

Remedy Entertainment

Yhtiöraportti

6/2018

inde
res.

Peliyhtiö pitkään salkkuun

Remedy on edennyt suunnitellusti kaikissa strategisissa hankkeissaan vuosi sitten tehdyn listautumisen jälkeen. Yhtiön pelihankkeet ovat edenneet aikataulussa ja suunnitellusti ja Remedy on siirtynyt onnistuneesti kahden suuren peliprojektin yhtäaikaiseen tuotantoon. Yhtiöllä on kaksi vahvaa julkaisijakumppania, joiden kanssa yhteistyö on toiminut käsityksemme mukaan hyvin. Vaikka edistyminen strategiassa ei näy vielä Remedyn numeroissa pelihankkeiden kehitysvaiheista johtuen, on tämä alentanut merkittävästi osakkeen riskitasoa verrattuna vuodentakaiseen. Arviomme mukaan yhtiön moni-projektimalliin siirtyvän strategian hedelmiä päästään poimimaan ensi vuodesta alkaen. Toistamme yhtiön osta-suosituksen ja nostamme tavoitehinnan 8,5 euroon (aik. 7,5 euroa).

Ei pelkkää hittibisnestä

Remedy on vuonna 1995 perustettu pelistudio, joka tunnetaan parhaiten Max Payne, Alan Wake ja Quantum Break -peleistään. Yhtiö on keskittynyt PC- ja konsolialustoille kehitettäviin AAA-luokan peleihin, joiden ostajia ovat peliharrastajat. Yhtiö erottuu muista pelistudioista keskittymällä tarinankerronnallisiin toimintapeleihin. Kilpailu julkaisusopimuksista ja kuluttajien huomiosta on kireää, mutta Remedyn pelikategoriassa myös alalle tulokynnys on korkea. Tämä johtuu siitä, että pelituotannot kestävät vuosia ja niiden onnistuminen ja rahoituksen saaminen edellyttävät pelistudioilta vahvaa mainetta, tunnettua, teknologiaa ja osaamista. Liiketoimintamallin jatkuvuutta ja kilpailuetua tuovat Remedyn omat pelikehitysteknologiat, julkaisusopimukset sekä omien pelibrändien jatko-osat.

Tylsyyden on ollut hyvä asia viimeisen vuoden ajan

Remedy on listautumisen jälkeen toteuttanut strategiaa, jonka keskiössä ovat useamman pelin rinnakkainen kehittäminen sekä suuremman osuuden rahoittaminen peliprojekteista, mikä mahdollistaa pelin IP:n (tekijänoikeudet) jäämisen yhtiölle sekä suuremman osuuden pelimyyntien tuotoista. Yhtiöllä on vahvat näytöt laadukkaiden pelien kehittämisestä ja lisäksi yhtiöllä on tehokkaan tuotannon ja teknologian ansiosta kyky tehdä korkealaatuisia AAA-pelejä suhteellisen pienillä budjeteilla, jolloin pelien ei tarvitse ylittää useiden miljoonien kappaleiden myyntimääriin ollakseen kannattavia. Yhtiö ei ole voinut kertoa vielä paljoa tulevista peleistä, mutta pinnan alla asiat ovat edenneet suunnitellusti. Strategian onnistumista päästään mittamaan lukujen valossa ensi vuonna, kun yhtiön itseomistetun IP:n pelihanke P7 julkaistaan. P7-pelin julkaisun ja varovaisen myyntiennusteen (1,5 milj. kpl) toteutuessa liikevaihto nousee yli 30 MEUR:oon ja liike-tulos kasvaa 7,7 MEUR:oon (EBIT-% 25 %) vuonna 2019.

Arvostus edelleen houkutteleva ensi vuoteen katsottaessa

Pidämme Remedyn tuotto/riski -suhdetta kokonaisuudessaan houkuttelevana huomioiden merkittävä arvonluontipotentiaali yhtiön strategian onnistuessa. Riskit ovat kuitenkin peliyhtiöille tyypilliseen tapaan korkeat ja yhtiö toimii markkinoilla, jotka kehittyvät nopeasti teknologian ja kuluttajien käyttäytymisen myötä. Nykyisellä osakekurssilla yhtiön 2019e P/E on 14,5x ja EV/EBIT 7,9x, mikä tarjoaa edelleen houkuttelevan tuottopotentialin tulossennusteen toteutuessa.

Analytikot

Mikael Rautanen
+358 50 3460321
mikael.rautanen@inderes.fi



Atte Riikola
+358 44 5934500
atte.riikola@inderes.fi



Suositus ja tavoitehinta

Osta

Edellinen: Osta



8,50 EUR

Edellinen: 7,50 euroa

Osakekurssi: 7,30 EUR

Potentiaali: 16,4 %

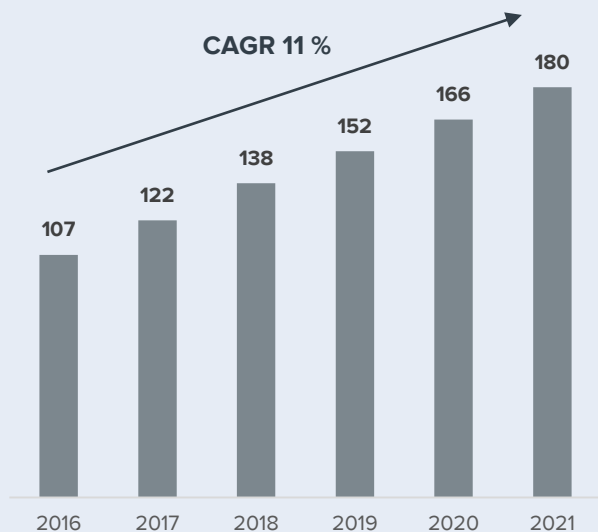
Avainluvut

	2016	2017	2018e	2019e
Liikevaihto	16,4	17,2	20,9	31,2
kasvu-%	19,4 %	4,6 %	21,5 %	49,6 %
Liikevoitto (EBIT)	3,9	2,0	0,0	7,7
EBIT-%	24,0 %	11,7 %	-0,2 %	24,7 %
Tulos ennen veroja	3,7	1,8	-0,2	7,6
EPS (EUR)	0,26	0,16	-0,01	0,50
Osinko (EUR)	0,05	0,00	0,00	0,20

P/E (oik.)	-	52,9	neg.	14,5
P/B	-	3,6	4,1	3,2
EV/S	-	3,3	3,2	2,0
EV/EBITDA	-	20,5	404,1	7,7
EV/EBIT	-	22,1	neg.	7,9
Osinkotuotto-%	-	0,0 %	0,0 %	2,8 %

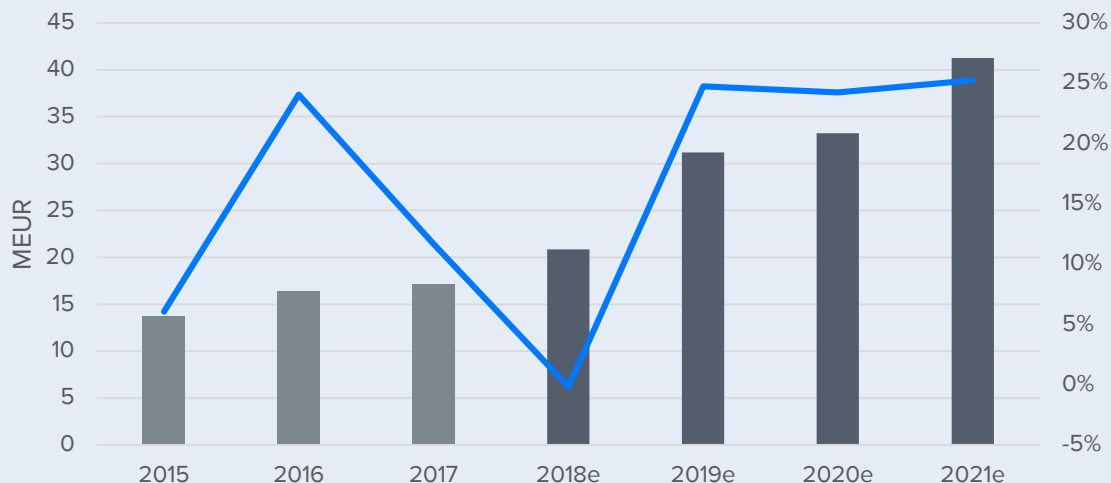
Lähde: Inderes

Globaali pelimarkkina (Mrd. USD)



Lähde: Newzoo

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Idereus

■ Liikevaihto — Liikevoitto-%



Lähde: Idereus



Arvoajurit

- Siirtymä arvoketjussa vahvempaan asemaan, suurempi osuus pelituotoista
- Moniprojektimalli tuo jatkuvuutta ja hajauttaa riskejä
- Vahva track-record menestyvien pelien kehityksestä
- Omat teknologia-alustat tuovat skaalautuvuutta ja kilpailuetua



Riskitekijät

- Peliprojektien epäonnistuminen tai viivästyminen
- Riippuvuus julkaisijakumppaneista
- Riippuvuus yksittäisten pelien myynnistä
- Teknologia- ja markkinatrendit
- Liiketoimintamallin muutos vielä todistamatta



Arvostus

- Toimialan suhteelliset arvostukset korkealla
- Vahvaa arvonluontipotentiaalia pelimyynnin onnistuessa
- Vaatii pitkäjänteisyyttä, arvostusta tarkasteltava vuoden 2019 näkökulmasta

Sisällysluettelo

Remedy lyhyesti	s. 5
Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	s. 6-13
Sijoitusprofiili	s. 14-16
Markkinat ja kilpailu	s. 17-26
Strategia	s. 27-32
Taloudellinen tilanne	s. 33-34
Ennusteet ja arvonmääritys	s. 35-39
Taulukot	s. 40-44
Vastuuvapauslauseke	s. 45

Remedy lyhyesti

Remedy on erikoistunut tarinavetoisten toimintapelien kehitykseen PC-, Xbox- ja Playstation -alustoille.

1995

PERUSTAMISVUOSI

78/100

Yhtiön Metacritic arvosana

8 JULKAISTUA PELIÄ

YHTIÖN HISTORIASSA

17,2 MEUR (+4,6 % vs. 2016)

LIKEVAIHTO 2017

2,0 MEUR (11,7 % lv:sta)

LIIKETULOS 2017

164

HENKILÖSTÖ
5/2018

3

PELIÄ
TUOTEKEHITYKSESSÄ

1996



Death Rally

2001



Max Payne

2003



Max Payne 2

2010



Alan Wake

2011



Death Rally
Mobile

2012



Alan Wake:
American
Nightmare

2014



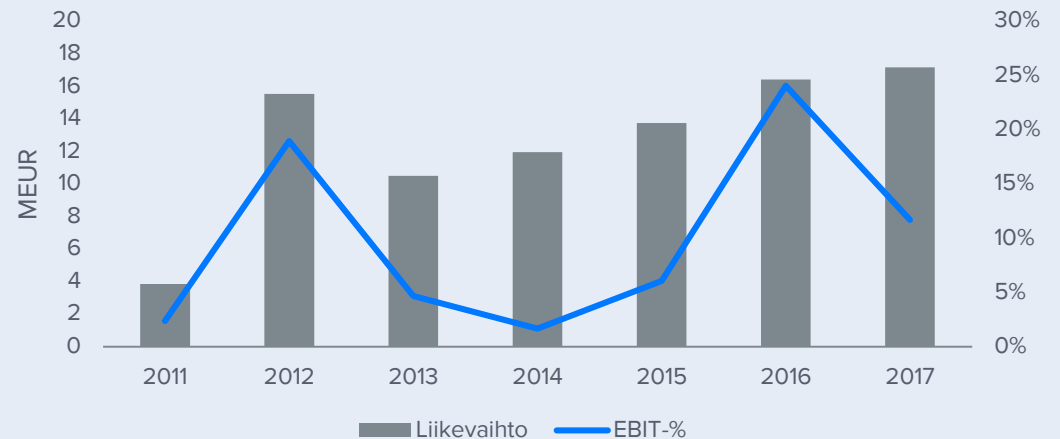
Agents of
Storm

2016



Quantum
Break

Liikevaihto ja kannattavuus



Yhtiökuvaus 1/3

Yhtiökuvaus

Arvostettu pelistudio

Remedy Entertainment (Remedy) on vuonna 1995 perustettu suomalainen videopelikehittäjä. Yhtiö on yksi vanhimmista ja tunnetuimmista pelinkehittäjistä Suomessa ja sen tunnetuimpiin peleihin kuuluvat Death Rally, Max Payne -sarjan pelit, Alan Wake ja sen lisäosa American Nightmare sekä vuonna 2016 julkaistu Quantum Break. Remedyn liikevaihto vuonna 2017 oli 17,2 MEUR ja liikevoitto 2,0 MEUR (EBIT-% 11,7 %). Yhtiössä työskenteli 164 omaa työntekijää toukokuussa 2018. Lisäksi yhtiön peliprojektien parissa työskenteli toukokuussa 12 ulkoistettua työntekijää.

Remedy tunnetaan maailmalla parhaiten yhtiön kehittämistä tarinavetoisista toimintapeleistä. Yhtiö on premium-pelien kategoriassa yksi arvostetuimpia pelistudioita. Osoituksena tästä Remedyn Max Payne -pelisarjan pohjalta tehtiin Hollywood-elokuva jo vuonna 2008, jolloin peleistä tehdyt elokuvakäännökset eivät olleet yleisiä. Yhtiön sisällä vallitseva tahtotila kehittää laadukkaita tarinankerronnan uniikkeja pelejä näkyy myös yhtiön Metacritic-arviosta (78/100). Metacritic on peliarvioita kokoava sivusto, jossa peliyhtiöt ja pelit saavat kokonaisarvosanan erikseen sekä kriitikoilta että pelaajilta.

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

Liiketoiminnallisesti Remedyn pelikehitys poikkeaa merkittävästi mobiilipelien kehityksestä, missä tuotekehityssykli on lyhyempiä, alalle tulokynnys matalampi, kohderyhmä ja markkina ovat erilaisia ja liiketoimintamalli pohjautuu ilmaiseksi ladattaviin peleihin.

Pitkä historia on kasvattanut yhtiöstä kokeneen pelistudion

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

Vuonna 2004 Remedyssä huomattiin, että yhtiön fokus oli vahvasti painottunut PC-puolelle ja laajentaminen konsolipuolelle oli perusteltua. Remedy partneroitui Microsoftin kanssa kehittääkseen Alan Wake -peliä. Microsoft oli tässä vaiheessa vahvin valinta kumppaniksi ja Remedy sai pitää Alan Waken IP:n itsellään. Alan

Wake osoittautui odotettua työläämmäksi projektiksi ja pelikokemusta jouduttiin muuttamaan kesken pelikehityksen, mikä viivästytti pelin julkaisua vuodella. Remedy maksoi tämän viivästyksen omasta kassastaan ja tästä johtuen vuosi 2008 jäi yhtiöllä vaille liikevaihtoa kokonaan.

Microsoft julkaisi Alan Waken keväällä 2010 samana päivänä kuin Rockstarin hittipeli Red Dead Redemption tuli myyntiin (Metacritic: 95/100). Tämä osaltaan rokotti Alan Waken myyntiä, mutta tästä huolimatta Alan Wake oli käsityksemme mukaan taloudellisesti kohtalaisen menestynyt projekti. Alan Wakella on tänäkin päivänä vielä uskollinen jatko-osaa odottava fanikunta ja pelin IP:n omistus on edelleen Remedyllä.

Kumppanuus Microsoftin kanssa viime vuosikymmenellä oli hyvä valinta, sillä Xbox 360 oli pelikonsoleiden silloisessa sukupolvessa menestynyt. Alan Waken kanssa Remedy oli kuitenkin myös Microsoftin strategiasta riippuvainen. Microsoftin oli tarkoitus julkaista Alan Wake Xboxin lisäksi myös PC:lle. Microsoft kuitenkin päätti painottaa strategiassaan Xboxia PC:n kustannuksella, minkä takia Alan Waken PC-version julkaisu viivästyi huomattavasti. Remedy päätti tästä johtuen kehittää omalla rahoituksella Alan Wakesta lisäosan PC:lle, mikä oli käsityksemme mukaan kaupallisesti Remedyllä hyvin kannattava (2012 liikevaihto 15,5 MEUR). Microsoftin kumppanuudesta Remedy oppi, kuinka tärkeässä roolissa partnerin strategia on pelinkehityksessä. Alan Waken kanssa Remedy ja Microsoft eivät ikinä päässeet pelisarjan iteratiiviseen kehitykseen, joka olisi mahdollistanut jatko-osien kehityksen.

Yhtiökuvaus 2/3

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

Remedyn viimeisin projekti on vuonna 2016 julkaistu Quantum Break, jonka yhtiö kehitti myös yhteistyössä Microsoftin kanssa. Quantum Breakin taloudellinen menestys kuitenkin kärsi, sillä nykyisen konsolisukupolven taistossa Microsoftin Xbox One ei saavuttanut pelaajien keskuudessa yhtä suurta suosiota kuin PlayStation 4. Microsoft pyrki Xbox Onella luomaan konsolista koko perheen viihdekeskuksen, kun Sony keskittyi kehittämään puhtaasti pelaajille suunnattua konsolia. Xbox One tuli myös esimerkiksi Euroopan markkinoille vuoden myöhässä PS4:ään verrattuna. Näin ollen Quantum Breakin potentiaalinen pelaajakunta jäi rajalliseksi. Remedy kehitti Quantum Breakin alihankintana, jossa pelin IP jäi Microsoftille ja Remedy ei käsittäksemme hyötynyt kaupallisesti kovinkaan paljon itse pelimyyntistä. Remedy teki tästä huolimatta erittäin hyvän tuloksen Quantum Breakin julkaisuvuotena 2016 (EBIT-% 24 %), mikä kuvastaa yhtiön kykyä tehdä laadukkaita pelituotantoja kustannustehokkaasti.

Remedyn pelien arviot

Remedyn tulevaisuuden menestys on kiinni yhtiön kyvystä kehittää laadukkaita ja menestyviä pelejä ja tämän arvioimiseen yhtiön historia antaa tiettyä näkyvyyttä. Pelialalla erityisesti korkean hintaluokan premium-peleissä kuluttajien käyttäytymistä ohjaa vahvasti pelien saamat arviot. Metacritic on sivusto, joka koostaa eri kriitikoiden ja käyttäjien arvioita peleistä. Pelaajat usein seuraavat nimenomaan Metacritic-arvioita ja tästä syystä sivustolla on tärkeä rooli pelialalla.

Remedy on pitkän historiansa aikana julkaissut 8 peliä. Yhtiö nousi pelimaailman kartalle vuonna 2001 julkaistulla Max Payne -pelillä ja kaksi vuotta myöhemmin ilmestyneellä Max Payne 2 -pelillä. Max Payne -pelisarja on yhä Remedyn parhaiten arvosteltu peli ja sarja on saanut kansainvälistä tunnustusta muun muassa Brittiläisen elokuva-akatemian Bafta-palkinnolla. Remedy teki Max Paynen julkaisuvuonna 3,1 MEUR:n liikevaihdon ja peli on saanut Metacriticissä kriitikko- ja käyttäjäarvioilta keskimäärin 86/100 arvosanan. Max Payne 2:n julkaisuvuonna yhtiön liikevaihto oli 6,6 MEUR ja peli on saanut Metacriticissä keskimäärin kuluttajilta ja kriitikoilta arvion 83/100.

Alan Waken kehityksessä Remedy partneroitui Microsoftin kanssa ja peli suunnattiin täten vahvasti Microsoftin Xbox 360 -alustalle. Peli on saanut vahvat arviot (Metacritic kuluttaja- ja kriitikkokeskisarvo 82/100), mutta sen kaupalliseen menestykseen vaikutti arviomme mukaan Microsoftin tekemät valinnat. Alan Waken PC:lle tehty lisäosa oli arviomme mukaan

kaupallisesti menestys (2012 liikevaihto 15,5 MEUR), mutta menestyi Metacritic -arvioissa heikommin.

Ennen Quantum Breakia Remedy julkaisi kaksi mobiilipeliä vuosina 2011 ja 2014. Mobiilipelit jäivät yhtiölle kokeiluksi, joka ei tuonut merkittävää kaupallista menestystä.

Yhtiön viimeisin peli Quantum Break on saanut Metacriticissä kriitikko- ja kuluttaja-arvioilta keskimäärin arvosanan 66/100. Quantum Break ei yltänyt arvioissaan Remedyn historialliselle tasolle. PC:n kuluttaja-arvioiden osalta tähän kuitenkin käsityksemme mukaan vaikutti osaltaan pelin saatavuus Windows 10:n Storen kautta, joka ei ole suosittu kauppapaikka pelaajien keskuudessa.

Metacriticin kriitikkoarviot, Metacriticin käyttäjäarviot ja Steam-alustan Steam Scoren yhdistämällä alustasta riippumatta Remedyn kaikkien konsoli- ja PC-pelien mediaaniarvosana on 78, joka on erittäin hyvällä tasolla harvojen pelien ja peliyhtiöiden yltäessä yksinään missään kategoriassa tälle tasolle.

Remedyn Metacritic-arviot kaikkien pelien osalta suhteessa kilpailijoihin ovat mediaaniltaan paremmalla tasolla. Yhtiön kilpailijoista vain CD Projektin kokonaisarvio Metacriticista ylitti Remedyn. CD Projekt edustaa tällä hetkellä alan kärkikaartia sekä pelien laadulla että taloudellisella menestyksellä tarkasteltuna.

Yhtiökuvaus 3/3

Kehityspotkessa nyt kolme peliä

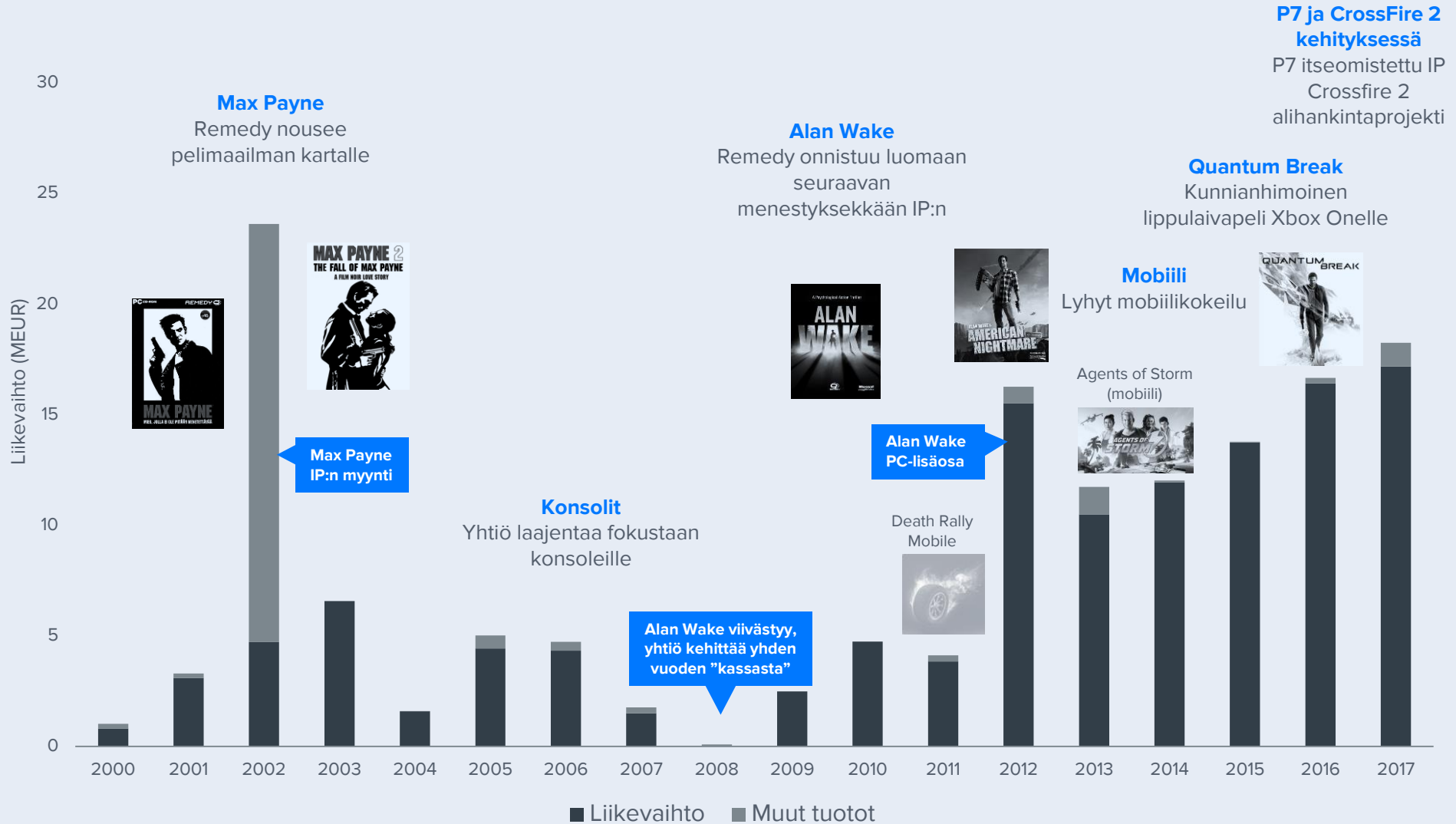
Remedyllä on tällä hetkellä kehityspotkessa korealaisen Smilegaten kanssa alihankintamallilla kehitettävä Crossfire 2, joka on jatko-osa pelisarjan ensimmäiselle osalle. Smilegaten kymmenen vuotta vanha Crossfire on erittäin suosittu online-peli erityisesti Kiinassa. Pelillä on yli 8 miljoonaa samanaikaista pelaajaa ja Kiinassa peli on tehnyt keskimäärin lähes 1 000 miljoonaa euroa liikevaihtoa vuodessa tehden siitä kaupallisesti yhden maailman menestyneimmistä peleistä. Smilegate kehittää nyt hittipelilleen jatko-osaa, mihin Remedyn rooli on tuottaa tarinavetoista yksinpelaajaosuutta. Projektin myötä Remedy saa kehitettyä tiettyjä uusia teknologisia osaamisalueita, kokemusta Aasian pelimarkkinoista sekä online-pelien kehittämisestä. Remedyn mainetta kuvastaa se, että yksi maailman menestyneimmistä peliyhtiöistä valitsi Remedyn kehittämään yhtä osuutta uudesta pelistään. Käsityksemme mukaan taloudellisesti erittäin vahvassa asemassa oleva Smilegate on äärimmäisen vaativa kumppanivalinnoissaan ja vain muutamat pelistudiot maailmassa pystyvät tuottamaan Smilegaten edellyttämää laatutasoa.

Toinen Remedyn kehityspotkessa oleva peli on itseomisteinen IP, joka kulkee tällä hetkellä työnimellä P7. Peli on tällä hetkellä täydessä tuotantovaiheessa ja siitä tiedetään, että Remedy on luomassa uutta pelityyppiä ja -maailmaa, jonka parissa pelaajat voivat viihtyä pidempään. Pelaajille tullaan antamaan Remedyn aiempia pelejä enemmän vapauksia tehtävien suorittamisessa ja hahmonsa kehittämisessä. Remedyn historian tuntien

odotettavissa on näkyvästi muista markkinoilla olevista peleistä erottuva toimintapeli, jossa on vahva tarinankerronnallinen kokemus. Peli julkaistaan arviomme mukaan vuoden 2019 alkupuolella. P7 on osa Remedyn siirtymää kohti moniprojektimallia ja usean projektin samanaikaista kehitystä. Tämä hajauttaa sekä tuotannollista että tuotekohtaista riskiä.

Remedyllä on myös tällä hetkellä käynnissä kolmannen peliprojektin esivalmistelut, missä pienellä tiimillä suunnitellaan sopivaa pelikonseptia ja kartoitetaan potentiaalisia julkaisijakumppaneita. Jos Remedy päättää tehdä kolmannesta projektista P7:ään verrattavan isomman kokoluokan peliprojektin, olisi kumppanin hyödyntäminen arvioimme mukaan järkevää riskien jakamisen ja julkaisijoilta löytyvän kaupallistamisosaamisen vuoksi. Jos taas kolmas projekti on mittakaavaltaan hieman pienempi tuotanto, voisi Remedy harkita pelin julkaisua suoraan itse, jolloin yhtiö korjaisi entistä suuremman osuuden pelimyynnin tuotoista, mutta joutuisi panostamaan enemmän pelin jakeluun ja markkinointiin. Kolmas projekti on tärkeä osa yhtiön strategista siirtymää kohti moniprojektimallia.

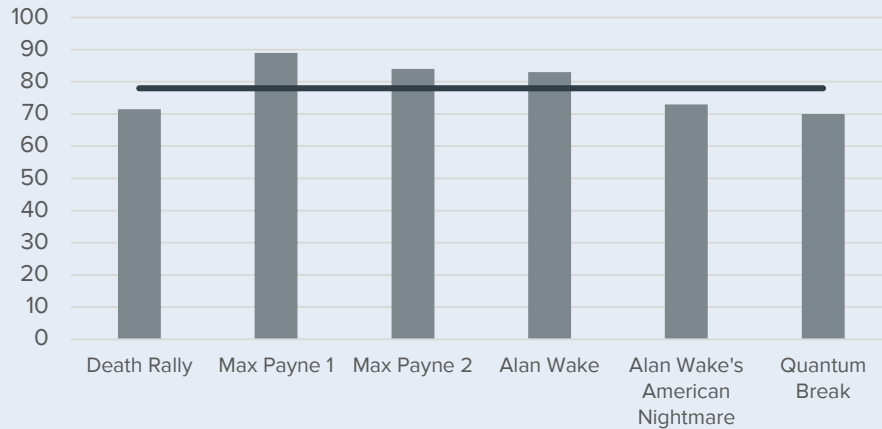
Remedyn historia



Lähde: Remedy Entertainment Oy tilinpäätöstiedot ja Inderes arviot

Remedyn pelien saamat arviot

Remedyn PC- ja konsolipelien mediaaniarviot*

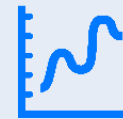
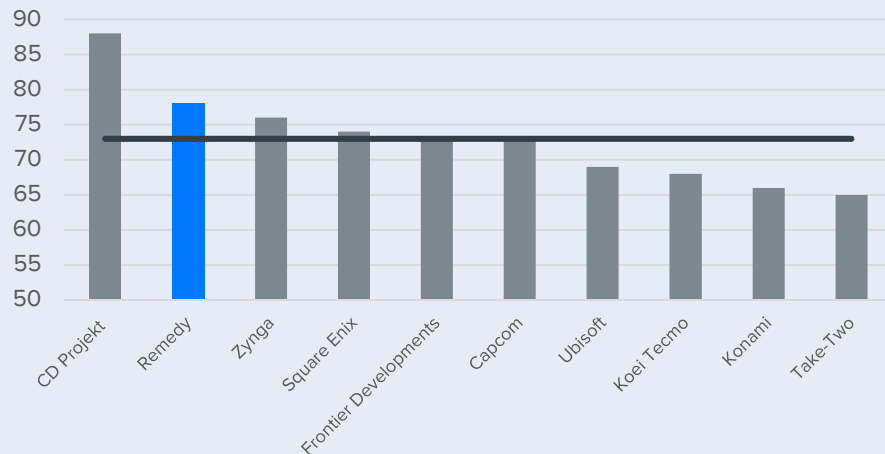


Remedyllä on hyvä track-record laadukkaista peleistä. Yhtiöllä ei ole historiassaan merkittäviä epäonnistuneita peliprojekteja, vaikka mobiilipelien kehityksestä yhtiö vetäytyi nopeasti.



Remedy on pelien saamalla arvosanoilla mitattuna yksi menestyneimpiä pelistudioita. AAA-tason premium-pelien kehityksessä arvosanoilla on suuri merkitys pelin myyntiin.

Remedyn ja kilpailijoiden Metacritic-arviot



Historiallisesti Remedy on pääasiassa kehittänyt yhtä peliä kerrallaan (kehityssykli 2-4v) ja julkaisijat ovat pääasiassa kantaneet pelikehityksen riskiä. Tämä on rajoittanut Remedyn liiketoiminnan skaalautuvuutta.

*Mediaani arvosanoista Metacriticin kriitikot, käyttäjäarviot ja Steam Score.
Lähde: Metacritic, Steam

Liiketoimintamalli 1/2

Liiketoimintamalli

Premium-pelien kehitystä

Remedyn liiketoimintamalli pohjautuu pelinkehitykseen PC-, Playstation 4- ja Xbox One -alustoille. Yhtiö kehittää pelejä kumppanuussopimusten puitteissa, eli Remedyn ja loppuasiakkaan välissä on julkaisija, joka rahoittaa osan pelikehityksestä ja jakelija, joka vastaa pelin jakelusta. Tämänkaltaisesta kehityksestä yhtiöllä on yksinkertaistetusti kaksi mallia: alihankintamalli sekä itseomistetun IP:n malli. Rajanveto eri mallien välillä on häilyvä ja riippuu julkaisusopimuksista, jotka ovat aina yksilöllisiä. Alihankintamallissa Remedy ei itse omista IP:tä tai omistaa kehityskumppania pienemmän osan siitä. Tällöin kumppani rahoittaa suurimman osan tai kaiken pelinkehityksestä ja saa valtaosan pelimyyntin tuotoista. Itseomistetun IP:n mallissa Remedy omistaa suurimman osan kehitettävistä IP:stä, rahoittaa enemmän kehitystä ja saa myös suuremman osan pelimyyntin liikevaihdosta.

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

60-70 euroa.

Pelikehityksen elinkaari Remedyn peleissä

AAA-pelien kehityssyklit voivat vaihdella 2-5 vuoden välillä. Kuluttajien käsissä tuotteen elinkaari on kuitenkin lyhyt ja myynti tehdään käytännössä julkaisuvuoden aikana, jonka jälkeisen myyntin osuus on tyypillisesti vain murto-osia. Rahavirrat ovat siten todella syklisiä. Digitaalisen jakelun ja lisäosien yleistymisen myötä pelien liikevaihtoon voidaan kuitenkin luoda nykyään yhä enemmän jatkuvuutta.

Remedyn pelinkehitysprosessi suunnittelupöydältä valmiiseen tuotteeseen asti voidaan jakaa viiteen vaiheeseen. Ensimmäinen vaihe on uuden peliaiheen konseptointi. Tämä tyypillisesti vie 5-10 hengen resurssit ja tapahtuu yhtiössä sisäisesti. Seuraava vaihe on esituotanto, joka vaatii yhä melko pienen tiimin. Esituotannossa Remedy tyypillisesti etsii kehitysprojektille julkaisijakumppania. Optimaalisessa tilanteessa Remedyllä on tässä vaiheessa niin kiinnostava ja pitkälle kehitetty peliprojekti, että julkaisijoita voidaan kilpailuttaa. Kumppanuussopimuksen allekirjoitukseen voi sisältyä ”allekirjoitusbonus”, jolloin projektista kirjautuu ensimmäistä kertaa liikevaihtoa. Seuraavassa vaiheessa eli tuotannossa projektia työstetään täydellä tiimillä, joka voi olla tuotannon koosta riippuen 30-100 henkeä. Tuotantovaiheessa Remedylle kirjautuu liikevaihtoa tasaisemmin, esimerkiksi alihankintamallissa tyypillisesti projektin välitappien saavuttamisen perusteella. Jälkituotanto on toiseksi viimeisin vaihe, jossa peli hiotaan julkaisukuntoon. Tässä liikevaihdon kehitys ei merkittävästi eroa tuotantovaiheesta.

Viimeisenä on pelin julkaisu, jonka yhteyteen on alihankintamallissa mahdollista sitoa ”valmistumisbonus”. Mahdollisen valmistumisbonuksen lisäksi Remedy voi saada rojaltituloja pelin myynnistä joko osuuden mukaan. Yleensä rojaltitulojen saaminen edellyttää sitä, että julkaisijakumppani on ensin saanut katettua myyntituotoilla omat investointinsa.

Pelien myynti painottuu erittäin vahvasti julkaisuajankohtaan ja usein suurin osa liikevaihdosta muodostuu julkaisupäivänä ja sitä seuraavina viikkoina. Tämän seurauksena julkaisuajankohta on hyvin kriittinen tekijä, ja pelien julkaisu samaan aikaan kilpailijoiden kanssa voi vaikuttaa olennaisesti myyntiin. Julkaisun jälkeen myyntiä saatetaan tukea myöhemmin järjestettävillä alennuksilla tai kampanjoilla. Digitaalisen jakelun ja lisäosien yleistymisen myötä pelijulkaisua seuraavan myyntin ”häntä” on kuitenkin jatkuvasti pitenemässä.

Remedyn pelit tavoittavat loppukäyttäjät eli pelaajat sekä fyysisillä että digitaalisilla versioilla peleistään. Fyysisen jakelun merkitys on edelleen huomattava erityisesti konsolipeleissä, kun taas PC:llä jakelu on pitkälti jo digitaalista. Remedyn pelien jakelu tapahtuu isojen fyysisten (kuten Gamestop) sekä digitaalisten (Steam, PlayStation Store, Xbox Store) jakelijoiden kautta.

Liiketoimintamalli 2/2

Pelikehitys alihankintana

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

Pelikehitys itserahoitettuna

Pelikehitys on hyvin skaalautuvaa liiketoimintaa sille, joka kantaa rahoitusriskiä. Suurin kuluerä kehittäjille ovat kiinteät henkilöstökustannukset ja kannattavuus skaalautuu voimakkaasti pelimyynnin perusteella. Näin ollen itserahoitettuna liiketoiminta on hyvin herkkä julkaisuajankohtaan painottuvalle pelimyynnille, jonka ennustettavuus on heikkoa. Digitaalisesti jaeltavissa peleissä julkaisukumppania ei välttämättä tarvita lainkaan. Itserahoitettuna pelikehittäjä omistaa itse pelin IP:n, mikä mahdollistaa jatko-osien kehityksen. Jatko-osissa pelikehitys on helpompaa ja kysynnän ennustettavuus parempi. Siten pelikehityksessä liiketoimintamallin paras skaalautuvuus saavutetaan, mikäli pelikehittäjä onnistuu luomaan menestyvän pelisarjan.

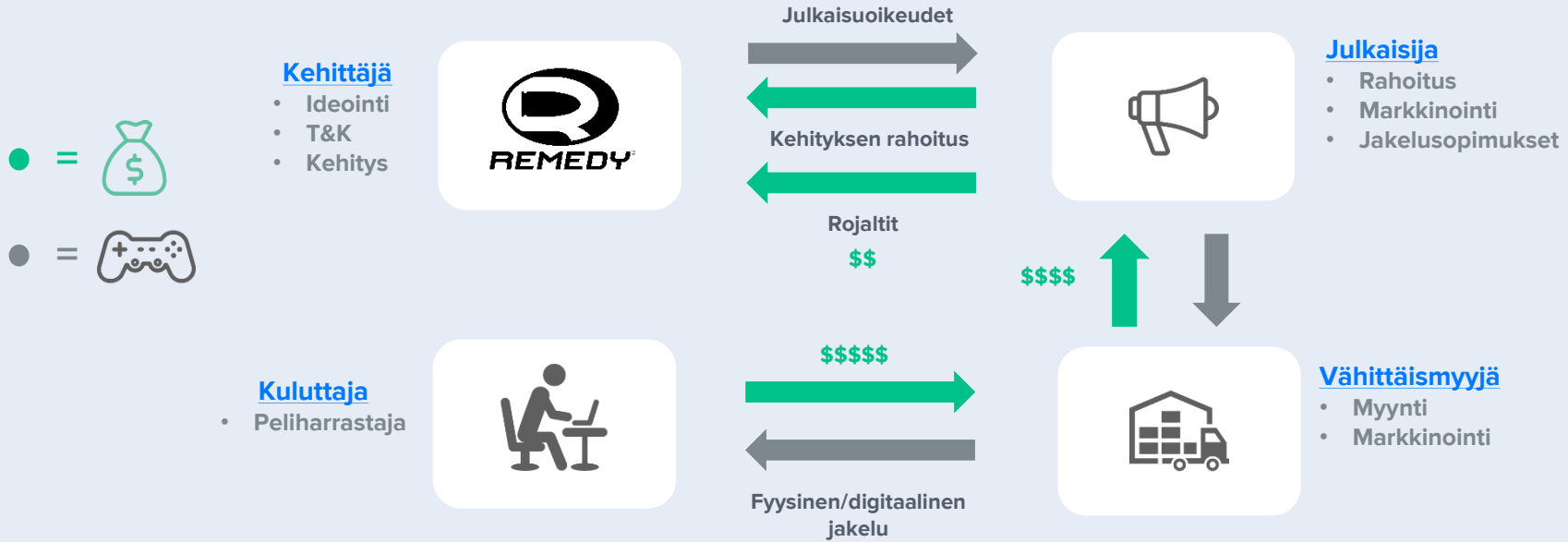
AAA-pelien hinnoittelu ja volyymit

Myyntivolyymit ovat kriittisin ajuri Remedyn liiketoiminnassa, kun peleistä osa rahoitetaan

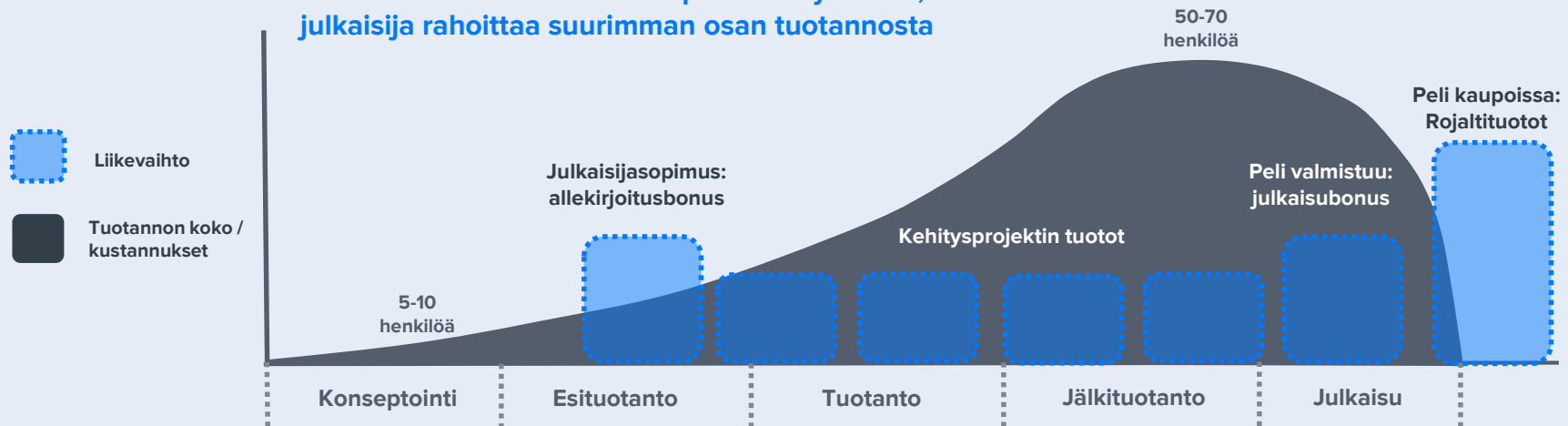
itse. Pelien hinnat ovat pitkälti annettuina niiden ollessa melko standardoituneita. Toisin sanoen, usein huono- ja hyvälaatuiset pelit myyvät samaan hintaan, ja huonon pelin myynnin nostaminen alemmilla hinnoilla on vaikeaa. Nyrkkisääntöinä AAA-pelien myynnissä voidaan pitää seuraavia volyymejä: heikosti myyvä peli (1 miljoonaa kappaletta), kohtalaisesti myyvä peli (2 miljoonaa kappaletta), hyvin myyvä peli (5 miljoonaa kappaletta) ja jättimenestys (10 miljoonaa kappaletta). Korkealaatuisten AAA-pelien hinnat ovat 60-70 euron tasolla, joten myyntimielessä yksittäisen pelin haarukka on muutamista kymmenistä miljoonista yli puoleen miljardiin.

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

Remedyn arvoketju ja kehitysprosessi



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



Sijoitusprofiili

Sijoitusprofiili

Listautuminen mahdollistaa strategian toteuttamisen

Remedy listautui Nasdaq OMXH:n First North -markkinapaikalle toukokuussa 2017. Listautumisella yhtiö hankki noin 13 MEUR:n bruttovarat uuden strategiansa toteutukseen. Rahoitus tuo yhtiölle taloudellisesta liikkuma- ja neuvotteluvaraa kumppanineuvotteluihin sekä mahdollistaa Remedyn siirtymän useamman pelin rinnakkaiseen kehitykseen, mikä pienentää yhtiön liiketoiminnan riskiprofiilia ja tuo skaalaetuja. Rahoituksen myötä yhtiöllä on edellytykset ottaa suurempaa riskiä pelinkehityksen rahoituksessa, mikä mahdollistaa Remedyllä suuremmat rojalituotot pelin menestyessä. Suurempi oman rahoituksen osuus mahdollistaa myös pelibrändien (IP) omistuksen jäämisen Remedyllä.

Remedy sijoituskohteena

Remedy on elinkaarensa mielenkiintoisessa vaiheessa. Yhtiöllä on historiallisesti vahvat näytöt sen kyvykkyydestä kehittää menestyviä pelejä, mutta yksittäisiin projekteihin ja alihankintamalliin nojaavasta liiketoimintamallista johtuen yhtiö ei kaupallisesti ole ollut yhtä menestynyt pelistudio. Lisäksi yhtiölle on historian myötä kertynyt omaa pelikehityksen osaamista ja teknologioita, jotka tuovat pelikehitykseen nopeutta, tehokkuutta, skaalautuvuutta ja kilpailuetua.

Nyt Remedy on siirtymässä liiketoimintamallissa vahvempaan asemaan arvoketjussa. Aikaisemmin peliprojektien toteutus on

liiketoimintamalliltaan ollut vahvasti projektiluontoista alihankintaa, missä pienen Remedyn hinnoittelu- ja neuvotteluvoima suuria julkaisijoita vastaan on rajallinen. Tämä on tarkoittanut pienempää omistusta pelin IP:stä ja pienempää osuutta pelimyyntin tuotoista yhtiön rahoittaessa projektia vähemmän itse ja näin kantaen myös vähemmän riskiä. Yhtiö on ollut lisäksi niin pienikokoinen, ettei se ole voinut tehdä useampaa pelituotantoa rinnakkain. Riippuvuus yksittäisistä projekteista on tehnyt Remedystä historiassa hyvin riskisen.

Yhtiön pitkän historian, maineen, kasvaneen kokoluokan, nykyisten hankkeiden kehityspoteniaalinsa sekä kehitettyjen omien teknologioiden ansiosta Remedy on kehityskaarellaan ensimmäistä kertaa vaiheessa, jossa siirtymä arvoketjussa vahvempaan asemaan pystytään uskottavasti toteuttamaan. Remedyn neuvotteluvoima julkaisijoita kohtaan on myös parantunut, kun yhtiöstä on tullut julkaisijoille houkuttelevampi kumppani pelikehitykseen. Peliyhtiöissä niin yhtiön omistajille kuin peliprojekteja rahoittaville julkaisijoille suurin riski liittyy pelien kaupalliseen menestykseen. Remedyssä tätä riskiä olennaisesti pienentää yhtiön historialliset näytöt laadukkaiden pelien kehityksestä.

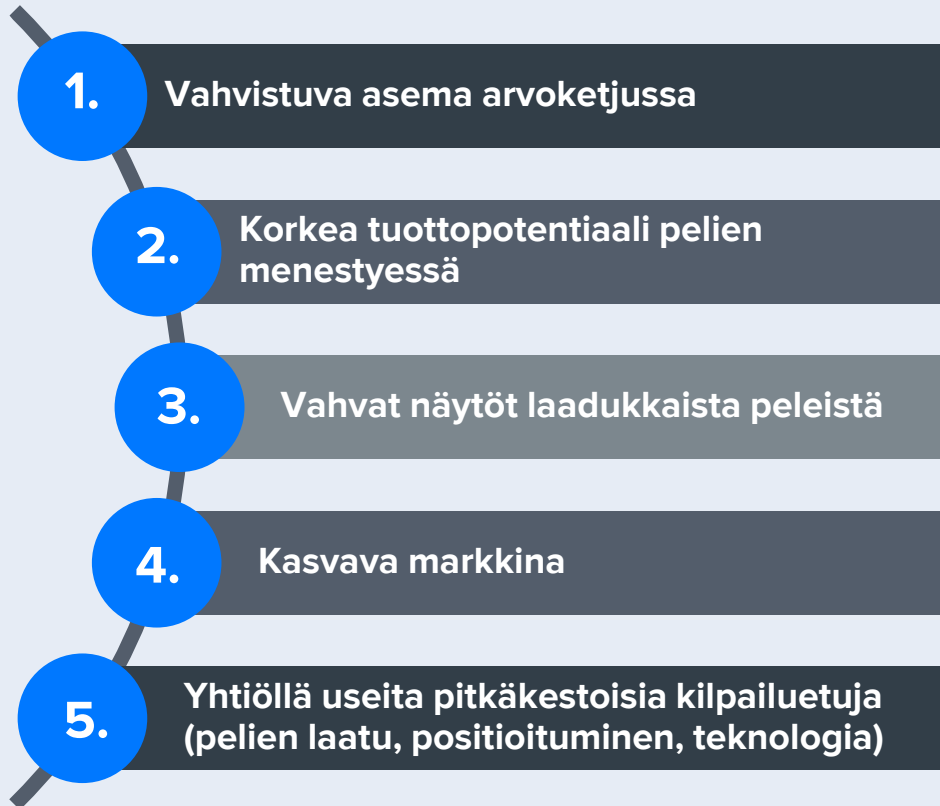
Remedyn kassa on listautumisen myötä vahva (2017: 22,6 MEUR), mikä mahdollistaa strategian toteuttamisen, sillä pelikehityksessä suuremman pelimyyntin riskin ottaminen edellyttää vahvoja kassapuskureita. Kassatilanne ei saa tulla vastaan pelikehityksessä, sillä lopputuotteen laadusta tinkiminen kehitysvaiheessa johtaa väistämättä kritiikkiin erittäin vaativien loppuasiakkaiden keskuudessa ja maineen

merkitys alalla on tärkeä. Vahva kassa on myös tärkeä neuvottelutilanteissa kumppaneiden kanssa, jotta sopimusehdot saadaan paremmiksi. Listautumisen tuomalla rahoituksella yhtiön siirtymä arvoketjussa eteenpäin on mahdollista toteuttaa hallituin riskein.

Remedy lähti listautumisen jälkeen toteuttamaan uutta strategiaansa ja tähän mennessä asiat ovat menneet suunnitelmien mukaan. Yhtiöllä on ensimmäistä kertaa kaksi projektia samaan aikaan täydessä tuotannossa ja kolmannen projektin esivalmistelut on aloitettu pienellä tiimillä. Moniprojektimallin ylösajoon liittyvät riskit ovat nyt huomattavasti pienemmät kuin vuosi sitten, sillä yhtiöllä ei ollut aiempaa kokemusta kahden pelin samanaikaisesta laajamittaisesta tuotannosta. Suurin epävarmuus liittyy 2019 julkaistavan itseomistetun IP:n P7-pelin myyntimääriin, mutta yhtiön nykyisellä osakkeen arvostuksella osakemarkkinan odotukset peliä kohtaan ovat vielä maltilliset. Oman Northlight-teknologia-alustan ja samaan toimipisteeseen keskitettyjen toimintojen ansiosta yhtiö pystyy tuottamaan huippulaatuisia pelejä huomattavasti monia AAA-kilpailijoita alhaisemmilla kustannuksilla, jolloin pelien ei tarvitse myydä niin paljoa kattaakseen kehittämisen kustannuksia.

Pidämme Remedyn tuotto/riski -suhdetta kokonaisuudessaan houkuttelevana huomioiden merkittävä arvonluontipotentiaali yhtiön strategian onnistuessa. Riskit ovat kuitenkin peliyhtiöille tyypilliseen tapaan korkeat ja yhtiö toimii markkinoilla, jotka kehittyvät nopeasti teknologian ja kuluttajien käyttäytymisen myötä.

Remedyn sijoitusprofiili



Potentiaali

- Omien pelibrändien ja jatko-osien kehitys
- Korkeampi osuus pelimyynnin tuotoista
- Moniprojektimalli tasaa riskejä ja tuo skaalaetuja
- Kasvavat markkinat, erityisesti Aasiassa
- Maine ja omat teknologiat tuovat kilpailuetua

Riskit

- Liiketoimintamallin muutos todistamatta
- Riippuvuus julkaisijakumppaneista
- Pitkät kehityssyklit
- Yhtiö kantaa jatkossa korkeampaa riskiä projektien onnistumisesta
- Vaikea ja kilpailtu markkina, joka muuttuu nopeasti

Remedyn riskiprofiili

Liiketoiminnan riskiprofiili



Arvio Remedyn liiketoimintamallin kokonaisriskitasosta

Markkinat 1/2

Videopelimarkkina

Markkinat ovat globaalit

Videopelimarkkinat ovat globaalit, mutta Remedyllä keskeinen ison ruudun PC- ja konsolipelaaminen painottuu kehittyneille markkinoille. Kehittyvät markkinat ovat voimakkaasti kasvavia ja niissä konsolipelaaminen on yleistymässä. Myynnillä mitattuna viisi suurinta maata pelialalla ovat Kiina, Yhdysvallat, Japani, Etelä-Korea ja Saksa.

Markkinatutkimusyhtiö Newzoo on nostanut arvioitaan viimeisen vuoden aikana pelimarkkinan kasvusta ja arvioi tuoreimmassa raportissaan globaalin pelimarkkinan kasvavan 13,3 % vuonna 2018 yltäen 138 miljardiin dollariin. Vuosina 2016-2021 keskimääräisen vuosikasvun arvioidaan olevan noin 11 %.

Maantieteellisesti nopeimmin kasvaa Aasian markkina, jossa vuosikasvun on arvioitu tänä vuonna olevan 17 %. Remedy pääsee nyt vahvemmin osaksi Aasian ja erityisesti Kiinan pelimarkkinoita korealaiselle Smilegatelille kehitettävän Crossfire 2 -pelin ansiosta. PC-pelaaminen on Kiinassa konsolipelaamista suosittumpaa. Myös PC-pelien kauppapaikka Steam kasvaa nopeimmin Aasiassa ja kehittyvissä maissa.

Remedy toimii konsoli- ja PC-alustoilla

Videopelimarkkinat voidaan maantieteellisen kehityksen lisäksi jakaa alustakohtaisesti. Remedyllä keskeiset pelialustat ovat PC sekä konsolit (Xbox One, Playstation 4, Nintendo Switch) ovat rahallisesti toiseksi isoin pelialusta ja niiden markkinoiden koon

arvioidaan olevan noin 35 miljardia dollaria (24 %) vuonna 2018. Konsolipelaaminen kasvaa arviolta noin 4 %:n vuosivauhtia 2016-2021. PC-pelaaminen on kolmanneksi suosituin alusta 29 miljardin dollarin kokoluokalla (22 %) ja sen arvioidaan kasvavan myös noin 4 %:n vuosivauhtia.

Mobiilipelaaminen on suurin ja nopeimmin kasvava kategoria. Mobiiliin osuus oli viime vuonna 44 miljardia dollaria ja sen odotetaan kasvavan tänä vuonna 56 miljardiin (44 %). Newzoo odottaa mobiilipelaamisen kasvavan noin 23 %:n vuosivauhtia 2016-2021. Loput 14 % globaalista pelimarkkinasta koostuu tablet-pelaamisesta (esim. iPad), handheld-laitteilla pelaamisesta (esim. PS Vita), sekä selainpohjaisesta pelaamisesta.

Mobiili ei tappanut konsoli- ja PC-pelaamista

Pelimarkkinoita tarkasteltaessa on tärkeä huomata, että vaikka mobiili kasvaa nopeimmin, ei sen kasvu ole ollut pois PC- ja konsolipelaamisesta. Mobiili on tuonut pelaamiseen enemmänkin täysin uuden ”casual gaming” -kategorian, joka on tavoittanut täysin uusia pelaajakohderyhmiä. Remedyllä tärkeiden peliharrastajien kulutusikäytymiseen tällä ei ole ollut olennaista vaikutusta, vaan uusimmat pelikonsolien sukupolvet ovat edelleen myyneet hyvin ja PC-pelaaminen on myös kasvattanut suosiotaan esimerkiksi digitaalisen jakelun myötä.

PC on alustoista PS4:ää ja Xbox Onea isompi käyttäjämäärillä mitattuna. PC-pelien kauppapaikka Steamilla on käyttäjiä yli 125 miljoonaa, joista päivittäisiä pelaajia on noin 14 miljoonaa (Valve, 2017). PS4:ää on myyty yli 76

miljoonaa kappaletta (Sony, 2018) ja Xboxia arviolta noin 35 miljoonaa kappaletta (NPD). PC-markkinasta mielenkiintoisen tekee se, että pelien jakelu on siirtynyt lähes kokonaan digitaaliseen kanavaan, jolloin arvoketjussa jakelijan osuus pienenee. Konsolipeleissä fyysinen jakelu on vielä keskeisessä roolissa.

Konsolimarkkinoilla on useampi kasvuajuri, eikä aiempina vuosina mediassa paljon puhuttua konsolimarkkinoiden kuihtumista ole tapahtunut. Konsolit tulevat Newzoon (2018) mukaan kattamaan noin 22 % 180 miljardin dollarin pelimarkkinasta vuonna 2021. Konsolien pelivalikoima on monipuolistunut nykyisukupolven aikana, mikä houkuttelee myös enemmän pelaajia konsoleille. Lisäksi pelikonsolit ovat viimeaikaisen kehityksen silmissä siirtymässä iteratiiviseen toimintamalliin, jossa perinteisen 7 vuoden konsolijulkaisujen syklin sijaan Sony ja Microsoft julkaisevat täysin uusien konsolien sijaan paranneltuja versioita konsoleistaan (kuten PS4 Pro ja Xboxin Project Scorpio). Tällöin uusi konsolisukupolvi ei tapa välittömästi edellistä.

Pelitudioiden kannalta kasvun ja markkinan koon tasapaino avoimemman PC-alustan ja suljettujen konsolialustojen välillä on hyvä asia, sillä konsolivalmistajat ovat tiukkoja portinvartijoita omilla alustoillaan. Ison ruudun pelaamisen painottuminen konsolipuolelle johtaisi Microsoftin ja Sonyn duopoliin markkinalla, mikä voisi asettaa pelitudiot arvoketjussa heikompaan neuvotteluasemaan konsolivalmistajia vastaan.

Markkinat 2/2

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

Liiketoimintamallit ja arvoketju

Pelialalla jo vuosia vallinnut tyypillinen liiketoimintamalli pelinkehittäjälle kuten Remedyllä on ollut kehittää itse pelejä alusta lähtien suunnittelupöydältä valmiiseen tuotteeseen saakka. Pelinkehittäjät tyypillisesti partneroivat kehitysprosessin aikana julkaisijan kanssa ja peli myydään sekä fyysisinä että digitaalisina kopioina kertaostoksena kuluttajille AAA-kategorian peleissä noin 60-70 euron kappalehintaan. Pelin kaupallinen menestys määräytyy julkaisuvuoden myyntivolyymin perusteella. Lisämyyntiä voi syntyä pelin digitaalisten kanavien kautta myytävien lisäosien myynnistä.

Mobiilipelien räjähdysmäisen kasvun myötä myös niin sanottu free-to-play -liiketoimintamalli (F2P) on kasvattanut suosiotaan. Free-to-play -mallissa pelaajat voivat hankkia pelin ilmaiseksi ja pelin ansainta nojaa yksinomaan pelin sisällä tehtäviin ostoksiin, joilla pelaaja voi itse muokata pelikokemustaan. Nykyään käytännössä kaikki mobiilipelit pohjautuvat F2P-malliin. PC-markkinoilla F2P on jo saavuttanut melko suuren suosion, mutta konsolimarkkinoilla F2P ei ole vielä yleistynyt muutamia poikkeuksia lukuun ottamatta. F2P:n voimakas yleistyminen

konsoleilla olisi riski Remedyn kaltaisille toimijoille, joiden liiketoimintamalli nojaa itse pelien myyntiin.

Tietyt toimijat pelialalla keskittyvät myös yksinomaan pelien julkaisemiseen, eivätkä kehitä pelejä itse ollenkaan. Julkaisupuolella toimijat usein rahoittavat osuuden pelinkehityksestä, tuovat myyntiin oman jakeluverkostonsa sekä osallistuvat markkinointiin. Lisäksi julkaisija voi osallistua laadunvarmistukseen. Julkaisijat saavat osuuden pelimyyntiin liikevaihdosta, joka määräytyy pitkälti sen mukaan, kuinka paljon he rahoittavat projektia eli toisin sanoen kantavat sen riskiä. Pelialan suurimmat toimijat (EA, Activision-Blizzard, Take-Two) operoivat tyypillisesti sekä kehitys- että julkaisupuolella.

Pelit ostetaan viime kädessä jakelijoilta, jotka edustavat kauppapaikkoja pelaajille. Näihin lukeutuu sekä fyysiset jakelijat (kuten Amazon ja GameStop) että digitaaliset jakelijat (kuten Steam ja Playstation Store). Digitaalisten jakelijoiden osalta PC-peleissä markkinoita hallitsee Steam (markkinaosuus noin 75 %, Screen Digest 2013) ja konsolipuolella jakelijoina toimivat yksinomaan alustojen kehittäjät (Sonyn Playstation Store ja Microsoftin Xbox Store).

Fyysisten pelien myynnistä julkaisijat saavat isomman siivun suurempien materiaali- ja logistiikkakustannusten myötä, mutta digitaalisella puolella julkaisijat ovat pienemmässä roolissa. Remedyllä ei ole omaa julkaisutoimintaa, mutta tämä ei ole käsityksemme mukaan poissuljettua tulevaisuudessa, mikäli yhtiö julkaisee pelin kokonaan digitaaliseen jakeluun.

Pelikehittäjien osuus arvoketjusta kasvaa

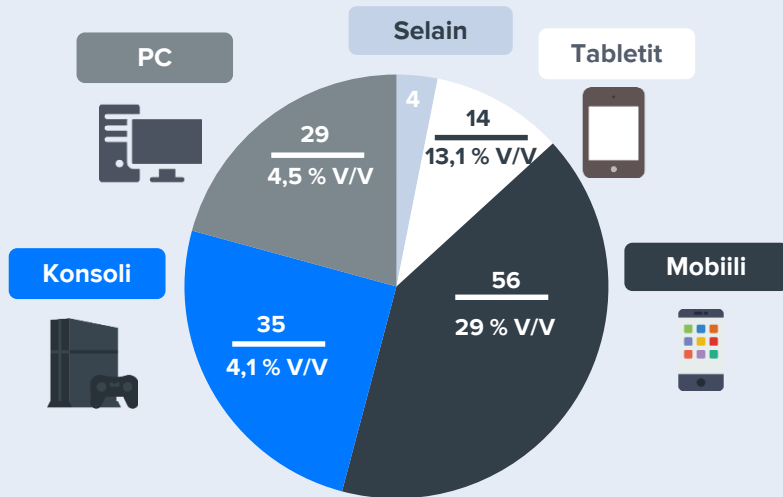
Liiketoimintamallit kehittyvät pelialalla yhä, minkä takia alan toimijoilta vaaditaan ketteryyttä. Julkaisijat ovat historiallisesti olleet arvoketjussa vahvassa asemassa, sillä julkaisijat ovat toimineet portinvartijoina pelinkehittäjien ja jakelijoiden välissä. Konsolivalmistajat ovat omissa suljetuissa alustoissaan myös vahvassa arvoketjuasemassa. Tilanne on kuitenkin muuttumassa, kun digitaalinen jakelu ja F2P-mallit avaavat uusia liiketoimintamahdollisuuksia innovatiivisille toimijoille. Esimerkiksi Supercellin liiketoimintamallissa arvoketju jakautuu puhtaasti pelistudion ja digitaalisen kauppapaikan välille. Remedyn nykyisessä konsolipainotteisessa mallissa arvoketjua jakavat pelistudio, julkaisija sekä tyypillisesti fyysinen kauppapaikka logistiikkakaluineen.

Remedyn kannalta hyvä puoli on se, että pelistudioiden rooli arvoketjussa ei ole katoamassa mihinkään, kun taas julkaisijoiden ja jakelijoiden rooli arvoketjussa saattaa pienentyä digitaalisten jakelumallien myötä. Pelistudioiden liiketoimintamallit voivat muuttua, mutta niiden osuus arvoketjusta todennäköisesti kasvaa tulevaisuudessa.

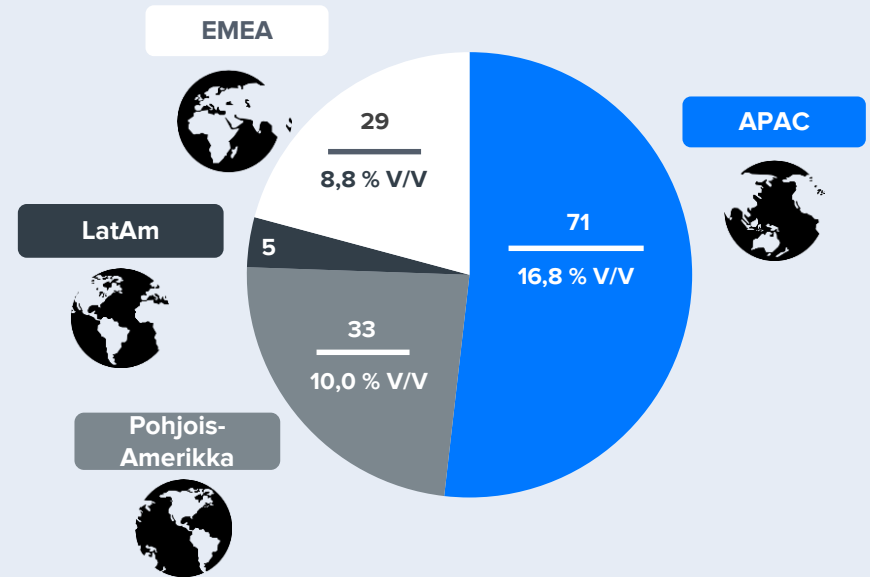
Hyvä esimerkki uudesta mallista on myös THQ Nordic, joka listautui vuoden 2016 lopussa Tukholman First North -listalle. THQ Nordic keskittyy hankkimaan toisilta toimijoilta IP-oikeuksia ja jatkojalostaa näitä pääsääntöisesti ulkoistetusti, minkä jälkeen pelit julkaistaan useilla alustoilla.

Markkinoiden jakautuminen

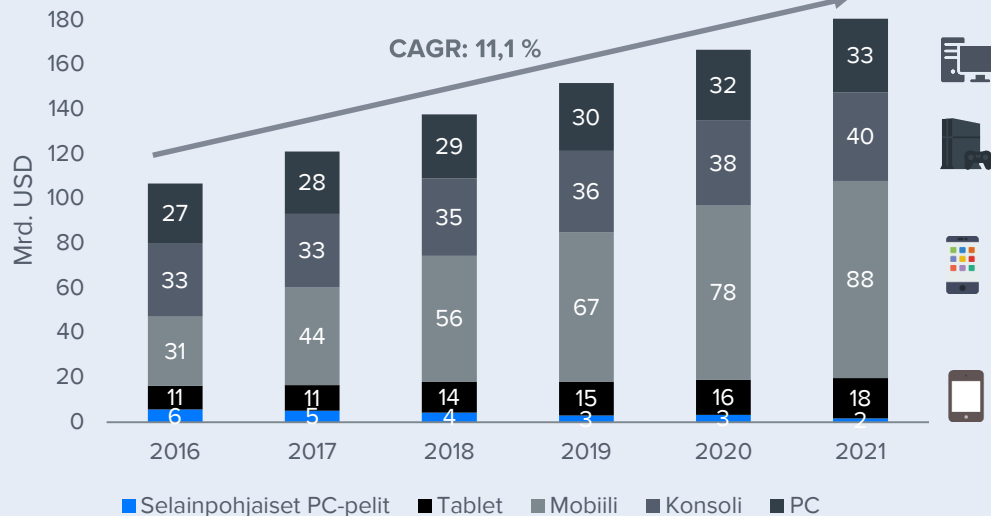
Pelimarkkinat alustoittain (Mrd. USD) 2018



Pelimarkkinat maantieteellisesti (Mrd. USD) 2018



Pelimarkkinoiden kehitys alustoittain



Markkinatrendit 1/2

Remedyyn vaikuttavat trendit

Peliala on suhteellisen nuori toimiala ja kehitty nopeasti. Tämän seurauksensa pelialan trendejä on useita ja nekin muuttuvat nopeasti. Pelialan trendien ennustettavuudesta osaltaan kertoo vertailu markkinatutkimusyhtiö Newzoon listaamista pelialan trendeistä vuosina 2016-2017. Vuonna 2016 Newzoo tunnisti selkeiksi megatrendeiksi e-urheilun, virtuaalitodellisuuden (VR) ja lisätyn todellisuuden (AR) suosion kasvun sekä pelaajien keskinäisen kaupankäynnin peleissä hankituilla sisällöillä. Tähän mennessä näistä trendeistä eniten tuulta siipiensä alle ovat ottaneet e-urheilun nopeasti kasvava suosio sekä lisätty todellisuus, etenkin mobiilipelien kehittämisessä. Vuoden 2017 raportissaan Newzoo arvioi merkittävimmiksi pelialan trendeiksi pelaamisen suosion kasvun ajanvietteenä, yhteisöllisyyden merkityksen kasvun peleissä, pelien palvelullistamisen, peliyhtiöiden muutoksen viihdeyhtiöiksi sekä alan globaalin konsolidaation.

Ohessa listaamme Remedyyn liiketoimintaan vaikuttavat trendit ovat osaltaan samoja ja osaltaan poikkeavia Newzoon tunnistamien trendien kanssa.

Konsolipelien pelivalikoiman monipuolistuminen

Konsolipelien pelivalikoima on monipuolistunut etenkin nykyisen konsolisukupolven aikana. Monipuolisempi valikoima pelejä houkuttelee yhä enemmän pelaajia ostamaan konsolialustoja. Konsolivalmistajat ja konsolipelien kehittäjät saavat uutta pelaajakuntaa houkutelua sisään ja samalla pidettyä kiinni vanhoista pelaajista. Kasvava pelaajakunta konsoleissa tarkoittaa Remedyyn

konsolipeleille laajempaa potentiaalista asiakaskuntaa ja kasvupotentiaalia. Sonyn PS4 ja Microsoftin Xbox One -konsoleita on yhteensä myyty jo yli 100 miljoonaa kappaletta.

Demografiset muutokset

Toinen keskeinen trendi Remedyyn kannalta on väestössä tapahtuvat rakenteelliset muutokset. Ensimmäisten 80-luvulla kehitettyjen videopelien pelaajat ovat nykyään 30-40-vuotiaita ja yhä vanhemmat henkilöt pelaavat videopelejä. Samalla uudet sukupolvet aloittavat pelaamisen yhä nuorempina. Lisäksi peliharrastuksesta on tullut yhteiskunnallisesti hyväksyttävämpää. Toinen demografinen muutos on sukupuolijakauman tasaantuminen pelaajien keskuudessa. Sukupuolijakauman tasaantumisen taustalla on muun muassa muuttuneet asenteet. Demografiset trendit kasvattavat videopelien pelaajakuntaa globaalisti. Tämän seurauksena myös Remedyyn pelien potentiaalinen markkina kasvaa.

Konsolipelaamisen suosio

Konsolipelaaminen pitää edelleen vahvaa asemaa pelaajien keskuudessa. Tämä on nähtävissä muun muassa Newzoon (2017) ennusteesta, jonka mukaan konsolit hallitsevat vielä 22 % pelimarkkinoista vuonna 2021. Konsoleiden yleistymistä ajaa myös niiden kasvu kehittyvillä markkinoilla, joilla konsolipelaaminen on vasta yleistymässä.

Pelien muutos pitkäkestoisemmiksi palveluiksi

Konsoli- ja tietokonepeleissä yhä yleistyvää kehityssuuntaa on pelien muuttuminen pitkäkestoisempaan suuntaan. Kerran läpipelattavien tuotteiden sijaan pelit ottavat askelia kohti etenkin mobiilipeleissä jo

valtavirraksi muodostunutta GaaS-mallia (Games as a service), jolloin peleihin päivitetään uutta sisältöä alkuperäisen pelijulkaisun jälkeen. Peleihin pyritään rakentamaan myös erilaisia yhteisöpalveluja, joilla pelaajat saadaan paremmin sitoutuneeksi peliin. Pelaajille tarjotaan myös yhä useammin erilaisia lisäostojen mahdollisuuksia, jotka saattavat merkitä osalle peliyhtiöistä jo merkittävää osaa pelin kokonaisliikevaihdosta. Myös Remedy on kertonut pyrkivänsä luomaan yhä pitkäkestoisempia pelejä, joten lisäsisällöt/päivitykset kuuluvat todennäköisesti yhtiön tuleviin pelijulkaisuihin.

GaaS-mallin myötä konsolipelaajat käyttävät keskimäärin enemmän rahaa per peli, mutta ostavat vähemmän pelejä per vuosi. Tämän trendin seurauksena huonot pelit tuottavat tulevaisuudessa entistä huonommin ja hyvät pelit entistä enemmän.

Digitaalinen jakelu kasvaa

DFC Intelligence -markkinatutkimusyhtiön mukaan jo vuonna 2013 PC-pelien myynnistä 92 % tuli digitaalisesta myynnistä. Konsolipuolella fyysiset kopiot ovat vielä vahvemmassa asemassa, mutta digitaalinen myynti kasvaa fyysisen myynnin kustannuksella nopeasti myös siellä. Digitaalinen myynti on pelinkehittäjille kannattavampaa, koska se parantaa kehittäjien asemaa arvoketjussa julkaisijoiden ja jakelijoiden kustannuksella ja näin ollen on parempikatteisempaa kuin fyysinen myynti. Fyysinen myynti vaatii valtaosalle Remedyyn kokoisista toimijoista julkaisijan ja jakelijan väliin, jotka ottavat liikevaihdosta huomattavan ison siivun.

Markkinatrendit 2/2

Fyysisen jakelun merkitys korostuu etenkin uusien pelien ensimmäisten myyntikuukausien aikana, jolloin suurin osa pelimyyntistä tapahtuu. Remedyn arvion mukaan karkeasti noin 60 % ensimmäisten kuukausien myynnistä tulee vielä fyysisistä pelikopioista. Tämän jälkeen myynti siirtyy pääosin digitaalisiin kanaviin. Digitaalinen jakelu on tärkeä erityisesti peleihin kehitettävien lisäsisältöjen myynnissä ja nykyään onnistuneissa peleissä lisäsisältöjen myynti voi olla jo merkittävä osa suhteessa alkuperäisen pelin kokonaisuusmyyntiin.

Free-to-playn mahdollisuudet konsoleilla

Yksi keskeinen vielä suhteellisen alkuvaiheen trendi, joka voi muodostua Remedyllä riskiksi on free-to-play (F2P) -liiketoimintamallin yleistyminen konsoleilla. Jos F2P saa vahvan jalansijan konsolimarkkinoilla, premium-pelien pelikopioiden myynti voi kärsiä. Tuoreena esimerkkinä F2P-mallin suosioista konsoleilla ja PC:llä toimii Epic Gamesin kehittämä selviytymispeli Fortnite, jolla oli maaliskuussa 2018 yhteensä yli 45 miljoonaa pelaajaa, joista yli 3 miljoonaa oli päivittäisiä pelaajia.

Toistaiseksi käsityksemme mukaan pelialan julkaisijat uskovat, että premium-pelit tulevat pitämään pintansa konsoleilla. F2P-mallin haasteena konsoleilla on, että sen tulee vedota nopeasti todella suureen pelaajakuntaan, sillä lopulta vain pieni osa pelaajista konvertoituu maksaviksi asiakkaiksi. Konsolien huomattavasti pienempi lukumäärä (Ps4 ja Xbox One reilu 100 milj. kpl.) verrattuna aktiivisten älypuhelimien lukumäärään (Newzoo: vajaa 3 mrd. kpl.) tekee F2P-mallin toteuttamisen konsoleilla huomattavasti mobiilipelejä haastavammaksi. Lisäksi konsolipelien tuotantokustannukset ovat selvästi mobiilipelejä suuremmat ja pelien

kehityssyklit pidemmät, mikä osaltaan rajoittaa konsolipelien kehittäjien halua siirtyä F2P-malliin.

Muut trendit

Osa trendeistä ei ainakaan vielä kosketa suoraan Remedyn liiketoimintaa, mutta muokkaavat kuitenkin vahvasti koko pelialan kehitystä. Tästä syystä sijoittajien on hyvä tiedostaa ja ymmärtää laajemmin alan ajureita.

E-urheilu

E-urheilulla tarkoitetaan kilpapeliamista joukkueiden tai yksilöiden välillä kolmannen osapuolen (kilpailun järjestäjä) järjestämässä liigassa tai turnauksessa, jossa on usein rahapalkinto, jota kilpailijat tavoittelevat. E-urheilijat ovat pelaajia, jotka pelaavat kilpailun kohteena olevia pelejä ammatikseen. Newzoo on arvioinut e-urheilumarkkinan liikevaihdon kasvavan keskimäärin 27,4 % vuodessa 2016-2021. E-urheilumarkkinan arvioidaan siten olevan vuonna 2021 noin 1,6 miljardin dollarin arvoinen. Innokkaita katsojia e-urheilulla arvioidaan olevan 250 miljoonaa vuoden 2021 loppuun mennessä ja satunnaisia katsojia noin 300 miljoonaa. Katsojamäärän arvioidaan kasvavan keskimäärin 14,4 % vuosittain 2016-2021.

E-urheilu ei liity suoranaisesti Remedyn omiin peleihin, mutta sen yleistyminen voi lisätä kuluttajien kiinnostusta videopelaamisesta kohtaan ja toimia siten kokonaismarkkinan kasvuajurina.

Virtuaalitodellisuus ja lisätty todellisuus

Virtuaalitodellisuus (VR) ja lisätty todellisuus (AR) ovat kasvattaneet suosiotaan pelialalla. Vuonna 2016 HTC julkaisi PC-pelaamiseen HTC Vive -lasit, Facebookin 1,6 miljardilla eurolla vuonna 2014 ostama Oculus julkaisi PC-pelaamiseen

Oculus Rift -lasit ja Sony julkaisi Playstation 4 konsolille tarkoitetut Playstation VR -lasit. AR puolella taas Nintendon omistama Niantic julkaisi AR-peli Pokemon GO:n mobiilialustoille, joka saavutti suuren suosion mobiilipelaajien keskuudessa. Vuonna 2017 Apple ja Google julkaisivat omat uudet AR-kehitysyökalut, joiden myötä AR-sovellusten ja -pelien kehittäminen mobiililaitteille helpottui huomattavasti, mikä tulee todennäköisesti näkymään tänä vuonna ja tulevaisuudessa lukuisina uusina lisättyä todellisuutta hyödyntävinä mobiilipeleinä ja sovelluksina.

VR ja AR ovat pelialan trendeinä vielä hyvin aikaisessa vaiheessa. Pelaajat tulevat luultavasti seuraamaan VR:n ja AR:n tuloa markkinoille melko varovasti. Pelikriitikoiden arviot ja näkemykset varmasti määrittelevät kuluttajien halukkuutta ostaa VR-lasit pelaamista varten. Toisaalta myös pelikehittäjien aikomukset kehittää VR-pelejä pitkälti määrittelevät pelaajien kiinnostusta VR- ja AR-pelien pelaamiseen. Toistaiseksi vaikuttaa siltä, että premium-peleissä VR- ja AR-markkinat kehittyvät vielä hitaasti, ennen kuin isoja pelijulkaisuja tulee tarjolle. VR ja AR ovat myös melko uusi kehitysympäristö ja näin ollen VR- ja AR-konseptien yhdistäminen mielenkiintoisten pelien ympärille voi myös kestää jonkin aikaa.

Remedy ei ole käsityksemme mukaan poissulkenut mahdollisuuksia kehittää pelejä VR- ja AR-ympäristöihin. Toistaiseksi yhtiöllä ei vaikuta olevan aikomuksia panostaa tähän trendiin. Tämä ei näkemyksemme mukaan ole niinkään riski yhtiölle, mutta voi osoittautua menetetyksi mahdollisuudeksi, mikäli VR:n ja AR:n suosio kasvaisi räjähdysmäisesti konsolipeleissä lähivuosina.

Pelialan trendit

	Markkinatrendi	Seuraus	Vaikutus Remedyyn
	Konsolipelivalikoiman monipuolistuminen	Konsolien suosio kasvaa	↖
	Demografiset muutokset	Vanhemmat, nuoret ja naiset pelaavat enemmän	↖
	Konsolipelaamisen kasvu	Markkina kasvaa erityisesti Aasiassa	↖
	Pelien muutos pitkäkestoisemmiksi palveluiksi	Hyvät pelit myyvät enemmän, huonot entistä vähemmän	?
	Digitaalinen jakelu kasvaa	Pelistudioiden osuus arvoketjusta kasvaa	↖
	Free-to-play yleistyy	Liiketoimintamallit muuttuvat	↙
	VR ja AR yleistyy	Uusia pelialustoita ja teknologioita syntyy	?
	E-urheilu	Pelaamisen tunnettuus ja suosio kasvavat	-

Videopelimarkkinan yhteenveto

	Konsoli 	Tietokone 	Mobiili/Tablet 
Markkina ja kasvu*	\$35,6 mrd. ~4 %	\$28,6 mrd. ~4 %	\$70,3 mrd. ~20 %
Ansainta ja jakelu	5-70 € + lisäsisältö Fyysinen + digitaalinen	1-70 € + lisäsisällöt, F2P Digitaalinen jakelu	F2P, mainostulot Digitaalinen jakelu
Pelaajat	~100 miljoonaa pelaajaa 100 % maksaa peleistä	~300 miljoonaa pelaajaa ~75 % maksaa peleistä	~1500 miljoonaa pelaajaa ~5 % maksaa peleistä
Pelit	Tuotteita, pelipalvelut (GaaS) yleistymässä > 500 peliä / vuosi	Tuotteita + Pelipalveluita > 5000 peliä / vuosi	Pelipalveluita > 100 000 peliä / vuosi
Peliyhtiöiden määrä	~200	~1000	> 10 000, paljon pieniä kehitystiimejä
Tuotantobudjetti ja tiimikoko	10-200 MUSD 20-500 henkilöä	1-20 MUSD 10-100 henkilöä	0,1-10 MUSD 5-50 henkilöä

Kilpailu 1/2

Kilpailun luonne pelialalla

Riippumatta markkinasta, peligenrestä tai alustasta, peliyhtiöt kilpailevat viime kädessä kuluttajien käytettävissä olevista rahoista ja myös entistä enemmän niiden huomiosta ja käytettävissä olevasta ajasta. Viihteellisyys on sektorin tärkein kilpailutekijä.

Pelialan kilpailu on globaalia ja maantieteellisten tekijöiden merkitys on pientä erityisesti digitaalisen jakelun yleistyessä. Sen sijaan kilpailua määrittävät esimerkiksi julkaisualusta, pelin genre ja tuotannon koko. Remedy on fokusoitunut markkinalla AAA-tason premium-peleihin, mitä voidaan pitää hyvin erilaisena markkinana verrattuna mobiilipeleihin. Esimerkiksi alalle tulon kynnyks on korkeampi, kilpailijoita on maailmassa vain kourallinen ja tuotannot ovat suurempia. Erityisesti konsolivalmistajat toimivat markkinalla tiukkoina portinvartijoina laadun suhteen.

Remedy on liikevaihdolla mitattuna melko pieni toimija pelialalla, mutta se kohtaa omassa kategoriassaan kilpailussa sektorin suurimpia toimijoita kuten Ubisoftin ja Take-Two Interactiven. AAA-pelit ovat kuitenkin jakautuneet myös omiin alakategorioihinsa ja pelinkehittäjät ovat fokusoituneet vahvemmin omien vahvuksiensa myötä kehittämään tietynkaltaisia AAA-pelejä. Remedyn erikoistumisalue tällä alueella on tarinankerronnallisissa toimintapeleissä.

Kilpailuetu syntyy laadusta ja erottumiskyvystä

AAA-peleissä pelistudiot pyrkivät luomaan kilpailuetuja pelin laadulla sekä positioitumalla kehittämään tietyn genren pelejä (kuten toiminta, seikkailu, ajaminen). Myös kuluttajien huomiosta käydään kovaa kilpailua. Kuluttajien huomio taas

kiinnittyy peleistä tehtäviin arvioihin ja keskusteluun. Erityisesti kalliissa premium-peleissä pelaajat seuraavat arvosteluita erittäin tarkasti arvioidakseen pelin viihteellisyyttä ennen ostopäätöksen tekoa.

Remedyn kilpailijat

Remedyn kilpailukenttä ei ole mustavalkoisesti määriteltävissä. Osaltaan yhtiö kilpailee parhaista kumppanisopimuksista muita pelistudioita vastaan. Yhtiölle potentiaalisia julkaisukumppaneita on pelialalla globaalisti vain joitain kymmeniä. Toisaalta yhtiö kilpailee loppukuluttajien euroista ja ajasta muita pelejä vastaan. Kilpailussa vastassa ovat muut toimintapelit sekä kokonaan vaihtoehdotiset pelikategoriat, joiden väliltä kuluttaja tekee päätöksen.

Remedyn kaltaisia itsenäisiä, isolle ruudulle korkean laatutason erottuvia pelejä kehittäviä pelistudioita on maailmalla vähän. Näistä kilpailijoista vielä pienemmän joukon muodostavat ne, jotka tekevät Remedyn tavoin tarinankerronnallisia toimintapelejä. Muutamia kilpailijoita tällä jaottelulla ovat Gearbox Software, Frontier Developments sekä Yager. Uutta kilpailua tähän kategoriaan ei synny helposti johtuen korkeasta alalle tulon kynnyksestä. Esimerkiksi ajopeleihin erikoistuneen studion on hyvin vaikeaa vaihtaa toimintapeleihin, koska niiden kehitys vaatii erilaista teknologiaa ja osaamista.

Julkaisijoiden havittellessa pelinkehittäjiä kumppaneikseen valintaprosessissa korostuvat kokenut tiimi, korkea teknologinen osaaminen ja historialliset näytöt.

Kilpailusta tulee vaikeampaa

Pelialan yhtenä trendinä AAA-peleissä on se, että

pelit tarjoavat hyvää pelikokemusta entistä pidemmäksi aikaa. Siten pelaajat tulevat ostamaan entistä vähemmän pelejä, mutta käyttämään niihin enemmän rahaa. Tämä todennäköisesti voi pitkällä aikavälillä johtaa siihen, että hyvät pelit menestyvät kaupallisesti entistä paremmin ja huonot pelit entistä huonommin. Kilpailullisesti tämä tekee markkinasta entistä vaikeamman, sillä vain parhaat pelistudiot tulevat menestymään.

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

Remedyn kilpailuedut

Remedyn kilpailuedut ovat yllättävän vahvat huomioiden, että yleinen mielikuva peleistä on hittibisnestä. Remedy on siitä poikkeuksellinen, että se kilpailee peliensä puolesta suurien miljardiluokan liikevaihdon peliyhtiöiden (Ubisoft, Take-Two, Konami) kanssa, vaikka yhtiö on kokonsa puolesta huomattavasti pienempi. Remedy on kyennyt menestyksekkäästi tekemään pienestä koostaan huolimatta maailmanluokan pelejä erittäin kilpailulla markkinalla. Tämä todistaa yhtiöllä olevan kilpailuetuja myös suurempia toimijoita vastaan.

Remedyn keskeisiä kilpailuetuja ovat seuraavat:

- Remedy on historiassaan osoittanut, että yhtiö kykenee kehittämään erittäin pidettyjä ja hyvälaatuisia pelejä käyttäjien arvioilla mitattuna. Yhtiön vahva maine tarjoaa neuvotteluvoimaa julkaisijakumppaneita kohtaan ja houkuttelee yhtiöön alan parhaita osajia.

Kilpailu 2/2

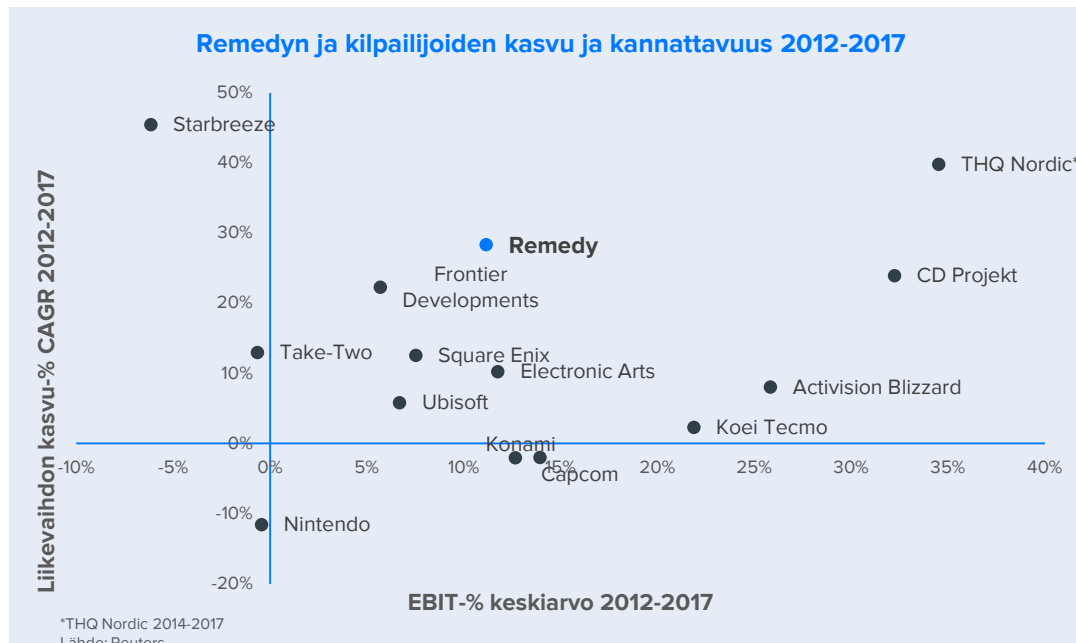
- Yhtiössä on vahva pelikehityksen kulttuuri, joka rakentuu valtavirrasta poikkeaviin, tarinankerronnaltaan uniikkeihin peleihin. Remedy pystyy omien sanojensa mukaan luomaan peleihin syvällisemmän ulottuvuuden ja mukaansatempaavan maailman, jossa on syvälliset henkilöhahmot ja tarinat. Kilpailulla markkinalla pienen Remedyn erottumiskyky luo yhtiölle kilpailuedun. Erottuminen on yhtiölle helpompaa, sillä yhtiö ei yritä tavoitella isompien kilpailijoiden tavoin yli 10 milj. kappaletta myyviä pelejä, jolloin peleihin voidaan tuoda paremmin erottuvia tekijöitä. Onnistuessaan luomaan hieman kapeammalle yleisölle selvästi erottuvan pelikokemuksen, on pelillä hyvät mahdollisuudet yltää arviolta noin 2-5

miljoonan pelikopion myyntiin.

- Yhtiöllä on oma NorthLight -teknologia, joka on teknologia-alusta ja työkalu pelikehitykseen (pelimoottori). Hyvät kehitystyökalut tehostavat pelikehitystä ja niiden avulla ihmisten aika saadaan keskitettyä olennaisimpiin asioihin. Pelejä pystytään oman teknologian ansiosta kehittämään nopeammin ja kustannustehokkaammin. Yhtiön siirtyessä moniprojektimalliin voidaan teknologia-alustaa skaalata. Oma teknologia tarjoaa myös tärkeää jatkuvuutta, kun uuden pelin kehitystä ei tarvitse käynnistää tyhjästä.
- Oman teknologia-alustan sekä samaan toimipaikkaan (Espoo) keskitettyjen

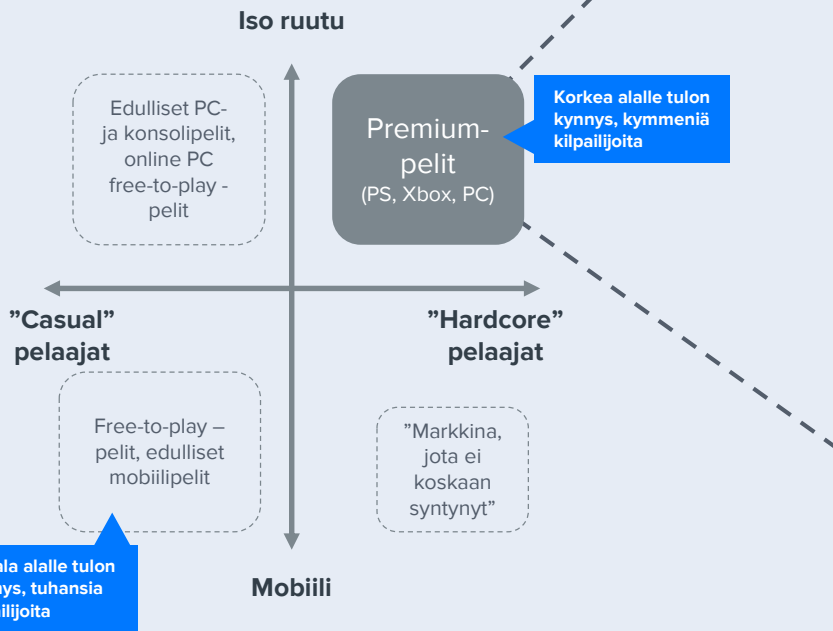
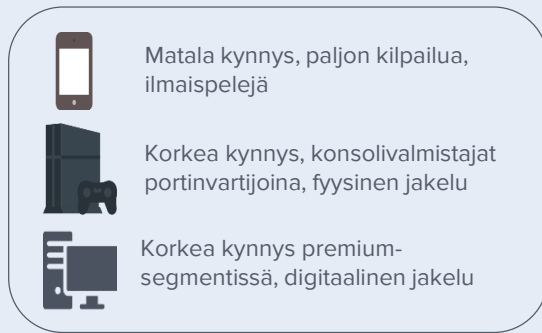
toimintojen ansiosta yhtiö pystyy tuottamaan huippulaatuisia pelejä huomattavasti useita AAA-kilpailijoita alhaisemmilla kuluilla, jolloin pelijulkaisun ei tarvitse myydä niin paljoa kattaakseen kehittämisen kustannuksia.

- Yhtiöllä on historiansa ansiosta vahvaa osaamista haastavien ja pitkäaikaisten pelituotantojen johtamisesta.
- Remedyllä pelikehittäjänä on rakentunut vahva brändi pelaajien keskuudessa. Pelaajat ostavat pelejä paitsi pelibrändin, myös Remedyn nimen perusteella. Pelibrändeistä yhtiö omistaa muun muassa Alan Waken, joka on tunnettu peli ja pelin fanien keskuudessa odotetaan, milloin Remedy kehittää sille jatko-osan.

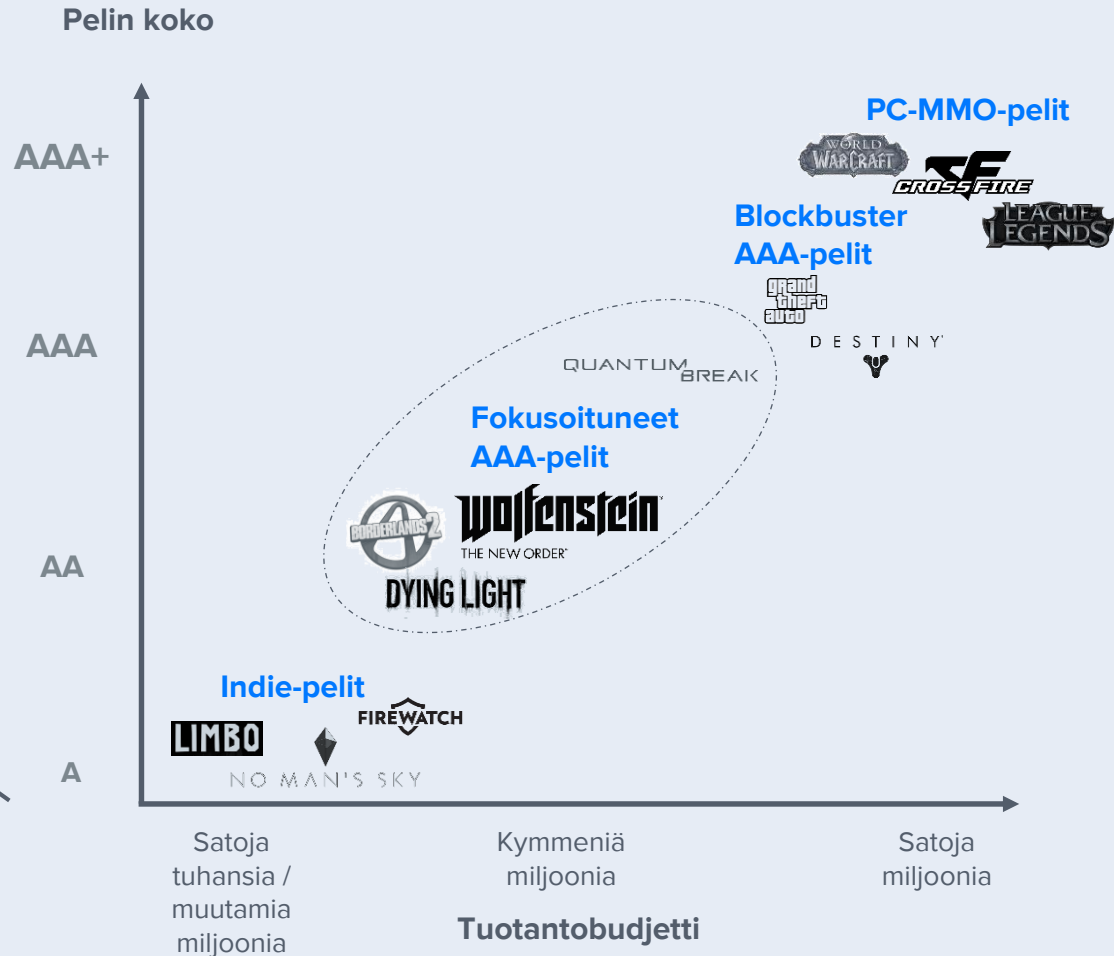


Remedyn positioituminen

Pelimarkkinan segmentit



Remedyn alasegmentit



Strategia 1/3

Vahvempaan asemaan arvoketjussa

Remedy on historiallisesti ollut kumppaneistaan hyvin riippuvainen pääosin alihankintana pelejä kehittävä studio. Nyt Remedyn strategian kulmakivenä on siirtyä parempaan asemaan arvoketjussa ja hallita samalla riskejä siirtymällä usean projektin malliin. Siirtymän lopuksi Remedy kehittäisi pääasiassa itseomistettuja IP:tä ja alihankinnassa keskittyisi mahdollisuuksien mukaan valittuihin strategisiin kumppanuuksiin, kuten Smilegateen. Siirtymä tulee käytännössä tapahtumaan asteittain tulevina vuosina. Vaiheittainen muutos voidaan toteuttaa huomattavasti pienemmällä ja hallitummilla riskeillä, kuin kokonaisvaltainen ja nopea muutos.

Päätös lähteä tavoittelemaan parempaa asemaa arvoketjussa nyt on mielestämme looginen. Remedy on historiassa osoittanut pystyvänsä kehittämään korkealaatuisia pelejä, mutta tämä menestys ei ole täysimääräisesti näkynyt yhtiön kasvussa ja kannattavuudessa. Historiassa solmitut kumppanuussopimukset ovat jättäneet liikevaihdon muodostuksen Remedyn suuntaan suhteellisen pieneksi ja näin pelien menestys ei ole heijastunut täysimääräisesti yhtiön kasvuun ja kannattavuuteen. Lisäksi yhtiön riippuvuus yksittäisistä peliprojekteista on tehnyt siitä myös hyvin haavoittuvasen peliprojektien epäonnistumiselle. Esimerkiksi Alan Waken tuotannon viivästyttyä yhtiö joutui kehittämään peliä yhden vuoden ilman liikevaihtoa. Yksikin isomman pelituotannon floppi olisi voinut ajaa yhtiön rahoituskriisiin. Moniprojektimalli tasaa tätä riskiä.

Suurempi oma rahoitus ja osuus pelituotoista

Remedy aikoo toteuttaa strategian mukaisen siirtymän vaiheittain kehittämällä sekä alihankintamallilla että itseomistetun IP:n mallilla pelejä. Itseomistettujen IP:iden mallissa yhtiö rahoittaa peliprojekteista merkittävän osan itse, jolloin yhtiö saa suuremman osuuden myyntituotoista. Riskitaso on tällöin myös huomattavasti korkeampi. Yhtiö allekirjoitti toukokuussa 2017 julkaisusopimuksen koskien P7-hanketta Digital Brosin omistaman tytäryhtiön 505 Gamesin kanssa. 505 Games rahoittaa hanketta 7,75 MEUR:lla ja yhtiö on sitoutunut maksamaan 45 % P7:n nettomyynnistä Remedyllle. Alihankintamallissa yhtiö aikoo jatkossa keskittyä etsimään peleilleen kumppaneiksi pelialan johtavia toimijoita ja tekemään alihankintana projekteja, jotka ovat kannattavia. Tällä hetkellä yhtiö kehittää alihankintana Crossfire 2 -hanketta.

Itseomistetut IP:t ja jatko-osat

Itseomistetut peli-IP:t ovat Remedyllle tärkeä osa strategiaa tavoitteita. Itseomistettujen IP:iden suurin etu tulee jatko-osien kehittämisestä. Pelien jatko-osat myyvät usein enemmän ja ovat siten tyypillisesti tuottavampia kuin aiemmat osat. Tämä johtuu pitkälti siitä, että jatko-osat ovat pelikokemukseltaan parempia ja pelille on ehtinyt syntyä jo valmis fanikunta. Tämä helpottaa tulevan kysynnän ennustamista. Pelikehittäjät ovat lisäksi jo ensimmäisessä osassa ratkoneet keskeisimmät kehityshaasteet ja pelimaailman luominen on helpompaa. Kehityssykli on tällöin selvästi lyhyempi kuin normaali 2-3 vuotta. Lisäksi laitteistokanta ja suorituskyky pelialustoilla on voinut parantua ensimmäisen osan julkaisun jälkeen, mikä myös tukee jatko-osan pelikokemuksen jalostumista. Parhaimmillaan

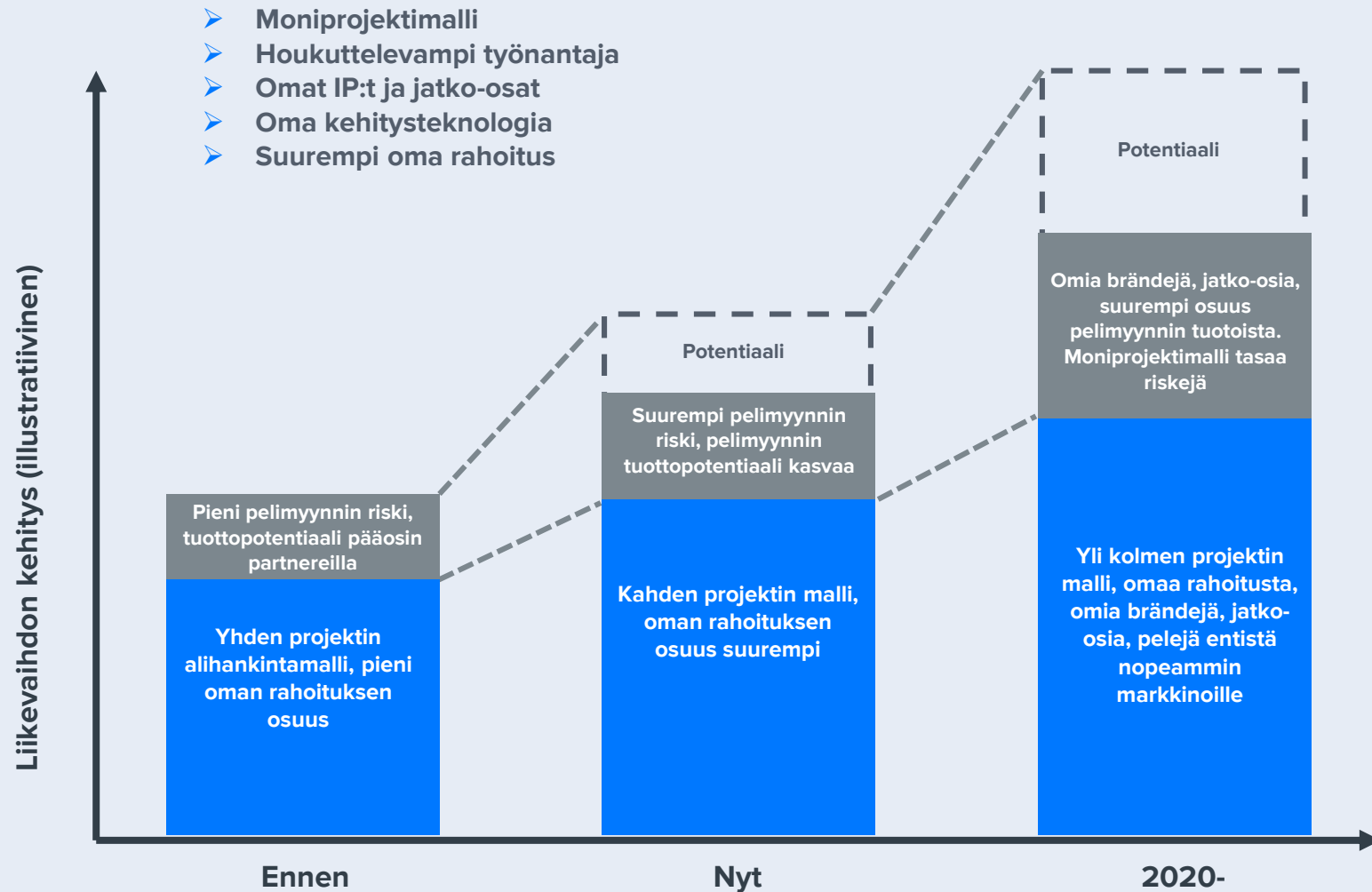
omista pelibrändeistä voi jalostua ansaintamahdollisuuksia brändilisensointiin.

Moniprojektimalli ja teknologia-alustat

Remedy kehittää omaa pelimoottoriaan, mistä yhtiö saa skaalaetuja siirryttäessä usean projektin malliin. Teknologiaa kehittää yhtiön oma noin 35 henkilön tiimi. Monen yhtäaikaisen projektin kehittäminen hajauttaa peliprojektin onnistumiseen ja myyntimenestykseen liittyviä riskejä. Jos yksi peli epäonnistuu, yhtiön ei tarvitse odottaa tyypillistä 2-3 vuotta kehittääkseen seuraavaa peliä tilalle. Samaan aikaan moniprojektimalli myös kasvattaa taloudellista potentiaalia liiketoiminnassa, mikäli useampi peli menestyy lyhyemmällä julkaisusykkeillä.

Remedy on jo Quantum Break -pelin valmistumisen jälkeen aloittanut siirtymän useampaan projektiin. Yhtiöllä on tällä hetkellä kaksi varsinaista kehitystiimiä (Crossfire 2 ja P7 -projektit) ja yhtiöllä on käynnissä kolmannen projektin esivalmistelut pienellä tiimillä. Kolmas projekti on tarkoitus käynnistää kunnolla vielä tämän vuoden aikana. Moniprojektimallissa Remedyn tavoite on arviomme mukaan tuoda uusi peli tai vähintään aiemman pelin lisäosa markkinoille joka vuosi. Historiassa Remedyn pelien julkaisuissa on ollut useampia vuosia välissä. Siirtymä moniprojektimalliin on sujunut tähän mennessä hyvin ja Remedyn mukaan se on ollut myös henkilöstön kehittymisen kannalta tärkeä. Usean projektin mallissa henkilöstöllä on enemmän kehittymismahdollisuuksia sekä kasvupolkuja yrityksen sisällä ja mahdollisuus tilanteen mukaan siirtyä projektista toiseen. Käsitksemme mukaan tämä on parantanut yhtiön houkuttelevuutta työnantajana sekä sitouttanut nykyistä henkilöstöä.

Remedyn strategian muutosprosessi



Strategia 2/3

Pitkäkestoisemmat pelikokemukset

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

Useammat pelialustat

Useamman peliprojektin lisäksi Remedy laajentaa pelejään kaikille keskeisille pelialustoille (Playstation, Xbox ja PC). Useammalle alustalle julkaisu kasvattaa potentiaalista kohderyhmää Remedyn peleille ja tekee yhtiöstä vähemmän riippuvaisen yksittäisten alustojen suosiosta. Uuden sukupolven konsoleissa pelin kehittäminen useille alustoille on nykyään standardoitumisen ansiosta teknisesti helpompaa kuin historiassa.

Teknologian ja osaamisen jalostaminen

Kilpailuetujen ylläpitämiseksi teknologian ja osaamisen jatkuva jalostaminen on tärkeää. Uudet osaamisalueet mahdollistavat pelitarjonnan laajentamisen ja erottumisen

kilpailussa. Alihankintamallissa yhtiö pyrkii valitsemaan kumppaneita, joiden kautta se saa kehitettyä myös uusia osaamisalueita ja teknologioita. Esimerkiksi Smilegaten kautta yhtiö saa osaamista online-peleistä ja Aasian markkinoista. Lisäksi Remedy pääsi vuoden 2018 alussa ensimmäisten pelinkehittäjien joukossa tutkimaan Nvidian säteenseuranta-teknologiaa (raytracing) ja integroimaan sen osaksi omaa Northlight-pelimootoria. Säteenseurannan hyödyntäminen peleissä on vielä tutkimustasolla, mutta onnistuessaan sen avulla voidaan saavuttaa tulevaisuudessa grafiikoiltaan entistä laadukkaampia pelejä.

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

Aasian markkinat

Aasia on voimakkaasti kasvavana ja kehittyvänä markkinana Remedyllä strategisesti houkutteleva markkina. Korealaiselle Smilegatelle kehitettävän Crossfire 2 -hankkeen myötä Remedyllä avautuu mielenkiintoinen strateginen optio Aasian ja erityisesti Kiinan pelimarkkinoille. Lisäksi Remedy saa arvokasta kokemusta pelien kehittämisestä Aasian markkinoille, sillä Aasian pelimarkkinat ovat käsityksemme mukaan hyvin erilaiset kuin länsimaissa. Pelaajat odottavat pelikokemukselta hyvin erilaisia asioita kuin länsimaalaiset pelaajat.

Tämän johdosta Remedyn hyvin vahvasti amerikkalaiseen populaarikulttuuriin pohjautuvat pelitarinat rosoisine pelihahmoineen eivät välttämättä sellaisenaan toimi Aasiassa. Crossfire 2 -hankkeessa Remedy kartuttaa kokemusta Aasian markkinoiden toimintatavoista, joita yhtiö voi mahdollisesti hyödyntää omassa pelikehityksessä myöhemmin.

Remedyn strategia on edennyt suunnitelmien mukaan listautumisen jälkeen

Remedy lähti toteuttamaan uutta strategiaansa listautumisen jälkeen ja tähän mennessä kaikki on edennyt yhtiön suunnitelmien mukaan. Yhtiö on onnistunut rekrytoinneissa ja sillä on ensimmäistä kertaa kaksi peliprojektia samaan aikaan täydessä tuotannossa. Myös kolmannen peliprojektin esivalmistelut on aloitettu ja projekti siirtyy todennäköisesti esituotantoon vielä tänä vuonna. Yhtiö muutti vastikään suurempiin tiloihin Espoossa vastatakseen kasvaneeseen henkilöstömäärään ja varautuessa tulevien vuosien kasvun jatkumiseen.

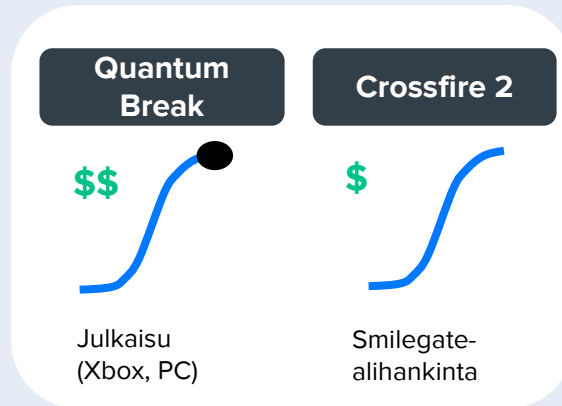
Lukujen valossa strategian onnistumista päästään kunnolla mittaamaan ensimmäistä kertaa vasta ensi vuonna, jolloin P7-pelin julkaisu tapahtuu. P7:n julkaisu määrittelee myös yhtiön seuraavat strategiset askeleet, sillä pelin menestyessä alkaa Remedy todennäköisesti kehittämään sille suhteellisen nopeasti jatko-osaa, jonka menestymiseen liittyvä riski olisi ensimmäistä peliä pienempi. P7:n epäonnistussa joutuisi Remedy kehittämään jälleen kokonaan uuden pelimaailman, jolloin tämän peliprojektin kehityssykli olisi jatko-osaan verrattuna pidempi ja sen menestymiseen liittyvä riski korkeampi.

Remedyn strategia pelihankkeiden valossa

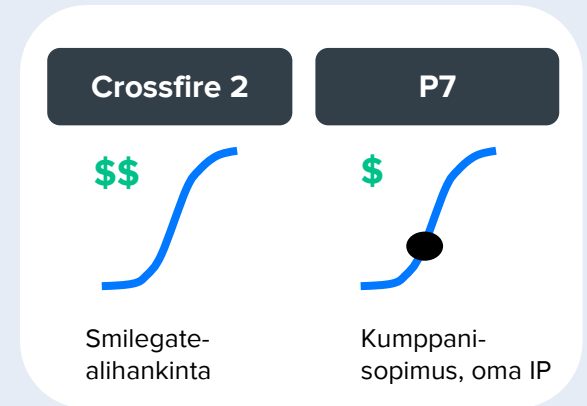
2015



2016



2017



2018 Inderes arvio



2019 Inderes arvio



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

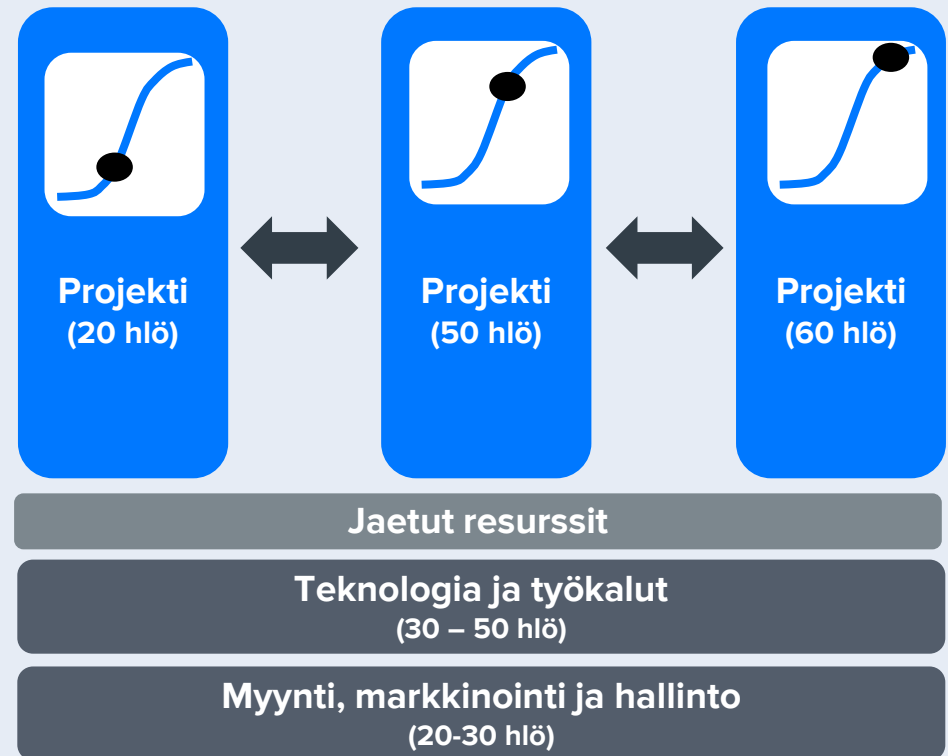
- = kuvastaa tuotannon vaihetta ja tuotantoon vuoden aikana sitoutuneiden resurssien määrää

Moniprojektimallin hyödyt

Ennen



Moniprojektimalli



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



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

Strategia 3/3

Riskit

Remedyn strategian onnistumiseen liittyvät keskeiset riskit ovat arviomme mukaan seuraavat:

- Nopeat markkina- ja teknologiatrendit. Nämä liittyvät toisaalta kuluttajien impulsiiviseen käyttäytymiseen sekä teknologian nopeaan kehitykseen. Riskiä vastaavasti korostaa peliprojektien pitkät kehityssykliä. Yhtiö saattaa tehdä väärä valintoja teknologioiden, pelityyppien tai pelialustojen suhteen. Uusia teknologioita ja alustoja voivat olla esimerkiksi virtuaalitodellisuus tai lisätty todellisuus.
- Remedy on riippuvainen yksittäisten pelien menestyksestä ja peliprojektien laadullisesta ja ajallisesta onnistumisesta. Tämä väistämättä nostaa yhtiön riskiprofilia ja tuo volatilitteettia yhtiön arvonmuodostukseen. Tätä riskiä nostaa yhtiön siirtymä kohti mallia, jossa yhtiö rahoittaa pelituotannosta suuremman osuuden itse.
- Remedy on riippuvainen julkaisijakumppaneistaan, niiden menestyksestä ja niiden kanssa solmittavien sopimusten ehdoista. Esimerkiksi tällä hetkellä yhtiön tulevien vuosien menestys nojaa paljon Smilegaten Crossfire 2 -pelin menestykseen. Yhtiön näkyvyys sopimusten rojaltiluottoihin voi olla heikko.
- Yhtiön kassavirrat ovat hyvin syklisiä ja riippuvat pelijulkaisujen ajoituksista ja menestyksestä. Tämä muodostaa haasteen yhtiön rahoituksen suunnitteluun ja tämän takia yhtiön on operoitava jatkuvasti erittäin

vahvalla taseella.

- Free-to-play -mallin yleistyminen premium-tason konsoli- ja PC-peleissä voi muuttaa Remedyn liiketoimintamallia. Yhtiöllä ei ole kokemusta free-to-play -liiketoimintamallista.
- Remedyn liiketoimintamallin muutos kohti moniprojektimallia ja parempaa asemaa arvoketjussa on vielä todistamatta. Yhtiön kyky onnistua muutoksessa muodostaa riskitekijän, joka vaikuttaa alentavasti arvostukseen. Haasteita voivat näkemyksemme mukaan olla esimerkiksi organisaation sovittaminen moniprojektimalliin, yhtiön kyky neuvotella parempia kumppanuussopimuksia sekä rahoituksen ja kassavirran varmistaminen.
- Muutos kohti kolmea tiimiä ja moniprojektimallia nojaa vahvasti siihen, että yhtiö pystyy sisäisesti kasvattamaan tai rekrytoimaan uusiin tiimeihinsä osaavan projektijohdon. Kokeneista tiiminvetäjistä käydään kovaa kilpailua. Näiden avainhenkilöiden saatavuus muodostaa oman epävarmuustekijän liiketoimintamallin muutoksessa.
- Yhtiö on riippuvainen julkaisijakumppaneista ja niiden kanssa neuvoteltavista sopimuksista. Ansaintalogiikassa, jossa pelien hinnat ovat pitkälti markkinoilta annetut Remedyn kontrolloitavaksi jää pitkälti myydyt kappaleet (pelin laatu) ja osuus pelien myynnistä koituvasta liikevaihdosta (kumppanuudet). Pelien laadun ollessa pienempi epävarmuustekijä Remedyn track-recordin perusteella, jää kumppanuuksien ehtojen neuvottelemine keskeiseksi riskiksi.

Seuraa strategian toteutuksessa seuraavia asioita

Arviomme mukaan sijoittajan kannalta keskeisiä seurattavia asioita Remedyn strategian onnistumisessa ovat seuraavat asiat:

- Smilegaten Crossfire 2 -pelin menestys ja lanseeraus Aasian markkinoilla. Mikäli peli menestyy hyvin, voi se tuoda Remedyille lisätuottoja ja liikevaihtoa jatkokehitystyön ansiosta. Pelin julkaisuajankohtaa ei vielä tiedetä.
- P7-pelin julkaisun saama vastaanotto on taloudellisesta näkökulmasta tärkeimpiä tekijöitä Remedyille. Pelin julkaisu on mielestämme todennäköisintä vuoden 2019 alkupuolella. Menestys mahdollistaisi tuottavat jatko-osat.
- Yhtiön moniprojektimalliin siirtymän edistyminen. Kolmas peliprojekti käynnistetään kunnolla arviomme mukaan vuoden 2018 aikana.
- Yhtiön liikevaihdon ja tuloksen kehitys vuonna 2019. Yhtiö ylsi hyvään tulokseen (EBIT-% 11,7 %) vuonna 2017 pelkkien kehitysmaksujenkin ansiosta, mutta kuluvana vuonna odotamme yhtiön strategian mukaisten panostusten laskevan tuloksen nollassa tasolle. Vuosi 2019 on ensimmäinen kunnollinen strategian onnistumisen mittari P7-pelin julkaisun myötä, jonka odotamme nostavan Remedyn liikevaihdon kasvuun ja kannattavuuden hyvälle tasolle.

Taloudellinen tilanne

Historiallinen kehitys

Historiallisesti vaatimaton, mutta kannattava tulostaso

Remedyn liikevaihto on vaihdellut vuosien 2011-2017 aikana 4-17 MEUR:n välillä. Samaan aikaan yhtiö on tehnyt jokaisena toimintavuotena vuoden 2010 jälkeen voitollisen tuloksen, mitä voidaan pitää projektiluonteiselle peliyhtiölle hyvänä suorituksena. Yleisesti ottaen Remedyn operatiivinen kannattavuus on ollut kohtuullista huomioiden yhtiön pelien laatu ja suosio. Yhtiön liikevoitto-% on vaihdellut 1,7-24,0 %:n välillä vuosina 2011-2017 ollen keskimäärin noin 10 %. Siten yhtiön strategian mukainen siirtyä kohti korkeamman kannattavuuden mahdollistavaa liiketoimintamallia on mielestämme looginen.

Historiallisesti Remedyn kasvua ja kannattavuutta on tiukasti määritellyt projektiluontoinen liiketoiminta ja sitä määrittelevät kumppanuussopimukset sekä niiden ehdot. Liikevaihdon osalta viime vuosien kasvutrendi on ollut tasaisesti nouseva pois lukien vuoden 2012 liikevaihto, jonka piikkiä näkemyksemme mukaan määritteli Alan Waken lisäosan julkaisu. Vuosien 2015-2016 liikevaihto syntyi arviomme mukaan pitkälti Microsoftille kehitetyn Quantum Break -pelin kehitysprojektin tuotoista sekä pienenevässä määrin Alan Waken myynnistä syntyvistä rojalituotoista. Yhtiön kehittämät kaksi mobiilipeliä eivät käsityksemme mukaan tuottaneet merkittävää liikevaihtoa yhtiölle.

Remedyn kuuden vuoden (2011-2017) liikevaihdon kasvun CAGR-% on ollut 28 %, mikä johtuu poikkeuksellisen matalasta liikevaihdosta

vuonna 2011. Kannattavuuden osalta yhtiö teki 19 %:n liikevoiton Alan Waken lisäosan julkaisuvuotena (2012) ja 24 %:n liikevoiton Quantum Breakin julkaisuvuotena (2016). Käsityksemme mukaan Quantum Breakin julkaisu tuki yhtiön liikevaihtoa ja -tulosta jonkin verran julkaisuvuotena, vaikka Quantum Break oli pitkälti Microsoftille yksinoikeudella alihankintana kehitetty peli. Vuonna 2017 yhtiö ylsi 17 MEUR:n liikevaihdolla 11,7 %:n ja listautumiskuluista oikaistuna 15 %:n liikevoittoon ja 0,16 euron oikaistuun EPS:iin, jota voidaan pitää erinomaisena suorituksena yhtiön kehitysvaihe huomioiden. Vuoden 2017 liikevaihto muodostui pääosin P7- ja Crossfire 2 -pelin kehitysmaksuista.

Remedyn kustannusrakenne rakentuu enimmäkseen kiinteistä henkilöstökuluista ja liiketoiminnan muista kuluista sekä muuttuvista ulkopuolisten palveluiden ostoista.

Tase ja rahoitustarve

Taseen rakenne

Remedyn tase on erittäin vahva listautumisen myötä. Vuoden 2017 lopun taseen omavaraisuusaste oli noin 82 % ja nettovelkaantumisaste -95 %. Yhtiöllä oli korollista velkaa (Tekes-laina) vuoden 2017 lopussa 1,9 MEUR. Yhtiön taseen varat koostuivat pääosin 22,6 MEUR:n kassavaroista ja 3,1 MEUR:n myyntisaamisista. Yhtiö ei aktivoi kehitysmenojaan taseeseen, minkä takia taserakenne on hyvin yksinkertainen ja kevyt.

Remedyn liiketoimintamalli edellyttää normaalista poikkeavaa taserakennetta. Yhtiön

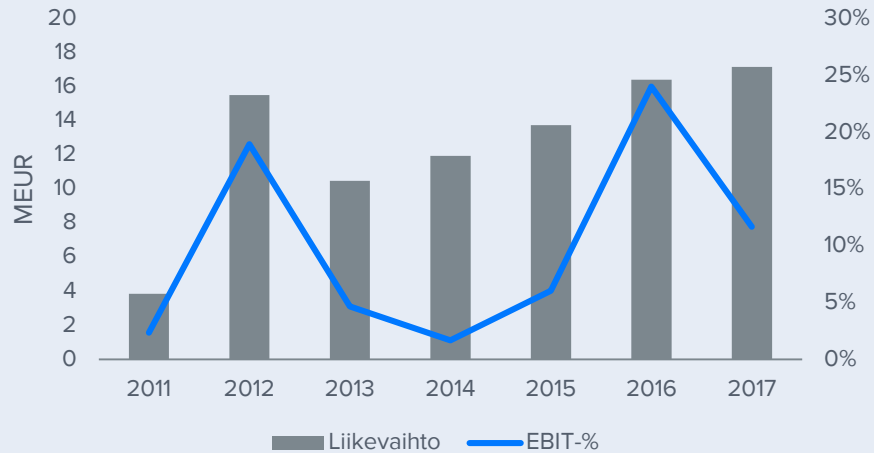
on operoitava jatkuvasti suurella kassapositiolla, koska liiketoiminta tarvitsee puskuria pelikehitysprojektien viivästymisen ja epäonnistumisen varalle. Esimerkiksi vuonna 2008 Remedy joutui kehittämään Alan Wake -peliä yhden vuoden omasta kassastaan pelikehityksen viivästyttä. Vuoden tappioiden kärsiminen oli kuitenkin järkevämpää kuin viimeistelemättömän tuotteen julkaisu, sillä Alan Waken menestys ja tuotot näkyivät seuraavien vuosien tuloksessa. Myös peliprojektin heikko myynnillinen kehitys voi heikentää yhtiön kassatilannetta yhtiön siirtyessä kohti itserahoitettuja projekteja. Yhtiöllä on oltava kuitenkin jokaisen peliprojektin jälkeen riittävät kassavarat seuraavaan projektiin riippumatta edellisen projektin onnistumisesta. Vahva tase vahvistaa myös yhtiön neuvotteluasemaa rahoitusta tarjoavia julkaisijoita kohtaan.

Kassavirta ja rahoitustarve

Remedyn tulos ja kassavirta kulkevat pitkälti käsi kädessä, koska yhtiö ei aktivoi kehitysmenojaan. Listautumisen myötä yhtiö voi toteuttaa strategiaansa ja suuren kassan ansiosta rahoittaa pelituotannoista selvästi suurempia osuuksia kuin aiemmin. Näin yhtiöllä on mahdollisuus saada pelimyyntin tuotoista selvästi aiempaa suurempi osuus. Vahva kassa mahdollistaa riskinoton, sillä yksittäisen peliprojektin epäonnistuminen ei arviomme mukaan vielä aiheuttaisi dramaattista heikentymistä Remedyn rahoitustilanteeseen. Lisäksi alihankintana tehtävät sekä osittain julkaisukumppanin rahoittamat peliprojektit tuovat yhtiölle kassavirtaa myös vuosina, jolloin yhtiö ei julkaise uusia pelejä, kuten tänä vuonna.

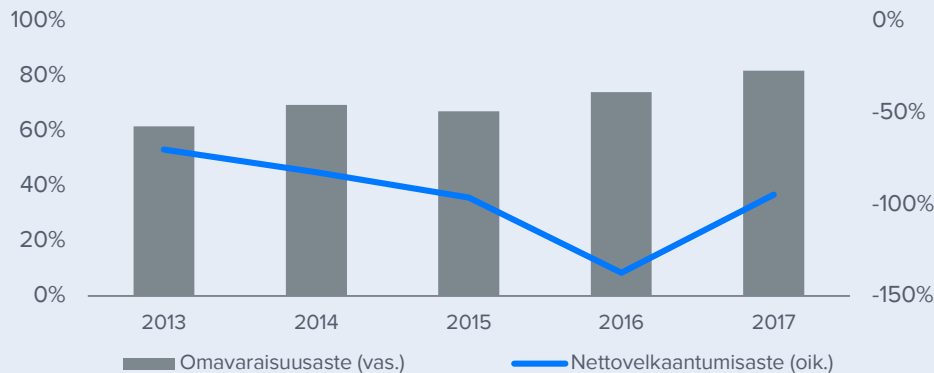
Historiallinen kehitys

Liikevaihto ja liikevoitto-% 2011-2017



Avainluvut	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Liikevaihdon kasvu-%	304,1 %	-32,4 %	13,9 %	15,1 %	19,4 %	4,6 %
Käyttökate-%	27,3 %	7,9 %	4,2 %	7,4 %	25,1 %	12,9 %
Liikevoitto-%	18,9 %	4,7 %	1,7 %	6,1 %	24,0 %	11,7 %
ROE-%	102,5 %	14,0 %	34,7 %	14,2 %	49,0 %	10,0 %
ROI-%	78,7 %	12,7 %	3,8 %	15,0 %	60,0 %	12,8 %
Omavaraisuusaste	54,3 %	61,6 %	69,4 %	67,1 %	74,1 %	81,9 %
Nettovelkaantumisaste	-77,0 %	-70,2 %	-82,6 %	-96,5 %	-137,3 %	-94,8 %

Taseen avainlukujen kehitys



Ennusteet ja arvonnääritys 1/3

Ennusteet

Lyhyen aikavälin ennusteet

Remedyn kehitystä tulee tarkastella pitkällä aikajänteellä. Yksittäisten vuosien tarkastelu voi antaa yhtiöstä harhaanjohtavan kuvan johtuen liiketoimintamallin luonteesta.

Remedyn vuoden 2018 liikevaihtonäkymä on suhteellisen vakaa. Yhtiöllä on käynnissä kaksi pelihanketta, jotka tuovat ennusteemme perusteella melko vakaan liikevaihtokuorman kehitysmaksujen muodossa. Tänä vuonna käynnistyvästä kolmannesta peliprojektista voi lisäksi tulla hieman liikevaihtoa, mikäli projektin julkaisusopimus tehdään tänä vuonna. Samaan aikaan yhtiön kustannukset kasvavat kahden peliprojektin ollessa täydessä tuotannossa sekä kolmannen projektin alkaessa. Vuoden 2018 liikevaihtoennusteemme on 20,9 MEUR (+21,5 %) ja vastaava liikevoittoennusteemme on 0,0 MEUR (EBIT-% -0,2 %). Arvioimme mukaan vuoden 2018 lopussa Remedyn henkilöstö on kasvanut noin 180 työntekijään. Tämä panostus rekrytointiin syö merkittävästi yhtiön kannattavuutta ainakin vielä tänä vuonna. Erityisesti P7-pelihanke tuottaa yhtiölle kustannuksia vuonna 2018, mutta suurin osa pelin tuomasta liikevaihdosta ajoittuu vasta vuoteen 2019.

Remedyllä on käynnissä Smilegaten kanssa Crossfire 2 -hanke, johon liittyvä projektikehitys tuottaa yhtiölle arvioimme mukaan lähivuosina tasaista liikevaihtoa. Arvioimme kehitystyön olevan luonteeltaan jatkuvaa, mikäli peliin kehitetään lisäosia. Lisäksi käsityksemme

mukaan Remedyllä on mahdollisuus saada Crossfire 2 -hankkeesta lisätuottoja, mikäli peli tuottaa kaupallisesti hyvin. Näkyvyys näihin tuottoihin on kuitenkin hyvin rajallinen ja arvioimme niiden olevan muutaman miljoonan euron luokassa lähivuosina.

P7-pelin julkaisu ajoittuu arvioimme mukaan vuoden 2019 alkupuoliskolle. Siten P7-hankkeen tuotot ajoittuvat pääosin vuodelle 2019. Lisäksi yhtiön kolmannen peliprojektin pitäisi arvioimme mukaan alkaa tuottaa liikevaihtoa vuodesta 2019 alkaen. Näkyvyys tähän projektiin on kuitenkin heikko. Smilegate-yhteistyön arvioimme jatkuvan vakaana liikevaihtoajurina myös 2019.

Arvioimme Remedyn vuoden 2019 liikevaihdon olevan 31,2 MEUR (+50 %) ja liikevoittoennusteemme on 7,7 MEUR (EBIT-% 24,7 %). Varovainen ennusteemme olettaa P7-pelin myyvän noin 1,5 miljoonaa kappaletta. P7 tuottaa ennusteemme mukaan vuonna 2019 noin 11 MEUR:n liikevaihdon. Ennuste on erittäin herkkä P7-pelin myyntimäärille. Mikäli peli myisi 5 miljoonaa kappaletta, voisi liikevaihto nousta jopa yli 50 MEUR:oon ja kasvusta merkittävä osa valuisi suoraan tulokseen.

Pitkän aikavälin ennusteet

Vuodesta 2019 eteenpäin Remedyn kasvua ja kannattavuutta tukee yhtiön siirtyminen kolmeen tiimiin ja moniprojektimalliin. Arvioimme, että yhtiö tulee julkaisemaan joka vuosi uuden pelin tai pelin lisäosan moniprojektimallin ansiosta vuoden 2019 jälkeen. Mikäli yhtiö onnistuu luomaan hyviä pelibrändejä ja niille jatko-osia, tulee liikevaihdon kasvu kiihtymään ja kannattavuus parantumaan.

Arvioimme Remedyn pitkän aikavälin (2020-) kannattavuuspotentiaalia seuraavasti:

- Pessimistisessä skenaariossa yhtiö jatkaa pääosin projektiluontoisella alihankintamallilla ja pelijulkaisut myyvät heikosti (noin 1 milj. kpl.). Liikevoitto on tällöin korkean lisäarvon IT-konsulttiliiketoiminnan tasolla 10-20 %:ssa.
- Neutraalissa skenaariossa siirtymä moniprojektimalliin onnistuu ja pelijulkaisut menestyvät kohtuullisen hyvin (myyntimäärät 2-3 milj. kpl.). Liikevoitto on tällöin 20-30 %:ssa.
- Optimistisessä skenaariossa siirtymä moniprojektimalliin onnistuu ja pelijulkaisut ja niiden jatko-osat menestyvät hyvin (myyntimäärät 3-5 milj. kpl.). Liikevoitto on tällöin 30-40 %:ssa.

Näkyvyys Remedyn pitkän aikavälin liikevaihdon ja tuloksen kehitykseen on erittäin heikko ja vaatii luottamusta yhtiön nykyisen strategian onnistuneeseen toteutukseen. Pitkän aikavälin ennusteemme olettaa vuosittain kohtuullisen hyvin menestyviä pelijulkaisuja, jotka mahdollistavat yhtiön kasvun ja hyvän kannattavuustason. Arvioimme liikevaihdon nousevan noin 41 MEUR:n tasolle vuonna 2021 ja kasvavan keskimäärin reilu 7 % vuoteen 2026 asti. Tämän jälkeen odotamme ikuisuuskasvun olevan 3 %. Ennusteisiin liittyvää korkeaa epävarmuutta kompensoi kassavirtalaskelmassa käyttämämme korkea tuottovaatimus (WACC 12,2 %).

Tulosennusteet

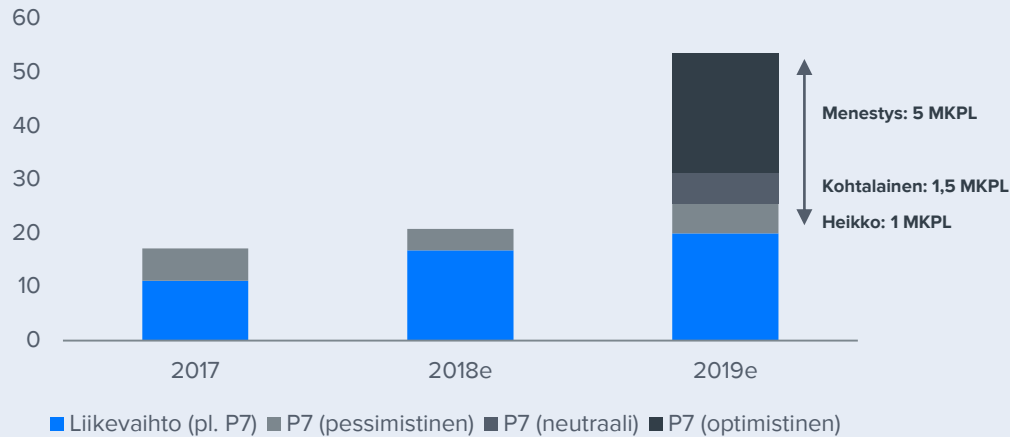
Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys



Lyhennetty tuloslaskelma	2017	2018e	2019e	2020e	2021e
Liikevaihto	17,2	20,9	31,2	33,2	41,3
Käyttökate (EBITDA)	2,2	0,2	8,0	8,4	10,8
Oikaistu liikevoitto (EBIT)	2,6	0,0	7,7	8,1	10,4
Oik. liikevoitto-%	15,0 %	-0,2 %	24,7 %	24,2 %	25,2 %
Liikevoitto (EBIT)	2,0	0,0	7,7	8,1	10,4
Tulos ennen veroja	1,8	-0,2	7,6	8,0	10,4
Nettotulos	1,5	-0,1	6,1	6,4	8,3
Osakekohtainen tulos	0,16	-0,01	0,50	0,53	0,69
Vapaa kassavirta	10,7	1,5	5,1	8,1	8,7

Lähde: Inderes

Tuotekehitystä ei aktivoida taseeseen



Vuoden 2019 liikevaihto sekä tulos ovat hyvin herkkiä P7-pelin myyntimäärille

Ennusteet ja arvonnääritys 2/3

Arvonnääritys

Sijoitusnäkemykset

Vuosi 2018 on vielä Remedyn uuden strategian ja moniprojektimallin rakentamisen aikaan, mitkä rasittavat yhtiön tulosta. Vuosi 2019 on ensimmäinen iso virstanpylväs uuden strategian onnistumisen suhteen, kun yhtiö julkaisee itseomistetun IP:n P7-pelin, jonka menestys määrittelee yhtiön seuraavat askeleet siitä eteenpäin. Siten Remedyn lyhyen aikavälin arvonnudostusta ennen P7:n julkaisua tulee määrittämään markkinoiden odotukset tulevien pelijulkaisujen menestyksestä. Mielestämme yhtiötä on katsottava vuoteen 2019 osakkeen hinnoittelua tarkasteltaessa.

Näkemyksemme mukaan arvonnustusta tukevat seuraavat tekijät:

- Liiketoimintamallin skaalautuvuus ja kasvu käynnistyvät strategian onnistuessa arviomme mukaan vuonna 2019. Eryityisesti P7-pelin menestyessä on yhtiöllä vahvaa arvonnudontipotentiaalia.
- Yhtiöllä on maineen, teknologioiden ja osaamisen puolesta suhteellisen kestäviä kilpailuetuja. Yhtiön näytöt laadukkaista peleistä pienentävät riskiä epäonnistuneiden pelien julkaisusta.
- Pelialan konsolidoituessa yhtiö voisi olla osaamisen ja teknologioiden puolesta kiinnostava ostokohde suuremmalle pelistudiolle tai julkaisijalle.
- Toimialan kasvunäkymät ja korkeahkot

suhteelliset arvonnustustasot tukevat osaltaan myös Remedyn arvonnustusta.

- Remedy on listautumisen jälkeen siirtynyt onnistuneesti moniprojektimalliin ja yhtiön pelihankkeet ovat edenneet suunnitellusti.

Näkemyksemme mukaan arvonnustukseen negatiivisesti vaikuttavat seuraavat tekijät:

- Yhtiön pienestä koosta ja liiketoimintamallista johtuva korkea riskitaso.
- Siirtymä kohti moniprojektimallia on vielä kolmannen projektin osalta kesken, jonka ylösajoon liittyy vielä riskejä.
- Vuoden 2018 tulos jää vaisuksi strategian mukaisten panostusten vuoksi. Tulokasvua joudutaan odottamaan vuoteen 2019.

Vertailuryhmä

Remedyllä relevantin verrokkiryhmän koostaminen on haastavaa, koska Remedyn kokoisia listattuja peliyhtiötä ei ole montaa ja toisekseen monet yhtiöt ovat listattu kaukaisilla markkinapaikoilla. Remedyn koon lisäksi vertailtavuutta vaikeuttaa yhtiön PC- ja konsolipeleihin keskittyvä liiketoimintamalli, joka on hyvin poikkeava esimerkiksi mobiilipelien kehittäjiin verrattuna.

Olemme koostaneet Remedyn verrokkiryhmän listatuista peliyhtiöistä, joiden lukumäärä pörseissä on viimeisen reilun vuoden aikana lisääntynyt uusien listautumisten myötä (esim. Next Games, Rovio, Sumo Group). Remedyn kannalta uusi mielenkiintoinen verrokki Sumo Group on Lontoon pörssiin listattu AAA-

pelinkehittäjä, joka toimii pääosin alihankintamallilla. Sumo Group teki viime vuonna noin 35 MEUR:n liikevaihdon ja hinnoitellaan tälle vuodelle noin 4,7x EV/Liikevaihto-kertoimella.

Tärkeimmät arvonnustuskertoimet Remedyllä ovat EV/Liikevaihto-, EV/EBIT- ja P/E-kertoimet. Vertailuryhmän mediaani EV/liikevaihto -kerroin tälle vuodelle on noin 4,3x tasolla haarukan vaihdella 1,2x-27x välillä. Mediaani EV/EBIT -kerroin on 24x ja P/E -kerroin 34x. Mielestämme sektoria ei voida pitää kokonaisuutena katsottaessa edullisena ja suhteelliset arvonnustustasot toimialalla heijastelevat peliyhtiöihin liittyviä korkeahkoja tulokasvuodotuksia. Tämä osin johtuu viime vuosina avautuneiden alan uusien liiketoimintamallien (kuten GaaS-malli ja F2P) sekä uusien pelikategorioiden (kuten AR-mobiilipelit) avaamista uusista houkuttelevista tuottomahdollisuuksista. Toisaalta kohonneet arvonnustukset heijastelevat myös sitä, että sektorin yhtiöihin liittyvän korkean riskitason painoarvo hinnoittelussa on pienentynyt. Esimerkiksi vuonna 2012 sektorin EV/liikevaihto -kerroin oli vielä reilun 1x:n tasolla.

Vuoden 2018 ennusteillamme Remedyn tulos jää nollatasolle, joten tulospohjaisten kertoimien vertailu ei ole mielekäs. EV/Liikevaihto-kertoimella Remedy hinnoitellaan noin 26 % alle verrokkiryhmän. Vuonna 2019 tulosenusteemme toteutuessa Remedyn EV/EBIT on 7,9x ja vastaava P/E-kerroin 14,5x, mitkä vastaavat 55 %:n ja 38 %:n alennusta suhteessa vertailuryhmään. Liikevaihtopohjaisesti Remedy hinnoitellaan noin 48 %:n alennuksella verrokkeihin vuoden 2019 ennusteemme toteutuessa.

Ennusteet ja arvonmääritys 3/3

Pelialan yrityskaupat

Tarkastelemme myös peliyhtiöiden toteutuneita yrityskauppoja. Näiden kertoimien vertailukelpoisuutta kuitenkin vääristää yrityskauppojen ajankohdat, ostokohteen liiketoiminnallinen tilanne ja ostajan profiili. Peliala on vahvassa kasvussa ja etenkin pienemmistä ostokohteista ei ole epärealistista olettaa preemiohinnoittelua, jos suuremmat yhtiöt pyrkivät ostamaan itselleen uusia kasvuaihoita. Olemme rajanneet toteutuneet yrityskaupat vuosille 2009-2017 poistaaksemme finanssikriisin mahdolliset vaikutukset arvostustasoihin.

Yrityskauppojen mediaani EV/EBIT -kerroin on vuosien 2009-2017 toteutuneiden kauppojen perusteella noin 15,7x kertoimen vaihteluvälin ollessa 5x-58x. Vastaava mediaani EV/Liikevaihto -kerroin on 2,7x ja keskiarvo 5,1x vaihteluvälin ollessa 1x-29x. Yrityskauppojen arvostuskerrointen suuri vaihteluväli heijastelee ostajien olevan valmiita maksamaan välillä todella korkeita kertoimia, jos ostokohteen tulevaisuuden kasvunäkymät tai strateginen arvo ovat tarpeeksi houkuttelevia.

Arvostuskertoimiin perustuva arvonmääritys

Hinnoittelimme Remedyä EV/Liikevaihto- ja EV/EBIT -kertoimien kautta. Mielestämme Remedyä tulee hinnoitella vuoden 2019 tulosodotusten pohjalta, sillä tuolloin saadaan ensimmäiset konkreettiset tulokset yhtiön uuden strategian onnistumisesta P7:n julkaisun myötä.

Olemme mallintaneet kolme skenaariota vuodelle 2019, joissa Remedyn tulokseen ja

liikevaihtoon vaikuttaa P7:n oletettu myyntimäärä. Käytämme arvonmäärityksessä verokkiryhmän vuoden 2019 mediaani EV/EBIT- ja EV/Liikevaihto -kertoimia. Remedyn verrokkeja pienemmän kokoluokan vuoksi sovellamme optimistisessä skenaariossa 10 %, neutraalissa skenaariossa 20 % ja pessimistisessä skenaariossa 30 % verokkiryhmää alhaisempia kertoimia. Neutraali skenaario pohjautuu ennusteeseemme, jossa odotamme P7:n myynnin olevan noin 1,5 milj. kpl. Optimistinen skenaario hahmottaa Remedyn tuottopotentiaalia, jos P7:n pelimyynti sujuu erinomaisesti (5 milj. kpl). Pessimistinen skenaario toisaalta kuvastaa tilannetta, missä P7:n myynti jää odotuksista (1 milj. kpl), jolloin sijoittajan tuotto jäisi negatiiviseksi.

EV/Liikevaihto-kertoimella neutraali skenaario antaa Remedyn oman pääoman arvoksi 116 MEUR (9,5 EUR/osake) haarukalla 90-204 MEUR. Soveltamamme kerroin on pessimistisessä skenaariossa 2,7x, neutraalissa 3,0x ja optimistisessä skenaariossa 3,4x.

EV/EBIT-kertoimella neutraalissa skenaariossa oman pääoman arvoksi muodostuu 129 MEUR (10,6 EUR/osake) ja haarukaksi 72-367 MEUR. Soveltamamme pessimistinen kerroin on 12,3x, neutraalissa skenaariossa 14x ja optimistisessä skenaariossa 15,8x.

DCF-arvonmääritys

Remedyn tapauksessa kassavirtalaskelmaan perustuva arvonmääritys on erittäin herkkä myytyjen pelien kappalemäärälle ja kassavirtojen ennustettavuus on heikko. DCF-mallimme pohjalla on eri skenaarioiden

ennusteet. Mallissa voimakkaan kasvu- ja kannattavuusperiodin jälkeen liikevaihdon kasvu hidastuu selvästi vuoden 2021 jälkeen ja kannattavuus normalisoituu reilun 20 %:n EBIT-%:n tasolle. Terminaalikasvu on 3 %:ssa ja liikevoittomarginaali 20 %:n tasolla neutraalissa skenaariossa. Pääoman kustannuksen (WACC) olemme asettaneet 12,2 %:iin. Pääoman kustannus on korkea johtuen korkeaa riskitasoa heijastelevasta likviditeettipreemiosta. DCF-mallin mukaan oman pääoman arvo neutraalissa skenaariossa on 102 MEUR (8,39 EUR/osake). Haarukka pessimistisessä ja optimistisessä skenaariossa on 57-205 MEUR, mikä heijastelee arvon suurta herkkyyttä pelien myynnille.

Arvonmäärityksen yhteenveto

Kaikkien käytettyjen arvonmääritysmenetelmien perusteella Remedyn osakekannan arvo on arviossamme 115 MEUR (9,5 EUR/osake). Tavoitehintamme asetamme tämän alapuolelle 8,5 euroon (aik. 7,5 euroa) strategian onnistumiseen liittyvien riskien ja pelimyyntiin liittyvän korkean epävarmuuden vuoksi. Tavoitehintamme vastaa 2,4x EV/Liikevaihto- ja 10x EV/EBIT-kerrointa vuoden 2019 ennusteillamme. Kertoimia voidaan pitää maltillisina strategian onnistuessa. Remedyn arvo pessimistisessä skenaariossamme on 73 MEUR (6,0 EUR/osake) ja optimistisessä skenaariossa 258 MEUR (21,4 EUR/osake). Haarukka pessimistisen ja optimistisen skenaarion välillä on poikkeuksellisen leveä, mikä heijastelee yhtiön arvonmuodostuksen herkkyyttä sijoittajien luottamukselle ja sentimentille sekä toisaalta pelien myyntimäärille.

Arvonmääritys

Arvonmääritys eri skenaariossa eri menetelmillä

EV/Liikevaihto-kerroin	Pessimistinen	Neutraali	Optimistinen
Liikevaihto 2019	25,9	31,2	53,6
x hinnoittelukerroin	2,7x	3,0x	3,4x
Yritysarvo	69	95	183
- Nettovelka 2017	-21	-21	-21
Osakekannan arvo	90	116	204
<i>Per osake (EUR)</i>	<i>7,4</i>	<i>9,5</i>	<i>16,8</i>

EV/EBIT-kerroin	Pessimistinen	Neutraali	Optimistinen
EBIT 2019	4,2	7,7	22,0
x hinnoittelukerroin	12,3x	14,0x	15,8x
Yritysarvo	51	108	347
- Nettovelka 2017	-21	-21	-21
Osakekannan arvo	72	129	367
<i>Per osake (EUR)</i>	<i>5,9</i>	<i>10,6</i>	<i>30,3</i>

Yhteenveto	Pessimistinen	Neutraali	Optimistinen
EV/Liikevaihto	69	95	183
EV/EBIT	51	108	347
DCF	36	81	184
Keskiarvo	52	95	238
- Nettovelka 2017	-21	-21	-21
Osakekannan arvo	73	115	258
<i>Per osake (EUR)</i>	<i>6,0</i>	<i>9,5</i>	<i>21,4</i>

Arvostuskertoimet

Arvostustaso	2017	2018e	2019e	2020e	2021e
Osakekurssi	6,44	7,30	7,30	7,30	7,30
Markkina-arvo	78	88	88	88	88
Yritysarvo (EV)	57	66	61	56	50
P/E (oik.)	40,3	neg.	14,5	13,9	10,7
P/E	52,9	neg.	14,5	13,9	10,7
P/Kassavirta	7,3	57,2	17,4	10,9	10,2
P/B	3,6	4,1	3,2	2,8	2,4
P/S	4,5	4,2	2,8	2,7	2,1
EV/Liikevaihto	3,3	3,2	2,0	1,7	1,2
EV/EBITDA	20,5	404,1	7,7	6,6	4,6
EV/EBIT	22,1	neg.	7,9	6,9	4,8
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0,0 %	40,0 %	40,0 %	40,0 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	2,8 %	2,9 %	3,8 %

Lähde: Inderes

Arvostuskertoimet tavoitehinnalla 8,5 EUR



Vertailuryhmän arvostuskertoimet

Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
		MEUR	MEUR	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e
Frontier Developments	1805,00	762	758	491,0	43,1	87,6	29,2	21,5	10,8	500,0	49,5			12,5
Zynga	4,52	3229	2685	22,2	16,4	17,8	13,9	3,3	2,9	31,1	24,1			2,4
CD Projekt	149,50	3231	3135	55,7	16,4	54,4	13,9	27,1	8,5	64,3	21,8		0,2	13,1
Focus Home Interactive	28,50	142	139	9,2	9,2	9,2	9,2	1,3	1,2	14,0	13,8	2,6	3,2	2,8
THQ Nordic	205,00	1429	1419	23,9	17,6	15,4	10,3	4,0	4,1	37,7	26,7			10,3
Starbreeze	13,83	442	419	36,4	19,0	13,8	8,1	4,3	3,5	73,1	25,8			2,7
G5 Entertainment	575,00	494	484	26,6	18,7	18,2	13,9	3,0	2,4	32,1	22,8	0,6	0,9	14,0
Stillfront Group	253,00	593	629	21,2	14,7	14,5	10,8	4,4	3,8	34,2	22,3		1,5	6,0
Ubisoft	92,24	10310	10850	38,5	25,3	13,5	10,5	6,3	5,2	53,3	34,3			8,1
Take-Two Interactive	114,07	10966	9757	23,4	17,4	21,8	16,1	5,6	4,1	34,4	25,1			9,4
Next Games	5,95	109	83		31,1		7,5	1,9	0,8		16,4			4,0
Rovio	5,48	436	338	12,2	8,9	7,7	7,0	1,2	1,1	20,4	14,6	1,8	2,1	2,8
Sumo Group	140,00	236	224	18,9	14,5	16,8	12,7	4,7	3,8	27,5	21,0			
Paradox Interactive	193,00	2343	2306	42,3	33,4	32,1	24,7	19,6	15,5	55,2	46,4	0,7	0,7	25,9
Remedy (Inderes)	7,30	88	66	-1846,2	7,9	404,1	7,7	3,2	2,0	-708,5	14,5	0,0	2,8	4,1
Keskiarvo				63,2	20,4	24,8	13,4	7,7	4,8	75,2	26,0	1,4	1,4	8,8
Mediaani				23,9	17,5	16,8	11,8	4,3	3,8	34,4	23,4	1,2	1,2	8,1
Erotus-% vrt. mediaani				-7834 %	-55 %	2306 %	-35 %	-26 %	-48 %	-2162 %	-38 %	-100 %	128 %	-49 %

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

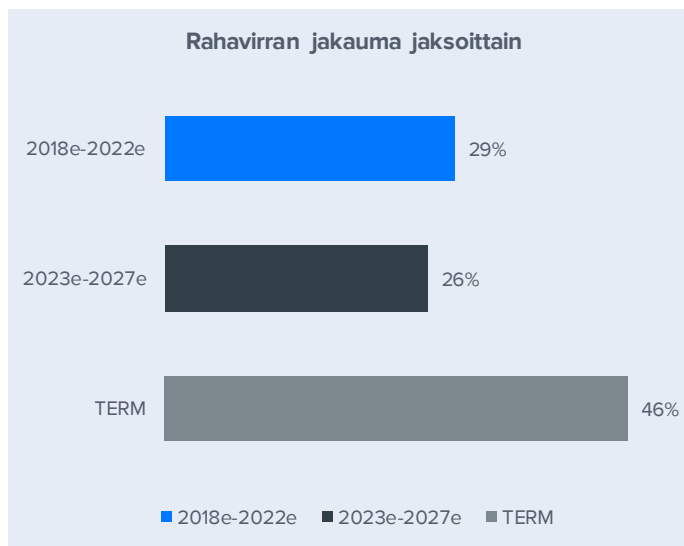
Yrityskauppojen arvostuskertoimet

Ostaja	Kohde	Pvm.	EV				
			(MEUR)	EV/Liikevaihto	EV/EBITDA	EV/EBIT	P/E
Stillfront Group	Goodgame Studios	12/2017	270	1,9x	7,8x	10,6x	
Aristocrat Technologies	Big Fish Games	11/2017	835	2,2x	11,9x		
MTG International	InnoGames	5/2017	260	2,0x			
Supercell Oy	Space Ape Inc	5/2017	90	1,0x			
Take Two Interactive	Social Point	2/2017	260	3,1x	14,1x		
Tencent Holdings Limited	Supercell Oy	6/2016	8313				7,0x
Stillfront Group	Simultronics	6/2016	3	1,8x			
ActivisionBlizzard	King Digital Entertainment	11/2015	4483	2,3x	6,8x	6,9x	10,0x
Leyou Technologies Holdings Limited	Digital Extremes Ltd	7/2015	88	4,7x		20,8x	28,5x
Tencent Holdings Limited	iDreamSky Technology Limited	6/2015	428	2,5x	141,0x		
Microsoft	Mojang	9/2014	1931	7,7x			
GungHo Online Entertainment	Supercell Oy	8/2014	2540	3,7x	10,3x		
Glu Mobile Inc	Cie Games Inc	8/2014	73	4,7x	42,1x	44,8x	56,1x
GungHo Online Entertainment	Supercell Oy	10/2013	2225	29,0x		57,9x	75,8x
Netmarble Games Corporation	Softmax Co Ltd	5/2012	38	6,8x			18,0x
Koei Tecmo Holdings	Gust Co Ltd	12/2011	21	1,8x		4,5x	7,0x
Glu Mobile Inc	Griptonite Inc	8/2011	41	2,7x			
Konami Holdings Corporation	DIGITAL GOLF Inc.	3/2011	2	0,8x			
Joymax Co Ltd	IO Entertainment Co Ltd	3/2011	12	12,8x			27,4x
Ubisoft	Nadeo	10/2009	10	4,9x			10,1x
Mediaani			175	2,7x	11,9x	15,7x	18,0x
Keskiarvo			1096	5,1x	33,4x	24,3x	26,7x

DCF-laskelma - neutraali

Kassavirtalaskelma (MEUR)	2017	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	TERM
Liikevoitto	2,0	0,0	7,7	8,1	10,4	10,6	10,8	11,6	11,8	11,9	12,2	
+ Kokonaispoistot	0,2	0,2	0,3	0,4	0,4	0,5	0,6	0,6	0,7	0,7	0,7	
- Maksetut verot	-0,4	0,0	-1,5	-1,6	-2,1	-2,1	-2,2	-2,3	-2,4	-2,4	-2,4	
- verot rahoituskuluista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	-3,6	1,6	-0,8	1,7	0,6	1,2	1,4	1,1	0,3	0,2	0,2	
Operatiivinen kassavirta	-1,8	1,8	5,6	8,5	9,3	10,2	10,6	11,0	10,4	10,5	10,7	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoninvestoinnit	-0,5	-0,3	-0,5	-0,4	-0,6	-0,6	-0,7	-0,7	-0,8	-0,8	-0,8	
Vapaa operatiivinen kassavirta	-2,3	1,5	5,1	8,1	8,7	9,6	10,0	10,2	9,7	9,7	10,0	
+/- Muut	13,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	10,7	1,5	5,1	8,1	8,7	9,6	10,0	10,2	9,7	9,7	10,0	11,2
Diskontattu vapaa kassavirta		1,4	4,2	6,0	5,8	5,6	5,2	4,8	4,0	3,6	3,3	36,8
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		80,9	79,4	75,2	69,2	63,4	57,8	52,6	47,8	43,7	40,1	36,8
Velaton arvo DCF		80,9										
- Korolliset velat		-1,9										
+ Rahavarat		22,6										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
Oman pääoman arvo DCF		101,6										
Oman pääoman arvo DCF per osake		8,39										

Pääoman kustannus (WACC)	
Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	0,0 %
Vieraan pääoman kustannus	5,0 %
Yrityksen Beta	1,10
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	4,00 %
Riskitön korko	3,0 %
Oman pääoman kustannus	12,2 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	12,2 %



DCF-laskelma - skenaarioittain

Pessimistinen

- Pessimistisessä DCF-laskelmassa P7:n on odotettu myyvän noin 1 miljoonaa kappaletta. Seuraavien pelien on oletettu myyvän suunnilleen saman verran.
- DCF-laskelman mukainen arvio Remedyn velattomaksi arvoksi (EV) on 36 MEUR.
- DCF-laskelman mukainen arvio oman pääoman arvoksi on 57 MEUR.

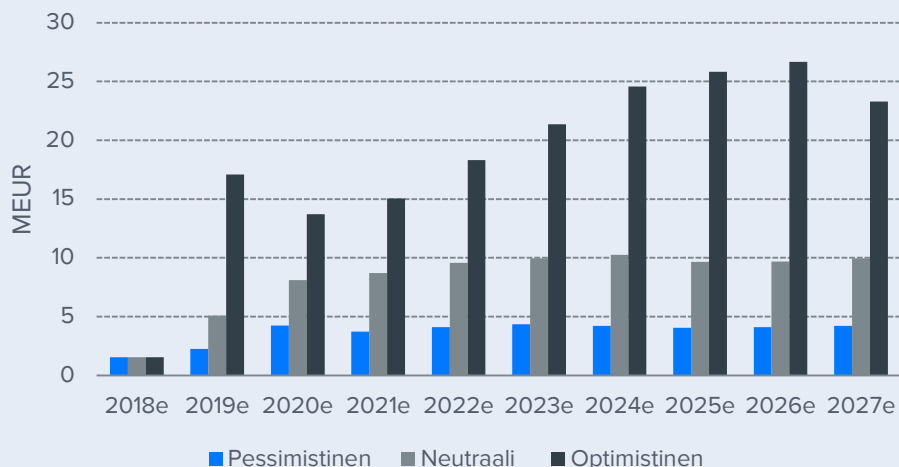
Neutraali

- Neutraalissa DCF-laskelmassa P7:n on odotettu myyvän noin 1,5 miljoonaa kappaletta. Seuraavien pelien on oletettu myyvän suunnilleen saman verran.
- DCF-laskelman mukainen arvio Remedyn velattomaksi arvoksi (EV) on 81 MEUR.
- DCF-laskelman mukainen arvio oman pääoman arvoksi on 102 MEUR.

Optimistinen

- Optimistisessä DCF-laskelmassa P7:n on odotettu myyvän noin 5 miljoonaa kappaletta. Seuraavien pelien on oletettu myyvän suunnilleen saman verran.
- DCF-laskelman mukainen arvio Remedyn velattomaksi arvoksi (EV) on 184 MEUR.
- DCF-laskelman mukainen arvio oman pääoman arvoksi on 205 MEUR.

Vapaa kassavirta eri skenaarioissa



Tuloslaskelma ja tase

Tuloslaskelma

(MEUR)	2017	2018e	2019e	2020e
Liikevaihto	17	21	31	33
Kulut	-15	-21	-23	-25
EBITDA	2,2	0,2	8,0	8,4
Poistot	-0,2	-0,2	-0,3	-0,4
Liikevoitto	2,0	0,0	7,7	8,1
<i>Liikevoiton kertaerät</i>	-0,6	0,0	0,0	0,0
<i>Liikevoitto ilman kertaerää</i>	2,6	0,0	7,7	8,1
Rahoituserät	-0,4	-0,3	-0,2	-0,1
Osuus osakkuusyhtiöiden tuloksesta	0,0	0,0	0,0	0,0
Voitto ennen veroja	1,8	-0,2	7,6	8,0
Muut erät	0,0	0,0	0,0	0,0
Verot	-0,4	0,0	-1,5	-1,6
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	1,5	-0,1	6,1	6,4
<i>Nettotulos ilman kertaerää</i>	2,0	-0,1	6,1	6,4
Satunnaiset erät	0,0	0,0	0,0	0,0
Tilikauden tulos	1,5	-0,1	6,1	6,4
<i>Osakekohtainen tulos</i>	0,12	-0,01	0,50	0,53
Osakekohtainen tulos (oikaistu)	0,16	-0,01	0,50	0,53

Tase

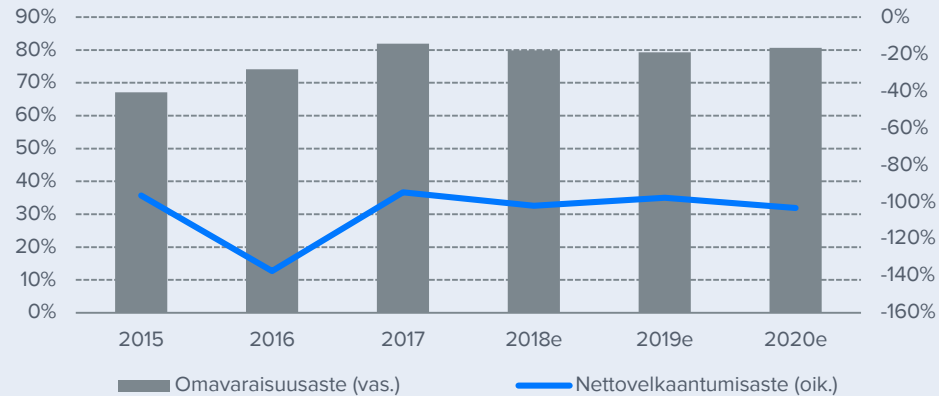
Vastaavaa (MEUR)	2017	2018e	2019e	2020e
Pysyvät vastaavat	1	1	1	1
Liikearvo	0	0	0	0
Aineettomat oikeudet	0	0	0	0
Käyttöomaisuus	0	1	1	1
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0	0	0	0
Muut sijoitukset	0	0	0	0
Muut pitkäaikaiset varat	1	1	1	1
Laskennalliset verosaamiset	0	0	0	0
Vaihtuvat vastaavat	26	26	34	38
Varastot	0	0	0	0
Muut lyhytaikaiset varat	0	0	0	0
Myyntisaamiset	3	2	5	3
Likvidit varat	23	24	29	35
Taseen loppusumma	27	27	35	39

Vastattavaa (MEUR)	2017	2018e	2019e	2020e
Oma pääoma	22	22	28	32
Osakepääoma	0	0	0	0
Kertyneet voittovarat	8	8	14	18
Omat osakkeet	0	0	0	0
Uudelleenarvostusrahasto	0	0	0	0
Muu oma pääoma	14	14	14	14
Vähemmistöosuus	0	0	0	0
Pitkäaikaiset velat	2	2	2	2
Laskennalliset verovelat	0	0	0	0
Varaukset	0	0	0	0
Lainat rahoituslaitoksilta	2	2	2	2
Vaihtovelkakirjalainat	0	0	0	0
Muut pitkäaikaiset velat	0	0	0	0
Lyhytaikaiset velat	3	4	5	6
Lainat rahoituslaitoksilta	0	0	0	0
Lyhytaikaiset korottomat velat	3	4	5	6
Muut lyhytaikaiset velat	0	0	0	0
Taseen loppusumma	27	27	35	39

Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys



Taseen avainlukujen kehitys



Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

Raporteilla esitettävä informaatio on hankittu useista eri julkisista lähteistä, joita Inderes pitää luotettavana. Inderesin pyrkimyksenä on käyttää luotettavaa ja kattavaa tietoa, mutta Inderes ei takaa esitettyjen tietojen virheettömyyttä. Mahdolliset kannanotot, arviot ja ennusteet ovat esittäjensä 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.

Mahdolliset kannanotot, arviot ja ennusteet ovat esittäjensä näkemyksiä. Inderes ei vastaa esitettyjen tietojen sisällöstä tai paikkansapitävyydestä. Inderes tai sen työntekijät eivät myöskään vastaa tämän raportin perusteella tehtyjen päätösten taloudellisesta tuloksesta tai muista vahingoista (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 kehoitukseksi ostaa, myydä tai merkitä sijoitustuotteita. Asiakkaan tulee myös ymmärtää, että historiallinen kehitys ei ole tae tulevasta. Tehdessään päätöksiä sijoitustoimenpiteistä, asiakkaan tulee perustaa päätöksensä omaan tutkimukseensa, sekä arvioonsa sijoituskohteen arvoon vaikuttavista seikoista ja ottaa huomioon omat tavoitteensa, taloudellinen tilanteensa sekä tarvittaessa käytettävä neuvonantajia. Asiakas vastaa sijoituspäätöksensä tekemisestä ja niiden taloudellisesta tuloksesta.

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

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen tämänhetkisen hinnan ja 12 kuukauden tavoitehintamme väliseen prosenttiero. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituksin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään neljä kertaa vuodessa yhtiöiden osavuositarkastusten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen

kurssi kehittyisi tehdyn arvion mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmäärittämenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF) ja Lisäarvomalli (EVA), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa - analyysi. Käytettävät arvonmäärittämenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

Inderesin suosituspolitiikka perustuu seuraavaan jakaamaan suhteessa osakkeen nousuvaraan 12-kk tavoitehintaan:

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

Inderesin tutkimusta laatineilla 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 Oy voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoittavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oy:n omistukset esitetään yksilöitynä mallisalkussa. Inderes Oy:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin laatineen analyytikon palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oy:llä ei ole investointipankkiliiketoimintaa.

Inderes tai sen yhteistyökumppanit, joiden asiakkuuksilla voi olla taloudellinen vaikutus Inderesiin, voivat liiketoiminnassaan pyrkiä toimeksiantosuhteisiin eri liikkeeseenlaskijoiden kanssa Inderesin tai sen yhteistyökumppanien tarjoamien palveluiden osalta. Inderes voi siten olla suorassa tai epäsuorassa sopimussuhteessa tutkimuksen kohteena olevaan liikkeeseenlaskijaan. Inderes voi yhdessä yhteistyökumppaneineen tarjota liikkeeseen laskijoille Corporate Broking -palveluita, joiden tavoitteena on parantaa yhtiön ja pääomamarkkinoiden välistä kommunikaatiota. Näitä palveluita ovat sijoittajatilaisuuksien ja -tapahtumien järjestäminen, sijoittajaviestinnän liittyvä neuvonanto, sijoitustutkimusraporttien laatiminen. Inderes on tehnyt tässä raportissa suosituksen kohteena olevan liikkeeseen laskijan kanssa sopimuksen, jonka osana on tutkimusraporttien laatiminen.

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

Suosituksien historia, viimeiset 12 kuukautta

Päivämäärä	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
30.5.2017	Lisää	7,40 €	6,69 €
17.8.2017	Osta	7,50 €	6,31 €
19.2.2017	Osta	7,50 €	5,90 €
4.6.2018	Osta	8,50 €	7,30 €

Inderes



2015

Ennustetarkkuus



2014, 2016, 2017

Suosituustarkkuus



2014, 2015, 2016

Suositus- ja
ennustetarkkuus



2012, 2016

Suosituustarkkuus



2012, 2016, 2017

Suositus- ja
ennustetarkkuus



2017

Suosituustarkkuus



2017

Suosituustarkkuus

Inderes on suomalainen pankeista riippumaton analyysipalvelu. Löydämme sijoittajille parhaat sijoituskohteet ja teemme pörssistä paremman markkinapaikan yhdistämällä sijoittajat ja yhtiöt huippulaadukkaan osakeanalyysin avulla. Inderesin aamukatsaus, mallisalkku ja palkittuihin analyyseihin pohjautuvat suositukset tavoittavat päivittäin yli 30 000 kotimaista osakesijoittajaa. Helsingin pörssin kattavin aktiivinen osakeseurantamme sisältää yli 90 kotimaista pörssiyhtiötä, joita analysoimme päivittäin yli 10 analyytikon tiimillä.

Inderes Oy

Itämerentori 2

00180 Helsinki

+358 10 219 4690

twitter.com/inderes

Palkittua analyysiä osoitteessa www.inderes.fi

**Analyysi kuuluu
kaikille.**

www.inderes.fi