

Remedy Entertainment

Laaja raportti

2.6.2022 07:45



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

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde
res.

Seuraava tasoloikka vaatii vielä kärsivällistä pelaamista

Remedy rakentaa strategiansa seuraavaa kasvuloikkaa kehitteillä olevien 5 merkittävän pelihankkeen avulla. Tämä näkyy nousevina kustannuksina vuosina 2022-2023, mutta mahdollistaa merkittävän tuloskasvun erityisesti vuosina 2025-2026 kasvavien rojaltiluottojen siivittämänä. Pitkän aikavälin kasvupotentiaaliin peilattuna näemme osakkeen tuotto/riski-suhteen houkuttelevana, mutta laskeneilla ennusteillamme tämän realisoituminen ottaa aiempia odotuksiamme enemmän aikaa. Siten lyhyellä tähtäimellä osakkeen arvostuksen houkuttelevuus on heikentynyt aiempiin arvioihimme nähden. Laskemme suosituksemme lisää-tasolle (aik. osta) uudella 34 euron tavoitehinnalla (aik. 42 EUR).

Peliyhtiö pitkään salkkuun

Viimeiset 5 vuotta Remedyn strategia ja moniprojektimallin ylösajo ovat edenneet vakuuttavasti eteenpäin. Vuonna 2022 yhtiöllä on samaan aikaan käynnissä jo 5 merkittävää pelihanketta julkaistujen pelien (Control 2019, Alan Wake Remastered 2021, Crossfire HD/X 2021/2022) lisäksi. Moniprojektimallin myötä laajentuneiden tulovirtojen ansiosta Remedyn liikevaihdon ja tuloksen kehitys on myös ollut vahvaa vuosina 2019-2021. Isossa kuvassa Remedy on edelleen vasta kasvupolkunsa alkupäässä ja pidämme yhtiön kasvunäkymiä houkuttelevina pitkälle tämän vuosikymmenen loppuun.

Remedyn asema toimialan arvoketjussa on houkutteleva

Konsolimarkkina (2021: 50 mrd. €) on kasvanut viimeiset 5 vuotta vahvasti (CAGR 9 %) ja kasvun odotetaan jatkuvan (CAGR 22-24: 8 %). Markkinan trendit (tilauspohjaiset mallit, pilvipelaaminen, digitaalinen jakelu ja pitkäkestoiset pelipalvelut) näyttävät pelinkehittäjien kannalta suotuisilta. Trendien myötä pelistudioiden liiketoimintamallit ovat osittain muuttumassa, mutta niiden osuus arvoketjusta näyttäisi kasvavan, sillä tarve laadukkaalle pelisisällölle vain korostuu eri toimijoiden ja digitaalisten jakelualustojen välisen kilpailun kiihtyessä. Lisäksi itsenäisiä AAA-studioita on maailmalla alle 40, joista vain kourallinen pystyy Remedyn tavoin usean suuren projektin samanaikaiseen tuotantoon.

Tuloskasvupotentiaalin realisoituminen vaatii lähivuosilta vielä kärsivällistä kehittämistä

Remedyn kehitteillä olevien pelien eteneminen tuotantoputkessa vaatii vuosina 2022-2023 lisää panostuksia rekrytointeihin sekä ulkoiseen pelinkehitykseen, mikä tulee painamaan yhtiön kannattavuutta. Ennusteessamme Alan Wake 2:n (2023), Condorin (2024), Vanguardin (2024), Heronin (2025) ja Max Payne Remaken (2026) julkaisujen myötä Remedyn tuloskasvu on keskipitkällä aikavälillä vahvaa kasvavan rojaltiliikevaihdon siivittämänä. Olemme tämän raportin yhteydessä tarkastelleet lähivuosien rojaltiluottojensa uusiksi ja todenneet aiemmat arvomme rojaltiluottojen ajoituksen suhteen liian optimistiseksi. Tämän seurauksena lähivuosien tulosennusteemme laskivat merkittävästi ja Remedyn todellista tulospotentiaalia päästään tarkastelemaan kunnolla vasta vuosina 2025-2026.

Tuotto/riski-suhde on houkutteleva pitkää peliä pelaavalle sijoittajalle

Remedyn kehitteillä olevien pelihankkeiden rojaltiluotto ajoittuvat ennusteessamme merkittävilta osin vuosille 2025-2026, jolloin odotamme yhtiön liikevaihtoon (90,4 ja 87,5 MEUR) ja tulokseen (EBIT: 23,2 ja 21,4 MEUR) merkittävää tasokorotusta. Ennusteillamme osakkeen EV/EBIT-kertoimet (2025e-2026e: 14-15x) painuvat tuolloin houkuttelevalle tasolle jo kohtuullisen hyvin menestyvillä pelijulkaisuilla. Tämän päälle sijoittaja saa option ennusteitamme paremmin menestyvistä hittipeleistä. Vuosien 2022-2024 ennusteilla Remedyn arvostus näyttää kuitenkin kireältä ja tänä vuonna merkittävästi heikentyneessä osakemarkkinan sentimentissä sijoittajien kärsivällisyys on koetuksella.

Suositus

Lisää

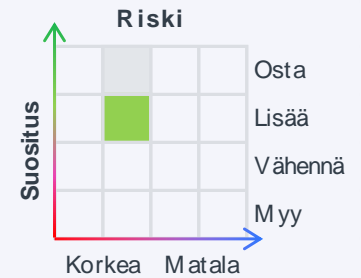
(aik. Osta)

34,00 EUR

(aik. 42,00 EUR)

Osakekurssi:

29,85



Avainluvut

	2021	2022e	2023e	2024e
Liikevaihto	44,7	48,1	46,6	61,7
kasvu-%	9 %	7 %	-3 %	32 %
EBIT oik.	11,4	6,7	0,6	8,8
EBIT-% oik.	25,5 %	13,9 %	1,4 %	14,3 %
Nettotulos	8,8	5,2	0,4	7,0
EPS (oik.)	0,67	0,39	0,03	0,51
P/E (oik.)	59,0	76,9	>100	58,3
P/B	6,0	4,4	4,5	4,3
Osinkotuotto-%	0,4 %	0,6 %	0,6 %	0,6 %
EV/EBIT (oik.)	41,8	52,5	>100	40,9
EV/EBITDA	33,0	40,2	>100	22,3
EV/Liikevaihto	10,6	7,3	7,7	5,8

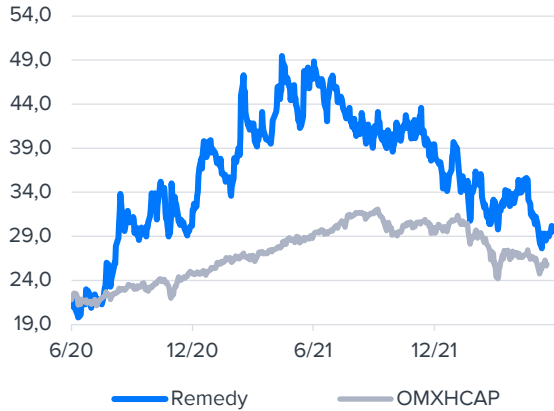
Lähde: Inderes

Ohjeistus

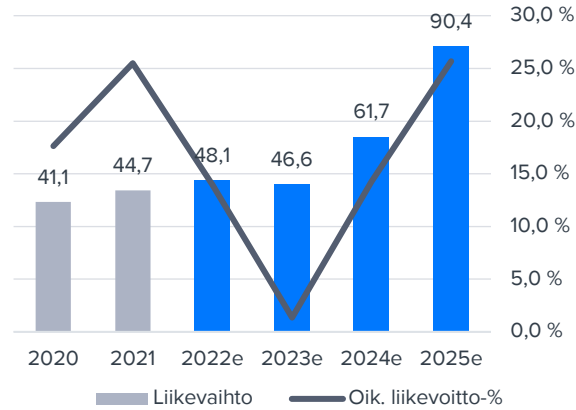
(Ennallaan)

"Remedy odottaa liikevaihtonsa kasvavan ja liikevoittonsa olevan alhaisemmalla tasolla kuin vuonna 2021."

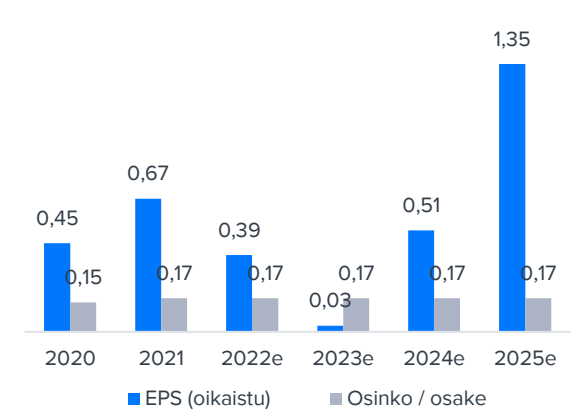
Osakekurssi



Liikevaihto ja liikevoitto-%



Osakekohtainen tulos ja osinko



Arvoajurit

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



Riskitekijät

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

Arvostustaso	2022e	2023e	2024e
Osakekurssi	29,9	29,9	29,9
Osakemäärä, milj. kpl	13,4	13,5	13,6
Markkina-arvo	400	400	400
Yritysarvo (EV)	352	361	360
P/E (oik.)	76,9	>100	58,3
P/E	76,9	>100	58,3
P/Kassavirta	neg.	neg.	>100
P/B	4,4	4,5	4,3
P/S	8,3	8,6	6,5
EV/Liikevaihto	7,3	7,7	5,8
EV/EBITDA (oik.)	40,2	>100	22,3
EV/EBIT (oik.)	52,5	>100	40,9
Osinko/tulos (%)	43,8 %	536 %	33,2 %
Osinkotuotto-%	0,6 %	0,6 %	0,6 %

Lähde: Inderes

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	5-11
Nykyiset peliprojektit	12-16
Sijoitusprofiili	17-19
Markkinat	20-22
Kilpailu	23-25
Strategia	26-29
Taloudellinen tilanne	30-31
Ennusteet	32-37
Arvonmääritys	38-40
Taulukot	41-45
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	46

Remedy lyhyesti

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

1995

Perustamisvuosi

2017

Listautuminen

44,7 MEUR (+9 % vs. 2020)

Liikevaihto 2021

11,4 MEUR (25,5 % lv:sta)

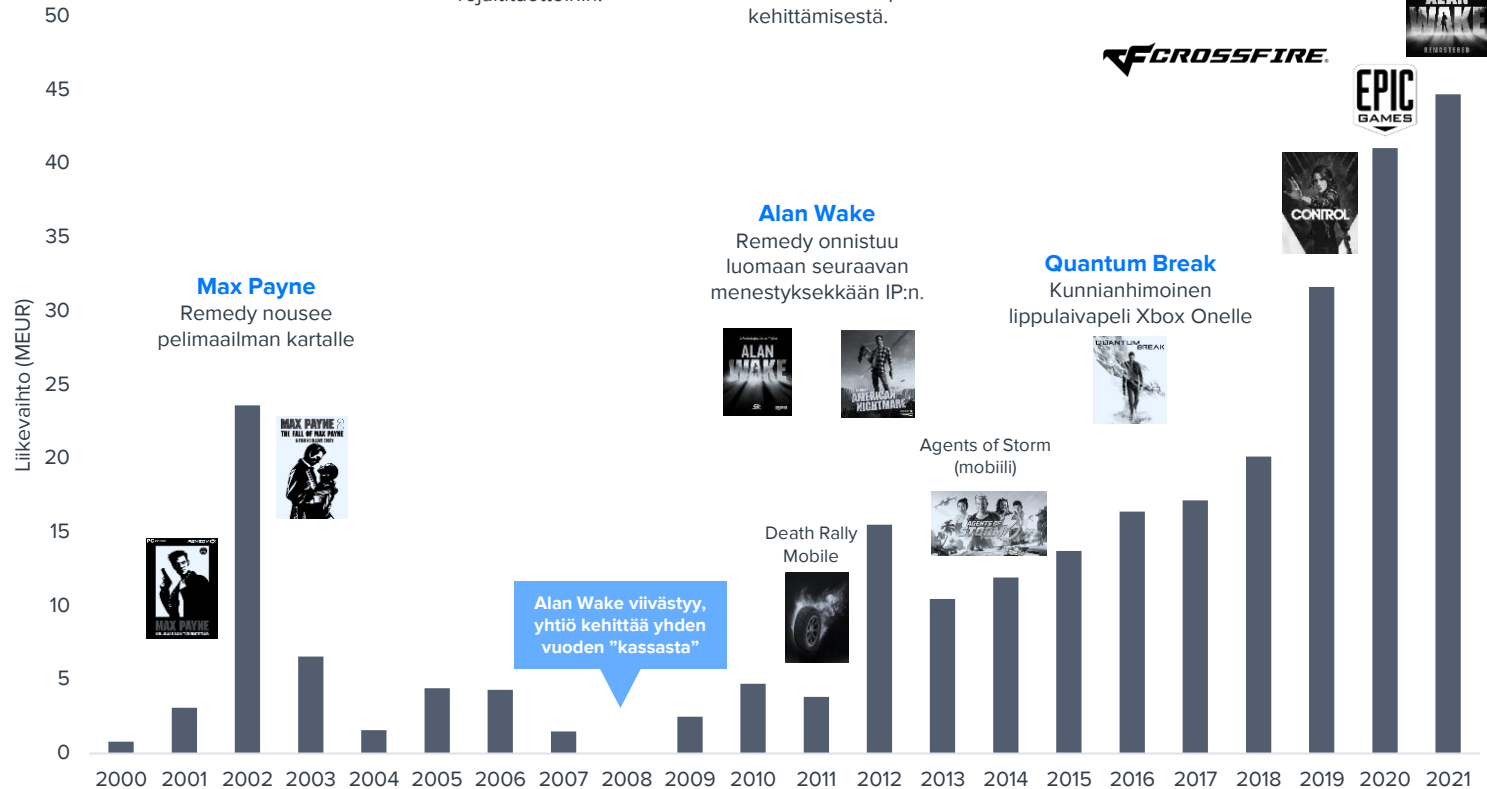
Liikevoitto 2021 (IFRS)

320

Henkilöstö 2021 lopussa

78/100

Remedy'n pelien keskimääräinen Metacritic-arvosana



Crossfire

Smilegatellet kehitetyt Crossfire-projektit ovat tuoneet tasaista kassavirtaa kehitysmaksujen muodossa vuodesta 2016 alkaen. Projektit valmistuivat 2021 ja jatkossa Remedyllä on mahdollisuus tiettyihin rojalituottoihin.

Control

Kriitikoilta hyvät arvot saanut Control julkaistiin 8/2019. Vuosi 2020 osoitti myös pelin kaupallisen menestyksen. Vuonna 2021 Remedy solmi 505 Gamesin kanssa sopimukset 2 uuden Control-pelin kehittämiseksi.

Epic-projektit

Remedy solmi 3/2020 Epicin kanssa julkaisusopimukset kahden peliprojektin osalta. Alan Wake Remastered julkaistiin 10/2021 ja Alan Wake 2:n julkaisu ajoittuu 2023.

Vanguard-projekti

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

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/4

Yhtiökuvaus

Arvostettu pelistudio

Remedy Entertainment (Remedy) on vuonna 1995 perustettu suomalainen videopelikehittäjä. Yhtiö on yksi Suomen vanhimmista pelinkehittäjistä, jonka tunnetuimpia pelejä ovat Max Payne, Alan Wake, Quantum Break ja Control. Remedy työllisti vuoden 2021 lopussa 320 työntekijää, joista valtaosa työskenteli yhtiön Espoon studiolla. Vuonna 2022 Remedy perusti studion myös Tukholmaan, jonne tavoitellaan rekrytoitavan yli 25 työntekijää vuoden loppuun mennessä. Remedyn liikevaihto vuonna 2021 oli 44,7 MEUR ja liikevoitto (IFRS) puolestaan 11,4 MEUR (25,5 % liikevaihdosta).

Remedy tunnetaan parhaiten tarinavetoisista toimintapeleistä ja on yksi arvostetuimpia itsenäisiä AAA-pelistudioita maailmassa. Osoituksena tästä Remedyn Max Payne -pelisarjan pohjalta tehtiin Hollywood-elokuva jo vuonna 2008, jolloin peleistä tehdyt elokuvakäännökset eivät olleet yleisiä. Lisäksi Oikeudet Alan Wake -pelistä tehtävälle tv-sarjalle myytiin AMC:lle vuonna 2022. Remedyn sisällä vallitseva tahtotila kehittää laadukkaita tarinankerronnaltaan uniikkeja pelejä näkyy myös yhtiön Metacritic-arviosta (78/100). Metacritic on peliarvioita kokoava sivusto, jossa pelit saavat kokonaisarvosanan erikseen sekä kriitikoilta että pelaajilta. Yli 90 pistettä saavat pelit ovat arvostelumenestyksiä ja harvinaisia. Yli 80 pistettä on myös jo erittäin hyvä saavutus.

Remedy kehittää korkeatasoisia, suurten pelistudioiden massapeleistä selkeästi erottuvia pelejä pääsääntöisesti PC:lle, Xboxille ja

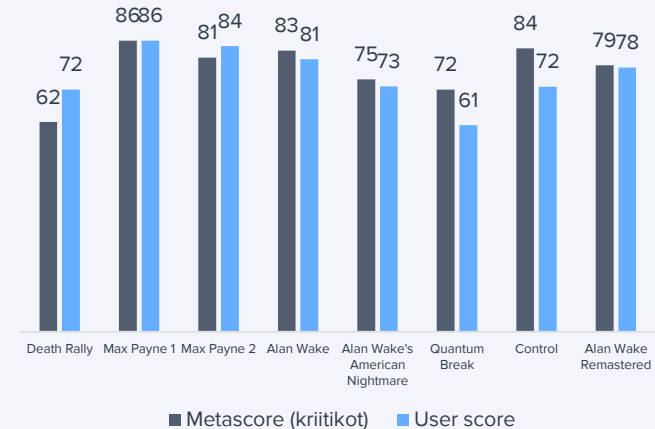
Playstationille. Pelien ydinkohderyhmää ovat tarinavetoisista toimintapeleistä kiinnostuneet pelaajat, jotka ovat valmiita investoimaan yksittäiseen peliin yli 50 euroa.

Pitkä historia kasvattanut kokeneen pelistudion

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

Vuonna 2004 Remedy partneroitui Microsoftin kanssa kehittääkseen Alan Wake -peliä. Peli osoittautui odotettua työläemmäksi projektiksi ja sen julkaisu myöhästyi vuodella. Remedy maksoi tämän viivästyksen omasta kassastaan. Alan Wake julkaistiin keuhällä 2010 samana päivänä kuin Rockstarin hittipeli Red Dead Redemption tuli myyntiin (Metascore: 95/100). Tämä osaltaan rokotti Alan Waken myyntiä, mutta hyvien kriitikkoarvioiden lisäksi (Metascore 83/100) peli oli käsityksemme mukaan myös taloudellisesti kohtalaisen menestynyt projekti.

Remedyn pelien kriitikko- ja kuluttaja-arviot*



Liikevaihto ja kannattavuus**



Lähde: Metacritic, Inderes, *keskiarvo eri pelialustojen kriitikko- ja kuluttaja-arvioista, **2020-2021 IFRS-lukuja

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/4

Alan Wake American Nightmare -lisäosa menestyi myös arviomme mukaan hyvin, vaikka Metacritic-arvio (75/100) jäi alkuperäistä peliä alhaisemmaksi.

Samalla kun Remedy valmisteli seuraavaa merkittävää projektiaan, yhtiö kokeili vuosina 2011-2014 myös mobiilipelien kehitystä. Pian kuitenkin huomattiin, että kilpailu mobiilipeleissä on erittäin kovaa, eikä markkinalla ollut jalansijaa Remedyn ydinosaamista oleville premium-peleille ilmaispelien hallitessa markkinaa. Mobiilipelien kehitys ei myöskään ollut Remedyn kulttuurissa ja yhtiössä haluttiin tehdä ison ruudun pelejä.

Remedyn seuraava projekti oli vuonna 2016 julkaistu Quantum Break (Metascore 72/100), jonka yhtiö kehitti myös Microsoftin kanssa. Quantum Breakin taloudellinen menestys kuitenkin kärsi siitä, että edellisen konsolisukupolven taistossa Microsoftin Xbox One ei saavuttanut yhtä suurta suosiota kuin Playstation 4. Remedy kehitti Quantum Breakin alihankintana, jossa pelin IP jäi Microsoftille ja Remedy ei käsittäksemme hyötynyt kaupallisesti kovinkaan paljon itse pelimyyntistä.

Remedy aloitti Quantum Breakin valmistumisen jälkeen siirtymän kohti moniprojektimallia uuden strategiansa mukaisesti. Strategia on edennyt tämän jälkeen erittäin hyvin ja vuonna 2022 yhtiöllä on samaan aikaan käynnissä jo 5 merkittävää pelihanketta julkaistujen pelien (Control 2019, Alan Wake Remastered 2021, Crossfire HD/X 2021/2022) lisäksi. Moniprojektimallin myötä laajentuneiden tulovirtojen ansiosta Remedyn liikevaihdon ja tuloksen kehitys on myös ollut vahvaa vuosina 2019-2021. Isossa kuvassa Remedy on kuitenkin edelleen vasta kasvupolkunsa alkupäässä ja

pidämme yhtiön kasvunäkymiä houkuttelevina pitkälle tämän vuosikymmenen loppuun.

Liiketoimintamalli

Premium-pelien kehitystä

Remedy kehittää pelejä konsoli- ja PC-alustoille. Pelien jakelu tapahtuu fyysisten jakelijoiden (esim. Gamestop, Amazon) sekä digitaalisten jakelualustojen (Steam, PS Store, Microsoft Store, Epic Games Store) kautta.

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

Remedyn kehittämät pelit luokitellaan AAA-peleiksi, joiden ominaispiirteisiin kuuluu suuri tuotantobudjetti, korkea laatutaso sekä mittavat markkinointitoimenpiteet. Iso tuotanto tarkoittaa myös sitä, että pelit ovat visuaalisesti näyttäviä, niissä on hyödynnetty uusimman teknologian mahdollistamia ominaisuuksia ja pelikokemuksen kesto on kymmeniä tunteja. Nykyään tyypillisen Remedyn AAA-pelin tuotantobudjetti on noin 30-60 MEUR.

Perinteisen AAA-pelin kehitys on taloudellisesti korkean riskin hanke ja kannattava toteutus vaatii peliltä tyypillisesti suuria myyntimääriä (miljoonia kappaleita). Pelien kehityssykli on tyypillisesti noin 2-4 vuotta. Kuluttajien käsissä tuotteen elinkaari on kuitenkin melko lyhyt ja etenkin fyysisten pelikopioiden osalta merkittävä osa myynnistä ajoittuu ensimmäisille kuukausille pelin julkaisusta. Siten pelin julkaisuajankohta on kriittinen tekijä ja esimerkiksi pelin julkaisu samaan aikaan kilpailijan hittipelin kanssa voi vaikuttaa olennaisesti myyntiin. Julkaisun jälkeen myyntiä tuetaan myöhemmin järjestettävillä alennuksilla ja kampanjoilla. Samat lainalaisuudet eivät kuitenkaan koske Remedyn kehitteillä olevia pitkäkestoisia palvelumallisia moninpelejä (Condor ja Vanguard), joiden ansaintalogiikkaa käsittelemme Nykyiset peliprojektit -kappaleessa.

Digitaalisen jakelun ja lisäosien yleistymisen myötä myös perinteisten AAA-pelien liikevaihtoon voidaan kuitenkin luoda nykyään huomattavasti enemmän jatkuvuutta. Laadukkaat pelit voivat myydä hyvin digitaalisissa kanavissa useiden vuosien ajan. Digitaalinen jakelu on myös julkaisijoille ja pelinkehittäjille kannattavampi vaihtoehto, kun fyysisten kopioiden materiaali- ja logistiikkakustannukset jäävät pois laskuista.

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

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 3/4

Pelikehityksen elinkaari Remedyn peleissä

Remedyn pelinkehitysprosessi suunnittelupöydältä valmiiseen tuotteeseen voidaan jakaa kuuteen vaiheeseen. Remedy on arvioinut perinteisen AAA-pelin kehitysprosessin kestävän pelistä riippuen noin 2-4 vuotta.

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

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

Tämän jälkeen projekti etenee proof-of-concept -vaiheeseen, jossa pelistä tehdään kunnollinen demoversio, jotta pelikonseptia voidaan testata käytännössä. Tiimin koko on 30-50 henkeä ja vaihe kestää 3-6kk. Tällöin rakennetaan projektisuunnitelma, miten peli tullaan kehittämään (oma henkilöstö ja alihankinta), millaisia komponentteja tarvitaan sekä määritetään riskejä ja suurimpia pullonkauloja. Tässä kohtaa on myös tärkeä todistaa pelin hauskuus ja toimivuus, jotta projektia kannattaa lähteä viemään kohti tuotantovaihetta. Mitä paremmin projektin suuntaviivat saadaan tässä vaiheessa selväksi, sitä vähemmällä yllätyksillä ja

viivästyksillä selvittää itse tuotantovaiheessa. Usein neuvottelut mahdollisten julkaisukumppanien kanssa käydään myös tässä vaiheessa. Julkaisusopimuksen allekirjoituksen yhteydessä projektista tyypillisesti kirjautuu ensimmäistä kertaa liikevaihtoa. Tämän jälkeen kehitysmaksuja alkaa tuloutua Remedylle suhteessa projektin sitoman henkilöstön ja etenemisen mukaan.

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

Viimeisenä on pelin julkaisu, jonka jälkeen Remedylle alkaa tuloutua rojaltiluloja pelin myynnistä sovitun jako-osuuden mukaan. Yleensä rojaltilulojen saaminen edellyttää sitä, että julkaisija on ensin saanut katettua myyntituotoilla omat investointinsa eli kehityskulut, markkinointikulut sekä fyysisten kopioiden valmistuskulut. Julkaisun yhteyteen on alihankintamallissa mahdollista sitoa ”valmistumisbonus”. Pelin kehittäminen ei pääty heti julkaisuun, vaan live-tiimi (10-20 henkilöä) pyrkii analysoimaan pelaajien käyttäytymistä ja julkaisee päivityksiä sekä bugikorjauksia

pelikokemuksen parantamiseksi. Lisäksi Remedy pyrkii tuomaan julkaisemiinsa peleihin 1-3 lisäosaa (DLC) noin 1-2 vuoden sisällä pelin julkaisusta pidentääkseen pelaajien sitoutumista ja pelin elinkaarta. Lisäosia on tällöin tyypillisesti työstämässä noin 20-30 henkilön tiimi.

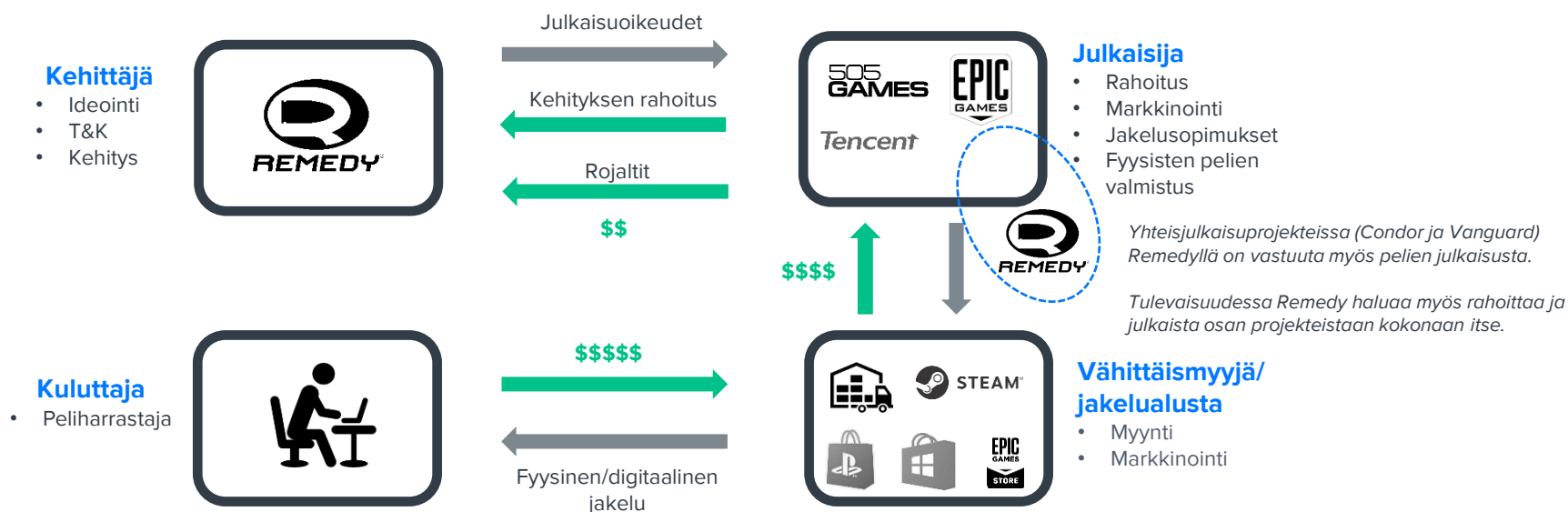
Palvelumallisissa peleissä kehityksen elinkaari voi poiketa jonkin verran

Palvelumallisissa peleissä (Condor ja Vanguard) pelinkehitysvaiheet voivat poiketa jonkin verran perinteisestä AAA-pelistä. Esimerkiksi F2P-mallisessa Vanguardissa voidaan nähdä ennen julkaisua jonkinlainen suljettu beta-vaihe, missä peliä testataan ja optimoidaan ennen varsinaista julkaisua hieman samaan tyyliin kuin mobiilipelien soft launch -vaiheessa. Lisäksi Vanguardissa ja Condorissa live-vaiheen suunnittelun tärkeys korostuu jo konseptointi- ja Proof-of-concept-vaiheissa, mikä voi pidentää vaiheiden kestoa suhteessa tavallisiin AAA-peleihin. Näissä myös tiimejä pyritään pitämään maltillisen kokoisena pidempään, jotta konseptointi voidaan suorittaa laaja-alaisesti ja jotta live-operaatioita voidaan tukea mahdollisimman hyvin.

Oman pelibrändin pelin kehittäminen

Pelikehitys on hyvin skaalautuvaa liiketoimintaa sille, joka kantaa rahoitusriskiä. Suurin kuluerä kehittäjille ovat kiinteät henkilöstökustannukset ja kannattavuus skaalautuu voimakkaasti pelimyynnin perusteella. Näin ollen itserahoitettuna liiketoiminta on hyvin herkkä heikosti ennustettavalle pelimyynnille. Tähän mennessä Remedy on jakanut tätä riskiä ottamalla peliprojekteihinsa mukaan julkaisijakumppanin rahoittamaan osan tai suurimman osan projektista.

Remedyn arvoketju ja kehitysprosessi



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

Pelin vaihe:	Mandaatti	Korkean tason konseptointi	Konseptointi	Proof-of-concept	Esituotanto	Tuotanto	Live-vaihe
Tiimin koko:	Studion johto ja projektin avainhenkilöt	3-10 henkilöä	20-30 henkilöä	30-50 henkilöä	50-70 henkilöä	+100 ja jopa 200 ulkoistusten kanssa	10-20 henkilöä päivityksissä 20-30 henkilöä lisäosissa
Vaiheen kesto:	Päivistä viikkoihin	1-3 kk	3-6 kk	3-6 kk	3-6 kk	1-2 vuotta (Alpha) 3-6 kk (Beta)	1-2 vuotta (ml. 1-3 lisäosaa)

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 4/4

Tulevaisuudessa yhtiö voi myös rahoittaa ja julkaista osan projekteistaan kokonaan itse, minkä yhtiön vahva taloudellinen asema mahdollistaa.

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

Pelikehitys alihankintana

Pelikehitys kumppanin rahoittamana pienentää riskiä pelin epäonnistumisen varalta ja tasaa pelinkehittäjän rahavirtoja tasaisten kehitysmaksujen muodossa. Kääntöpuolena se heikentää liikevaihdon jako-osuutta kehittäjälle

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

AAA-pelien hinnoittelu ja volyymit

Myyntivolyymit ovat kriittisin ajuri Remedyn omistamien pelibrändien liikevaihdon osalta. Pelien hinnat ovat pitkälti annettuja niiden ollessa melko standardoituneita. Huono- ja hyvälaatuisen pelin hinta on siis alussa sama, mutta huonon pelin myyntiä on vaikeampi parantaa myöhemmin alennuskampanjoilla. Nyrkkisääntöinä AAA-pelien myynnissä voidaan pitää seuraavia volyymejä pelin ensimmäisten vuosien aikana: heikosti myyvä peli (1 milj. kpl), kohtalaisesti myyvä peli (2 milj. kpl.), erittäin hyvin myyvä peli (5-10 milj. kpl.) ja jättimenestys (>10 milj. kpl.). Korkealaatuisten AAA-

pelien hinnat ovat alussa 60-70 euron tasolla, ja pidemmällä aikavälillä hinnat vaihtelevat yleensä 10-50 eurossa alennuskampanjoista riippuen. Siten liikevaihdon näkökulmasta yksittäisen pelin haarukka on muutamista kymmenistä miljoonista jopa miljardiluokkaan. Alla oleva taulukko havainnollistaa yksinkertaistetusti, miten yksittäisen pelin myyntihinta jakautuu arvoketjussa eri toimijoiden kesken.

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

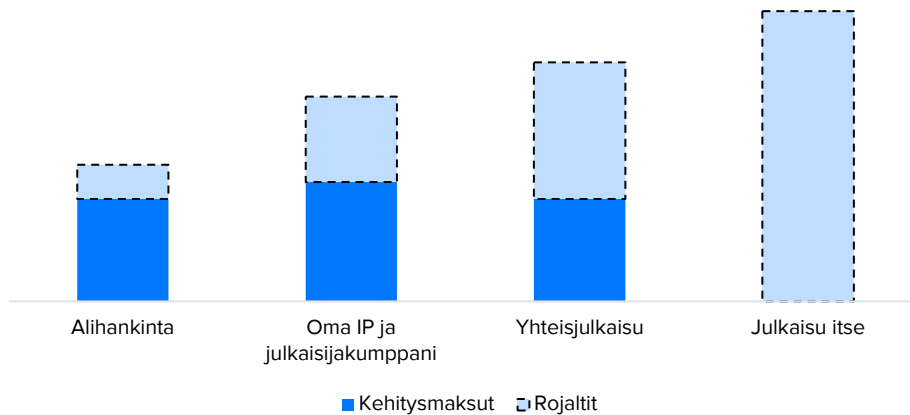
Havainnollistus yksittäisen pelin myynnistä Remedylle tuloutuvasta liikevaihdosta

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

Lähde: Remedy, Inderes

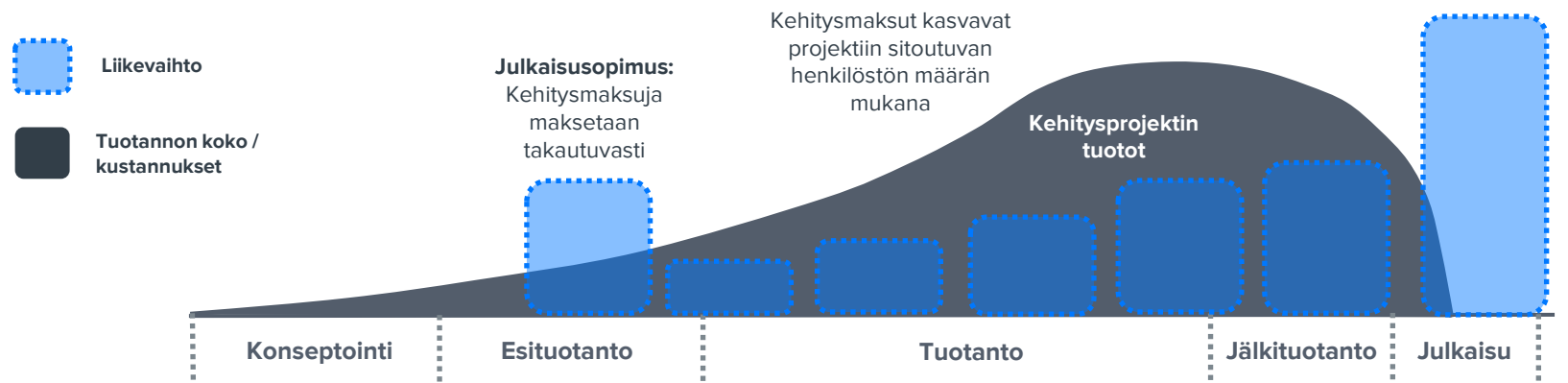
Remedyn tulovirrat pelinkehitysprosessin aikana

Havainnollistus eri julkaisutapojen liikevaihdon muodostumisesta projektin elinkaaren aikana*



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

Havainnollistus AAA-pelin kehityksestä, kun julkaisija mukana rahoittamassa tuotantoa*



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

Remedyn peliprojektit ja kumppanit



Control

Julkaistu
Q3'19

Budjetti
~30 MEUR



Condor

Proof-of-
concept

Budjetti
~25 MEUR



**Heron
(Control 2*)**

Konseptointi

Budjetti**
~40 MEUR

Remedyn osuus
budjetista:
Remedyn osuus
nettomyynnistä:

45 %

45 %

50 %

50 %

50 %**

50 %**



**Crossfire HD
Crossfire X**

Julkaistu
Q4'21/Q1'22

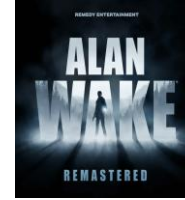
Budjetti**
~30 MEUR

0 %

5-10 %**



**Smilegate
Entertainment**



**Alan Wake
Remastered**

Julkaistu
Q4'21

Budjetti**
~7 MEUR



Alan Wake II

Tuotanto

Budjetti**
~50 MEUR

0 %

50 %



Vanguard

Proof-of-
concept

Budjetti**
~45 MEUR

40 %**

>60 %**

(länsimarkkinoilla)



**Max Payne
Remake**

Konseptointi

Budjetti**
~45 MEUR

0 %

20-30 %**



Rockstar Games

Nykyiset peliprojektit 1/3

Control

Remedyn moniprojektimalliin nojaavan strategian ensimmäinen uusi itseomistettu pelibrändi on elokuussa 2019 julkaistu Control. Control on kolmannen persoonan toimintaseikkailu, jonka pelimaailma on huomattavasti avoimempi kuin Remedyn aiemmissa, selvästi lineaarisemmin etenevissä peleissä. Peli tarjoaa myös Remedyn aiempia pelejä pidemmän pelikokemuksen. Peliin on kehitetty julkaisun jälkeen uusia ilmaisia lisäominaisuuksia sekä 2 tarinaa laajentavaa maksullista lisäosaa (DLC). Controlin tuotantobudjetti oli noin 30 MEUR, josta pelin julkaisija 505 Games rahoitti puolet. Remedyn osuus Controlin nettomyynnistä on 45 %.

Control sai erittäin hyvän vastaanoton (Metascore 84/100) ja peli on kerännyt lukuisia toimialan kriittikopalkintoja. Control on saanut eri kanavissa paljon positiivista palautetta myös pelaajilta, mutta pelin kuluttajilta saama Metacritic-arvio (72/100) jää kuitenkin kriitikoiden arvioista. Vanhemmilla konsolialustoilla pelin julkaisun jälkeen ilmenneet toimintaongelmat esimerkiksi suurissa taistelukohtauksissa arviomme mukaan heikensivät arvosanoja. PC:llä osa pelaajista arviomme mukaan pettyi pelin julkaisijan 505 Gamesin päätökseen laittaa peli yksinoikeudella ensimmäiseksi vuodeksi Epic Storeen.

Controlin myynti kehittyi julkaisun jälkeen alussa kohtalaisesti, ja pelin erittäin hyvät kriitikkoarviot huomioiden, sillä olisi ollut potentiaalia myös kovempaan myyntiin. Peli on kuitenkin jatkanut julkaisun jälkeen hyvää myyntiä digitaalisissa kanavissa, ja on ollut menestys myös kaupallisesta näkökulmasta. Vuoden 2021 loppuun mennessä

Controlia oli myyty yli 3 miljoonaa kopiota. Remedyn vuosien 2019-2021 rojaltiliikevaihdosta (33,4 MEUR) valtaosa on Controlin tuottamaa.

Control on alkuperäisen julkaisun jälkeen tuotu useille uusille alustoille sekä kauppapaikkoihin, mikä on pidentänyt pelin myynnin häntää ja kasvattanut pelibrändin tunnettuutta. H2'20:lla pelin PC-versio julkaistiin Steam-alustalla ja pilvipalveluversio Amazon Luna sekä Nintendo Switch -alustoilla. Lisäksi peli lisättiin myös Xbox Game Pass -tilauspalveluun. Peli on ollut myös väliaikaisesti saatavilla Playstation Now -palvelussa sekä ladattavissa PS Plus -jäsenyydellä. Vuonna 2021 alkuperäisen pelin ja lisäosat yhdistävä Control Ultimate Edition julkaistiin uusilla PS5 ja Xbox Series X/S -konsoleilla. Kaiken kaikkiaan Controlia on pelannut yli 15 miljoonaa pelaajaa, mikä antaa erittäin hyvän pohjan pelisarjan tuleville peleille.

Condor ja Heron

Remedy on on alusta alkaen kehittänyt Controlia pitkäaikaiseksi pelibrändiksi, jonka tarinaa ja maailmaa voidaan laajentaa uusilla peleillä ja lisäosilla. Kesäkuussa 2021 yhtiö tiedotti yhteisjulkaisu- ja kehityssopimuksesta 505 Gamesin kanssa, jolla Control saa jatkoa samaan maailmaan sijoittuvasta neljän pelaajan PvE-moninpelistä (koodinimi Condor). Pelin alustava kehitysbudjetti on 25 MEUR. Pelin kehitys- ja markkinointi-investoinnit sekä tulevat nettotuotot jakautuvat tasan 505 Gamesin ja Remedyn kesken. Condor tulee saataville PC:lle, PS5:lle ja Xbox Series XIS:lle.

Liiketoimintamalliltaan Condor tulee olemaan AAA-pelin ja palvelupohjaisen pelin sekoitus

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

Condor on tällä hetkellä proof-of-concept -vaiheessa ja arviomme mukaan sen julkaisu voisi ajoittua vuoteen 2024. Aiemmin yksinpeleihin keskittyneenä pelistudiona Remedyllä ei ole vielä näyttöjä moninpelien julkaisusta. Siten näkemyksemme mukaan Condorin menestykseen liittyy tässä vaiheessa vielä Remedyn tavallista AAA-peliä enemmän epävarmuutta, vaikkakin pelin tiimi on rakennettu palvelupohjaisista peleistä kokemusta omaavista ammattilaisista.

Kesäkuussa 2021 Remedy ja 505 Games sopivat myös toisesta isomman budjetin Control-pelistä (koodinimi Heron) alustavat ylätasen ehdot. Arviomme mukaan Heron tulee olemaan jatko-osa alkuperäiselle Controlille (Control 2) ja odotamme pelin tuotantobudjetin olevan noin 40 MEUR. Arviomme pelin sopimusehtojen olevan samalla pallokentällä Condor-projektin kanssa. Peli oli alkuvuodesta 2022 konseptointivaiheessa ja oletuksissamme pelin julkaisu voisi ajoittua vuoteen 2025. Arviomme mukaan Heron tulee olemaan perinteinen AAA-peli lisäosilla. Näemme Heronin tuotto/riski-suhteeltaan houkuttelevana projektina, sillä Control-brändin viime vuosina merkittävästi kasvanut tunnettuus pienentää julkaisuun liittyviä riskejä ja kasvattaa samalla pelin myyntipotentiaalia.

Nykyiset peliprojektit 2/3

Crossfire

Remedy on vuodesta 2016 tehnyt yhteistyötä korealaisen Smilegaten kanssa ja kehittänyt alihankintamallilla yksinpeliosuuksia Smilegaten Crossfire-peleihin. Smilegaten alkuperäinen, yli kymmenen vuotta vanha Crossfire on erittäin suosittu online-peli erityisesti Kiinassa. Pelillä on noin 650 miljoonaa rekisteröitynyttä käyttäjää ja edelleen noin 8 miljoonaa päivittäistä pelaajaa. Kiinassa peli on tehnyt keskimäärin lähes miljardin euron liikevaihtoa vuosittain, mikä tekee siitä yhden maailman menestyneimmistä peleistä.

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

Crossfire X:n vastaanotto pelaajien ja kriitikoiden keskuudessa on ollut todella heikko (Metascore: 39/100). Erityistä kritiikkiä on saanut pelin moninpeli, jota Remedy ei ole kehittänyt. Crossfire X on osaltaan muistutus siitä, että alun perin aasialaiselle kohdeyleisölle suunnattu peli ei kovin helposti uppoa länsimaisille pelaajille ja tilanne on vastaava myös toisinpäin.

Julkaisun epäonnistuminen on toki Remedyn kannalta pettymys, mutta kun kyseessä on alihankintaprojekti, on sen heikolla menestyksellä vain hyvin pieni vaikutus Remedyn tulevien vuosien kassavirtojen kannalta. Lisäksi

rojaltipotentialiin kannalta huomattavasti olennaisempaa on Crossfire HD:n menestys Aasiassa, jonka osalta tilanne näyttää huomattavasti paremmalta. Emme odota Crossfire-projektien rojaltien olevan lähivuosina kovinkaan olennaisia Remedyille. Arviomme mukaan jo pelkästään kehitysmaksujen ansiosta Smilegate-alihankinta on kuitenkin ollut Remedyille hyvin kannattavaa liiketoimintaa. Yhteistyön myötä Remedy on saanut myös kehitettyä tiettyjä uusia teknologisia osaamisalueita, kokemusta Aasian pelimarkkinoista sekä FPS-pelien kehittämisestä.

Alan Wake Remastered ja Alan Wake 2

Remedy allekirjoitti maaliskuussa 2020 julkaisusopimuksen Epic Gamesin kanssa kahden peliprojektin osalta. Pienempi näistä oli lokakuussa 2021 julkaistu Alan Wake Remastered (AWR). Suurempi projekti on Alan Wake 2, jonka julkaisu ajoittuu Remedyn mukaan vuoteen 2023. Pelit julkaistaan PC:llä Epic Games Storessa sekä Playstation 5 ja Xbox XIS -alustoilla.

Epicin kanssa tehty julkaisusopimus on ehdoiltaan erittäin suotuisa Remedyille. Epic rahoittaa projektien kehitystyön täysin ja on sitoutunut panostamaan markkinointiin merkittävästi. Kun kehitys- ja julkaisukulut on katettu pelimyyntistä, nettotuotot jaetaan tämän jälkeen Epicin ja Remedyn kesken puoliiksi. Remedy omistaa myös pelien immateriaalioikeudet. Pelien menestyessä Remedy saa siis merkittävän osuuden niiden tuotoista, mutta ei joudu kantamaan riskiä projektien kustannuksista. Julkaisusopimuksen ehdot heijastelevat Remedyn merkittävästi parantunutta asemaa toimialan arvoketjussa. AAA-tason pelejä kehittäviä itsenäisiä pelistudioita on

maailmalla alle 40 toimialan konsolidaation myötä. Siten laadukkaista peleistä tunnetut pelistudiot ovat hyvissä asemissa julkaisusopimuksista neuvoteltaessa.

Remedy ei ole kertonut projektien tarkkoja budjetteja, mutta arvioimme Alan Wake Remasteredin kehitysbudjetin olleen noin 7 MEUR heijastellen remasterointiprojektien huomattavasti kevyempää ja lyhyempää kehityssykliä. Samalla myös pelin myyntihinta (30e) oli julkaisun yhteydessä selvästi perinteistä AAA-peliä matalampi. AWR on Remedyn mukaan saanut hyvän vastaanoton sekä pelikriitikoilta (Metascore: 79/100) että pelaajilta ja sen myynti on julkaisun jälkeen kehittynyt pitkälti Remedyn asettamien maltillisten odotusten mukaisesti. Q1'22:een mennessä peli kuitenkin ollut vielä tuottanut rojalteja Remedyille, joten arvioimme pelin myynnin jääneen tähän mennessä alle 0,5 miljoonan kopion. Odotamme AWR:n alkavan tuottaa pientä rojaltiliikevaihtoa Remedyille vielä loppuvuoden aikana. Rojaltien lisäksi AWR:llä on strateginen rooli Alan Wake -brändin tunnettuuden nostamisessa. Peli julkaistiin nyt esimerkiksi ensimmäistä kertaa Playstationilla, jonka kautta potentiaalinen pelaajakunta laajenee noin 100 miljoonalla pelaajalla.

Remedy kertoi Q4'21-raportin yhteydessä sopineensa Epicin kanssa Alan Wake 2 -projektin budjetin laajentamisesta. Remedy oli jo aiemmin kertonut projektin olevan tähän mennessä yhtiön suurin ja siten odotamme sen tuotantobudjetin olevan noin 50 MEUR. Peli tulee olemaan genreltään selviytymiskauhupeli (survival/horror), joten luvassa on vielä selvästi alkuperäistä Alan Wakea hyytävämpää toimintaa.

Nykyiset peliprojektit 3/3

Tällä hetkellä arvioimme, että pelin julkaisu voisi ajoittua ensi vuonna Q3:lle. Näemme pelillä selvää potentiaalia saavuttaa tänä päivänä selvästi alkuperäistä Alan Wakea paremmat myyntiluvut laajemman kohdeyleisön avulla. Alkuperäistä Alan Wakea ja sen American Nightmare -spinoffia on eri lähteisiin pohjautuvien arvioiden perusteella myyty yli 6 miljoonaa kopiota.

Vanguard

Remedy perusti vuonna 2018 pienen sisäisen kehitystiimin kehittämään moninpelattavia pelikokemuksia. Tämän jälkeen Vanguard-projektia on kehitetty iteratiivisesti eteenpäin. Vuoden 2021 lopussa projekti oli edennyt vaiheeseen, jossa Remedy allekirjoitti sen osalta kehitys-, lisenssi-, ja jakelusopimuksen Tencentin kanssa. Remedyyn mukaan Vanguard on yhteistyössä muiden pelaajien kanssa pelattava PvE (pelaaja vastaan ympäristö) -ampumispeli, joka yhdistää Remedyyn tarinallisen osaamisen ja toiminnallisen pelattavuuden mukaansatempaavaksi moninpelikokemukseksi.

Vanguardin kehitys on parhaillaan proof-of-concept -vaiheessa. Peli kehitetään Unreal Enginellä PC- ja konsolialustoille. Pelistä tulee Remedyyn ensimmäinen täysin palvelupohjainen ja ilmaiseksi pelattava (F2P) peli, jonka liikevaihtovirrat perustuvat täysin pelaajien pelinsisäisiin ostoksiin.

Remedyyn mukaan pelin kehittämiskustannukset vastaa kooltaan yhtiölle tyypillistä AAA-pelin budjettia (oletuksemme 45 MEUR). Remedy ja Tencent rahoittavat pelin kehittämisen yhdessä, mutta tarkkaa jakosuhdetta ei ole avattu. Tencent lokalisoi pelin valikoiduille Aasian markkinoille ja kattaa siihen liittyvät kustannukset. Aasian

markkinoille meno on tyypillisesti länsimaisille pelinkehittäjille hyvin haastavaa, joten kumppanuus Tencentin kanssa antaa Remedyllä mahdollisuuden tavoitella täysin uusia yleisöjä.

Remedy ja Tencent vastaavat itse julkaisemiseen ja pelin operointiin liittyvistä kustannuksistaan omilla maantieteellisillä alueillaan, jakaen osan pelin tuloista keskenään kehittämiskustannusten kattamisen jälkeen. Tämä tarkoittaa sitä, että Remedy toimii ensimmäistä kertaa historiassaan myös pelinsä julkaisijana ja vastaa muun muassa länsimarkkinoilla peliin tehtävästä markkinoinnista ja käyttäjähankinnasta. Pelin tuottojen jakosuhte ei ole tiedossa, mutta oletettavasti pelin julkaisijana Remedy kerää suuremman osuuden länsimarkkinoilla. Tencentin osuus on taas suurempi Aasiassa ja Kiinassa. Osaltaan tähän vaikuttaa myös se, missä suhteessa yhtiöt rahoittavat pelin kehitystä (oletuksemme Tencent 60 %).

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

Tänä päivänä maailman suosituimmat pelit ovat usein netissä moninpelattavia ilmaiseksi ladattavia F2P-pelejä. Niissä myös niin sanottu GaaS-malli (Games-as-a-service) pääsee oikeuksiinsa. Erilaiset päivityspaketit ja lisäsisällöt pelin julkaisun

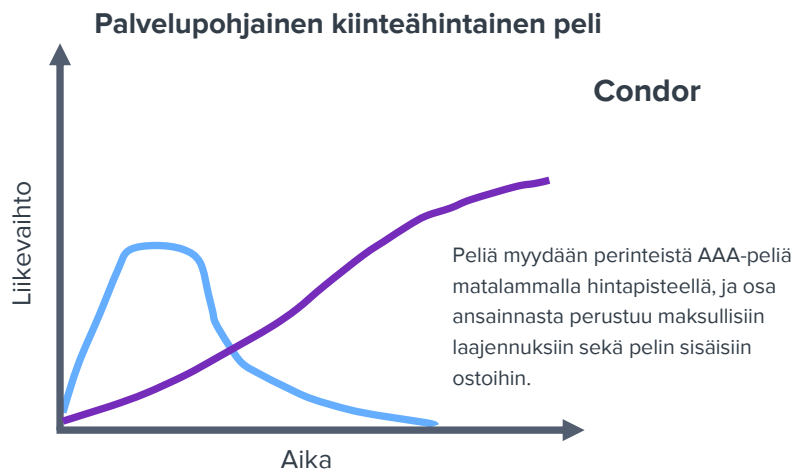
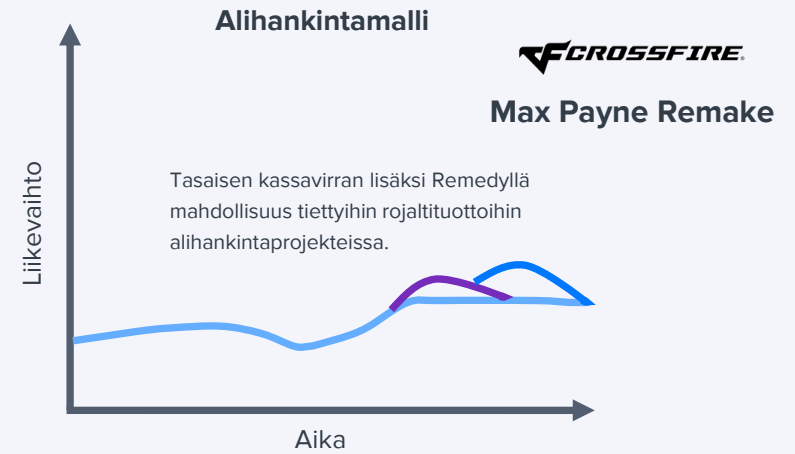
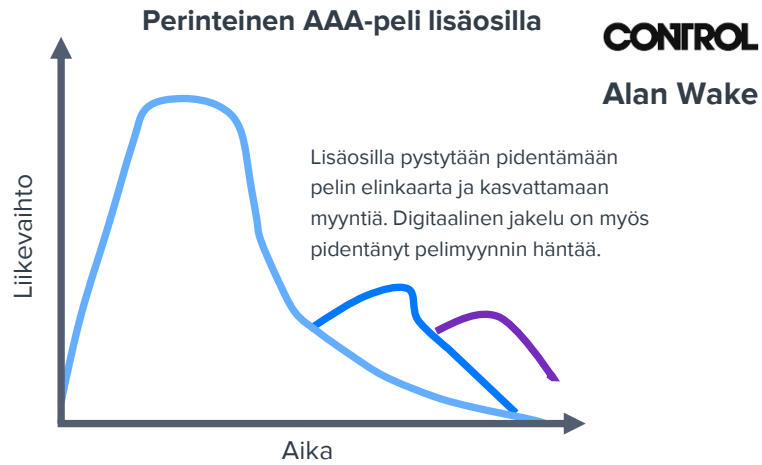
jälkeen pidentävät tuottojen elinkaarta. Onkin mielenkiintoista nähdä, miten Remedy lopulta onnistuu yhdistämään tarinankerronnan ja pelimaailmojen luomisen ydinosaamistaan F2P-moninpelikokemukseen.

Max Payne Remake

Remedy kertoi huhtikuussa 2022 tehneensä Rockstar Gamesin kanssa uuden kehityssopimuksen remake-versioiden kehittämiseksi Max Payne- ja Max Payne 2: The Fall of Max Payne -peleistä. Kehityssopimuksen puitteissa Remedy kehittää pelit yhtenä tuotteena PC-, PlayStation 5- ja Xbox Series X|S -alustoille käyttäen omaa Northlight-pelimoottoriaan. Rockstar Games rahoittaa pelin kehityksen, ja kehitysbudjetti vastaa kooltaan Remedyyn tavanomaista AAA-pelin tuotantoa (arvioimme 45 MEUR). Sopimuksen mukaan Remedyllä on mahdollisuus saada pelin rojaltituottoja sen jälkeen, kun Rockstar Games on kattanut pelin kehitys- ja markkinointikulut sekä muut julkaisuun ja jakeluun liittyvät kustannukset. Projekti on tällä hetkellä konseptin kehittämisvaiheessa.

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

Remedyn pelien liiketoimintamallit



Sijoitusprofiili

Peliyhtiö pitkään salkkuun

Remedy on profiililtaan kannattavan kasvun yhtiö. Vuosina 2017-2018 yhtiö rakensi strategiansa perustan valmiiksi ja moniprojektimallin onnistunut ylösajo mahdollisti strategian ensimmäisen kasvuaskeleen vuosina 2019-2020. Nyt yhtiö rakentaa strategiansa seuraavaa kasvuloikkaa kehiteillä olevien 5 merkittävän pelihankkeen avulla. Tämä näkyy nousevina kustannuksina vuosina 2022-2023, mutta mahdollistaa merkittävän tuloskasvun arviomme mukaan vuodesta 2024 alkaen kasvavien rojalittuottojen siivittämänä. Isossa kuvassa Remedy on edelleen kasvupolkunsa alkupäässä ja tulevina vuosina peliprojektien lukumäärän ja koon kasvaessa yhtiön kasvupotentiaali vain vahvistuu vuosi vuodelta.

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

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

Yleisesti korkeaa kannattavuuspotentiaalia tukeva yhtiön liiketoimintamallin skaalautuva luonne.

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

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

Viidenneksi Remedyn taloudellinen asema on vuonna 2021 tehdyn suunnatun annin myötä erittäin vahva. Tukevan kassan avulla yhtiö voi kiihdyttää strategiansa toteuttamista ja ottaa enemmän riskiä tulevien pelihankkeiden rahoittamisen ja itsejulkaisun suhteen. Vahva tase parantaa myös yhtiön jo ennestään hyvää asemaa julkaisusopimuksista neuvoteltaessa.

Strategiaa rakennettu hallituin riskein

Remedy on listautumisestaan lähtien toteuttanut strategiaansa suunnitelmien mukaisesti ja yhtiön siirtymä vahvempaan arvoketjuasemaan on toteutettu hallituin riskein. Moniprojektimallin onnistuneen ylösajon myötä tiheämpi pelien julkaisutahti pienentää myös asteittain Remedyn riippuvuutta yksittäisen pelijulkaisun menestyksestä. Peliyhtiön liiketoiminnan logiikasta johtuen Remedyn liiketoimintamallin riskiprofiili on kuitenkin edelleen keskimääräistä Helsingin pörssin yhtiötä korkeampi, vaikka yhtiön riskitaso on ollut laskussa viime vuosien aikana.

Näkemyksemme mukaan keskeiset sijoittajan kantamat riskit Remedystä ovat:

- Remedy on vielä riippuvainen yksittäisten pelien menestyksestä ja peliprojektien laadullisesta ja ajallisesta onnistumisesta. Tämä väistämättä nostaa yhtiön riskiprofiilia ja tuo volatiliiteettia arvonmuodostukseen.
- Remedy on riippuvainen julkaisija-kumppaneistaan, niiden menestyksestä ja niiden kanssa solmittavien sopimusten ehdoista.
- Yhtiön kassavirrat ovat syklisiä ja riippuvat pelijulkaisujen ajoituksista ja menestyksestä. Tämän vuoksi yhtiön on operoitava jatkuvasti vahvalla taseella.
- Nopeat markkina- ja teknologiatrendit. Nämä liittyvät toisaalta kuluttajien impulsiiviseen käyttäytymiseen sekä teknologian nopeaan kehitykseen.

Sijoitusprofiili

1.

Houkutteleva asema arvoketjussa

2.

Korkea tuottopotentialiaali pelien menestyessä

3.

Vahvat näytöt laadukkaista peleistä

4.

Kasvava markkina, jonka trendit suotuisia yhtiölle

5.

Useita pitkäkestoisia kilpailuetuja (pelien laatu, positioituminen, teknologia)

Potentiaali



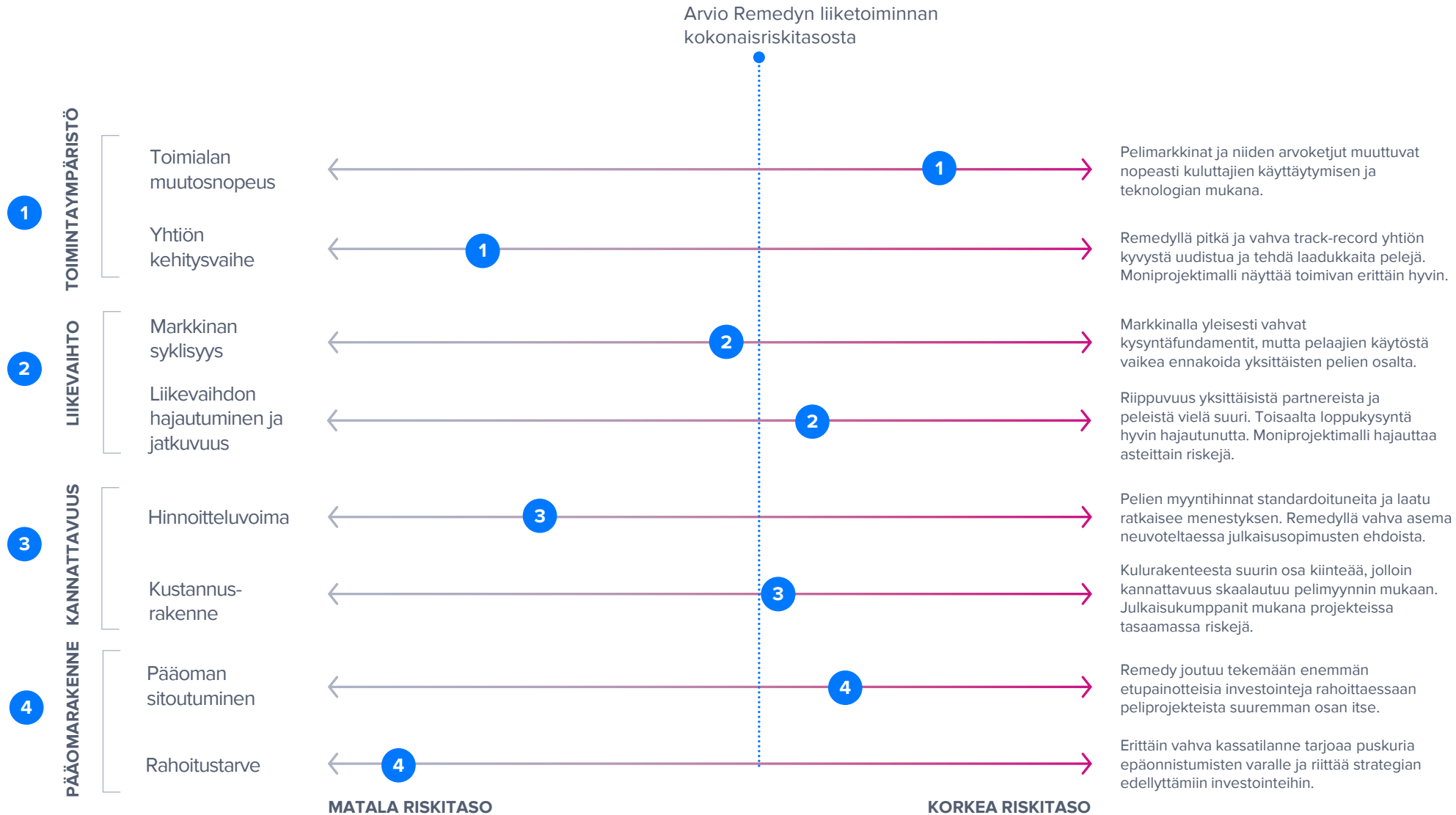
- Omien pelibrändien ja jatko-osien kehitys
- Korkeampi osuus pelimyynnin tuotoista
- Skaalautuva liiketoimintamalli mahdollistaa erinomaisen kannattavuuden pelien menestyessä
- Hyvin johdettu moniprojektimalli tasaa riskejä ja tuo skaalaetuja
- Maine ja omat teknologiat tuovat kilpailuetua

Riskit



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

Liiketoimintamallin riskiprofiili



Markkinat 1/2

Pelimarkkina on suuri ja globaali

Pelaamisen suosio on kasvanut 2000-luvulla dramaattisesti elintason nousun myötä. Tänä päivänä pelejä pelaa jo noin 3 miljardia ihmistä ja pelaaminen on ylivoimaisesti suosituin viihdemuoto maailmassa. Markkinatutkimusyhtiö Newzoo arvioi globaalin pelimarkkinan kasvaneen vuonna 2021 noin prosentin 180 miljardiin dollariin. Vakaa kehitys on hyvä suoritus siihen nähden, että taustalla oli erittäin vahva koronan vauhdittama vertailukausi, jolloin markkina kasvoi 20 %. Markkinan odotetaan palaavan pidemmän aikavälin trendilleen tänä vuonna ja kasvavan noin 7 %:n vauhtia vuosina 2022-2024.

Maantieteellisesti suurimman markkinan muodostaa Aasian ja Tyynenmeren alue, joka kattaa noin 50 % markkinasta, mistä Kiina muodostaa noin puolet. Toiseksi ja kolmanneksi suurimmat maantieteelliset alueet ovat Pohjois-Amerikka (24 %) ja Eurooppa (18 %). Remedyllä keskeinen ison ruudun PC- ja konsolipelaaminen painottuu yhä pääasiallisesti kehittyneille markkinoille. Konsolipelaamisen suosio kasvaa kuitenkin nopeasti kehittyvissä maissa tulotason nousun myötä.

Remedy toimii konsoli- ja PC-alustoilla

Alustoittain jaoteltuna Remedyllä keskeiset PC- ja konsolialustat muodostavat yhteensä (87 mrd. dollaria) hieman alle puolet koko pelimarkkinasta. Mobiilipelaaminen vastaa lopusta puolikkaasta.

Konsolimarkkinan koko vuonna 2021 oli noin 50 miljardia dollaria. Markkina laski noin -7 % vuodesta 2020, jossa taustalla oli komponenttipulan aiheuttama uuden sukupolven pelikonsolien heikko saatavuus sekä

poikkeuksellisen vahva vertailukausi koronapandemian vuoksi. Pidemmällä aikavälillä markkina on kasvanut vahvasti (CAGR 16-21: 9 %) ja kasvun odotetaan jatkuvan 8 %:n tasolla vuosina 2022-2024. Kasvun ajurina toimivat markkinoille saapuneet uusimman sukupolven Playstation- ja Xbox-konsolit sekä Nintendo Switchin uudet versiot. Lisäksi vanhojen konsolien erittäin vahva laitekanta ja laaja pelivalikoima tukevat konsolipelien myynnin kehitystä. PS4:ää on myyty yli 117 miljoonaa kappaletta ja uutta PS5-konsolia yli 19 miljoonaa. Xbox Onea on myyty arviolta yli 51 miljoonaa kappaletta ja uusia Xboxeja yli 12 miljoonaa kappaletta. Konsolipuolella fyysisen jakelun rooli on vielä tärkeä, mutta digitaalisen jakelun rooli on viime vuosina noussut merkittävästi koronapandemian kiihdytettyä trendiä entisestään. Sony'n 5/2022 julkaistun Q4'21-raportin mukaan 71 % Playstationin pelimyyntistä oli digitaalista.

PC-pelien markkinan koko vuonna 2021 oli 37 miljardia dollaria. Markkina on kasvanut vakaasti (CAGR 16-21: 2,5 %) ja vakaan kasvun odotetaan myös jatkuvan (CAGR 22-24: 2,2 %). PC-pelien jakelu on siirtynyt käytännössä jo kokonaan digitaaliseksi. PC-pelien kauppapaikka Steamilla oli vuonna 2021 kuukausittaisia aktiivisia käyttäjiä noin 132 miljoonaa (2020: 120 milj.) Viime vuosina Steamin haastajaksi nousseella Epic Games Storella oli joulukuussa 2021 kuukausittaisia aktiivisia käyttäjiä 62 miljoonaa (2020: 56 milj.).

Mobiilipelaaminen on viimeisen reilun 10 vuoden aikana kasvanut räjähdysmäisesti älypuhelinien yleistymisen myötä ja noussut suosituimmaksi pelialustaksi. Markkinan (mobiili ja tablet) koko vuonna 2021 oli 93 miljardia dollaria ja sen odotetaan kasvavan noin 8 %:n vauhtia tulevina

vuosina. Mobiilipelaamisen suosion kasvu ei ole ollut pois PC- ja konsolipelaamisesta. Mobiili on tuonut pelaamiseen enemmänkin täysin uuden "casual gaming" -kategorian, joka on tavoittanut täysin uusia pelaajakohderyhmiä. Remedy'n Vanguard-projektista tulee mahdollisesti myös mobiiliversio, joten markkina saattaa olla tulevaisuudessa yhtiölle nykyistä relevantimpi.

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

Liiketoimintamallit kehittyvät toimialalla

AAA-peleissä perinteisenä liiketoimintamallina on ollut, että peliä myydään sekä fyysisinä että digitaalisina kopioina kertaostoksena kuluttajille noin 60 euron kappalehintaan. Pelin kaupallinen menestys on pitkälti määräytynyt julkaisuvuoden myyntivolyymin perusteella. Tänä päivänä digitaalisen jakelun ansiosta pelien elinkaaria pystytään pidentämään merkittävästi. Lisämyyntiä tavoitellaan yhä useammin alkuperäisen pelin julkaisun jälkeen kehitettävillä lisäosilla (DLC). Lisäosien avulla pystytään myös tukemaan alkuperäisen pelin jo siinä vaiheessa todennäköisesti alennettua myyntihintaa ja houkuttelemaan pelille kokonaan uusia ostajia. Pelit nähdään siis yhä useammin pitkäkestoisina palveluina (Games as a Service).

Markkinat 2/2

Myös Remedy pyrkii luomaan peleistään pitkäkestoisempia kokemuksia, josta Controlin lisäosat ja ”Ultimate Edition” -paketti uusille konsoleille olivat ensiaskelia. Condor- ja Vanguard-projektit tulevat olemaan todellisia ensimmäisiä palvelupohjaisia pelejä.

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

Viime vuosina tilauspohjaista liiketoimintamallia on tuotu myös pelaamiseen, kuten on jo tehty muun muassa musiikin (Spotify) ja elokuvien (Netflix) suhteen. Esimerkiksi Sonyn ja Microsoftin tilauspalveluista kuukausimaksua vastaan pääsee pelaamaan valikoimasta löytyviä pelejä. Tilauspohjaisten mallien luontevana jatkeena on konsoli- ja PC-pelien striimaaminen suoraan pilvestä, ja kamppailu ”pelien Netflix” -asemasta on jo alkanut. Google teki avauksen tällä saralla marraskuussa 2019 avatulla Stadia-palvelullaan. Microsoft rakentaa pelien suoratoistoa Xbox Game Passin ja Sony Playstation Now -palvelun

ympäri. Lisäksi pilvipalveluissa vahva Amazon on tulossa markkinalle haastajaksi omalla Luna-palvelullaan. Pilvipelaaminen vaatii saumattomasti ja nopeasti toimivan Internet-yhteyden, ja arvioimme sen suosion kasvavan asteittain seuraavien 5 vuoden aikana mm. 5G- sekä kuituyhteyksien yleistyessä. Jos pilvipelaaminen lyö toden teolla läpi, todennäköisesti se tapahtuu vasta seuraavan sukupolven pelikonsolien (PS5 ja Xbox Series X/S) elinkaaren loppupäässä jossain vaiheessa 2020-luvun loppupuolella. Yleistyessään pelien suoratoisto voi kasvattaa pitkällä aikavälillä merkittävästi AAA-pelien potentiaalista pelaajakuntaa, kun tarve ostaa fyysinen konsoli pelaamista varten poistuu.

PC:llä jakelualustojen kilpailu kiihtyy

PC-peleissä markkinoita pitkään hallinnut Steam on viime vuosina saanut Epic Gamesin EGS-kauppapaikasta todellisen haastajan. Fortnite-pelin menestyksen myötä Epicillä on myös taloudelliset muskelit haastaa Steamin asemaa. Epicin mukaan Steamin veloittama 30 %:n (25 % 10 MEUR:n ja 20 % 50 MEUR:n myynnin jälkeen) jakelukustannus ei ole kohtuullinen digitaalisen jakelun maailmassa. Epicin perimä jakelukulu on ainoastaan 12 %.

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

Controlin noin 30 MEUR:n tuotantobudjetista.

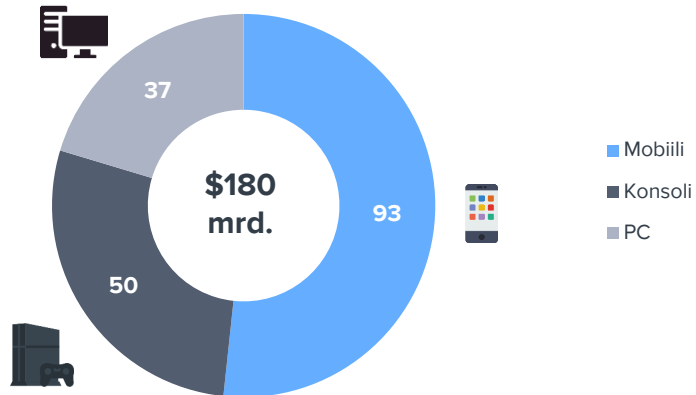
Pelinkehittäjien osuus arvoketjusta kasvaa

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

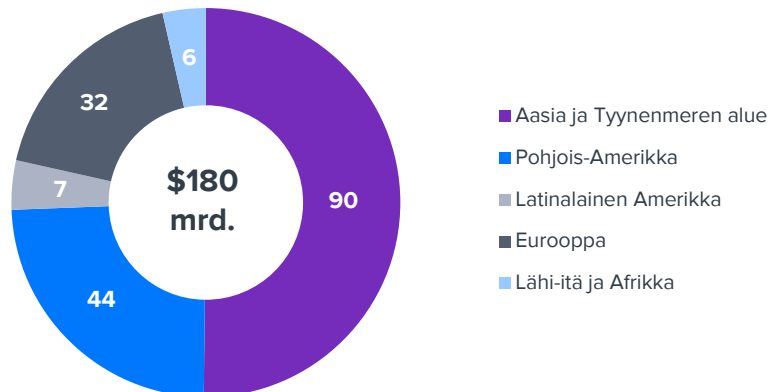
Remedy kannalta hyvä puoli on se, että pelistudioiden rooli arvoketjussa ei ole katoamassa mihinkään. Pelistudioiden liiketoimintamallit voivat muuttua, mutta niiden osuus arvoketjusta todennäköisesti vain kasvaa tulevaisuudessa. Tarve laadukkaalle pelisisällöllä korostuu entisestään eri toimijoiden ja digitaalisten alustojen kilpailun kiihtyessä. Tämä mahdollistaa Remedylle houkuttelevia tarjouksia julkaisu- tai yksinoikeussopimusten suhteen. Lisäksi Remedyn kaltaisia itsenäisiä AAA-studioita on maailmalla vain kourallinen, mikä tekee yhtiöstä myös kiinnostavan yritysostokohteen useille toimijoille.

Markkinat

Pelimarkkinat alustoittain 2021

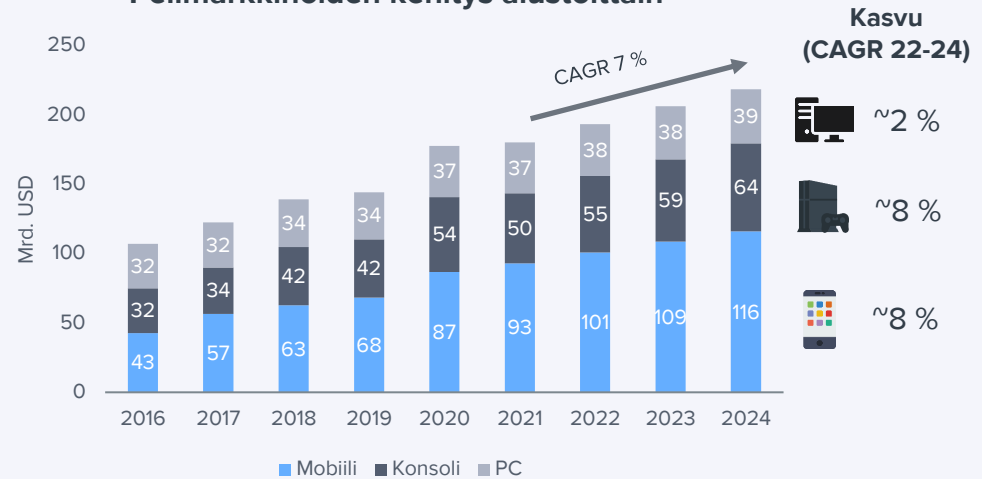


Pelimarkkinat maantieteellisesti 2021



Lähde: Newzoo, Inderes

Pelimarkkinoiden kehitys alustoittain



Remedyn kannalta keskeiset markkinatrendit

Digitaalinen jakelu ja pitkäkestoisemmat pelipalvelut (GaaS)

- Pelien elinkaari ja myyntipotentiaali kasvaa

Tilauspohjaiset liiketoimintamallit ja pelien suoratoistopalvelut

- Tarve laadukkaalle ja pelisisällölle kasvaa

Digitaalisten jakelualustojen ja pelien tilauspalveluiden välinen kilpailu

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

Markkinan konsolidaatio kiihtyy

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

Kilpailu 1/2

Kilpailun luonne pelialalla

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

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

Remedy on liikevaihdolla mitattuna melko pieni toimija, mutta se kohtaa omassa kategoriassaan kilpailussa sektorin suurimpia toimijoita kuten Ubisoftin tai Take-Two Interactiven. AAA-pelit ovat kuitenkin jakautuneet omiin alakategorioidhinsa ja pelinkehittäjät ovat fokuoituneet omien vahvuksiensa mukaan kehittämään tietyn genren pelejä (esim. toiminta, seikkailu, roolipelit, ajaminen). Remedyn erikoisosaamista ovat tarinankerronnalliset toimintapelit.

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

todella korkealaatuista, mutta samalla isoimmista kilpailijoista erottuvaa sisältöä pärjätäkseen kilpailussa.

Remedyn kilpailijat

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

Remedyn kaltaisia itsenäisiä AAA-pelistudioita on maailmalla enää vähän, sillä suurin osa on päätyntä yritystoston kohteeksi. Esimerkiksi Sony, Microsoft ja Embracer ovat olleet aktiivisia yritystostorintamalla. Vuoden 2022 alussa nähtiin pelialan historian suurin yritysjärjestely, kun Microsoft tiedotti ostavansa Activision Blizzardin 68,7 miljardilla dollarilla. Kaupan läpimeno vaatii vielä kilpailuviranomaisten hyväksynnät.

Itsenäisistä studioista vielä pienemmän joukon muodostavat ne, jotka tekevät Remedyn tavoin tarinankerronnallisia toimintapelejä. Uutta kilpailua tähän kategoriaan ei synny helposti johtuen korkeasta alalle tulon kynnyksestä. Esimerkiksi ajopeleihin erikoistuneen studion on hyvin vaikeaa vaihtaa toimintapeleihin, sillä niiden kehitys vaatii erilaista teknologiaa ja osaamista. Julkaisijoiden havittellessa pelinkehittäjiä kumppaneikseen valintaprosessissa korostuvat kokenut tiimi, korkea teknologinen osaaminen ja historialliset näytöt. Remedyn asema julkaisijoiden

keskuudessa on tänä päivänä erittäin vahva, mistä osoituksena esimerkiksi Epic-sopimuksen poikkeuksellisen suotuisat ehdot.

Remedyn kilpailuedut

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

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

Kilpailu 2/2

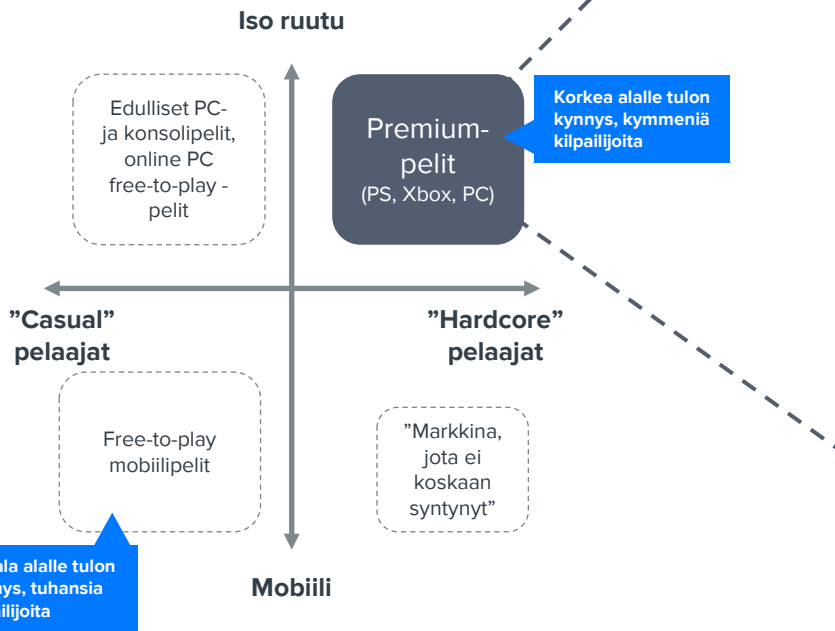
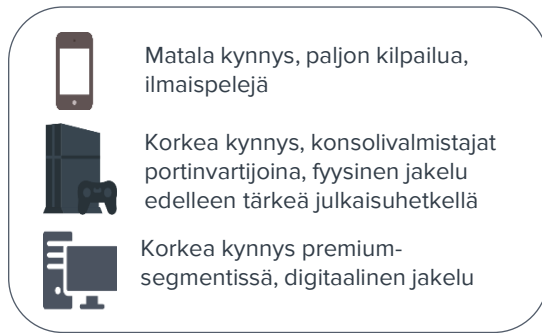
- Remedy panostaa merkittävästi peliprojektien suunnitteluun ja johtamiseen. Etenkin alkuvaiheen projektisuunnittelu ydintiimillä on kriittisessä roolissa, sillä sen avulla voidaan minimoida tuotantovaiheessa esiin nousevien suurten ongelmien määrää. Yleisesti pelinkehityksen suurimpia haasteita on projektien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

Listattujen peliyhtiöiden ennustettu kasvu- ja kannattavuuskehitys



Remedyn positioituminen markkinalla

Pelimarkkinan segmentit



Remedyn alasegmentit

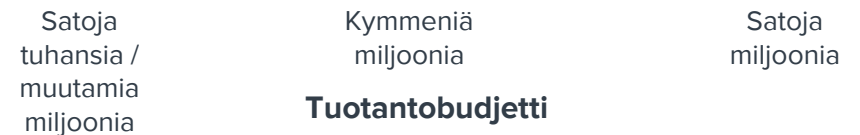
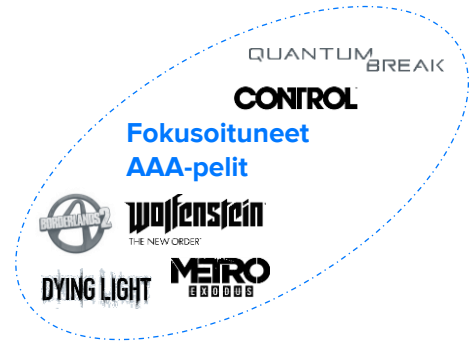
Pelin koko

AAA+

AAA

AA

A



Strategia 1/2

Strategia kannattavan kasvun vaiheessa

Remedy lähti vuoden 2017 listautumisen jälkeen toteuttamaan strategiaansa, jonka kulmakivenä oli siirtyä parempaan asemaan arvoketjussa ja hallita samalla riskejä siirtymällä usean projektin malliin. Yhtiön strategian toteuttaminen on ollut sen jälkeen vakuuttavaa ja vuoden 2020 alkuun mennessä Remedy oli saavuttanut kaikki keskeiset tavoitteensa. Moniprojektimallin myötä laajentuneiden tulovirtojen ansiosta strategia siirtyi myös kannattavan kasvun vaiheeseen vuosina 2019-2020. Vuosien 2021-2025 strategiakaudella Remedy haluaa jatkaa tällä hallituin riskein rakennetulla kasvupolulla.

Remedyn tavoitteena on luoda vuoteen 2025 mennessä useita menestyspelejä, joista vähintään yhden tavoitellaan olevan merkittävä hitti. Lisäksi tavoitteena on omistaa vähintään 3 menestyksekkästä ja kasvavaa pelibrändiä. Yhtiö haluaa myös edelleen vahvistaa asemaansa arvoketjussa. Remedyn tavoitteena on tulla myös pelialan vetovoimaisimmaksi työnantajaksi Euroopassa.

Remedyllä ei ole strategiakaudelle numeerisia taloudellisia tavoitteita, mutta tavoitteena on kasvaa jatkossakin kannattavasti, hyvin hallituilla riskeillä. Käytännössä siis yhtiö jatkaa entuudestaan tuttuun strategisten askelten ottamista, mutta peliprojektien lukumäärän ja koon kasvaessa yhtiön kasvupotentiaali vahvistuu vuosi vuodelta. Samaan aikaan yksittäiseen peliin liittyvä riski pienenee askel kerrallaan, mikä madaltaa Remedyn liiketoiminnan riskiprofiilia.

Suurempi oma rahoitus ja osuus pelituotoista

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

Viime vuosina Remedyn näytöt siirtymästä arvoketjussa vahvempaan asemaan ovat olleet vakuuttavia. Tästä osoituksena ovat menestyksekkään uuden Control-pelibrändin luominen sekä julkaisusopimukset maailmanluokan kumppanien (Epic Games, Tencent, Rockstar Games) kanssa.

Tulevien projektien osalta Remedyllä on yhä enemmän valinnanvaraa pelien kaupallisen mallin suhteen, sillä helmikuussa 2021 toteutetun 41,5 MEUR:n suunnatun osakeannin myötä yhtiön taloudellinen asema on erittäin vankka. Vahva tase mahdollistaa joidenkin tulevien peliprojektien kehittämisen ja julkaisemisen kokonaan itse. Lisäksi Remedy voi kehittää projekteja alkuvaiheessa rauhassa omarahoitteisesti, jolloin julkaisijakumppanin valintaa voidaan pitkitää. Näin potentiaalisille kumppaneille voidaan lopulta näyttää huomattavasti valmiimpaa ja hyvin suunniteltua peliprojektia, mikä parantaa entisestään Remedyn neuvotteluasemaa. Tästä esimerkkinä on Vanguard-projekti, jota Remedy työstä itsenäisesti vuodesta 2018 ennen sopimusta Tencentin kanssa vuoden 2021 lopussa.

Huomattavaa on, että Vanguardin nykyisen pelikonseptin luominen vaati paljon iteratiivista kehitystä ensimmäisten vuosien aikana pienellä ja osin muutoksia kokeneella projektitiimillä.

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

Omat pelibrändit ja jatko-osat

Strategiassaan Remedy haluaa luoda omia pelibrändejä, joissa on pitkän aikavälin kasvupotentiaalia. Omat pelibrändit mahdollistavat jatko-osien kehittämisen, jotka usein myyvät enemmän ja ovat kannattavuudeltaan parempia kuin pelisarjan ensimmäinen osa. Tämä johtuu pitkälti siitä, että jatko-osat ovat kokemukseltaan entistä parempia ja pelille on ehtinyt syntyä jo valmis fanikunta. Tämä helpottaa tulevan kysynnän ennustamista. Lisäksi ensimmäisessä osassa keskeisimmät pelin kehittämiseen liittyvät haasteet on jo ratkaistu ja pelimaailman luominen on helpompaa. Kehityssykli voi tällöin olla lyhyempi kuin normaali 3-5 vuotta tai vastaavassa ajassa voidaan luoda entistä laajempi pelikokemus. Lisäksi laitteistokanta ja suorituskyky pelialustoilla on voinut parantua ensimmäisen osan julkaisun jälkeen, mikä myös tukee jatko-osan pelikokemuksen jalostumista.

Strategia 2/2

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

Pelien julkaisukyvykkyys

Omien pelibrändien painoarvon kasvaessa Remedy on lähtenyt viime vuosina laajentamaan omia kyvykkyksiään pelien kaupallistamisen, markkinoinnin ja julkaisun saralla. Omien julkaisukyvykkyksien lisäksi yhtiö haluaa olla myös yhä vahvemmin mukana itse suunnittelemassa ja vaikuttamassa omien pelibrändiensä kaupallistamiseen, vaikka mukana olisi julkaisijakumppani. Tästä konkreettinen esimerkki on Vanguard-sopimus Tencentin kanssa, jossa Remedy toimii ensimmäistä kertaa itse pelin julkaisijana sekä vastaa markkinoinnista ja käyttäjähankinnasta länsimarkkinoilla. Myös Condor-projektissa Remedy ottaa vastuuta julkaisutoiminnoista 505 Gamesin kanssa solmitun yhteisjulkaisusopimuksen mukaisesti.

Pitkäkestoisemmat pelikokemukset

Remedyn tavoitteena on luoda peleistään yhä pitkäkestoisempia, joissa yhdistyy korkealaatuinen pelattavuus sekä moniulotteiset ja tarinalliset

pelikokemukset. AAA-pelien sisältömäärä ja laatu ovat vuosien saatossa kohonneet jatkuvasti ja nykyään pelin tulee pystyä tarjoamaan mielekästä pelattavaa useammaksi kymmeneksi tunniksi.

Pitkäkestoisuutta puoltaa myös GaaS-malli, jolloin yksittäisen pelin tuottaman liikevaihdon jakaumaa voidaan pidentää tuomalla peliin uutta maksullista lisäsisältöä. Lisäsisällön kanssa pitää kuitenkin olla tarkkana, etteivät pelaajat tunne tulevansa vain rahastetuiksi. Onnistunut lisäsisältö tuottaa siitä maksavalle pelaajalle selvää lisäarvoa, mutta ei rajoita pelikokemusta tai saata eriarvoiseen asemaan niitä pelaajia, jotka eivät ole siitä valmiita maksamaan. Vanguard-projektissa Remedy on monetisaation osalta uuden haasteen edessä, sillä F2P-mallin peleissä ansainta tapahtuu pelin sisällä tehtävien ostosten kautta. Tämä poikkeaa täysin perinteisestä AAA-pelien liiketoimintamallista. Remedy onkin rekrytoinut Vanguard-tiimiin paljon uutta osaamista talon ulkopuolelta, jonka lisäksi pelin julkaisijakumppani Tencentillä on laaja-alaista kokemusta F2P-pelien operoinnista.

Moniprojektimalli ja teknologia-alustat

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

Osaavalla ja jatkuvasti kehittyvällä teknologiatimiillä on mahdollista virtaviivaistaa itse pelinkehitysprosessia automatisoimalla manuaalisia työvaiheita. Vahva teknologiatimi luo myös pohjan kaikille kehitystiimeille, joka mahdollistaa tiettyä kehitysprosessin

skaalautuvuutta jaettujen tuotanto- ja toimintamallien muodossa. Omien teknologioiden avulla myös pelinkehityssykli lyhenevät, kun tietyt aiemmin kehitetyt elementit voidaan hyödyntää myös muissa projekteissa.

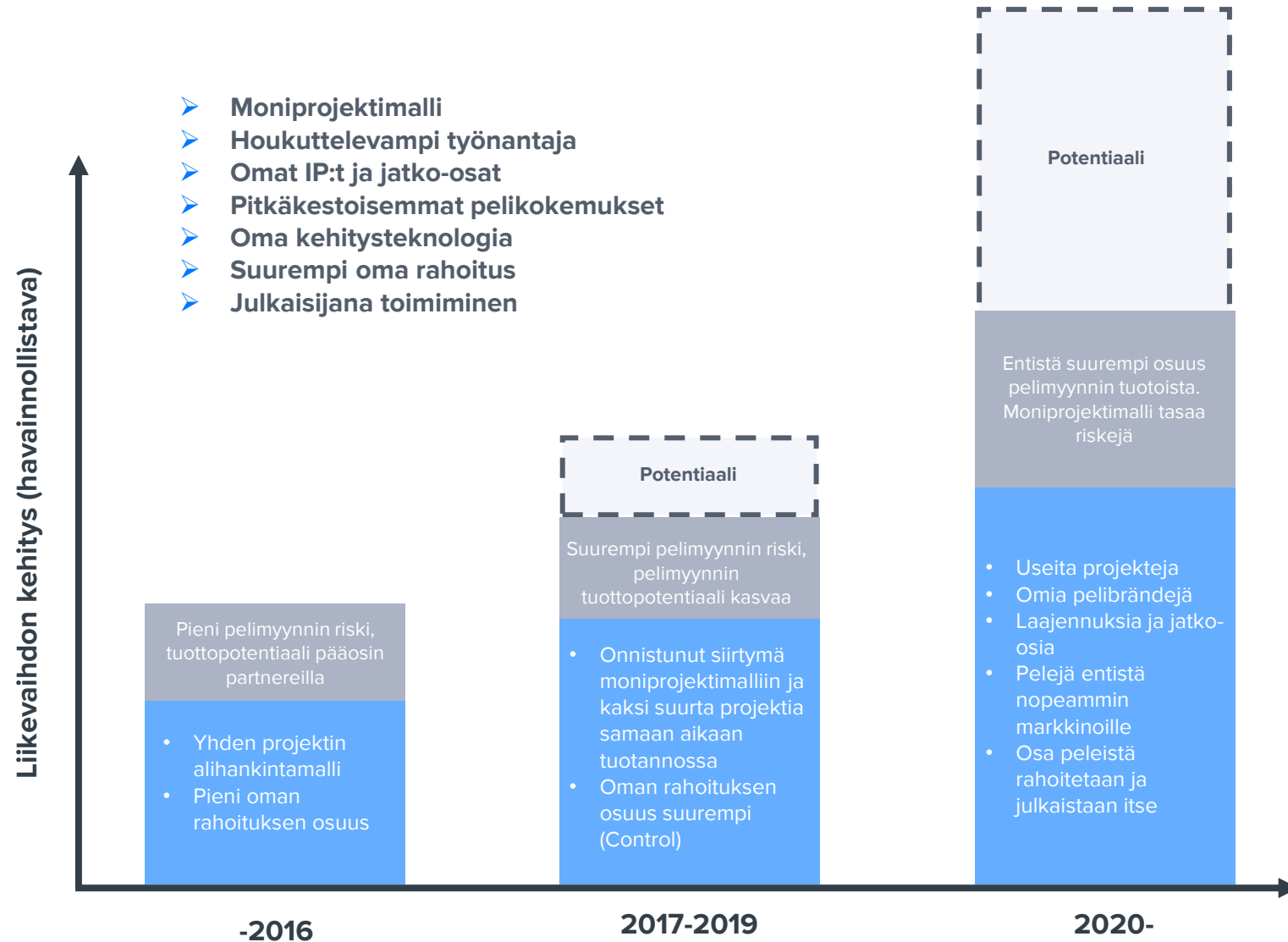
Usean projektin mallissa myös henkilöstöllä on enemmän kehittymismahdollisuuksia sekä kasvupolkuja yrityksen sisällä ja mahdollisuus tilanteen mukaan siirtyä projektista toiseen. Käsityksemme mukaan tämä on parantanut Remedyn houkuttelevuutta työnantajana sekä sitouttanut nykyistä henkilöstöä.

Ulkoisen pelinkehitys

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

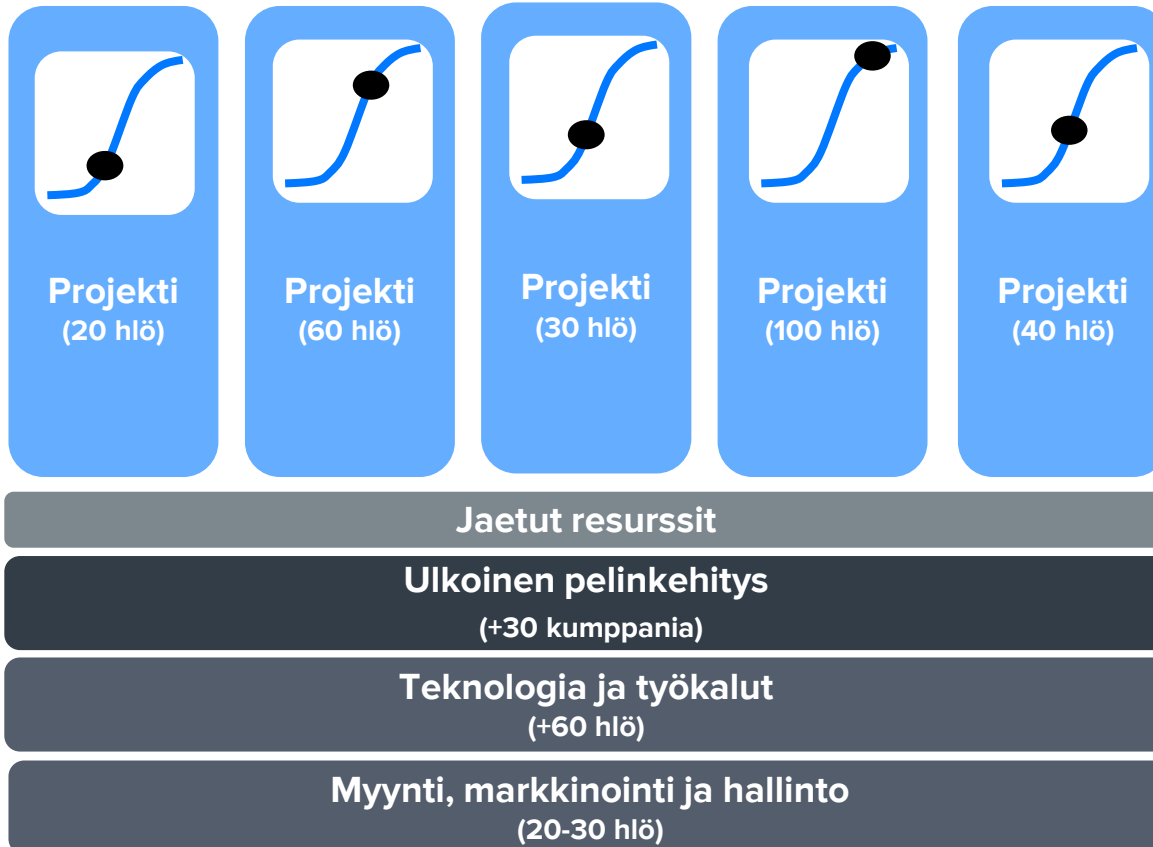
Vuonna 2020 Remedy käytti jo 31 ulkoista kehityskumppania ja 370 pelinkehittäjää, jotka työskentelivät Remedyn pelien parissa. Vuonna 2021 yhtiö ei julkaissut vastaavia lukuja, mutta ulkoistuskulut kasvoivat 29 % edellisvuodesta. Ulkoinen pelinkehitys mahdollistaa Remedyn oman henkilöstön keskittymisen projekteissa yhä enemmän korkeamman lisäarvon tekemiseen eli itse pelimaailmojen, hahmojen ja tarinoiden suunnitteluun sekä pelimekaniikkojen kehittämiseen. Ulkoisten kumppanien vahvempi hyödyntäminen mahdollistaa Remedylle myös yhä useamman projektin samanaikaisen kehittämisen ja joustavuutta oman henkilökunnan rekryointitarpeisiin.

Remedyn strategian muutosprosessi



Moniprojektimalli tuo skaalautuvuutta pelinkehitykseen

Moniprojektimalli



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

Taloudellinen tilanne

Moniprojektimallin tulospotentiaalista saatu viime vuosina esimakua

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

Moniprojektimalliin nojaava strategia alkoi heijastua ensimmäistä kertaa numeroihin vuonna 2019, jolloin Controlin julkaisun myötä liikevaihto kasvoi 57 % 31,6 MEUR:oon ja liikevoitto oli 6,5 MEUR. Yhä useammasta projektista tuloutuneiden kehitysmaksujen sekä Controlin rojalituottojen myötä liikevaihto kasvoi 30 % ja 9 % vuosina 2020-2021. Remedyn siirtymä IFRS-raportointiin heikensi aiempiin FAS-lukuihin nähden vuosien 2020-2021 liikevoittoa (IFRS: 7,2-11,4 MEUR vs. FAS: 13,2-14,7 MEUR). Tämä johtuu muun muassa erilaisista optioiden kirjaustavoista sekä Control-projektiin takautuvasti tehdyistä aktivoinneista, joiden poistot rasittavat IFRS-tulosta.

Remedyn vuosien 2020-2021 liikevoittomarginaali (IFRS: 17,6-25,5 %) ei näkemyksemme mukaan vielä täysimääräisesti heijastele yhtiön kannattavuuspotentiaalia vaiheessa, missä merkittävämpi osa liikevaihdosta syntyy rojalituotoista. Arviomme mukaan pelien menestyksestä riippuen Remedyn keskipitkän aikavälin kannattavuuspotentiaali (EBIT-%) asettuu 30-50 %:n välimaastoon, mihin myös verrokkiyhtiöt (Paradox, CD Projekt) yltävät.

Kulurakenne pääosin kiinteä

Remedyn kuluista valtaosa liittyy pelien

kehittämiseen, joten kustannusrakenteesta merkittävä osa on kiinteitä henkilöstökuluja (2021: 47 % lv:sta) ja osittain projektin vaiheen mukaan muuttuvaa ulkoista pelinkehitystä (materiaalit ja palvelut 12 % lv:sta). Liiketoiminnan muut kulut olivat viime vuonna puolestaan 8 % ja pääosin aktivoituista kehitysmenoista muodostuvat poistot 7 % liikevaihdosta.

Remedy aktivoi omiin pelibrändeihin liittyviä kehitysmenoja, mikä tasaa yhtiön raportoitua tuloskehitystä pitkässä juoksussa. Vuosina 2020-2021 menoja aktivoitiin 5,1-8,5 MEUR. Poistot näistä alkavat siinä kohtaan, kun kyseiset peliprojektit julkaistaan. Vuonna 2021 yhtiö aktivoi menoja AWR:n, AW2:n, Vanguardin, Condorin sekä Heronin osalta. Heronin kustannukset on aktivoitu taseeseen kokonaisuudessaan, sillä projekti on vielä täysin yhtiön itsensä rahoittama. Aktivointien määrä on laskettu projektin kokonaiskustannuksesta huomioiden prosenttiosuus, joka vastaa pelin julkaisun jälkeisten odotettavissa olevien tuottojen osuutta pelin odotettavissa olevista kokonaistuotoista. Jo tämä määritelmä kertoo, että näkyvyys aktivointien tasoon on heikko. Lopulta kyseessä on kuitenkin vain kirjanpidollinen asia ja yksittäisen projektin tulos ja kassavirta ovat yhtä suuret projektin koko elinkaaren aikana.

Tase erittäin vahvassa kunnossa

Remedyn tase oli vuoden 2021 lopussa erittäin vahva (omavaraisuusaste 86 % ja sijoitukset huomioiva nettokassa 55 MEUR) helmikuussa tehdyn 41,5 MEUR:n suunnatun annin myötä. Osakeannin merkintähinta oli 41,5 euroa osakkeelta ja näin Remedy sai melko pienellä (~8

%) diluutiolla huomattavasti lisää pääomia. Vahvan kassan avulla yhtiö voi ottaa enemmän riskiä tulevien pelihankkeiden rahoittamisen suhteen.

Taseen varat koostuivat pääasiassa 58,5 MEUR:n kassavaroista ja sijoituksista, 22,5 MEUR:n lyhytaikaisista saamisista. Kehitysmenoja taseeseen oli aktivoituna 15,1 MEUR:lla. Remedyn taseen vastattavaa-puoli koostui vuoden 2021 lopussa pääosin omasta pääomasta (87,4 MEUR) ja korottomista veloista (9,8 MEUR). Korollista velkaa oli yhteensä 3,9 MEUR, josta 2,8 MEUR oli Business Finlandin myöntämää lainaa ja loput 1,1 MEUR liittyvät IFRS 16 -vuokrasopimusvelkoihin.

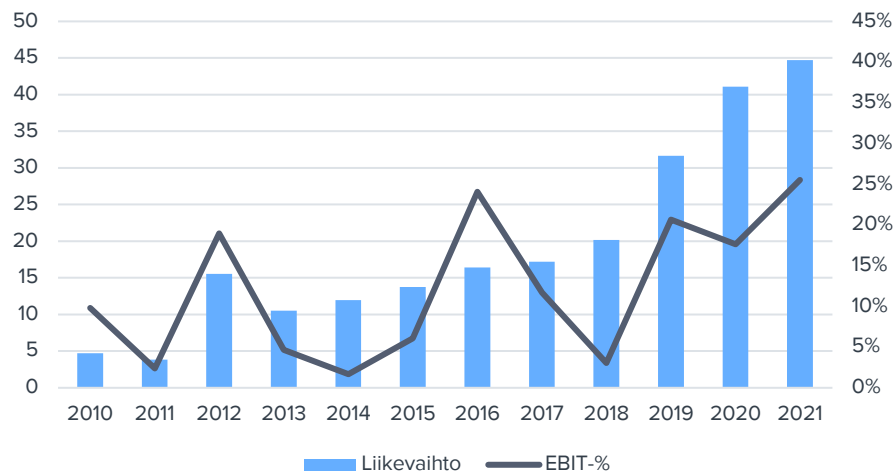
Remedyn liiketoimintamalli edellyttää vahvaa kassatilannetta, sillä liiketoiminta tarvitsee puskuria pelikehitysprojektien viivästymisten ja epäonnistumisten varalle. Yhtiöllä on oltava jokaisen peliprojektin jälkeen riittävät kassavarat seuraavaan projektiin riippumatta edellisen projektin onnistumisesta.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

Kassavirta

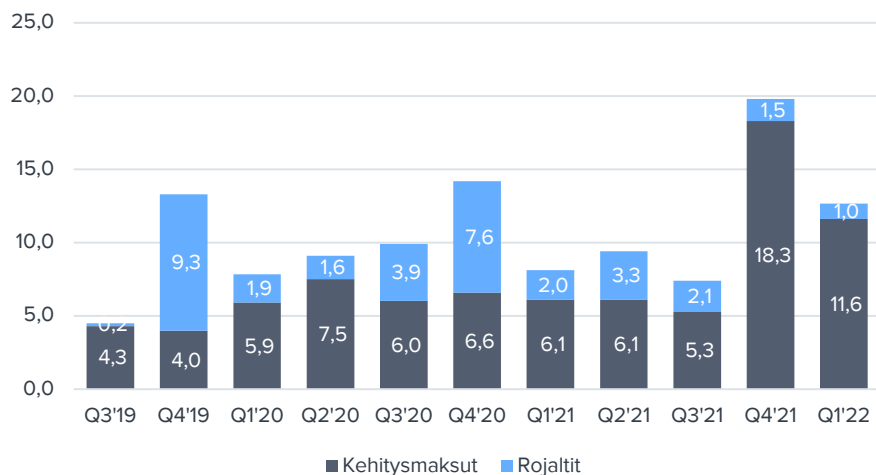
Tuotekehitysaktivointien vuoksi Remedyn tulos ja kassavirta tulevat poikkeamaan lähivuosina toisistaan. Tuloskehitys on aktivointien ja niihin liittyvien poistojen myötä vakaampaa, mutta kassavirrat painottuvat pelien julkaisun yhteyteen. Alihankintana tehtävät projektit sekä osittain julkaisukumppanien rahoittamat peliprojektit tuovat kuitenkin Remedylle kassavirtaa myös pelinkehitysvaiheessa.

Taloudellinen tilanne

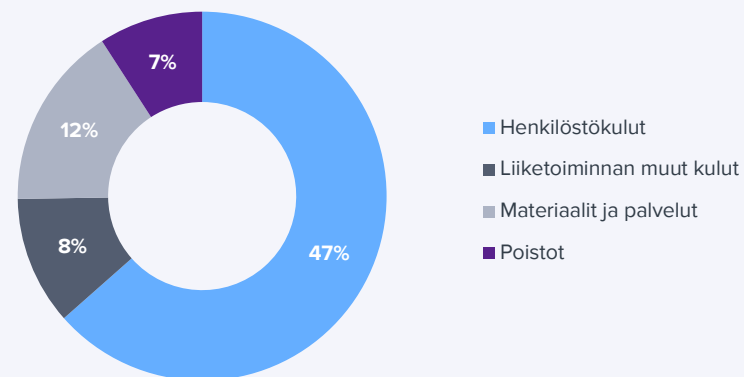
Liikevaihto ja kannattavuus*



Liikevaihdon jakauma vuosineljänneksittäin (MEUR)



Kulurakenne 2021 %-liikevaihdosta (IFRS)



Tase (IFRS) 2021 lopussa



Lähde: Inderes *2020-2021 IFRS

Ennusteet 1/4

Ennusteiden lähtökohdat

Remedyn tulevien vuosien tuloskehityksen tarkka ennustaminen on haastavaa yhtiön liiketoimintamallin luonteesta johtuen. Myös kehitysmenojen aktivointien/poistojen taso tuo oman muuttujansa ennusteisiin. Oletamme aktivointien olevan lähivuosina noin 10 MEUR vuositasolla.

Olemme hahmotelleet Remedyn lähivuosien liikevaihdon ajureita seuraavalla sivulla. Kehitteillä olevien projektien kehitysmaksut luovat vakaan pohjan liikevaihtoennusteille, mutta tarkka näkyvyys rojaltiennusteisiin on heikko. Kokonaisuutena ennusteemme odottavat Remedyn tulevilta peleiltä kohtuullisen hyvää menestystä. Näemme peleillä potentiaalia myös selvästi parempaan suoritukseen hyvässä skenaariossa, mutta kaiken kaikkiaan lopullisten lopputulemien kirjo on projektitasolla leveä. Viereisessä graafissa näkyvät karkeat hahmotelmamme pelikohtaisista rojalteista, joita kannattaa kuitenkin pitää vain suuntaa-antavina, sillä lopputulema on varmasti lopulta hyvin erinäköinen.

Olemme tämän raportin yhteydessä tarkastelleet lähivuosien rojalitioletuksiamme uusiksi ja todenneet aiemmat arviomme rojaltien ajoituksen suhteen liian optimistiseksi. Keskeisin muutos taustalla on siinä, kuinka nopeasti oletamme tulevien pelien kattavan kustannuksensa julkaisun jälkeen, jolloin rojaltituotot Remedylle käynnistyvät. Samalla tarkistimme kokonaisuutena rojalitioletuksiamme muutenkin asteen varovaisemmaksi niin keskipitkällä kuin pitkällä aikavälillä. Näiden muutosten myötä käytännössä kaikkien tulevien pelihankkeiden rojaltituotot

siirtyivät pykälällä kauemmas tulevaisuuteen, millä oli merkittävä vaikutus tulevien vuosien tulosennusteisiin.

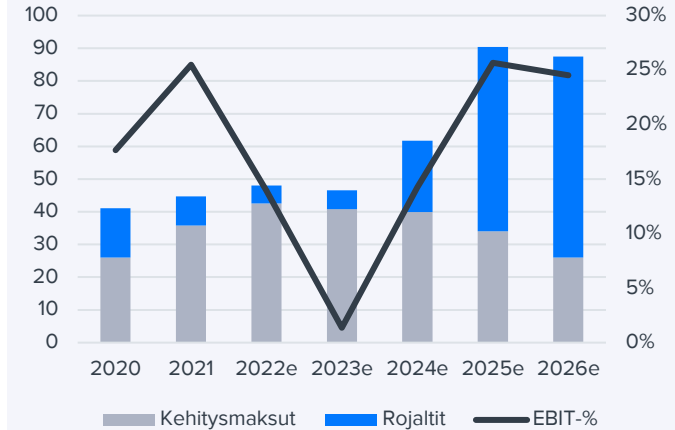
Päivitetyllä ennusteellamme Alan Wake 2:n (2023), Condorin (2024), Vanguardin (2024) ja Heronin (2025) julkaisujen myötä Remedyn tulos ottaa merkittävän tasoloikan vuosina 2025-2026 kasvavan rojaltiliikevaihdon siivittämänä. Korkeakatteisten rojaltituottojen myötä Remedyn kannattavuuden pitäisi parantua tuolloin myös selvästi. Odotamme Alan Wake 2:n, Condorin sekä Vanguardin julkaisuvuotena H2:lle, jolloin arvioimme rojalteja alkavan kertyä vasta seuraavan vuoden puolella.

Strategian edetessä näemme Remedyllä olevan hyvät edellytykset jatkaa kasvuaan myös tämän jälkeen. Esimerkiksi Max Payne -projekti alkaa arviomme mukaan tuottaa rojaltiliikevaihtoa vasta vuodesta 2026 eteenpäin. Tuolloin Remedyllä on käynnissä jo useampia uusia pelihankkeita ja rojalтивirtaa tulee laajalta rintamalta aiempina vuosina julkaistuista peleistä.

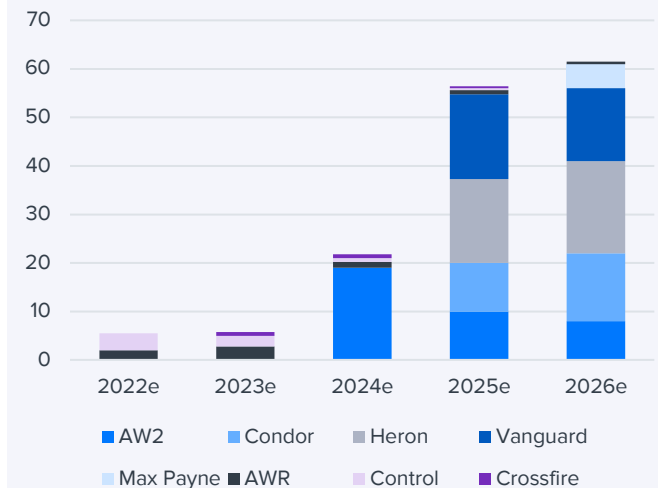
Vuoden 2022 ennusteet

Näkymissään Remedy odottaa vuonna 2022 liikevaihtonsa kasvavan (2021: 44,7 MEUR) ja liikevoittonsa (2021: 11,4 MEUR) laskevan edellisvuodesta. Remedyllä on tällä hetkellä kehitteillä 5 merkittävää pelihanketta, joiden eteneminen tuotantoputkessa vaatii vielä lisää panostuksia rekrytointeihin sekä ulkoiseen pelinkehitykseen. Remedyn mukaan näkyvyys tuleviin peleihin on erittäin hyvä ja yhtiön kyvykkyydet viedä projektit julkaisuvaiheeseen vahvemmat kuin koskaan aiemmin.

Liikevaihto ja kannattavuus



Oletukset pelikohtaisista rojalteista (MEUR)



Strategia pelihankkeiden valossa

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

	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Crossfire	Kehitysmaksut \$\$\$	Kehitysmaksut \$	Rojaltit \$	Rojaltit \$	Rojaltit \$	Rojaltit \$
Control	Rojaltit \$\$\$	Rojaltit \$\$	Rojaltit \$/\$\$	Rojaltit \$	Rojaltit \$	Rojaltit \$
Epic-projektit	Kehitysmaksut ja AWR julkaisu \$\$\$	Kehitysmaksut + rojaltit \$\$\$	Alan Wake 2 julkaisu \$\$\$	Rojaltit \$\$\$	Rojaltit \$\$/\$\$\$\$	Rojaltit \$\$
Vanguard	Julkaisu- ja kehityssopimus Tencentin kanssa \$\$\$	Kehitysmaksut \$\$\$	Kehitysmaksut \$\$\$	Julkaisu \$\$\$	Rojaltit \$\$\$	Rojaltit \$\$\$
Condor	Kehitysmaksut \$	Kehitysmaksut \$\$/\$\$\$\$	Kehitysmaksut \$\$/\$\$\$\$	Julkaisu \$\$	Rojaltit \$\$\$	Rojaltit \$\$\$
Heron (Control 2)	Konseptointi	Kehitysmaksut \$\$	Kehitysmaksut \$\$/\$\$\$\$	Kehitysmaksut \$\$\$	Julkaisu \$\$\$	Rojaltit \$\$\$
Max Payne		Konseptointi \$\$	Kehitysmaksut \$\$/\$\$\$\$	Kehitysmaksut \$\$\$	Kehitysmaksut \$\$\$	Julkaisu \$\$\$
Seuraavat peliprojektit					Kehitysmaksut \$\$\$	Kehitysmaksut \$\$\$

Ennusteet 2/4

Ennusteemme odottaa Remedyn liikevaihdon kasvavan tänä vuonna 7 % kasvavien kehitysmaksujen vetämänä. Odotamme rojaltiluottojen puolestaan laskevan 38 % 5,5 MEUR:oon, sillä Controlin rojaltiluvirta on laskusuunnassa, mitä AWR:stä loppuvuodelle odottamamme rojaltilit eivät riitä paikkaamaan. Emme odota Crossfire-projekteista tänä vuonna rojalteja. Matalaksi jäävien rojaltiluottojen, kasvavien rekrytointien ja muiden kulujen nousun myötä odotamme liikevoiton heikkenevän 6,7 MEUR:oon.

Vuoden 2023 ennusteet

Päivitetyllä ennusteellamme emme oleta Alan Wake 2:n myynnin ehtivän vielä kattaa pelin tuotanto- ja markkinointibudjettia vuoden 2023 aikana. Hyvässä skenaariossa tämä olisi mahdollista, jos peli saisi Q3'23:lle kaavailemamme julkaisun jälkeen myynnillisesti erittäin vahvan startin. Olemme havainnollistaneet Alan Wake 2:n rojaltilikertymää Remedyllä sivun 36 laskelmissa. Tarkistimme oletustamme pelin kokonaisbudjetin osalta melko reilusti ylöspäin, mikä osaltaan vaikuttaa ennusteessamme Remedyllä tuloutuvien rojaltilien ajoitukseen.

Odotamme nyt Remedyn vuoden 2023 liikevaihdon laskevan 3 % 46,6 MEUR:oon ja valtaosan liikevaihdosta muodostuvan vielä kehitysmaksuista. Odotamme rojaltilien (2023e 5,8 MEUR) kasvavan lievästi edellisvuodesta, kun AWR:n myynti saa tukea AW2:n julkaisusta ja Controlin jatkaessa asteittain laskevalla myyntikäyrällä. Lisäksi Crossfire-projekteista voi tuloutua pieniä rojalteja. Ennustamme Remedyn kulurakenteen jatkavan nousuaan ja liikevoiton jäävän siten matalalle tasolle 0,6 MEUR:oon.

Kokonaisuudessaan ensi vuoden tulostaso voi heilahtaa merkittävästi riippuen mahdollisten AW2:n rojaltilien ja kehitteillä olevien projektien kehitysmaksujen ajoittumisesta.

Vuosien 2024-2026 ennusteet

Odotamme tällä hetkellä sekä Vanguardin että Condorin julkaisun ajoittuvan vuoteen 2024. Rojaltiluottoja projekteista odotamme alkavan kertyä kuitenkin vasta vuoden 2025 puolella sillä molemmissa projekteissa tietty osa tuotanto- ja markkinointibudjetista täytyy kattaa ennen rojaltilikertymää. Lisäksi palvelupohjaisina GaaS-mallin peleinä näiden ansainta poikkeaa merkittävästi perinteisistä AAA-peleistä, joten alkuvaiheen myyntikäyrän kehitykseen liittyy huomattavaa epävarmuutta. Siten vuodelle 2024 ennustamamme rojaltilit (21,8 MEUR) ovat lähes kokonaan Alan Wake 2:n harteilla. Tällöin myös Max Payne -projektista tuloutuu jo merkittävässä määrin kehitysmaksuja. Ennusteessamme vuoden 2024 liikevaihto kasvaa rojaltiluottojen vetämänä 32 % ja on 61,7 MEUR. Korkeakatteiset rojaltilit alkavat asteittain myös heijastua kannattavuuteen (EBIT: 14 %), mikä on silti vielä kaukana potentiaalistaan.

Odotamme Heron-projektin (Control 2) julkaisun ajoittuvan vuoden 2025 H1:lle ja kokonaisuutena Remedyn saavan liikevaihtoa ainakin 9 julkaistusta tai kehitteillä olevasta pelihankkeesta. Vuosina 2024-2025 Remedy arviomme mukaan myös käynnistää uusia peliprojekteja, joista voi alkaa tuloutua liikevaihtoa julkaisusopimusten ja kehitysmaksujen muodossa. Siten odotamme Remedyn kehitysmaksuista muodostuvan tulovirran pysyttelevän myös tulevaisuudessa hyvällä tasolla.

EPS ja osinko



Ennusteet 3/4

Ennusteessamme liikevaihto kasvaa vuonna 2025 46 % 90,4 MEUR:oon ja liikevoitto 23,2 MEUR:oon, mikä vastaa 26 %:n liikevoittomarginaalia.

Vuonna 2026 odotamme Max Payne Remaken julkaisua ja liikevaihtoa kertyvän muuten samoista lähteistä kuin edellisvuonna. Ennustamme tuolloin liikevaihdon laskevan 3 % 87,5 MEUR:oon ja kannattavuuden (EBIT-%) pysyttelevän suunnilleen vakaana 24,5 %:ssa.

Pitkän aikavälin ennusteet

Remedyn liiketoiminnan pitkän aikavälin näkymät ovat moniprojektimallin ja suotuisten markkinatrendien valossa hyvin houkuttelevat. Kuitenkin tarkka näkyvyys pitkän aikavälin liikevaihdon ja tuloksen kehitykseen on erittäin heikko ja vaatii luottamusta yhtiön nykyisen strategian onnistuneeseen toteutukseen. Pitkän aikavälin potentiaaliin nojaamiseen helpotusta tuovat Remedyn vakuuttavat näytöt strategian toteuttamisesta viime vuosilta.

Pitkän aikavälin ennusteemme olettaa Remedyltä uusia menestyviä pelijulkaisuja, jotka mahdollistavat yhtiön kasvun ja hyvän kannattavuustason. Kasvu ei todennäköisesti kuitenkaan tule olemaan tasaista, vaan pelijulkaisujen ajoitukset heiluttavat vuositasen lukuja myös jatkossa. Ennusteellamme Remedyn liikevaihto kasvaa vuosina 2027-2031 keskimäärin 10 % vuodessa ja saavuttaa vuoteen 2031 mennessä 138 MEUR:n tason. Hyvässä skenaariossa arvioimme Remedyllä olevan edellytykset saavuttaa tämän tasoinen liikevaihto jo aiemmin tämän vuosikymmenen aikana. Samalla

useampien erittäin hyvin menestyvien pelibrändien avulla yhtiön pitkän aikavälin liikevaihtopotentiaali voisi olla useampia satoja miljoonia.

Ennusteillamme Remedyn liikevoittomarginaali on vuosina 2027-2031 25-33 %:n tasolla. Kannattavuuden ikuisuusoletuksemme on asetettu 33 %:iin. Näemme hyvässä skenaariossa Remedyllä potentiaalia ennusteitamme parempaan kannattavuustasoon, sillä laadukkailla konsoli- ja PC-pelistudioilla 40-60 %:n liikevoittomarginaalit eivät ole ennennäkemättömiä.

Osinkoennusteet

Ennusteillamme Remedyn taloudellinen tilanne säilyy vahvana menestyvien pelijulkaisujen ansiosta. Yhtiö on maksanut vuosilta 2018-2021 pienet 0,10-0,17 euron osakekohtaiset osingot. Remedyn työntekijöistä merkittävä osa on yhtiön omistajia ja arvioimme yhtiön jatkavan myös tulevana vuosina pienen osingon maksamista.

Isossa kuvassa yhtiön kannattaa mielestämme investoida pääomansa pääasiassa uusiin peliprojekteihin ja ylläpitää vahvaa nettokassaa hyvän neuvotteluasemansa säilyttämiseksi julkaisijakumppanien suuntaan. Odotamme osingon näyttävästi osakkeen tuoton kannalta hyvin pientä roolia.

Ennusteet 4/4

Alan Wake 2:n rojaltikertymän herkkyyden tarkastelu

Olemme alla olevassa laskelmissa hahmotelleet Alan Wake 2:n tuottopotentiaalia Remedyllä eri skenaarioissa. Laskelmissa on käytetty 25 %:n jakelukustannusta, mikä olettaa 30 %:n myynnistä tulevan Epic-storen kautta (jakelukustannus 12 %) ja loput konsolialustoilta (jakelukustannus 30 %). Emme ole täysin varmoja, miten Epic Games toimii jakelukulujen suhteen toimiessaan samalla itse pelin julkaisijana, mutta arviomme mukaan 25 %:n kokonaiskulussa on sisällä lievää turvamarginaalia. Osaltaan se huomioi myös fyysisten kopioiden valmistukseen ja jakeluun liittyviä kuluja, mutta oletamme suurimman osan myynnistä tapahtuvan digitaalisissa kanavissa. Myös 20 %:n ALV-verokanta voi osoittautua konservatiiviseksi oletukseksi, jos myynnistä merkittävä osa painottuu Yhdysvaltoihin (ALV 0 %).

Olemme olettaneet laskelmissa AW2:n

kokonaisbudjetin (tuotanto+markkinointi) olevan noin 66 MEUR. Näillä oletuksilla pelin pitäisi myydä noin 40-60 euron keskihinnalla 1,8-2,6 miljoonaa kappaletta, jotta projektin kustannukset olisi katettu täysimääräisesti. Kun projektin kustannukset on saatu katettua, Epic Games ja Remedy jakavat pelien tuotot tasan puoliksi. Olemme alhaalla oikealla olevassa taulukossa havainnollistaneet Remedyllä AW2:sta kertyviä rojaltituottoja eri myyntimäärillä ja keskihinnalla.

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

Rojaltikertymän kannalta olisi toki tärkeää, että mahdollisimman paljon myynnistä tapahtuisi julkaisun jälkeisen vuoden sisällä, jolloin pelin keskihinta ei ole vielä merkittävässä paineessa. Potentiaalia on myös selvästi parempaan, sillä

alkuperäistä Alan Wakea on eri lähteisiin pohjautuvien arvioiden perusteella myyty vähintään yli 6 miljoonaa kappaletta, jonka lisäksi peli on ollut aika ajoin ilmaiseksi jaossa eri alustoilla. Siten peliä on arviomme mukaan pelannut reilusti yli 10 miljoonaa pelaajaa. Lisäksi myös Alan Wake 2:n osalta liikevaihtoa voi jossain kohtaa syntyä eri tilauspalveluiden tai alustojen kanssa solmittavista B2B-sopimuksista.

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

Remedy:n rojaltit oletetulla 66 MEUR:n budjetilla

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

Ennusteet

Tuloslaskelma	2020	Q1'21	Q2'21	Q3'21	Q4'21	2021	Q1'22	Q2'22e	Q3'22e	Q4'22e	2022e	2023e	2024e	2025e
Liikevaihto	41,1	8,1	9,4	7,4	19,8	44,7	12,7	10,4	12,0	13,0	48,1	46,6	61,7	90,4
Kehitysmaksut	26,0	6,1	6,1	5,3	18,3	35,8	11,6	9,5	10,2	11,2	42,5	40,8	39,9	34,0
Rojaltit	15,0	2,0	3,3	2,1	1,5	8,9	1,0	0,9	1,8	1,8	5,5	5,8	21,8	56,4
Käyttökate	14,0	0,9	2,3	0,4	10,9	14,5	3,3	0,6	2,2	2,6	8,7	3,5	16,2	39,4
Poistot ja arvonalennukset	-6,7	-1,1	-0,8	-0,6	-0,5	-3,0	-0,6	-0,5	-0,5	-0,5	-2,0	-2,9	-7,4	-16,2
Liikevoitto ilman kertaeriä	7,2	-0,2	1,5	-0,2	10,3	11,4	2,8	0,1	1,7	2,1	6,7	0,6	8,8	23,2
Liikevoitto	7,2	-0,2	1,5	-0,2	10,3	11,4	2,8	0,1	1,7	2,1	6,7	0,6	8,8	23,2
Nettorahoituskulut	-0,2	0,2	-0,2	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1
Tulos ennen veroja	7,0	0,0	1,3	-0,2	10,3	11,3	2,7	0,1	1,7	2,1	6,5	0,5	8,7	23,1
Verot	-1,6	0,0	-0,3	-0,2	-2,1	-2,5	-0,5	0,0	-0,3	-0,4	-1,3	-0,1	-1,7	-4,6
Nettotulos	5,4	0,0	1,0	-0,4	8,2	8,8	2,2	0,0	1,3	1,6	5,2	0,4	7,0	18,5
EPS (oikaistu)	0,45	0,00	0,08	-0,03	0,61	0,67	0,16	0,00	0,10	0,12	0,39	0,03	0,51	1,35
EPS (raportoitu)	0,45	0,00	0,08	-0,03	0,61	0,67	0,16	0,00	0,10	0,12	0,39	0,03	0,51	1,35

Tunnusluvut	2020	Q1'21	Q2'21	Q3'21	Q4'21	2021	Q1'22	Q2'22e	Q3'22e	Q4'22e	2022e	2023e	2024e	2025e
Liikevaihdon kasvu-%	29,8 %	3,4 %	3,2 %	-25,4 %	39,4 %	8,9 %	55,9 %	10,4 %	62,2 %	-34,3 %	7,4 %	-3,0 %	32,4 %	46,5 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	11 %	-119 %	-29 %	-106 %	1506 %	57 %	-1474 %	-93 %	-911 %	-80 %	-41,3 %	-90,5 %	1285,3 %	164,0 %
Käyttökate-%	34,0 %	10,7 %	24,7 %	5,0 %	55,0 %	32,3 %	26,4 %	5,8 %	18,4 %	20,0 %	18,2 %	7,6 %	26,2 %	43,6 %
Oikaistu liikevoitto-%	17,6 %	-2,5 %	15,7 %	-2,9 %	52,3 %	25,5 %	21,8 %	1,1 %	14,3 %	16,2 %	13,9 %	1,4 %	14,3 %	25,7 %
Nettotulos-%	13,2 %	-0,4 %	10,7 %	-4,8 %	41,3 %	19,7 %	17,1 %	0,5 %	11,1 %	12,7 %	10,8 %	0,9 %	11,3 %	20,5 %

Lähde: Inderes

Ennustemuutokset	2022e	2022e	Muutos	2023e	2023e	Muutos	2024e	2024e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	48,1	48,1	0 %	62,6	46,6	-26 %	85,6	61,7	-28 %
Käyttökate	8,7	8,7	0 %	21,2	3,5	-83 %	41,0	16,2	-61 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	6,7	6,7	0 %	11,1	0,6	-94 %	28,2	8,8	-69 %
Liikevoitto	6,7	6,7	0 %	11,1	0,6	-94 %	28,2	8,8	-69 %
Tulos ennen veroja	6,5	6,5	0 %	11,0	0,5	-95 %	28,1	8,7	-69 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,39	0,39	0 %	0,66	0,03	-95 %	1,66	0,51	-69 %
Osakekohtainen osinko	0,17	0,17	0 %	0,22	0,17	-23 %	0,27	0,17	-37 %

Lähde: Inderes

Arvonmääritys 1/3

Sijoitusnäkemys

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

Vuodesta 2019 alkaen Remedy on elänyt kasvutarinaansa myös numeroiden kautta, mikä on heijastunut mielestämme oikeutetusti osakkeen arvostustasoon. Voimakkaan kurssinousun jälkeen viimeisen reilun vuoden aikana osakkeen suhteen on kuitenkin nähty rauhoittumisen merkkejä. Samalla koko pelisektorin arvostusten osalta on vedetty happea koronapandemian tuoman kysyntäpiikin ja sen tuoman innostuksen jälkeen. Lisäksi korkojen nousu ja sen tuoma paine kasvuyhtiöiden arvostuksiin on myös omalta osaltaan näkynyt Remedyn osakkeessa.

Remedyn lyhyellä aikavälillä korkeiden arvostuskertoimien valossa osakkeessa olisi huonossa skenaariossa edelleen selvää laskuvaraa, mutta alihankintaprojektit sekä osittain julkaisijoiden rahoittamat projektit tasaavat liiketoiminnan riskejä merkittävästi. Peliyhtiöissä sijoittajien on kuitenkin oltava valmiita sietämään keskimääräistä suurempaa kurssiheiluntaa, sillä lyhyellä aikavälillä muutokset odotuksissa tulevien pelien osalta voivat aiheuttaa merkittävää volatiliiteettia osakkeisiin.

Tiedostamme, että tänä vuonna merkittävästi heikentynyt osakemarkkinan sentimentti antaa lyhyellä aikavälillä painetta Remedyn osakkeeseen, sillä sijoittajien aikahorisontti on selvästi lyhentynyt kasvaneen epävarmuuden keskellä. Samalla yhtiön pelihankkeista näyttäisi alkavan kertyä rojalteja selvästi aiempia arvioitamme hitaammin, ja nykyisessä markkinassa odottavan aika on pitkä. Pitkää peliä pelaavalle kärsivälliselle sijoittajalle näemme osakkeen edelleen erittäin kiinnostavana. Remedyn strategia ja pelihankkeet etenevät tällä hetkellä suunnitelmien mukaisesti ja uskomme yhtiön osakekurssin alkavan jossain vaiheessa ennakoida vahvemmin nykyisten projektien tulospotentialia. Tämän tarkka ajoittaminen on luonnollisesti haastavaa, mutta yksi keskeinen ajuri tulee olemaan ensi vuonna tapahtuva Alan Wake 2:n julkaisu.

Kaiken kaikkiaan laskeneilla ennusteillamme Remedyn tulospotentialiin realisoituminen ottaa aiempia odotuksiamme enemmän aikaa. Siten lyhyellä tähtäimellä osakkeen arvostuksen houkuttelevuus on heikentynyt aiempiin arvioihimme nähden.

Arvostustaso	2022e	2023e	2024e
Osakekurssi	29,9	29,9	29,9
Osakemäärä, milj. kpl	13,4	13,5	13,6
Markkina-arvo	400	400	400
Yritysarvo (EV)	352	361	360
P/E (oik.)	76,9	>100	58,3
P/E	76,9	>100	58,3
P/Kassavirta	neg.	neg.	>100
P/B	4,4	4,5	4,3
P/S	8,3	8,6	6,5
EV/Liikevaihto	7,3	7,7	5,8
EV/EBITDA (oik.)	40,2	>100	22,3
EV/EBIT (oik.)	52,5	>100	40,9
Osinko/tulos (%)	43,8 %	536 %	33,2 %
Osinkotuotto-%	0,6 %	0,6 %	0,6 %

Lähde: Inderes

Arvonmääritys 2/3

Laskemme suosituksemme lisää-tasolle (aik. osta) uudella 34 euron tavoitehinnalla (aik. 42 EUR). Tavoitehintamme vastaa vuosien 2025-2026 ennusteilla noin 17x EV/EBIT-kerrointa, jota pidämme hyvinkin kohtuullisena Remedyllä yhtiön kasvutarinan jatkaessa raiteillaan.

Arvostuskertoimet

Ennusteillamme Remedyn osake ei saa olennaista tukea vuosien 2022-2024 tulokertoimista, sillä investoinnit kehitteillä oleviin pelihankkeisiin painavat vielä lähivuosien tulosta. Vuoden 2022 P/E-kerroin on 77x ja vahvan nettokassan huomioiva EV/EBIT 52x. Vuoden 2023 ennusteillamme Remedyn tulos laskee lähelle nolaa, eivätkä pelkät Alan Wake 2:n rojalit riitä vielä vuonna 2024 kääntämään tulostasoa ja sitä kautta arvostusta järkeväksi (EV/EBIT 41x). Lähivuosien tulostaso ei kuitenkaan vielä millään tavoin heijastele Remedyn tulevien pelihankkeiden täyttää rojaltpotentiaalia, jonka vuoksi arvostusta tulee mielestämme tarkastella yhtiön pitkän aikavälin kasvunäkymien valossa. Huomautamme kuitenkin, että lyhyellä tähtämellä kireä arvostus ei jätä olennaista tilaa suuremmille säreille kasvutarinassa ja rajaa myös osaltaan osakkeen nousuvaraa.

Remedyn kehitteillä olevien pelihankkeiden rojalituotot ajoittuvat ennusteessamme merkittävilta osin vuosille 2025-2026, jolloin odotamme yhtiön liikevaihtoon ja tulokseen merkittävää tasokorotusta. Ennusteillamme osakkeen EV/EBIT-kertoimet (2025e-2026e: 14x-15x) painuvat tuolloin houkuttelevalle tasolle, sillä arvioimme Remedyn kasvunäkymien olevan hyvät myös tuon jälkeen.

Liikevaihtopohjaisesti Remedyä hinnoitellaan vuosille 2022-2023 7x-8x EV/Liikevaihtokertoimilla. Kertoimet ovat korkeita ja kertovat osakkeeseen ladatuista kovista kasvuodotuksista. Ennusteemme toteutuessa liikevaihtokertoimet kuitenkin laskevat vuosina 2025-2026 matalaksi (3,7x-3,6x) Remedyn kasvu- ja kannattavuusprofiiliin peilattuna.

Vertailuryhmä

Olemme koonneet Remedyn verrokkiryhmään pääasiallisesti konsoli- ja PC-peleihin keskittyneitä yhtiötä. Verrokkiryhmä koostuu pääosin Remedyä suuremmista ja laajemmat peliportfoliot omaavista toimijoista, mikä tältä osin laskee niiden riskitasoa, ja puoltaa tiettyä alennusta Remedyn arvostukseen. Pelien laadulla mitattuna Remedy asemoituu näkemyksemme mukaan ryhmän kärkikastiin, mikä toisaalta puoltaa preemiohinnoittelua. Yksittäisten verrokkiyhtiöiden kasvu- ja kannattavuusprofiilit poikkeavat toisistaan kuitenkin huomattavasti, mikä tuo oman haasteensa kertoimien vertailuun.

Peliyhtiöiden arvostuksissa on nähty voimakasta korjausliikettä koronapandemian tuoman kysyntäpiikin jälkeisen voimakkaan nousun jälkeen. Tällä hetkellä verrokkiryhmää hinnoitellaan mediaanitasolla vuosille 2022-2023 7x-5x EV/S-kertoimilla, 23x-15x EV/EBIT-kertoimilla ja 29x-21x P/E-kertoimilla. Eteenpäin katsovat kertoimet ovat laskeneet noin vuoden takaiseen tilanteeseen nähden yli 30 % osittain yhtiöiden kasvun, mutta pääasiassa kurssilaskun seurauksena. Pelialan vahvojen kasvunäkymien valossa sektorin arvostustasot näyttävät mielestämme tällä hetkellä hyvinkin kohtuullisilta.

Näkemyksemme mukaan Remedyn strategian

edetessä ja tulevien peliprojektien menestyessä yhtiö asemoituisi verrokkiryhmään nähden laadukkaimpien peliyhtiöiden joukkoon. Siten suuntavivoja Remedyn potentiaaliselle hyväksyttävälle arvostustasolle voidaan hakea esimerkiksi Paradoxin tai CD Projektin kertoimista (2022-2023e EV/EBIT 22x-28x). Koko verrokkiryhmää tarkastellessa Remedyn hyväksyttävä EV/EBIT-kerroin voisi keskipitkällä aikavälillä asettua noin 15x-25x tasolle riippuen yhtiön kasvunäkymistä sekä osakemarkkinan sentimentistä. Yksittäisen vuoden kertoimiin ei voi kuitenkaan lukittautua liian vahvasti, sillä esimerkiksi kehitysmaksujen ja rojaltien ajoituksella voi olla merkittävä vaikutus lyhyen aikavälin tuloskehitykseen.

DCF-malli

DCF-mallimme mukainen oman pääoman arvo Remedyllä on 464 MEUR, mikä vastaa 34,6 euron osakekohtaista arvoa. Mallin taustalla olevat ennusteet on esitelty ennustekappaleessa ja terminaaliolietuksena olemme käyttäneet 3 %:n kasvua ja 33 %:n liikevoittoa. Remedyn tapauksessa tulevat kassavirrat ovat herkkiä pelien menestykselle ja DCF-mallin antama arvo vaihtelee voimakkaasti sen mukaan. Mallissamme pääoman kustannus (WACC) on asetettu 8,7 %:iin. Remedyn vahva taloudellinen tilanne, kasvunäkymät ja strategian edistymisen huomioiden tuottovaatimus on mielestämme hyvin perustellulla tasolla.

Arvonmääritys 3/3

Arvostuksen skenaarioanalyysi

Remedyn pitkän aikavälin kasvunäkymä on vahva, mutta tarkka näkyvyys liiketoiminnan kehittymiseen on hyvin rajallinen. Arvonmäärityksen tueksi olemme pyrkineet hahmottamaan osakkeen tuotto-odotusta kolmessa eri skenaariossa perustuen erilaisiin oletuksiin yhtiön saavuttamasta liikevaihdosta ja kannattavuustasosta vuoteen 2025 mennessä.

Nykyisillä ennusteillamme odotamme Remedyn liikevaihdon kasvavan noin 90,4 MEUR:oon vuonna 2025. Kannattavuuden (EBIT-%) ennustamme olevan 26 % ja oletamme, että yhtiötä hinnoiteltaisiin tuolloin 20x EV/EBIT-kertoimella. Arviomme mukaan Remedyn kasvunäkymät ovat vuoden 2025 jälkeenkin hyvät, jolloin suhteellisen korkeat arvostuskertoimet olisivat edelleen perusteltavissa. Ennusteidemme kautta laskettu Remedyn yritysarvo olisi näillä oletuksilla tuolloin 464 MEUR. Lisäämällä tähän vuoden 2025 ennustettu nettokassa sekä

matkalla saadut osingot, saadaan osakekannan arvoksi noin 534 MEUR tai 40 euroa osakkeelta. Tämä tarkoittaisi noin 8 %:n vuotuista tuotto-odotusta nykyisellä osakekurssilla. Mielestämme tuotto-odotus on kohtuullinen, kun huomioidaan, että suotuisassa skenaariossa Remedyllä on edellytyksiä yltää vielä selvästi ennusteitamme parempaan kasvuun ja kannattavuuteen.

Pessimistisessä skenaariossa oletamme liikevaihdon jäävän noin 30 % ennusteestamme ja olevan 63,3 MEUR. Liikevoittomarginaalin oletamme jäävän tuolloin 20 %:iin. Tässä skenaariossa oletetulla 15x EV/EBIT-kertoimella osakekannan arvoksi muodostuu 246 MEUR tai 18 euroa osakkeelta, mikä tarkoittaisi noin -13 %:n vuotuista tuotto-odotusta. Pessimistinen skenaario kertoo osaltaan osakkeeseen ladatuista odotuksista, sillä tässäkin skenaariossa kasvu on kohtuullisen hyvää ja hyväksytty arvostus melko korkea, mutta siitä huolimatta tuotto-odotus jää selvästi negatiiviseksi.

Optimistisessä skenaariossa oletamme vuoden 2025 liikevaihdon olevan 30 % ennustettamme korkeampi uusien pelijulkaisujen hyvän menestyksen siivittämänä. Oikaistun liikevoittomarginaalin oletamme tässä skenaariossa nousevan 35 %:iin ja sovellamme tulokseen 20x EV/EBIT-kerrointa. Näillä oletuksilla osakekannan arvoksi muodostuu 907 MEUR tai 68 euroa osakkeelta, mikä tarkoittaisi 26 %:n vuotuista tuotto-odotusta. Skenaario havainnollistaa Remedyn osakkeessa olevan merkittävää potentiaalia, jos yhtiö onnistuu luomaan erittäin hyvin menestyviä pelejä tulevien vuosien aikana.

Skenaariot vuoteen 2025	Pessimistinen	Nykyennusteet	Optimistinen
Liikevaihto 2025	63,3	90,4	117,5
EBIT-%	20 %	26 %	35 %
Liikevoitto	12,7	23,2	41,1
x hinnoittelukerroin (EV/EBIT)	15,0	20,0	20,0
Yritysarvo	190	464	823
+ Nettokassa & osingot 2022-2025	56	70	84
Osakekannan arvo	246	534	907
Per osake (EUR)	18	40	68
Potentiaali	-38 %	34 %	127 %
Vuotuinen tuotto-odotus	-13 %	8 %	26 %

Vertailuryhmä

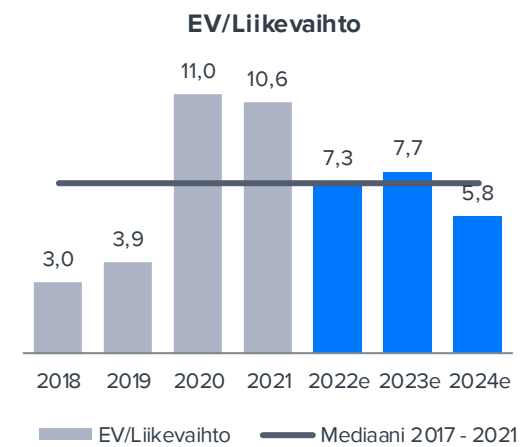
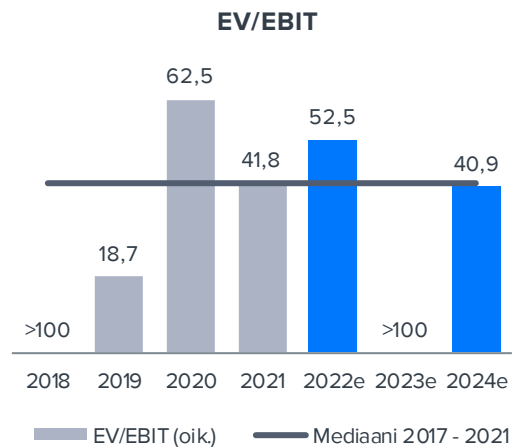
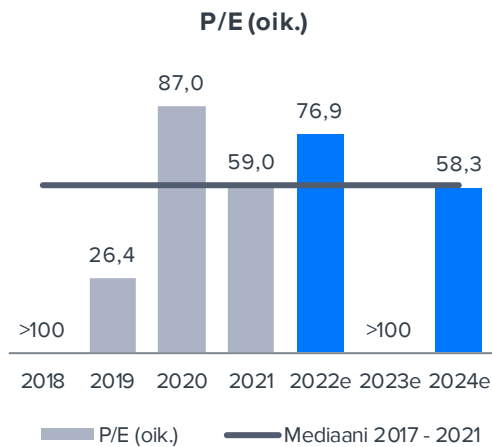
Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E	
				2022e	2023e	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e	2023e
Frontier Developments PLC	1214,0	580	563	56,2	24,3	13,9	10,1	4,3	3,6	60,1	27,9
Embracer Group	88,9	9044	7586	17,8	7,5	11,7	6,3	4,8	2,1		
CD Projekt SA	108,7	2401	2164	28,0	25,7	21,1	18,7	10,6	9,9	31,7	29,4
Paradox Interactive AB	186,2	1847	1797	26,1	21,8	15,1	12,1	9,9	7,9	34,2	28,6
Koei Tecmo Holdings	4575,0	5567	5586	22,6	21,4	21,9	21,1	10,5	9,6	21,5	20,9
Team17 Group PLC	460,0	807	741	16,2	14,0	14,6	12,8	5,1	4,6	21,7	19,8
Playway SA	315,0	450	409	11,7	9,7	11,7	9,7	7,5	6,4	16,7	13,5
11 Bit Studios SA	507,0	261	238	139,9	8,3	69,5	5,9	21,6	4,2	91,4	10,0
Enad Global 7	18,5	155	152		7,7	3,5	3,4	0,9	0,8		12,8
Tinybuild Inc	172,0	413	368	17,4	15,1	15,8	13,9	6,1	5,6	25,2	22,1
Remedy (Inderes)	29,9	400	352	52,5	568,6	40,2	102,1	7,3	7,7	76,9	940,9
Keskiarvo				37,3	15,6	19,9	11,4	8,1	5,5	37,8	20,5
Mediaani				22,6	14,6	14,9	11,1	6,8	5,1	28,5	20,9
Erotus-% vrt. mediaani				132 %	-	170 %	821 %	8 %	52 %	170 %	-

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

Arvostus yhteenveto

Arvostustaso	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e
Osakekurssi	6,70	11,5	39,0	39,7	29,9	29,9	29,9	29,9	29,9
Osakemäärä, milj. kpl	12,1	12,1	12,1	13,1	13,4	13,5	13,6	13,7	13,8
Markkina-arvo	81	138	471	528	400	400	400	400	400
Yritysarvo (EV)	61	122	453	476	352	361	360	337	313
P/E (oik.)	>100	26,4	87,0	59,0	76,9	>100	58,3	22,1	24,1
P/E	>100	26,4	87,0	59,0	76,9	>100	58,3	22,1	24,1
P/Kassavirta	neg.	neg.	neg.	16,1	neg.	neg.	>100	15,4	15,7
P/B	3,6	5,2	13,0	6,0	4,4	4,5	4,3	3,7	3,2
P/S	4,0	4,4	11,5	11,8	8,3	8,6	6,5	4,4	4,6
EV/Liikevaihto	3,0	3,9	11,0	10,6	7,3	7,7	5,8	3,7	3,6
EV/EBITDA (oik.)	55,2	16,6	32,5	33,0	40,2	>100	22,3	8,5	8,3
EV/EBIT (oik.)	>100	18,7	62,5	41,8	52,5	>100	40,9	14,5	14,6
Osinko/tulos (%)	226,8 %	25,4 %	36,2 %	25,7 %	43,8 %	535,9 %	33,2 %	12,6 %	28,2 %
Osinkotuotto-%	1,5 %	1,0 %	0,4 %	0,4 %	0,6 %	0,6 %	0,6 %	0,6 %	1,2 %

Lähde: Inderes



DCF-kassavirtalaskelma

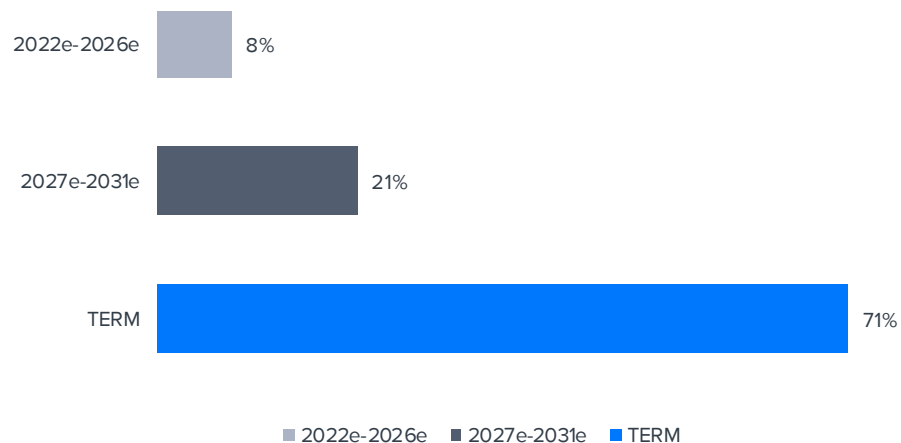
DCF-laskelma	2021	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	TERM
Liikevoitto	11,4	6,7	0,6	8,8	23,2	21,4	22,5	34,6	41,0	44,3	45,7	
+ Kokonaispoistot	3,0	2,0	2,9	7,4	16,2	16,2	13,5	14,6	12,6	11,9	11,7	
- Maksetut verot	-2,7	-1,3	-0,1	-1,7	-4,6	-4,3	-4,5	-6,9	-8,2	-8,8	-9,1	
- verot rahoituskuluista	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 muutokset	-7,7	1,1	0,3	-0,5	1,8	2,9	2,5	1,3	0,8	1,1	0,0	
Operatiivinen kassavirta	4,0	8,6	3,8	13,9	36,5	36,3	34,0	43,6	46,2	48,5	48,1	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-12,8	-9,8	-10,6	-10,6	-10,6	-10,8	-11,1	-11,3	-11,4	-11,5	-11,7	
Vapaa operatiivinen kassavirta	-8,8	-1,2	-6,8	3,3	25,9	25,5	22,9	32,3	34,8	37,0	36,4	
+/- Muut	41,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	32,7	-1,2	-6,8	3,3	25,9	25,5	22,9	32,3	34,8	37,0	36,4	659
Diskontattu vapaa kassavirta		-1,2	-6,0	2,6	19,2	17,4	14,4	18,6	18,5	18,1	16,4	296
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		414	415	421	419	400	382	368	349	331	312	296
Velaton arvo DCF		414										
- Korolliset velat		-3,9										
+ Rahavarat		55,5										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		-2,3										
Oman pääoman arvo DCF		464										
Oman pääoman arvo DCF per osake		34,6										

Pääoman kustannus (wacc)

Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	0,0 %
Vieraan pääoman kustannus	5,0 %
Yrityksen Beta	1,20
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	1,00 %
Riskitön korko	2,0 %
Oman pääoman kustannus	8,7 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	8,7 %

Lähde: Inderes

Rahavirranjakauma jaksoittain



Tase

Vastaavaa	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Pysyvät vastaavat	13,4	23,1	30,8	38,5	41,7
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aineettomat hyödykkeet	7,6	15,1	23,3	31,4	35,7
Käyttöomaisuus	5,2	4,3	3,9	3,5	2,3
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	0,0	3,0	3,0	3,0	3,0
Muut pitkäaikaiset varat	0,6	0,7	0,7	0,7	0,7
Laskennalliset verosaamiset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vaihtuvat vastaavat	37,9	78,1	66,6	56,2	59,3
Vaihto-omaisuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	14,2	22,5	16,8	16,3	18,5
Likvidit varat	23,7	55,5	49,8	39,9	40,8
Taseen loppusumma	51,3	101	97,4	94,7	101

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Oma pääoma	36,1	87,4	90,4	88,5	93,2
Osakepääoma	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Kertyneet voittovarot	22,2	31,5	34,5	32,6	37,3
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	13,7	55,8	55,8	55,8	55,8
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	4,0	2,1	0,9	0,9	0,9
Laskennalliset verovelat	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lainat rahoituslaitoksilta	3,9	2,1	0,9	0,9	0,9
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset velat	11,1	11,7	6,2	5,3	7,0
Lainat rahoituslaitoksilta	1,8	1,8	0,9	0,2	0,2
Lyhytaikaiset korottomat velat	9,3	9,8	5,3	5,1	6,8
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	51,3	101	97,4	94,7	101

Yhteenveto

Tuloslaskelma	2019	2020	2021	2022e	2023e	Osakekohtaiset luvut	2019	2020	2021	2022e	2023e
Liikevaihto	31,6	41,1	44,7	48,1	46,6	EPS (raportoitu)	0,43	0,45	0,67	0,39	0,03
Käyttökate	7,4	14,0	14,5	8,7	3,5	EPS (oikaistu)	0,43	0,45	0,67	0,39	0,03
Liikevoitto	6,5	7,2	11,4	6,7	0,6	Operat. kassavirta / osake	-0,04	1,07	0,30	0,64	0,28
Voitto ennen veroja	6,6	7,0	11,3	6,5	0,5	Vapaa kassavirta / osake	-0,25	-0,17	2,50	-0,09	-0,51
Nettovoitto	5,2	5,4	8,8	5,2	0,4	Omapääoma / osake	2,19	2,99	6,69	6,75	6,56
Kertaluontoiset erät	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	Osinko / osake	0,11	0,15	0,17	0,17	0,17
Tase	2019	2020	2021	2022e	2023e	Kasvu ja kannattavuus	2019	2020	2021	2022e	2023e
Taseen loppusumma	35,9	51,3	101,1	97,4	94,7	Liikevaihdon kasvu-%	57 %	30 %	9 %	7 %	-3 %
Oma pääoma	26,4	36,1	87,4	90,4	88,5	Käyttökateen kasvu-%	568 %	90 %	4 %	-39 %	-60 %
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	Liikevoiton oik. kasvu-%	973 %	11 %	57 %	-41 %	-91 %
Nettovelat	-15,9	-18,0	-51,7	-48,0	-38,8	EPS oik. kasvu-%	884 %	3 %	50 %	-42 %	-92 %
Kassavirta	2019	2020	2021	2022e	2023e	Käyttökate-%	23,2 %	34,0 %	32,3 %	18,2 %	7,6 %
Käyttökate	7,4	14,0	14,5	8,7	3,5	Oik. Liikevoitto-%	20,6 %	17,6 %	25,5 %	13,9 %	1,4 %
Nettokäyttöpääoman muutos	-6,5	0,4	-7,7	1,1	0,3	Liikevoitto-%	20,6 %	17,6 %	25,5 %	13,9 %	1,4 %
Operatiivinen kassavirta	-0,5	12,9	4,0	8,6	3,8	ROE-%	21,5 %	17,3 %	14,2 %	5,9 %	0,5 %
Investoinnit	-2,5	-14,9	-12,8	-9,8	-10,6	ROI-%	23,6 %	20,2 %	17,1 %	7,3 %	0,7 %
Vapaa kassavirta	-3,0	-2,0	32,7	-1,2	-6,8	Omavaraisuusaste	73,5 %	70,4 %	86,4 %	92,7 %	93,4 %
						Nettovelkaantumisaste	-60,2 %	-49,8 %	-59,1 %	-53,1 %	-43,8 %
Arvostuskertoimet	2019	2020	2021	2022e	2023e						
EV/Liikevaihto	3,9	11,0	10,6	7,3	7,7						
EV/EBITDA (oik.)	16,6	32,5	33,0	40,2	>100						
EV/EBIT (oik.)	18,7	62,5	41,8	52,5	>100						
P/E (oik.)	26,4	87,0	59,0	76,9	>100						
P/B	5,2	13,0	6,0	4,4	4,5						
Osinkotuotto-%	1,0 %	0,4 %	0,4 %	0,6 %	0,6 %						

Lähde: Inderes

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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

Tuotetut raportit on tarkoitettu informatiiviseen käyttöön, joten raportteja ei tule käsittää tarjoukseksi tai 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 neuvonantaja. Asiakas vastaa sijoituspäätöksensä tekemisestä ja niiden taloudellisesta tuloksesta.

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

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen 12 kuukauden kokonaistuotto-odotukseen (sis. kurssinousu ja osingot) ja huomioi Inderesin näkemyksen tuotto-odotukseen liittyvästä riskistä. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituksiin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään 2-4 kertaa vuodessa yhtiöiden osavuosikatsausten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvon mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmääritysmenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmääritysmenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

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

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

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

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

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

Kaikki Inderes Oyj:n osakeomistukset sen seurannassa olevissa kohdeyhtiöissä esitetään yksilöityinä oikeaa rahaa sijoitavassa Inderes Oyj:n [mallisalkussa](http://www.inderes.fi/research-disclaimer/). Lisätietoa Inderesin tutkimuksesta: <http://www.inderes.fi/research-disclaimer/>

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

Inderesin analyytikko Atte Riikolalla on 22.7.2020 saadun ilmoituksen mukaan yli 50.000 euron omistus kohdeyhtiössä Remedy Entertainment Oyj.

Suositushistoria (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
30.5.2017	Lisää	7,40 €	6,69 €
17.8.2017	Osta	7,50 €	6,31 €
19.2.2017	Osta	7,50 €	5,90 €
4.6.2018	Osta	8,50 €	7,30 €
15.8.2018	Osta	8,50 €	6,75 €
13.2.2019	Lisää	9,00 €	8,25 €
3.7.2019	Lisää	10,00 €	9,28 €
14.8.2019	Lisää	11,50 €	10,65 €
5.12.2019	Lisää	11,50 €	10,15 €
16.2.2020	Lisää	15,50 €	13,80 €
31.3.2020	Osta	18,00 €	14,80 €
21.4.2020	Lisää	20,00 €	18,55 €
16.8.2020	Vähennä	33,00 €	33,80 €
27.10.2020	Lisää	33,00 €	29,00 €
10.12.2020	Lisää	38,00 €	34,00 €
14.2.2021	Lisää	50,00 €	45,00 €
8.4.2021	Lisää	50,00 €	43,75 €
12.5.2021	Lisää	50,00 €	41,30 €
16.8.2021	Lisää	50,00 €	43,00 €
14.9.2021	Osta	50,00 €	40,00 €
15.11.2021	Osta	50,00 €	40,75 €
14.2.2022	Osta	50,00 €	33,50 €
16.5.2022	Osta	42,00 €	29,30 €
2.6.2022	Lisää	34,00 €	29,85 €

Inderesin tehtävä on yhdistää pörssiyhtiöt ja sijoittajat. Tuotamme laadukasta analyysiä ja sisältöjä laajan sijoittajayhteisömmen tarpeisiin.

Me Inderesillä uskomme, että avoin tieto on jokaisen sijoittajan perusoikeus. Takaamme sijoittajille pääsyn palkitun analyysin, näkemyksellisten videosisältöjen ja aktiivisen sijoittajayhteisön pariin.

Pörssiyhtiöille varmistamme, että yhtiöstä on jatkuvasti sijoittajien ja omistajien saatavilla laadukasta tietoa päätöksentekoon, ja että sijoittajilta kerätty tieto on yhtiöiden hyödynnettävissä.

Jo yli 100 suomalaista pörssiyhtiötä haluaa palvella omistajiaan ja sijoittajia kauttamme hyödyntämällä tarjoamiamme yhtiöseurantapalveluita, datapohjaisia sijoittajaviestinnän palveluita, sisältötuotantoa ja konsultointia.

Inderes Oyj

Itämerentori 2
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

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



STARMINE
ANALYST AWARDS
FROM REFINITIV



THOMSON REUTERS
ANALYST AWARDS



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



Mikael Rautanen
2014, 2016, 2017, 2019



Sauli Vilén
2012, 2016, 2018, 2019, 2020



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



Olli Koponen
2020



Joni Grönqvist
2019, 2020



Erkki Vesola
2018, 2020



Petri Gostowski
2020



Atte Riikola
2020

**Analyysi kuuluu
kaikille.**