeze	25	8			1,0	1,4	0,5	0,6	-71 %	12 %	-124 %	-4 %	
CD Projekt	4444	4196	61,6	101,9	43,3	63,2	20,5	25,4	-25 %	-19 %	33 %	25 %	
Paradox Interactive	1863	1765	34,9	24,0	15,7	11,1	9,6	7,4	-17 %	31 %	28 %	31 %	
Team17	400	338	7,8	7,3	6,8	6,4	1,7	1,7	9 %	3 %	22 %	23 %	
Playway	423	388	10,3	8,9	10,2	8,8	5,4	4,8	0 %	13 %	52 %	54 %	
11 Bit Studios	96	89	4,6	3,5	3,7	2,5	2,3	1,8	171 %	23 %	50 %	53 %	
Enad Global 7	124	111	5,5	4,1	3,7	2,5	0,7	0,6	-17 %	17 %	13 %	15 %	
Thunderful Group	5	7					1,5	0,3	0,2	-90 %	5 %	-205 %	-25 %
Tinybuild	38	29					18,0	0,8	0,7	-18 %	10 %	-16 %	-2 %
CI Games	54	54			3,6	8,9	2,8	4,0	-64 %	-30 %	-6 %	-24 %	
Electronic Arts	39040	38393	17,4	16,2	15,6	14,7	5,4	5,2	6 %	2 %	31 %	32 %	
Take-Two Interactive	31287	33589	62,8	55,2	51,6	45,7	6,7	6,3	1 %	6 %	11 %	11 %	
Ubisoft	1633	3042	8,5		3,4	4,1	1,4	1,5	11 %	-10 %	16 %	-2 %	
Remedy (Inderes)	183	177	-24,8	-54,7	-1304,2	62,3	3,7	3,1	43 %	25 %	-15 %	-6 %	
Keskiarvo			22,1	25,6	12,8	13,1	4,0	4,2	-6 %	3 %	-7 %	12 %	
Mediaani			9,4	9,8	5,2	6,4	1,7	1,7	-7 %	4 %	15 %	13 %	
Erotus-% vrt. mediaani			-	-	-	872 %	110 %	86 %					

Lähde: Refinitiv / Inderes

DCF-laskelma

DCF-laskelma	2023	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	2034e	2035e	2036e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	-22,2 %	43,2 %	24,8 %	20,4 %	58,0 %	-2,4 %	26,0 %	35,4 %	20,0 %	-36,6 %	3,0 %	12,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %
Liikevoitto-%	-84,4 %	-14,7 %	-5,7 %	4,6 %	11,0 %	7,5 %	18,7 %	25,3 %	33,2 %	18,8 %	25,0 %	26,0 %	26,0 %	25,5 %	25,5 %
Liikevoitto	-28,6	-7,1	-3,5	3,3	12,7	8,4	26,6	48,5	76,6	27,4	37,6	43,8	45,2	45,6	
+ Kokonaispoistot	11,7	7,0	6,5	10,1	18,9	18,7	17,9	16,0	14,5	13,8	13,4	13,2	13,1	13,1	
- Maksetut verot	0,0	0,9	0,7	-0,7	-2,5	-1,7	-5,3	-9,7	-15,3	-5,5	-7,5	-8,7	-9,0	-9,1	
- verot rahoituskuluista	0,2	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	-2,1	5,9	-3,4	1,2	-1,4	1,3	-0,8	-1,3	3,1	1,7	-0,1	-0,4	-0,1	-0,1	
Operatiivinen kassavirta	-18,9	6,8	0,3	14,0	27,6	26,7	38,4	53,6	78,9	37,4	43,4	47,9	49,1	49,4	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-10,1	-27,9	-11,0	-11,0	-11,0	-12,0	-13,0	-13,0	-13,0	-13,0	-13,0	-13,0	-13,0	-13,0	
Vapaa operatiivinen kassavirta	-29,0	-21,1	-10,7	3,0	16,6	14,7	25,4	40,6	65,9	24,4	30,4	34,9	36,1	36,4	
+/- Muut	0,0	5,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	-29,0	-16,1	-10,7	3,0	16,6	14,7	25,4	40,6	65,9	24,4	30,4	34,9	36,1	36,4	
Diskontattu vapaa kassavirta		-16,1	-9,7	2,5	12,5	10,2	16,0	23,3	34,6	11,7	13,3	13,9	13,1	12,1	189
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		326	342	352	349	337	327	311	287	253	241	228	214	201	189
Velaton arvo DCF		326													
- Korolliset velat		-3,7													
+ Rahavarat		30,4													
-Vähemmistöosuus		0,0													
-Osinko/pääomapalautus		0,0													
Oman pääoman arvo DCF		353													
Oman pääoman arvo DCF per osake		26,0													

Rahavirran jakauma jaksoittain

2024e-2028e

0%

2029e-2036e

42%

TERM

58%

■ 2024e-2028e ■ 2029e-2036e ■ TERM

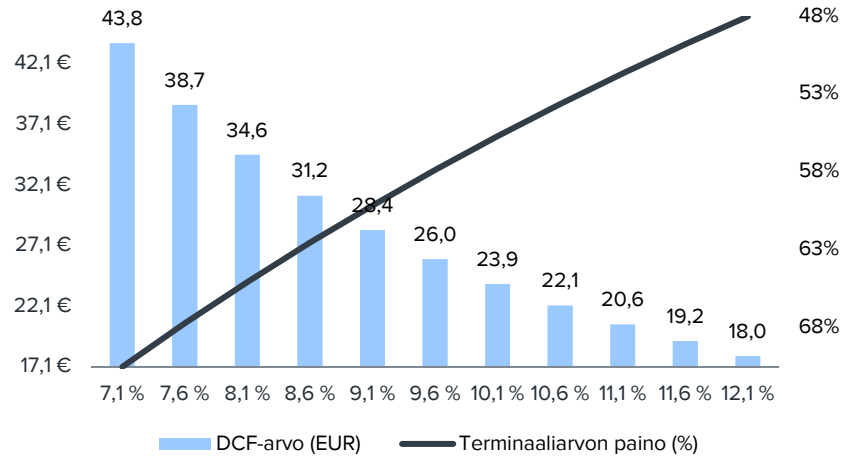
Pääoman kustannus (WACC)

Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	0,0 %
Vieraan pääoman kustannus	5,0 %
Yrityksen Beta	1,20
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipremio	1,40 %
Riskitön korko	2,5 %
Oman pääoman kustannus	9,6 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	9,6 %

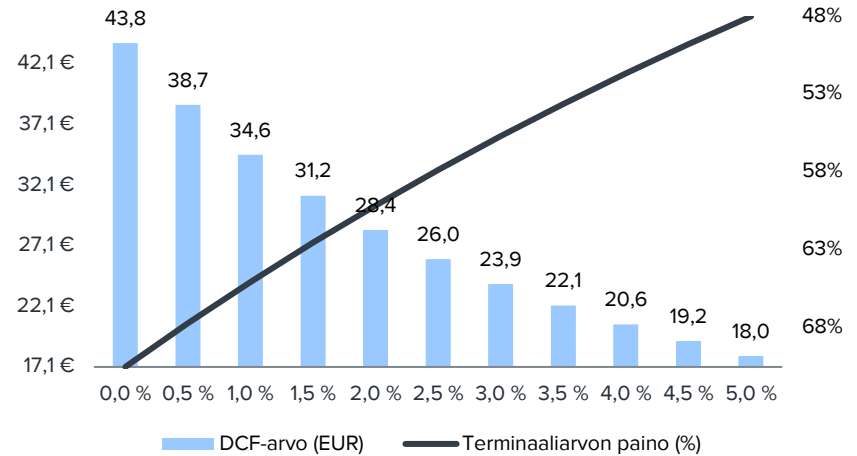
Lähde: Inderes

DCF:n herkkyysslaskelmat ja avainoletukset graafeina

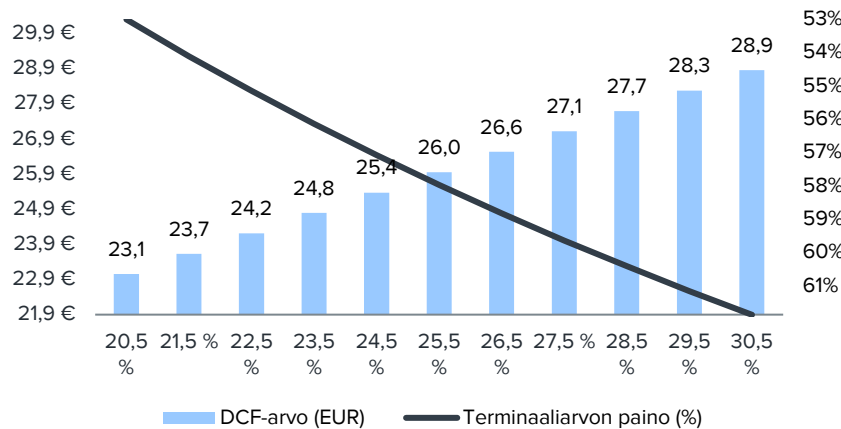
DCF-arvon herkkyys muutoksille WACC-%:ssa



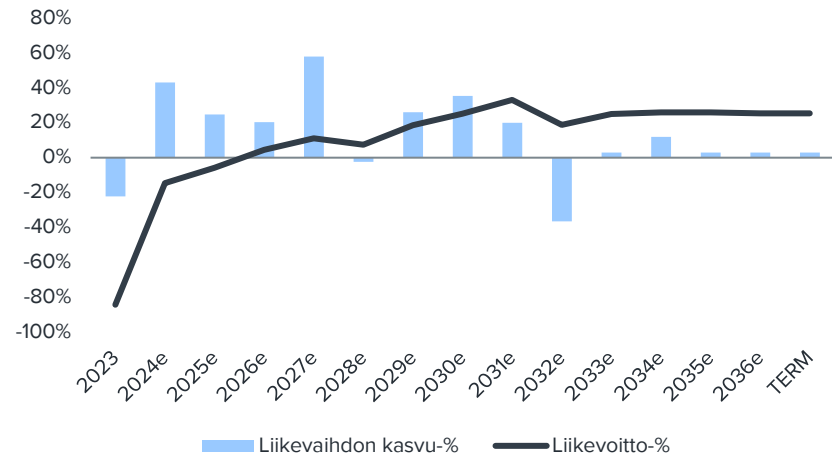
DCF-arvon herkkyys muutoksille riskittömässä korossa



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



DCF-laskelman kasvu- ja kannattavuusoletukset



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

Tase

Vastaavaa	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Pysyvät vastaavat	28,4	31,9	52,8	57,3	58,1
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aineettomat hyödykkeet	23,3	19,3	41,0	46,5	48,2
Käyttöomaisuus	4,3	6,5	5,8	4,8	3,9
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	0,8	1,0	1,0	1,0	1,0
Laskennalliset verosaamiset	0,0	5,0	5,0	5,0	5,0
Vaihtuvat vastaavat	71,2	47,4	38,5	28,4	31,7
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	15,3	17,0	14,6	15,8	16,0
Likvidit varat	55,9	30,4	24,0	12,6	15,6
Taseen loppusumma	99,6	79,3	91,3	85,6	89,8

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Oma pääoma	88,4	67,8	62,1	59,4	62,0
Osakepääoma	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Kertyneet voittovarot	31,1	9,8	4,2	1,4	4,1
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	57,1	57,8	57,8	57,8	57,8
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	1,1	1,5	17,7	17,0	17,0
Laskennalliset verovelat	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Korolliset velat	1,1	1,4	17,7	17,0	17,0
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset velat	10,1	10,0	11,5	9,3	10,8
Korolliset velat	1,8	2,2	0,2	0,2	0,2
Lyhytaikaiset korottomat velat	8,2	7,8	7,3	9,1	10,6
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	4,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	99,6	79,3	91,3	85,6	89,8

Yhteenveto

Tuloslaskelma	2021	2022	2023	2024e	2025e	Osakekohtaiset luvut	2021	2022	2023	2024e	2025e
Liikevaihto	44,7	43,6	33,9	48,6	60,6	EPS (raportoitu)	0,67	-0,13	-1,68	-0,41	-0,20
Käyttökate	14,5	1,9	-17,0	-0,1	3,0	EPS (oikaistu)	0,67	-0,13	-1,68	-0,41	-0,20
Liikevoitto	11,4	-0,6	-28,6	-7,1	-3,5	Operat. kassavirta / osake	0,30	0,51	-1,40	0,50	0,03
Voitto ennen veroja	11,3	-1,2	-27,5	-6,7	-3,5	Vapaa kassavirta / osake	-0,44	-0,29	-2,15	-1,19	-0,78
Nettovoitto	8,8	-1,7	-22,7	-5,6	-2,8	Omapääoma / osake	6,69	6,57	5,02	4,57	4,34
Kertaluontoiset erät	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	Osinko / osake	0,17	0,10	0,00	0,00	0,00
Tase	2021	2022	2023	2024e	2025e	Kasvu ja kannattavuus	2021	2022	2023	2024e	2025e
Taseen loppusumma	101,1	99,6	79,3	91,3	85,6	Liikevaihdon kasvu-%	9 %	-3 %	-22 %	43 %	25 %
Oma pääoma	87,4	88,4	67,8	62,1	59,4	Käyttökateen kasvu-%	4 %	-87 %	-990 %	-99 %	-2334 %
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	Liikevoiton oik. kasvu-%	57 %	-105 %	4985 %	-75 %	-51 %
Nettovelat	-54,7	-52,9	-26,8	-6,1	4,6	EPS oik. kasvu-%	50 %	-119 %	1209 %	-75 %	-51 %
Kassavirta	2021	2022	2023	2024e	2025e	Käyttökate-%	32,3 %	4,4 %	-50,0 %	-0,3 %	5,0 %
Käyttökate	14,5	1,9	-17,0	-0,1	3,0	Oik. Liikevoitto-%	25,5 %	-1,3 %	-84,4 %	-14,7 %	-5,7 %
Nettokäyttöpääoman muutos	-7,7	5,6	-2,1	5,9	-3,4	Liikevoitto-%	25,5 %	-1,3 %	-84,4 %	-14,7 %	-5,7 %
Operatiivinen kassavirta	4,0	6,8	-18,9	6,8	0,3	ROE-%	14,2 %	-2,0 %	-29,0 %	-8,7 %	-4,6 %
Investoinnit	-9,8	-10,8	-10,1	-27,9	-11,0	ROI-%	17,1 %	-0,6 %	-35,2 %	-9,4 %	-4,4 %
Vapaa kassavirta	-5,8	-4,0	-29,0	-16,1	-10,7	Omavaraisuusaste	86,4 %	88,8 %	85,5 %	68,0 %	69,3 %
						Nettovelkaantumisaste	-62,5 %	-59,8 %	-39,5 %	-9,8 %	7,7 %
Arvostuskertoimet	2021	2022	2023	2024e	2025e						
EV/Liikevaihto	10,6	5,5	9,3	3,7	3,1						
EV/EBITDA	32,8	>100	neg.	neg.	62,3						
EV/EBIT (oik.)	41,5	neg.	neg.	neg.	neg.						
P/E (oik.)	59,0	neg.	neg.	neg.	neg.						
P/B	6,0	3,3	5,1	3,0	3,1						
Osinkotuotto-%	0,4 %	0,5 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %						

Lähde: Inderes

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

Raporteilla esitettävä informaatio on hankittu useista eri julkisista lähteistä, joita Inderes pitää luotettavina. Inderesin pyrkimyksenä on käyttää luotettavaa ja kattavaa tietoa, mutta Inderes ei takaa esitettyjen tietojen virheettömyyttä. Mahdolliset kannanotot, arviot ja ennusteet ovat esittäjiensä näkemyksiä. Inderes ei vastaa esitettyjen tietojen sisällöstä tai paikkansapitävyydestä. Inderes tai sen työntekijät eivät myöskään vastaa raporttien perusteella tehtyjen sijoituspäätösten taloudellisesta tuloksesta tai muista vahingoista (välttämät 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 tehdyn arvion mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmääritysmenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmääritysmenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

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

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

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

Inderesin tutkimusta 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 laatineen 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 Inderesiin, voivat liiketoiminnassaan pyrkiä toimeksiantosuhteisiin eri liikkeeseenlaskijoiden kanssa Inderesin tai sen yhteistyökumppanien tarjoamien palveluiden osalta. Inderes voi siten olla suorassa tai epäsuorassa sopimussuhteessa tutkimuksen kohteena olevaan liikkeeseenlaskijaan. Inderes voi yhdessä yhteistyökumppaneineen tarjota liikkeeseen laskijoille sijoittajaviestinnän palveluita, joiden tavoitteena on parantaa yhtiön ja pääomamarkkinoiden välistä kommunikaatiota. Näitä palveluita ovat 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.

Suositushistoria (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
15.8.2022	Lisää	26,00 €	22,15 €
31.10.2022	Osta	25,00 €	18,14 €
27.12.2022	Lisää	25,00 €	21,50 €
13.2.2023	Lisää	25,00 €	22,70 €
19.4.2023	Lisää	25,00 €	24,20 €
27.4.2023	Lisää	25,00 €	23,10 €
12.6.2023	Vähennä	25,00 €	26,10 €
14.8.2023	Vähennä	25,00 €	25,55 €
14.9.2023	Vähennä	24,00 €	22,50 €
27.10.2023	Lisää	30,00 €	27,00 €
1.11.2023	Lisää	30,00 €	27,95 €
16.11.2023	Vähennä	29,00 €	28,85 €
7.2.2024	Vähennä	21,00 €	21,60 €
13.2.2024	Lisää	21,00 €	17,62 €
19.2.2024	Lisää	19,00 €	17,02 €
21.3.2024	Lisää	19,00 €	16,70 €
30.4.2024	Lisää	20,00 €	19,20 €
12.8.2024	Lisää	20,00 €	17,20 €
5.9.2024	Lisää	21,00 €	17,50 €
4.11.2024	Lisää	19,00 €	15,32 €
20.11.2024	Osta	19,00 €	12,90 €
18.12.2024	Osta	19,00 €	13,50 €

Inderesin tehtävä on yhdistää sijoittajat ja pörssiyritykset. Asiakkainamme on yli 400 pörssiyritystä, jotka haluavat palvella omistajiaan ja sijoittajayhteisöä tarjoamalla parempaa sijoittajaviestintää. Sijoittajayhteisöömme kuuluu yli 70 000 aktiivista osakesijoittamisesta kiinnostunutta jäsentä.

Inderesin yhteiskunnallisena tavoitteena on demokratisoida sijoittajatieta. Uskomme sijoittajien yhtäläisiin mahdollisuuksiin saada tietoa, jonka avulla säästää ja sijoittaa tulevaisuuteensa.

Pörssiyrityksille tuotamme ratkaisuja, joiden avulla toteuttaa tehokasta ja avointa sijoittajaviestintää. Inderesin tuotetarjooma kattaa kaikki keskeiset pörssiyrityksen sijoittajaviestinnän tarvitsemat ratkaisut. Päätuotteitamme ovat osakeanalyysi, IR-tapahtumat, IR-ohjelmistot ja yhtiökokoukset.

Sijoittajayhteisölle tarjoamme palveluita, joiden avulla yhteisön jäsenet voivat kehittyä paremmiksi sijoittajiksi, verkostoitua muiden sijoittajien kanssa sekä saada ajantasaista tietoa sijoituspäätösten tueksi.

Inderes on listattu Nasdaq First North -markkinapaikalle ja se toimii Suomessa, Ruotsissa, Tanskassa ja Norjassa.

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.**