

# Remedy Entertainment

Laaja raportti

4/2021



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

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde  
res.

# Kasvupelissä on vielä monta tasoa pelattavana

Toistamme Remedyn lisää-suosituksen ja 50,0 euron tavoitehinnan. Remedyn strategia siirtyi vuosina 2019-2020 moniprojektimallin onnistuneen ylösajon ja Control-pelin julkaisun myötä kannattavan kasvun vaiheeseen, jota yhtiö aikoo uudella 2021-2025 strategiakaudella kiihdyttää. Hallituin riskein rakennetun ja hyvin johdetun moniprojektimallin sekä vahvan taloudellisen asemansa ansiosta Remedyn edellytykset luoda menestyspelejä ovat hyvät. Lisäksi suotuisat markkinatrendit auttavat yhtiötä kasvamaan tällä vuosikymmenellä merkittävästi nykyistä suuremmaksi pelitaloksi. Vahvasti eteenpäin kulkevan kasvutarinan vuoksi pelaamme osakkeen arvostuksen suhteen pitkää peliä.

## Peliyhtiö pitkään salkkuun

Remedy on tänä päivänä profiililtaan puhdasverinen kannattavan kasvun yhtiö. Vuosina 2017-2018 yhtiö rakensi strategiansa perustan valmiiksi ja moniprojektimallin onnistunut ylösajo on näkynyt numeroissa vuodesta 2019 alkaen voimakkaana tuloskasvuna. Vuonna 2020 Remedyn liikevaihto kasvoi 30 % 41,1 MEUR:oon ja liikevoittomarginaali oli 32 %. Isossa kuvassa Remedy on edelleen kasvupolkunsa alkupäässä ja tulevina vuosina peliprojektien lukumäärän ja koon kasvaessa yhtiön kasvu- ja kannattavuuspotentiaali vain vahvistuu vuosi vuodelta. Remedyn tiimi on osoittanut moneen kertaan kykynsä luoda laadukkaita pelejä erittäin kilpaillulla markkinalla, mikä todistaa yhtiön kilpailuedut vahvoiksi. Oman Northlight-pelimoottorin ja samaan toimipisteeseen keskitettyjen toimintojen ansiosta yhtiö pystyy tuottamaan pelejä kustannustehokkaasti, jolloin kohtalainenkin myyntisuoritus tekee projektista jo hyvin kannattavan. Hallituin riskein rakennetun ja hyvin johdetun moniprojektimallin vuoksi pidämme myös täysin epäonnistuneiden projektien todennäköisyyttä pienenä. Remedyn taloudellinen asema on helmikuussa tehdyn suunnatun annin myötä erittäin vahva ja mahdollistaa aiempaa suuremman riskinoton tulevien pelihankkeiden rahoittamisen ja itsejulkaisun suhteen. Vahva tase parantaa myös yhtiön jo ennestään vahvaa asemaa julkaisusopimuksista neuvoteltaessa.

## Remedyn asema toimialan arvoketjussa on houkutteleva

Konsolimarkkina (2020: 51 mrd. €) on kasvanut viimeiset 5 vuotta vahvasti (CAGR 10 %) ja hyvän kasvuvauhdin odotetaan jatkuvan (CAGR 20-23: 7 %). 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 jatkossa eri toimijoiden ja digitaalisten jakelualustojen välisen kilpailun kiihtyessä. Tämä mahdollistaa Remedyllä houkuttelevia tarjouksia julkaisu- ja yksinoikeussopimusten suhteen. Lisäksi Remedyn kaltaisia itsenäisiä AAA-studioita on maailmalla vain kourallinen, mikä korostaa yhtiön houkuttelevaa arvoketjuasemaa.

## Arvostus on kohtuullinen pitkää peliä pelaavalle

Ennusteillamme vuonna 2023 moniprojektimalli on edennyt vaiheeseen, jossa Remedy saa tuloja yli viidestä jo julkaistuista tai kehitteillä olevasta pelihankkeesta. Odotamme tuolloin yhtiön liikevaihtoon (68 MEUR) ja liikevoittoon (24,8 MEUR) merkittävää tasokorotusta. Remedyn vahvan nettokassan huomioiva EV/EBIT-kerroin on tuolloin 19x. Arvostus näyttää mielestämme kohtuulliselta, kun huomioidaan Remedyn vahvat pitkän aikavälin kasvunäkymät jo kohtalaisen hyvin menestyvillä pelijulkaisuilla. Tämän päälle sijoittaja saa option pankin räjäyttävistä hittiipeleistä.

## Suositus

### Lisää

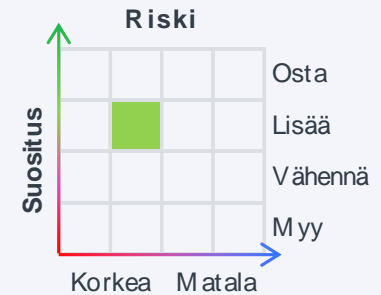
(aik. Lisää)

### 50,00 EUR

(aik. 50,00 EUR)

### Osakekurssi:

43,75



## Avainluvut

	2020	2021e	2022e	2023e
<b>Liikevaihto</b>	41,1	45,9	48,8	68,0
<b>kasvu-%</b>	30 %	12 %	6 %	39 %
<b>EBIT oik.</b>	13,2	15,5	14,8	24,8
<b>EBIT-% oik.</b>	32,2 %	33,8 %	30,3 %	36,5 %
<b>Nettotulos</b>	10,3	11,1	11,7	19,8
<b>EPS (oik.)</b>	0,86	0,94	0,90	1,51
<b>P/E (oik.)</b>	45,5	46,6	48,7	28,9
<b>P/B</b>	13,3	6,7	6,0	5,1
<b>Osinkotuotto-%</b>	0,4 %	0,5 %	0,6 %	0,7 %
<b>EV/EBIT (oik.)</b>	34,0	32,5	33,8	19,4
<b>EV/EBITDA</b>	31,5	30,4	29,5	14,5
<b>EV/Liikevaihto</b>	11,0	11,0	10,2	7,1

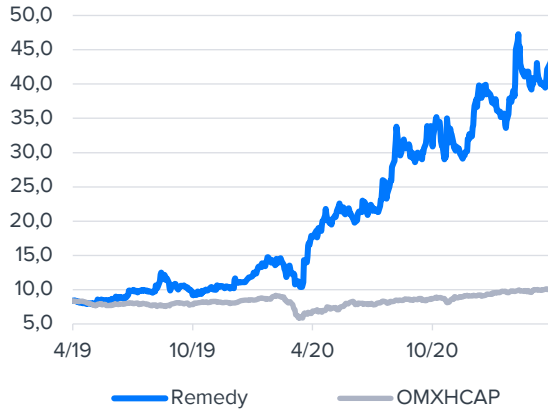
Lähde: Inderes

## Ohjeistus

(Ennallaan)

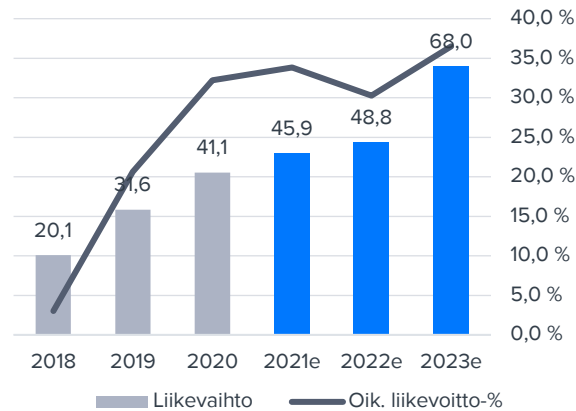
"Remedy odottaa liikevaihtonsa ja liikevoittonsa kasvavan vuoden 2021 aikana. Liikevaihdon ja liikevoiton kasvusta valtaosan odotetaan tapahtuvan jälkimmäisen vuosipuoliskon aikana."

## Osakekurssi



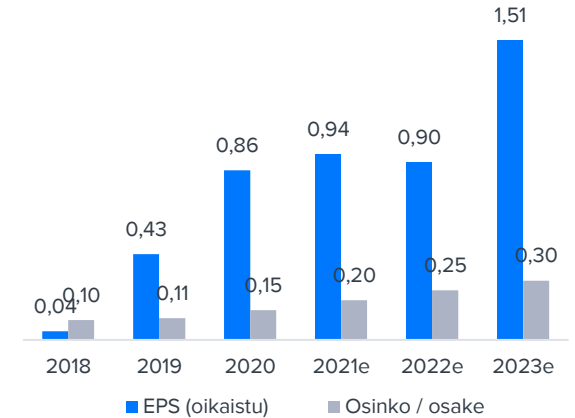
Lähde: Thomson Reuters

## Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

## Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



### Arvoajurit

- Houkutteleva asema arvoketjussa toimialan trendien valossa
- Epic-julkaisusopimuksen poikkeuksellisen hyvät ehdot tuovat näkyvyyttä lähivuosien tulovirtoihin
- Moniprojektimalli tuo jatkuvuutta ja hajauttaa riskejä
- Vahvat näytöt menestyvien pelien kehityksestä
- Oma pelimoottori ja pelinkehitysyökalut tuovat skaalautuvuutta ja kilpailuetua



### Riskitekijät

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



### Arvostus

- Vahvaa arvонуontipotentiaalia pitkällä aikavälillä strategian edetessä
- Toimialan suhteelliset arvostukset korkealla
- Lyhyellä aikavälillä korkeat arvostuskertoimet heijastelevat osakkeeseen ladattuja tuloskasvuodotuksia
- Arvostus on perusteltavissa pitkän aikavälin kasvupotentiaalin valossa

MCAP

**572**

MEUR

EV

**506**

MEUR

EV/EBIT

**19,4**

2023e

P/E (oik.)

**28,9**

2023e

# Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	<b>5-12</b>
Sijoitusprofiili	<b>13-15</b>
Markkinat	<b>16-18</b>
Kilpailu	<b>19-21</b>
Strategia	<b>22-25</b>
Taloudellinen tilanne	<b>26-27</b>
Ennusteet ja arvonmääritys	<b>28-34</b>
Taulukot	<b>35-39</b>
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	<b>40</b>

# Remedy Entertainment lyhyesti

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

## 1995

Perustamisvuosi

## 2017

Listautuminen

## 41,1 MEUR (+30 % vs. 2019)

Liikevaihto 2020

## 13,2 MEUR (32 % lv:sta)

Liikevoitto 2020

## 275

Henkilöstö 2020 lopussa

## 79/100

Remedy'n pelien keskimääräinen Metacritic-arvosana

### Crossfire

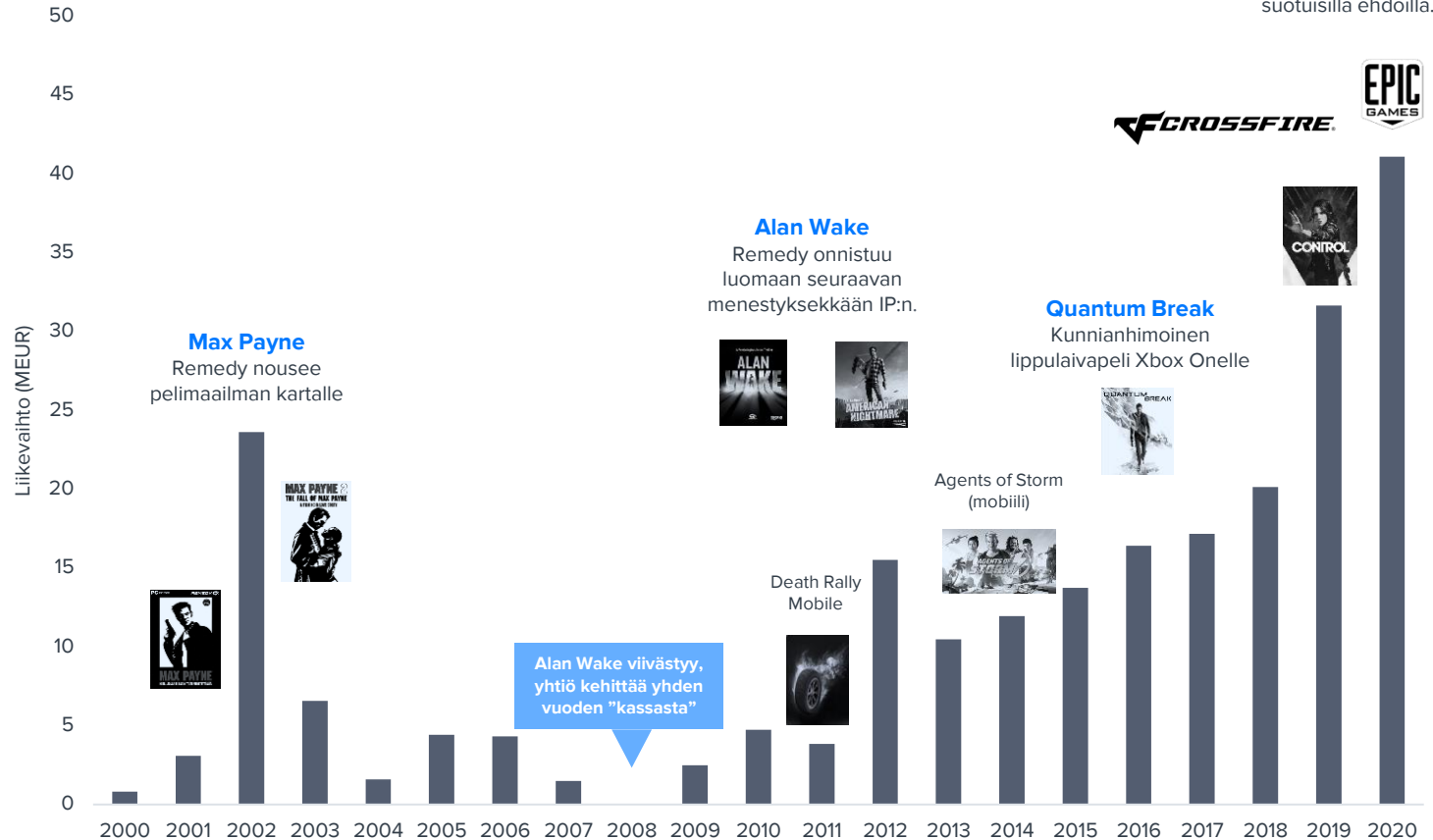
Smilegatelte kehittävät Crossfire-projektit ovat tuoneet tasaista kassavirtaa vuodesta 2016 alkaen.

### Control

Kriitikoilta hyvät arviot saanut Control julkaistiin 8/2019. Vuosi 2020 osoitti myös pelin kaupallisen menestyksen.

### Epic-projektit

Remedy solmi 3/2020 Epicin kanssa julkaisusopimukset kahden seuraavan projektin osalta ennennäkemättömän suotuisilla ehoilla.



# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/5

## 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 viimeisimpänä elokuussa 2019 julkaistu Control. Remedyyn liikevaihto vuonna 2020 kasvoi 30 % ja oli 41,1 MEUR. Liikevoitto puolestaan kasvoi 103 % 13,2 MEUR:oon ja vastasi 32 % liikevaihdosta. Yhtiö työllisti vuoden 2020 lopussa 275 työntekijää

Remedy tunnetaan maailmalla parhaiten tarinavetoisista toimintapeleistä ja on yksi arvostetuimpia itsenäisiä AAA-pelistudioita maailmassa. Osoituksena tästä Remedyyn Max Payne -pelisarjan pohjalta tehtiin Hollywood-elokuva jo vuonna 2008, jolloin peleistä tehdyt elokuvakäännökset eivät olleet yleisiä. Nyt yhtiön Alan Wake -pelistä on suunnitteilla tv-sarja. Remedyyn sisällä vallitseva tahtotila kehittää laadukkaita tarinankerronnanlaatuun uniikkeja pelejä näkyä myös yhtiön Metacritic-arviosta (79/100). Metacritic on peliarvioita kokoava sivusto, jossa peliyhtiöt ja pelit saavat kokonaisarvosanan erikseen sekä kriitikoilta että pelaajilta. Yli 90 pistettä saavat pelit ovat arvostelumenestyksiä ja harvinaisia. Yli 80 pisteellä pelin voi sanoa pärjänneen erittäin hyvin kriitikkoarvioissa.

Remedy kehittää korkeatasoisia, suurten pelistudioiden massapeleistä selkeästi erottuvia pelejä pääsääntöisesti PC:lle, Xboxille ja Playstationille. Remedyyn pelien pelaajat ovat pääasiassa tarinavetoisista toimintapeleistä

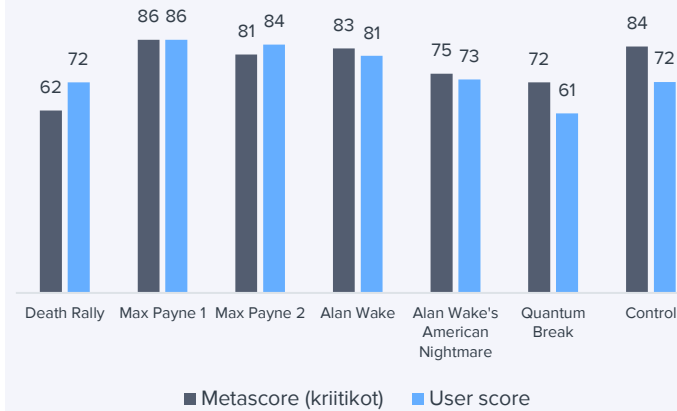
kiinnostuneita pelaajia, jotka ovat valmiita investoimaan yksittäiseen peliin yli 50 euroa.

### Pitkä historia kasvattanut kokeneen pelistudion

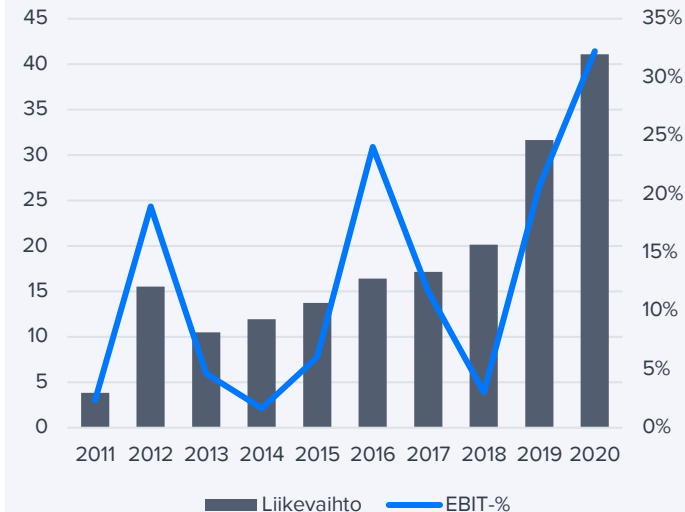
Remedy ensimmäinen peli Death Rally julkaistiin vuonna 1996. Käytännössä ennen vuonna 2001 julkaistua hittipeliä Max Paynea Remedy opetteli pienellä tiimillä, kuinka peliala toimii, miten markkinoilla erotutaan ja rakensi oman kulttuurinsa. Max Paynen kehityksessä Remedyllä opittiin mitä tarinavetoisten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

Vuonna 2004 Remedy partneroitui Microsoftin kanssa kehittääkseen Alan Wake -peliä. Peli osoittautui odotettua työläämmäksi projektiksi ja sen julkaisu myöhästyi vuodella. Remedy maksoi tämän viivästyksen omasta kassastaan (ei liikevaihtoa vuonna 2008). Alan Wake julkaistiin keväällä 2010 samana päivänä kuin Rockstarin hittipeli Red Dead Redemption tuli myyntiin (Metacritic: 95/100). Tämä osaltaan rokotti Alan Waken myyntiä, mutta hyvien kriitikkoarvioiden lisäksi (Metascore 83/100) peli oli käsityksemme mukaan myös taloudellisesti kohtalaisen menestynyt projekti.

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



### Liikevaihto (MEUR) ja kannattavuus



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

# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/5

Alan Wake American Nightmare -lisäosa menestyi myös arviomme mukaan hyvin, vaikka Metacritic-arvio (75/100) jäi alkuperäistä peliä alhaisemmaksi. Alan Wakella on tänäkin päivänä vielä uskollinen jatko-osaa odottava fanikunta, ja pelin IP:n sekä julkaisu-oikeuksien omistus on Remedyllä.

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

Remedyn seuraava projekti oli vuonna 2016 julkaistu Quantum Break (Metascore 72/100), jonka yhtiö kehitti myös 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 ja siirtyi vuoden 2018 aikana onnistuneesti useamman peliprojektin samanaikaiseen tuotantoon. Vuonna 2020 yhtiö kehitti samanaikaisesti jo viittä pääpeliä, jotka jakautuivat 15 erilliseksi projektiksi 10 eri pelialustalla. Moniprojektimallin myötä laajentuneiden tulovirtojen ansiosta Remedyn

liikevaihdon ja tuloksen kehitys on ollut vahvaa vuosina 2019-2020. Isossa kuvassa Remedy on kuitenkin edelleen vasta kasvupolkunsa alkupäässä. Tulevina vuosina peliprojektien lukumäärän ja koon kasvaessa yhtiön kasvupotentiaali vain vahvistuu vuosi vuodelta.

## Liiketoimintamalli

### Premium-pelien kehitystä

Remedy kehittää pelejä konsoli- ja PC-alustoille. Remedyn ja loppuasiakkaan välissä on tyypillisesti julkaisija, joka rahoittaa osan pelikehityksestä sekä toimittaa pelin jälleenmyyjille/jakelualustoille, jotka vastaavat pelin jakelusta. Remedyn pelien jakelu tapahtuu fyysisten jakelijoiden (esim. Gamestop) sekä digitaalisten jakelualustojen (Steam, PS Store, Microsoft Store, Epic Store) kautta.

Tähän mennessä Remedy on kehittänyt pelejä yksinkertaistetusti kahdella mallilla, joita ovat alihankintamalli sekä itseomistetun pelibrändin malli (oma IP). Alihankintamallissa Remedy ei itse omista kehitettävän pelin IP:tä tai omistaa kehityskumppania pienemmän osan siitä. 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 myyntistä. Tulevien projektien osalta Remedy haluaa myös rahoittaa ja julkaista osan projekteistaan kokonaan itse.

Remedyn kehittämät pelit luokitellaan AAA-peleiksi, joiden ominaispiirteisiin kuuluu suuri tuotantobudjetti (>10 MEUR), 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.

AAA-pelin kehitys on taloudellisesti korkean riskin hanke ja kannattava toteutus vaatii peliltä tyypillisesti suuria myyntimääriä (miljoonia kappaleita). Pelien kehityssykli on tyypillisesti noin 2-5 vuotta. Kuluttajien käsissä tuotteen elinkaari on kuitenkin melko lyhyt ja etenkin fyysisten pelikopioiden osalta merkittävä osa myyntistä 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 tai kampanjoilla.

Digitaalisen jakelun ja lisäosien yleistymisen myötä 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 päätään nostaneissa pelien suoratoistopalveluissa 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 3/5

## Pelikehityksen elinkaari Remedyn peleissä

Remedyn pelinkehitysprosessi suunnittelupöydältä valmiiseen tuotteeseen voidaan jakaa viiteen vaiheeseen. Ensimmäinen vaihe on uuden peliaiheen konseptointi, mikä tyypillisesti vie 5-10 hengen resurssit ja tapahtuu yhtiössä sisäisesti. Samalla projektista riippuen saatetaan tehdä myös sisäistä/ulkoista markkinatutkimusta

Seuraava vaihe on esituotanto, joka vaatii yhä melko pienen ydintiimin, mutta on projektin seuraavien askelien kannalta kriittinen. Mitä paremmin projektin suuntaviivat saadaan tässä vaiheessa selväksi, sitä vähemmällä yllätyksillä ja viivästyksillä selvittää itse tuotantovaiheessa. Esituotantovaiheessa Remedy tyypillisesti etsii projektille myös julkaisijakumppania. Nykyään yhtiön vahvat taloudelliset resurssit mahdollistavat projektien kehittämisen rauhassa omarahoitteisesti ennen sopimuksen solmimista. Remedy on tänä päivänä myös niin haluttu kumppani, että se pystyy kilpailuttamaan potentiaalisia julkaisijoita. Julkaisusopimuksen allekirjoitukseen voi sisältyä ”allekirjoitusbonus”, jolloin projektista kirjautuu ensimmäistä kertaa liikevaihtoa.

Seuraavassa vaiheessa eli tuotannossa projektia työstetään täydellä tiimillä, joka voi olla tuotannon koosta riippuen muutamasta kymmenestä henkilöstä yli sataan henkilöön. Tuotantovaiheessa Remedylle kirjautuu liikevaihtoa tasaisemmin, esimerkiksi alihankintamallissa tyypillisesti projektin välietappien saavuttamisen perusteella. Jälkituotanto on toiseksi viimeisin vaihe, jossa peli hiotaan julkaisukuntoon.

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

## Pelikehitys alihankintana

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

## Pelikehitys itserahoitettuna

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

kysynnän ennustettavuus parempi. Siten pelikehityksessä liiketoimintamallin paras skaalautuvuus saavutetaan, mikäli pelikehittäjä onnistuu luomaan menestyvän pelisarjan.

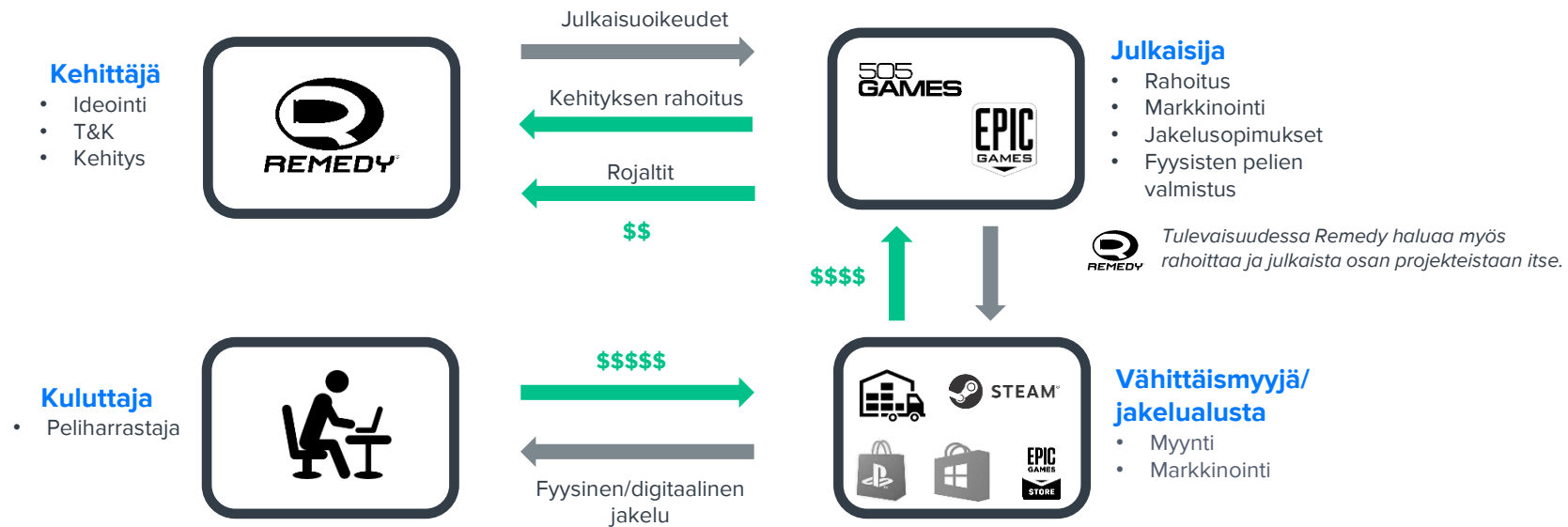
## AAA-pelien hinnoittelu ja volyymit

Myyntivolyymit ovat kriittisin ajuri Remedyn 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 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.

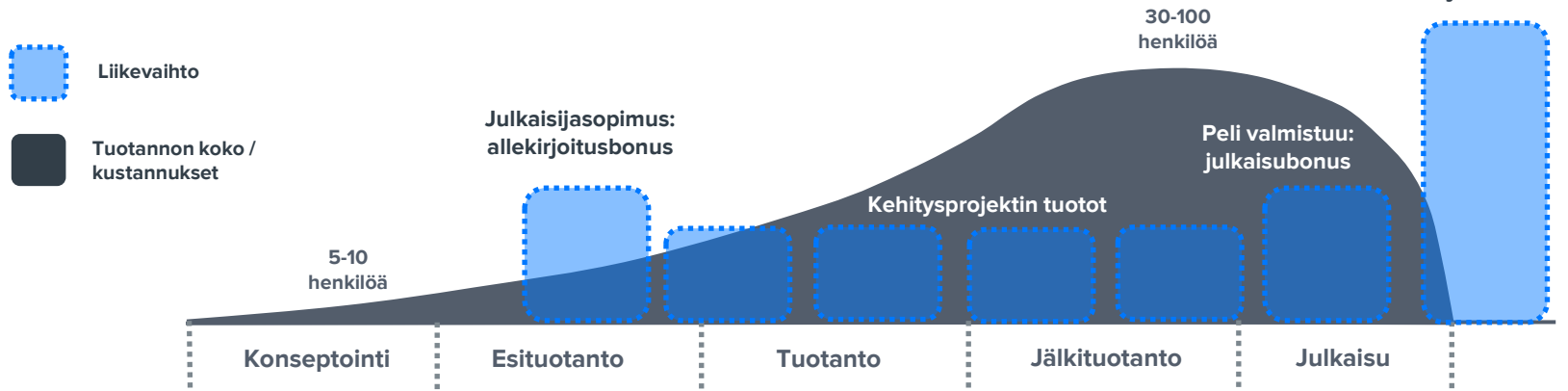
Remedyn kilpailuetu pelimarkkinalla on yhtiön kyky tehdä tehokkaan tuotannon ja teknologian ansiosta korkealaatuisia AAA-pelejä myös suhteellisen pienillä budjeteilla (muutamia kymmeniä miljoonia). Tällöin yhtiön pelien ei tarvitse ylittää useiden miljoonien kappaleiden myyntimääriin ollakseen kannattavia.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



# Remedyn arvoketju ja kehitysprosessi



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



Lähde: Inderes

# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 4/5

## Nykyiset peliprojektit

### Control

Remedyn moniprojektimalliin nojaavan strategian ensimmäinen itseomistettu pelibrändi on 27.8.2019 julkaistu Control. Control on kolmannen persoonan toimintaseikkailu, jonka pelimaailma on huomattavasti avoimempi kuin 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 on arviolta rahoittanut reilut 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 arvioimme mukaan heikensivät arvosanoja. PC:llä osa pelaajista arvioimme 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 tässä vaiheessa pelin voidaan todeta olleen menestys myös kaupallisesta näkökulmasta. Vuoden 2020 loppuun mennessä Controlia oli myyty yli 2 miljoonaa kopiota.

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. Tänä vuonna peli on julkaistu uusilla PS5 ja Xbox Series X/S -konsoleilla.

Uuden pelibrändin luomiseen ja menestykseen liittyy aina merkittäviä riskejä. Control oli Remedyltä jälleen vahva osoitus yhtiön kyvystä luoda kohtuullisella budjetilla laadukas uusi pelibrändi. Controlia on alusta alkaen rakennettu pitkäaikaiseksi pelibrändiksi ja Remedy näkee pelissä liiketoimintapotentiaalia vuosiksi eteenpäin. Uskomme yhtiön kehittävän pelille jatko-osan tulevina vuosina ja pelin hyvän laadun ja kasvaneen tunnettuuden myötä pidämme sen menestysmahdollisuuksia erittäin hyvinä.

### Crossfire

Remedy on vuodesta 2016 tehnyt yhteistyötä korealaisen Smilegaten kanssa ja kehittänyt alihankintamallilla yksinpeliosuuksia Smilegaten tuleviin Crossfire-peleihin. Smilegaten alkuperäinen, yli kymmenen vuotta vanha Crossfire on erittäin suosittu online-peli erityisesti

Kiinassa. Pelillä on noin 650 miljoonaa rekisteröitynyttä käyttäjää ja edelleen noin 8 miljoonaa samanaikaista pelaajaa. Kiinassa peli on tehnyt keskimäärin lähes miljardin euron liikevaihtoa vuosittain, mikä tekee siitä kaupallisesti yhden maailman menestyneimmistä peleistä.

Remedyn ja Smilegaten ensimmäinen projekti saatiin päätökseen lokakuussa 2018, jonka yhteydessä yhtiöt ilmoittivat uudesta noin 2 vuotta kestävästä Crossfire-projektista. Tähän mennessä Remedy on kehittänyt yksinpeliosuutta Crossfire HD sekä Crossfire X -peleihin. Crossfire HD on alkuperäisen Crossfire-pelin remasteroitu versio. Crossfire X on puolestaan ensimmäinen konsoliversio pelistä, joka julkaistaan Xbox-alustalle. Molemmat pelit on tarkoitus julkaista vuoden 2021 aikana.

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

# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 5/5

## Epic-projektit

Remedy allekirjoitti maaliskuussa 2020 julkaisusopimukset Epic Gamesin kanssa Remedyn seuraavalle kahdelle julkistamattomalle pelille. Ensimmäinen projekti (aik. 3. projekti) on Remedyn tähän asti kunnianhimoisin, konsoli- ja PC-alustoille julkaistava suuren kokoluokan peli. Toinen, pienemmän kokoluokan projekti pohjautuu samaan pelisarjaan.

Julkaisusopimus on ehdoiltaan ennennäkemättömän suotuista 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 puoliksi. Remedy omistaa myös pelien immateriaalioikeudet. Pelien menestyessä Remedy saa siis merkittävän osuuden niiden tuotoista, mutta ei joudu kantamaan riskiä projektin kustannuksista.

Julkaisusopimuksen ehdot heijastelevat Remedyn merkittävästi parantunutta asemaa toimialan arvoketjussa. AAA-tason pelejä kehittäviä itsenäisiä pelistudioita on maailmalla vain muutamia kymmeniä, kun toimialan konsolidaation myötä useat studiot ovat nykyään isomman julkaisijan, alustan tai peliyhtiön alaisuudessa. Siten itsenäiset pelistudiot ovat hyvissä asemissa neuvottelemaan julkaisijoiden kanssa sopimuksia suotuisilla ehdoilla. Remedyn neuvotteluasemaa julkaisijoiden suuntaan on vahvistanut entisestään Control-pelin hyvä laatu, tehokas aikataulu (3v) ja kohtuullinen tuotantobudjetti (~30 MEUR).

Remedy aloitti suuremman Epic-projektin esivalmistelut vuoden 2018 aikana ja vuosina 2019-2020 projekti on ollut konseptointi/ esituotantovaiheessa. Täyteen tuotantoon projekti on siirtymässä keväällä 2021. Pienempi Epic-projekti on jo tuotannossa. Kokonaisuudessa Epic-projektien parissa on työskennellyt alkuvuodesta 2021 noin 100 henkilöä. Arvioimme tällä hetkellä pienemmän projektin julkaisun ajoittuvan vuoteen 2022 ja suuremman projektin vuoteen 2023.

## Vanguard

Elokuussa 2018 Remedy perusti pienen sisäisen kehitystiimin, jonka tehtävänä on kehittää monipelattavia pelikokemuksia. Vanguard-nimellä kulkevassa projektissa käytetään Epic Gamesin kehittämää Unreal-pelimoottoria, joka soveltuu paremmin monipelien kehittämiseen kuin Remedyn oma Northlight-pelimoottori. Vanguard-projektissa ollaan rakentamassa palvelumallista monipeliä, joka yhdistää tiettyjä Remedyn vahvuuksia pelimaailmojen luomisessa ja tarinankerronnassa.

Viime vuodet Vanguardin pieni tiimi on iteratiivisesti kehittänyt ensimmäistä pelattavaa versiota, jatkuvasti arvioiden ja oppien, minkä pohjalta kehitysprosessissa on tehty säätöjä ja muutoksia sekä peliin että sen kehitystiimiin. Kehitystyö on Remedyn mukaan yhä alkuvaiheessa, mutta kehityksen edistyminen sekä ensimmäiset ulkoiset testit ja -tutkimukset ovat lupaavia. Pelistä ollaan luomassa ”co-op free-to-play” -mallilla toimivaa peliä, mikä on Remedyille täysin uutta. Päätöstä mahdollisen julkaisijakumppanin ottamisesta mukaan projektiin ei ole vielä tehty.

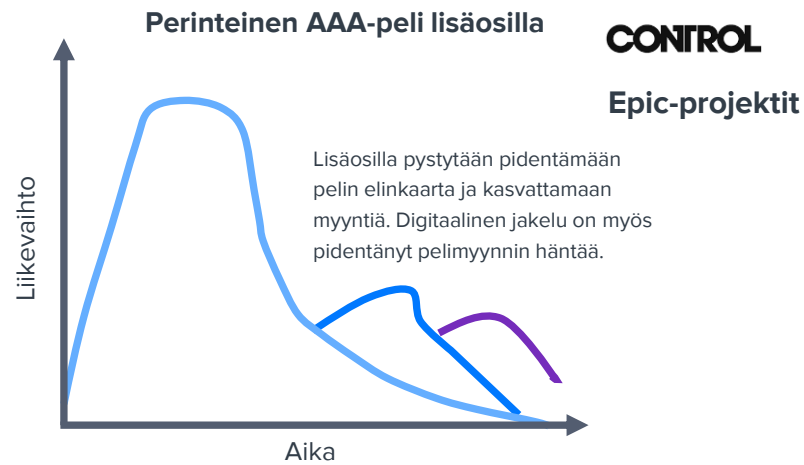
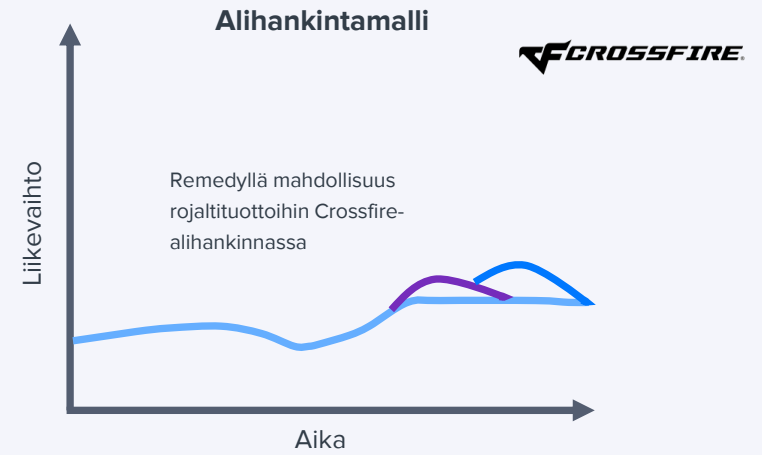
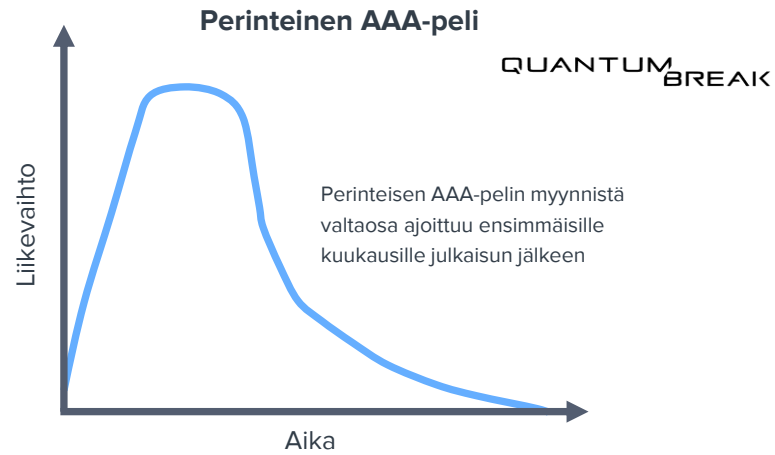
Vuoden 2020 lopussa projektin parissa työskenteli 20 henkilöä ja alkuvuodesta tiimin koko on jatkanut kasvuaan. Arvioimme mukaan pelin julkaisu voisi ajoittua vuosille 2022-2023, mutta tässä vaiheessa näkyvyys koko projektiin on vielä hyvin heikko.

Tänä päivänä maailman suosituimmat pelit ovat usein netissä monipelattavia ilmaiseksi ladattavia (Free-to-play, F2P) pelejä. Niissä myös niin sanottu GaaS-malli (Games-as-a-service) pääsee oikeuksiinsa. Erilaiset päivityspaketit ja lisäsisällöt pelin alkuperäisen julkaisun jälkeen pidentävät pelien tuottojen elinkaarta. Markkinalla on useita massiivisilla tuotantobudjeteilla rakennettuja monipelejä (esim. Fortnite), ja emme usko Remedyn tähtäävän suoraan tähän markkinaan. Onkin mielenkiintoista nähdä, miten Remedy lopulta onnistuu yhdistämään tarinankerronnan ja pelimaailmojen luomisen ydinosaamistaan monipelikokemukseen.

## Seuraava peliprojekti

Remedy kertoi vuoden 2020 tilinpäätöksessä aktivoineensa myös yhden vielä julkistamattoman peliprojektin kehityskuluja. Siten pinnan alla muhii jo seuraava uusi peliprojekti, vaikka yhtiö ei tässä vaiheessa kommentoi projektia vielä millään tavoin. Remedyn moniprojektimalli on kuitenkin edennyt ja henkilöstön määrä kasvanut siihen pisteeseen, että seuraavia pelihankkeita voidaan alkaa jo pienellä tiimillä työstämään.

# AAA-pelien liiketoimintamallit



# Sijoitusprofiili

## Peliyhtiö pitkään salkkuun

Remedy on tänä päivänä profiililtaan puhdasverinen kannattavan kasvun yhtiö. Vuosina 2017-2018 yhtiö rakensi strategiansa perustan valmiiksi ja moniprojektimallin onnistunut ylösajo on näkynyt numeroissa vuodesta 2019 alkaen voimakkaana tuloskasvuna. 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 samaan toimipisteeseen keskitettyjen toimintojen ansiosta yhtiö pystyy tuottamaan pelejä kustannustehokkaasti, jolloin kohtalainenkin myyntisuoritus tekee projektista jo hyvin kannattavan. Yleisesti korkea kannattavuuspotentiaalia tukee yhtiön liiketoimintamallin skaalautuva luonne.

Kolmanneksi Remedy on erittäin hyvin johdettu peliyhtiö, jolla on myös pitkäjänteisyyttä painottava omistajapohja. Remedy panostaa merkittävästi peliprojektien suunnitteluun ja

johtamiseen, mikä pienentää riskejä projektien viivästymisen suhteen tuotantovaiheessa. Moniprojektimallissa viivästyksessä 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 osua kultasuoneen ja 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 helmikuussa tehdyn suunnatun annin myötä erittäin vahva. Vahvan kassan avulla yhtiö voi kiihdyttää strategiansa toteuttamista ja ottaa enemmän riskiä tulevien pelihankkeiden rahoittamisen ja itsejulkaisun suhteen. Vahva tase parantaa myös yhtiön jo ennestään vahvaa 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 volatiliteettia arvonmuodostukseen.
- Remedy on riippuvainen julkaisija-kumppaneistaan, niiden menestyksestä ja niiden kanssa solmittavien sopimusten ehdoista. Esimerkiksi Smilegate-alihankinta voi päättyä, jos tulevat Crossfire-pelit eivät menesty. Lisäksi Remedyn näkyvyys sopimusten rojaltiluottoihin voi olla heikko.
- 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. Riskiä vastaavasti korostaa peliprojektien pitkät kehityssyklit.
- Osakkeen arvostustaso on noussut merkittävästi viime vuosien vahvan suorittamisen myötä, eikä korkea arvostus jätä olennaista tilaa suuremmille säröille kasvatutarinassa.

# Sijoitusprofiili

1.

Houkutteleva asema arvoketjussa

2.

Korkea tuottopotentiali pelien menestyessä

3.

Vahvat näytöt laadukkaista peleistä

4.

Kasvava markkina, jonka trendit suotuisia yhtiölle

5.

Useita pitkäkestoisia kilpailuetuja (pelien laatu, positioituminen, teknologia)

## Potentiaali



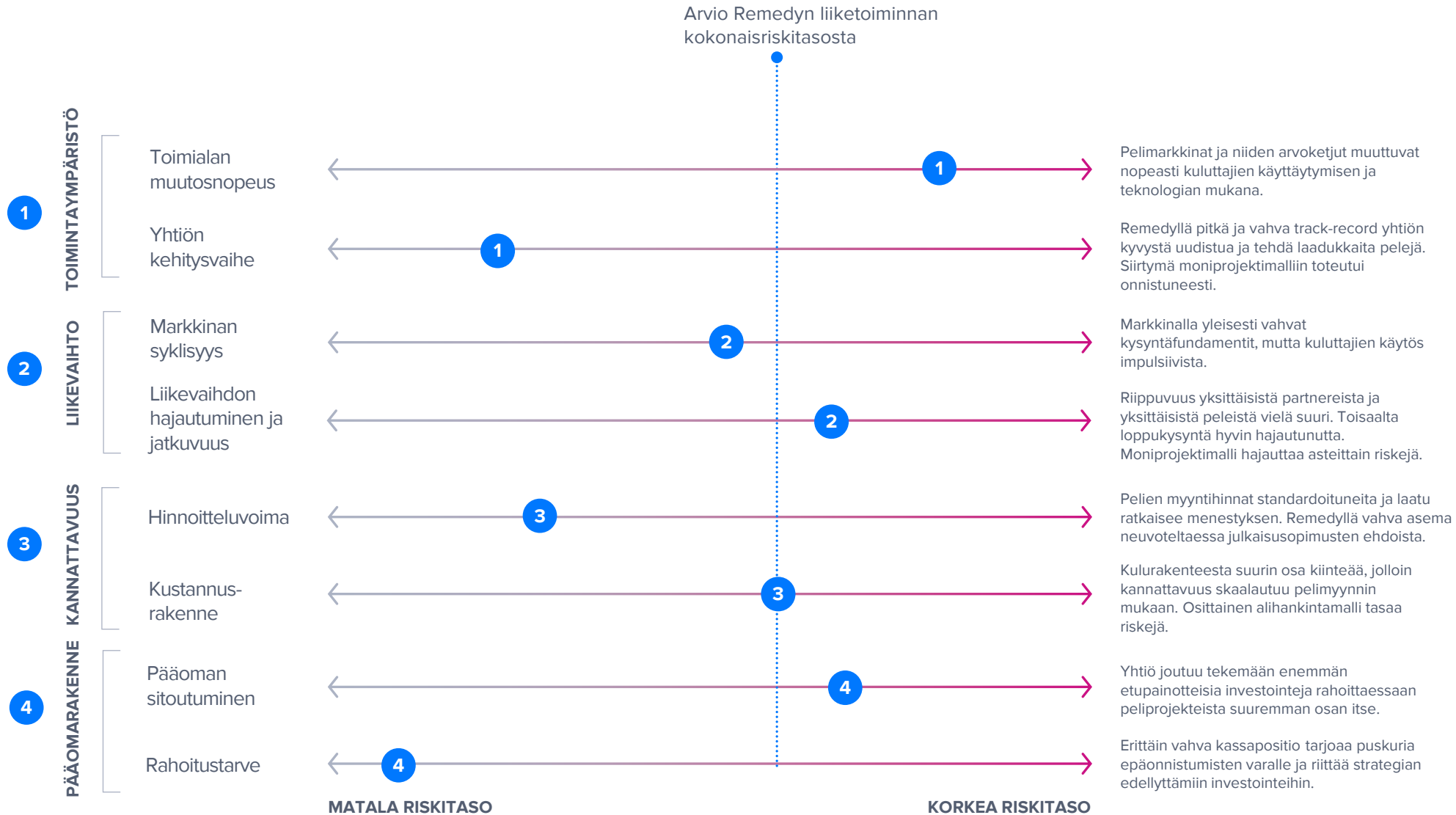
- Omien pelibrändien ja jatko-osien kehitys
- Korkeampi osuus pelimyynnin tuotoista
- Skaalautuva liiketoimintamalli mahdollistaa erinomaisen kannattavuuden pelien menestyessä
- Hyvin johdettu moniprojektimalli tasaa riskejä ja tuo skaalaetuja
- Maine ja omat teknologiat tuovat kilpailuetua

## Riskit



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

# Liiketoimintamallin riskiprofiili



# Markkinat 1/2

## Pelimarkkina on suuri ja globaali

Pelaamisen suosio on kasvanut 2000-luvulla dramaattisesti elintason nousun myötä ja tänä päivänä pelaaminen on ylivoimaisesti suosituin viihdemuoto maailmassa. Markkinatutkimusyhtiö Newzoo arvioi globaalin pelimarkkinan kasvaneen vuonna 2020 noin 20 % 175 miljardiin dollariin. Koronatilanne antoi merkittävää tukea kasvulle, mutta markkinan odotetaan kasvavan edelleen noin 8 %:n vauhtia vuosina 2021-2023.

Maantieteellisesti suurimman markkinan muodostaa Aasian ja Tyynenmeren alue, joka kattaa noin 48 % markkinasta, mistä Kiina muodostaa noin puolet. Toiseksi ja kolmanneksi suurimmat maantieteelliset alueet ovat Pohjois-Amerikka (26 %) ja Eurooppa (19 %). Remedyllä keskeinen ison ruudun PC- ja konsolipelaaminen painottuu yhä pääasiallisesti kehittyneille markkinoille. Konsolipelaamisen suosio kasvaa kuitenkin nopeasti kehittyvissä maissa tulotason nousun myötä. Smilegate-yhteistyön ansiosta Remedy saa jalansijaa ja kokemusta myös Aasian markkinasta, joka tyypillisesti on länsimaisille pelinkehittäjille haastava markkina.

## Remedy toimii konsoli- ja PC-alustoilla

Alustoittain jaoteltuna Remedyllä keskeiset PC- ja konsolialustat muodostavat yhteensä (89 mrd. dollaria) noin puolet koko pelimarkkinasta. Mobiilipelaaminen vastaa toisesta puolikkaasta.

Konsolimarkkinan koko vuonna 2020 oli noin 51 miljardia dollaria. Konsolimarkkina on kasvanut viime vuosina vahvasti (CAGR 15-20: 11 %) ja kasvun odotetaan jatkuvan 7 %:n tasolla vuosina 2021-2023. Kasvun ajurina toimivat markkinoille saapuneet seuraavan sukupolven Playstation- ja

Xbox-konsolit sekä Nintendo Switchin uudet versiot. Lisäksi nykyisten konsolien erittäin vahva laitekanta ja laaja pelivalikoima tukevat konsolipelien myynnin kehitystä. PS4:ää on myyty yli 112 miljoonaa kappaletta ja Xbox Onea arviolta yli 48 miljoonaa kappaletta. Konsolipuoella fyysisen jakelun rooli on vielä tärkeä, mutta digitaalisen jakelun rooli on viime vuosina noussut merkittävästi, ja koronatilanne on vain kiihdyttänyt trendiä. Sonyn elokuussa 2020 julkaistun Q1'20-raportin mukaan jo 74 % (Q1'19: 53 %) PS4:n pelimyyntistä oli digitaalista.

PC-pelien markkinan koko vuonna 2020 oli 37 miljardia dollaria. Markkina on kasvanut vakaasti (CAGR 15-20: 3,4 %) ja vakaan kasvun odotetaan myös jatkuvan (CAGR 21-23: 2,4 %). PC-pelien jakelu on siirtynyt käytännössä jo kokonaan digitaaliseksi. PC-pelien kauppapaikka Steamilla oli vuonna 2020 kuukausittaisia aktiivisia käyttäjiä noin 120 miljoonaa (2019: 95 milj.) Viime vuosina Steamin haastajaksi nousseella Epic Games Storella oli joulukuussa 2020 kuukausittaisia aktiivisia käyttäjiä 56 miljoonaa (2019: 32 milj.).

Mobiilipelaaminen on viimeisen reilun 10 vuoden aikana kasvanut räjähdysmäisesti älypuhelinien yleistymisen myötä ja noussut suosituimmaksi pelialustaksi. Markkinan (mobiili ja tablet) koko vuonna 2020 oli 86 miljardia dollaria ja sen odotetaan kasvavan noin 10 %: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. Remedyllä tärkeiden peliharrastajien kulutusikäytymiseen tällä ei ole ollut olennaista vaikutusta.

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

## Liiketoimintamallit kehittyvät toimialalla

AAA-peleissä perinteisenä liiketoimintamallina on ollut, että peliä myydään sekä fyysisinä että digitaalisina kopioina kertaostoksena kuluttajille noin 60 euron kappalehintaan. Pelin kaupallinen menestys on pitkälti määräytynyt 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 (GaaS, Games as a Service). Myös Remedy pyrkii luomaan peleistään pitkäkestoisempia kokemuksia. Esimerkiksi Controliin julkaistiin kaksi maksullista lisäosaa, joilla pelin maailmaa ja tarinaa laajennettiin. Nyt peliä myydään lisäosien kanssa "Ultimate Edition" -pakettina uusilla konsoleilla. Remedyn Vanguard-projekti tulee olemaan yhtiön ensimmäinen todellinen pitkäkestoinen pelipalvelu, joka rakentuu F2P-liiketoimintamallin päälle.



# Markkinat 2/2

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 (PS4 ja Xbox One ~160 milj. kpl.) verrattuna aktiivisten älypuhelimien lukumäärään (Newzoo: 3,6 mrd. kpl.) rajoittaa potentiaalisen pelaajakunnan kokoa. Siten konsolille kehitetty F2P-peli vaatii yleensä myös PC-version. Lisäksi konsolipelien kehittäminen on yleensä mobiilipelejä selvästi kalliimpaa, mikä osaltaan rajoittaa kehittäjien halua siirtää F2P-malliin.

Viime vuosina tilauspohjaista liiketoimintamallia on tuotu myös pelaamiseen, kuten on jo tehty muun muassa musiikin (Spotify) ja elokuvien (Netflix) suhteen. Esimerkiksi Sony ja Microsoft ovat lanseeranneet omat palvelunsa, joissa 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 ympärille. 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 Remedyn Control-peli julkaistiin PC:llä ensimmäiseksi vuodeksi yksinoikeudella Epic Games Storeen. Tästä Epic Games maksoi Remedyllle ja pelin julkaisija 505 Gamesille yhteensä noin 9,5 MEUR. Summa on merkittävä, sillä se kattoi arviolta lähes kolmasosan Controlin noin 30 MEUR:n tuotantobudjetista.

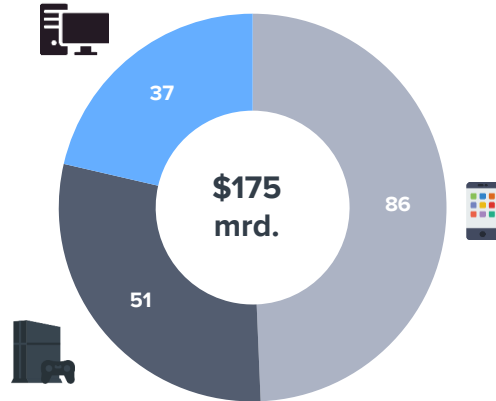
## Pelinkehittäjien osuus arvoketjusta kasvaa

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.

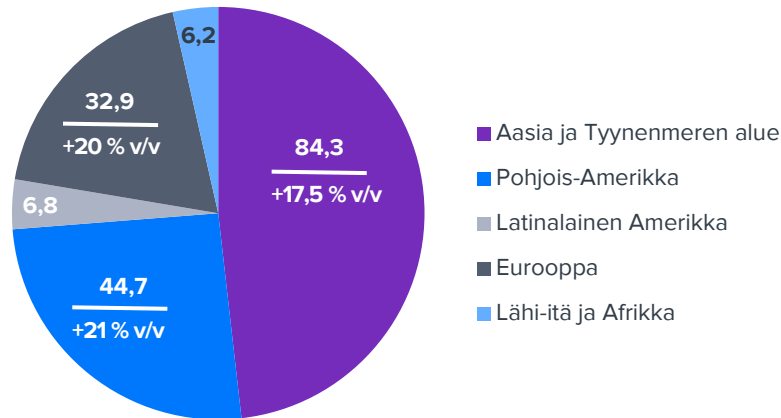
Remedyn kannalta hyvä puoli on se, että pelistudioiden rooli arvoketjussa ei ole katoamassa mihinkään. Pelistudioiden liiketoimintamallit voivat muuttua, mutta niiden osuus arvoketjusta todennäköisesti vain kasvaa tulevaisuudessa. Tarve laadukkaalle pelisisällölle korostuu entisestään eri toimijoiden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

# Markkinat

Pelimarkkinat alustoittain 2020 (mrd. \$)

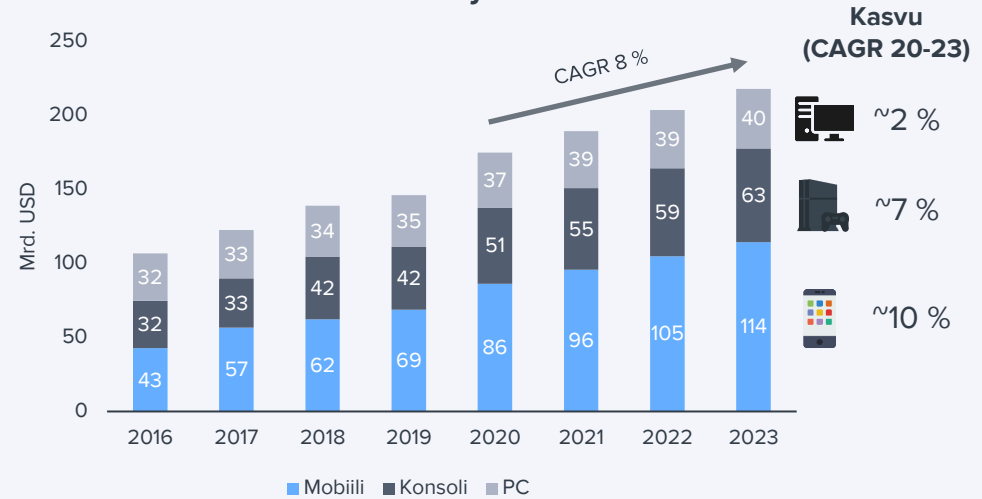


Pelimarkkinat maantieteellisesti 2020 (mrd. \$)



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 muutamia kymmeniä

# 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 ja Take-Two Interactiven. AAA-pelit ovat kuitenkin jakautuneet myös omiin alakategorioidihinsa ja pelinkehittäjät ovat fokuosoituneet omien vahvuksiensa mukaan kehittämään tietyn genren pelejä (esim. toiminta, seikkailu, roolipelit, ajaminen). Remedy on erikoistunut tarinankerronallisiin toimintapeleihin.

Markkinalla kuluttajien huomiosta käydään kovaa kilpailua ja kuluttajien huomio taas kiinnittyy peleistä tehtäviin arvioihin ja keskusteluun. Erityisesti kalliin hintaluokan AAA-peleissä pelaajat seuraavat arvosteluita 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 vähän, sillä suurin osa on päätenyt yritystoston kohteeksi. Esimerkiksi Sony, Microsoft ja Embracer ovat olleet aktiivisia yritystostorintamalla. Itsenäisistä studioista vielä pienemmän joukon muodostavat ne, jotka tekevät Remedyn tavoin tarinankerronallisia toimintapelejä. Uutta kilpailua tähän kategoriaan ei synny helposti johtuen korkeasta alalle tulon kynnyksestä. Esimerkiksi ajopeleihin erikoistuneen studion on hyvin vaikeaa vaihtaa toimintapeleihin, 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 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 ovat:

- Remedy kykenee kehittämään erittäin pidettyjä ja hyvälaatuista pelejä. Yhtiöllä on vahvaa osaamista haastavista ja pitkäaikaisista pelituotannoista. Vahva maine tarjoaa neuvotteluvoimaa julkaisijakumppaneita kohtaan ja houkuttelee yhtiöön alan parhaita osajia.
- Remedyn pelinkehitys rakentuu valtavirrasta poikkeaviin, tarinankerronaltaan uniikkeihin peleihin. Yhtiö ei yritä tavoitella isompien kilpailijoiden tavoin ”suurta massaa”, jolloin peleihin voidaan tuoda paremmin erottuvia tekijöitä. Hieman kapeammalle yleisölle luodulla selvästi erilaisella pelillä on hyvät mahdollisuudet ylittää arviolta noin 2-5 miljoonan pelikopion myyntiin.
- 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

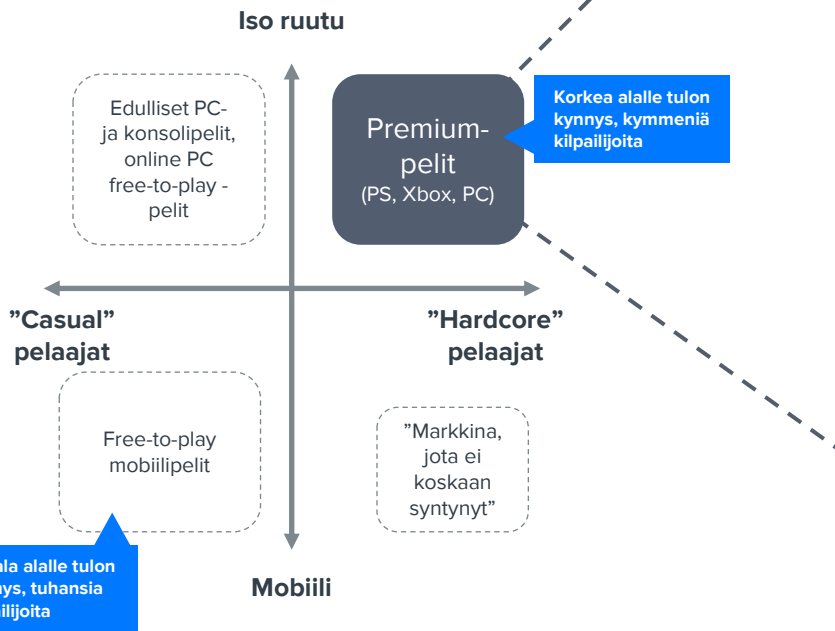
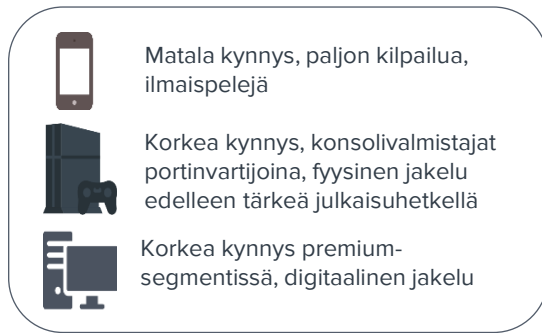
- Remedy panostaa merkittävästi peliprojektien suunnitteluun ja johtamiseen. Etenkin alkuvaiheen projektisuunnittelu ydintiimillä on kriittisessä roolissa, sillä sen avulla voidaan minimoida tuotantovaiheessa esiin nousevien suurten ongelmien määrää. Yleisesti pelinkehityksen suurimpia haasteita on projektien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

### Remedyn ja listattujen kilpailijoiden ennustettu kasvu- ja kannattavuus



# Remedyn positioituminen markkinalla

## Pelimarkkinan segmentit



## Remedyn alasegmentit

Pelin koko

AAA+

AAA

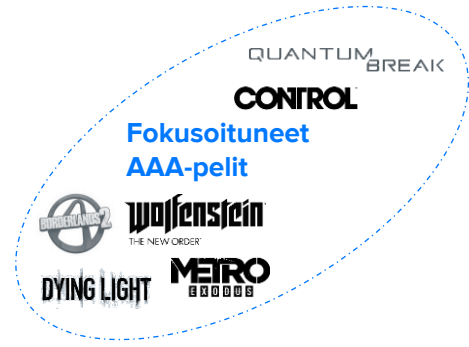
AA

A

Free-to-play PC-MMO-pelit  
 FORTNITE PUBG WORLD OF WAR CRAFT LEAGUE OF LEGENDS CROSS FIRE

Blockbuster AAA-pelit

grand theft auto RED DEAD REDEMPTION 2 DESTINY



Indie-pelit

LIMBO FIREWATCH NO MAN'S SKY

Satoja tuhansia / muutamia miljoonia

Kymmeniä miljoonia  
**Tuotantobudjetti**

Satoja miljoonia

# Strategia 1/2

## Strategia siirtynyt kannattavan kasvun vaiheeseen

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. Uudella 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 ja todennäköisesti toimii tulevaisuudessa kokonaan itse joidenkin uusien peliensä julkaisijana ja rahoittajana. 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 tuttuja 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 on pystynyt rahoittamaan projekteistaan suuremman osan itse ja neuvottelemaan julkaisusopimuksia huomattavasti paremmilla ehdoilla. Näin yhtiö saa suuremman osuuden pelien myyntituotoista, mutta kantaa myös enemmän riskiä pelimyynnin suhteen.

Viime vuosina Remedyn näytöt siirtymästä arvoketjussa vahvempaan asemaan ovat olleet vakuuttavia. Tästä osoituksena ovat menestyksekkään uuden Control-pelibrändin luominen sekä Epic-projektien julkaisusopimuksen poikkeuksellisen suotuisat ehdot.

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 pitkittää. Näin potentiaalisille kumppaneille voidaan lopulta näyttää huomattavasti valmiimpaa ja hyvin suunniteltua peliprojektia, mikä parantaa entisestään Remedyn neuvotteluasemaa.

Omien pelibrändien lisäksi Remedy kehittää edelleen pelejä myös alihankintamallilla.

Alihankinnassa Remedy keskittyy etsimään peleilleen kumppaneiksi pelialan johtavia toimijoita ja tekemään projekteja, jotka ovat hyvin kannattavia. Alihankinnan tasaisilla kassavirroilla Remedy pystyy madaltamaan liiketoimintansa riskitasoa, mutta myös näihin sopimuksiin pyritään rakentamaan pelimyynnistä riippuvainen rojaltilisuus, kuten Smilegaten 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 on tällöin selvästi lyhyempi kuin normaali 2-3 vuotta. Lisäksi laitteistokanta ja suorituskyky pelialustoilla on voinut parantua ensimmäisen osan julkaisun jälkeen, mikä myös tukee jatko-osan pelikokemuksen jalostumista.

Remedyn strategiassa jokainen brändi ja peli on itsenäinen, mutta kytkeytyy laajempaa Remedy-universumiin. Siten strategian onnistuessa pitkällä aikavälillä yhtenäiseen universumiin sijoittuvat pelit mahdollistavat käytännössä rajattomasti mahdollisuuksia laajennuksille, jatko-osille sekä spin-off -tuotteille.

# Strategia 2/2

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

## 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 tulevaisuutta 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. Mielestämme Remedy onnistui tässä Controlin kahden DLC-paketin osalta hyvin.

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.

## Moniprojektimalli ja teknologia-alustat

Remedy käyttää omaa Northlight-pelimootoria, mistä yhtiö saa skaalaetuja moniprojektimallissa. Pelimootoria ja sen ympärille rakentuvia pelinkehitystyökaluja kehittää yhtiön oma noin 50 henkilön tiimi. Kilpailuetujen ylläpitämiseksi omien teknologioiden ja työkalujen jalostaminen on Remedyllä strategisesti tärkeää.

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

Usean projektin mallissa myös henkilöstöllä on enemmän kehittymismahdollisuuksia sekä kasvupolkuja yrityksen sisällä ja mahdollisuus tilanteen mukaan siirtyä projektista toiseen. Käsityksemme mukaan tämä on parantanut

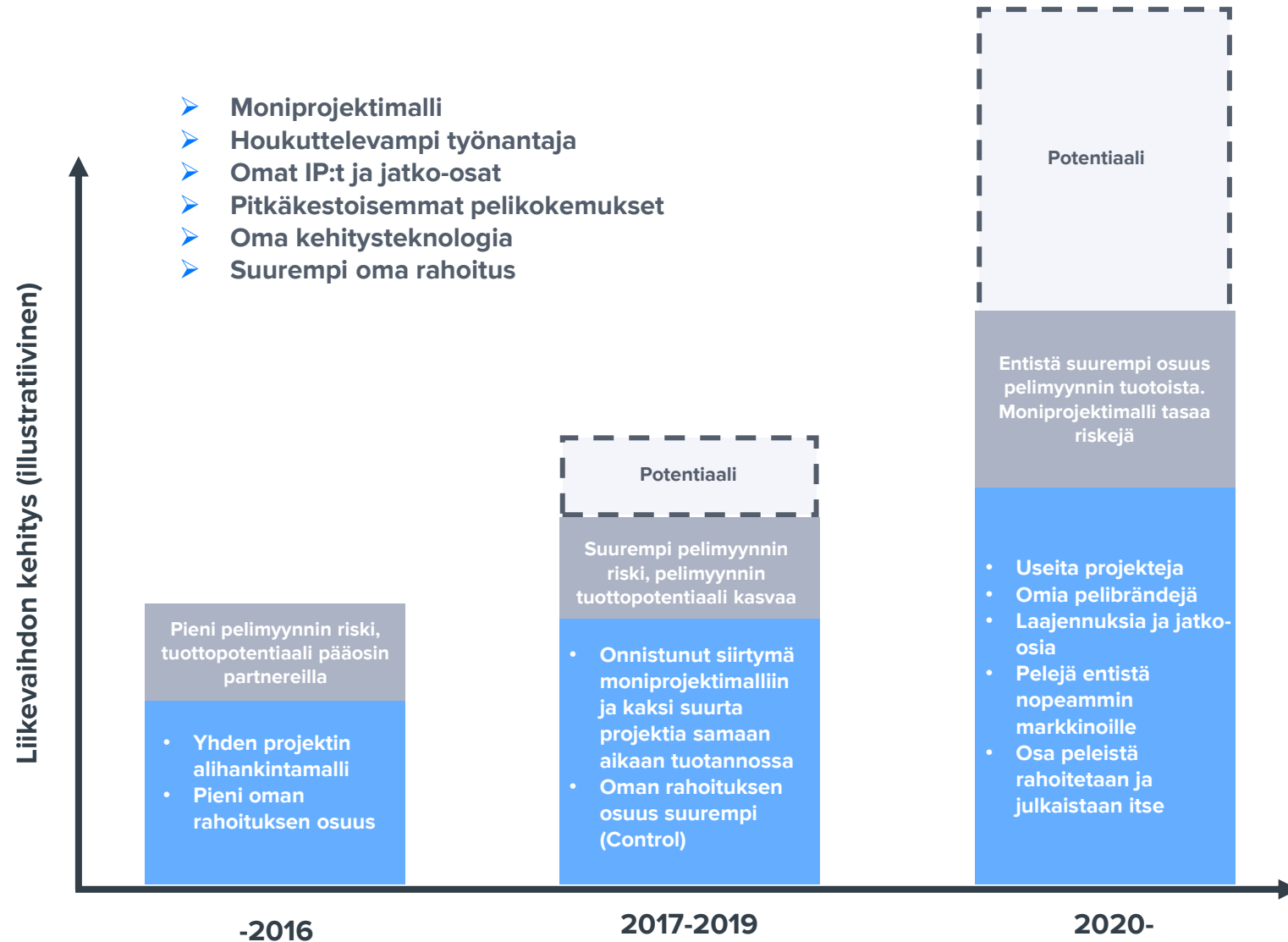
Remedyn houkuttelevuutta työnantajana sekä sitouttanut nykyistä henkilöstöä.

## Ulkoinen pelinkehitys

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

Vuonna 2020 Remedy käytti jo 31 ulkoista kehityskumppania, joilta yhteensä 370 ulkoista pelinkehittäjää työskenteli Remedyn pelien parissa. 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 Remedyllä yhä useamman projektin samanaikaisen kehittämisen ja joustavuutta oman henkilökunnan rekryointitarpeisiin.

# Remedyn strategian muutosprosessi





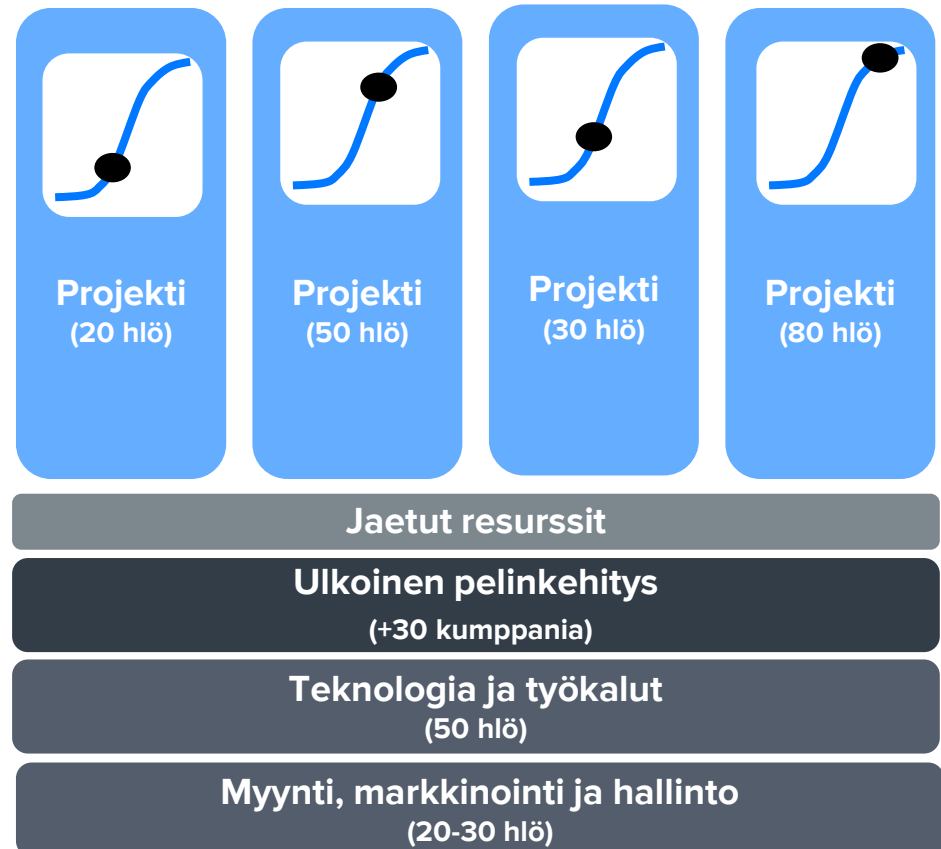
# Moniprojektimallin hyödyt

## Ennen



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

## Moniprojektimalli



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

# Taloudellinen tilanne

## Vahvaa tuloskasvua vuosina 2019-2020

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 (2018: 0,6 MEUR). Vuonna 2020 vahva suorittaminen jatkui ilman uusia pelijulkaisuja, kun sekä liikevaihto (41,1 MEUR, +30 %) että liikevoitto (13,2 MEUR, +32 %) ottivat seuraavan tasokorotuksen. Vuoden 2020 liikevaihto koostui pääosin Controlin myyntituotoista sekä kehitteillä olevien pelien julkaisijoilta saaduista kehitysmaksuista.

Remedyn vuoden 2020 liikevoittomarginaali oli 32 % ja antaa ensimmäisiä välähdyksiä yhtiön tulospotentiaalista. Moniprojektimalliin myötä entisestään laajenevien tulovirtojen ja yhtiön erittäin skaalautuvan liiketoimintamallin valossa arvioimme kannattavuudella olevan potentiaalia nousta edelleen tulevien pelien menestyessä. Kannattavuuspotentiaalille (EBIT-%) hyvässä skenaariossa voi näkemyksemme mukaan hakea suuntaviivoja verrokeista ruotsalaisen Paradoxin (~40 %) ja puolalaisen CD Projektin välimaastosta (~60 %).

## Kulurakenne pääosin kiinteä

Remedyn kustannusrakenne rakentuu enimmäkseen kiinteistä henkilöstökuluista (2020:

49 % lvs:sta) ja liiketoiminnan muista kuluista (11 %) sekä muuttuvista ulkopuolisten palveluiden ostoista (16 %). Viime vuonna nämä kulut olivat yhteensä noin 32 MEUR.

Vuoden 2019 alusta Remedy on aktivoinut omiin pelibrändeihin liittyviä kehitysmenoja, mikä tasaa yhtiön raportoitua tuloskehitystä pitkässä juoksussa. Vuosina 2019-2020 menoja aktivoitiin 1,5 ja 5,1 MEUR. Arviomme mukaan aktivoinnit parantavat lähivuosien tulosta, sillä niihin liittyvät poistot alkavat vasta pelien julkaisun jälkeen, jolloin ne vastaavasti pienentävät tulosta.

Controlin osalta kehitysmenoja ei ole aktivoitu. Vanguardin kehityskulut on aktivoitu tähän mennessä kokonaan, sillä se on täysin Remedyn rahoittama hanke. Epic-projektien aktivoinnit on tehty tuleviin tuotto-odotuksiin perustuen. Aktivoinnin 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 hyvin 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 jo vuoden 2020 lopussa vahvassa kunnossa (omavaraisuusaste 73 % ja nettovelkaantumisaste -56 %). Helmikuussa 2021 toteutetun 41,5 MEUR:n suunnatun annin myötä yhtiön taloudelliset muskelit vahvistuivat vielä merkittävästi. Osakeannin merkintähinta oli 41,5 euroa osakkeelta ja näin Remedy sai melko

pienellä (~8 %) diluutiolla huomattavasti lisää pääomia. Vahvan kassan avulla yhtiö voi kiihdyttää strategiansa toteuttamista ja ottaa enemmän riskiä tulevien pelihankkeiden rahoittamisen suhteen.

Remedyn taseen vastattavaa -puoli koostui vuoden 2020 lopussa pääosin omasta pääomasta (35,4 MEUR) ja korottomista veloista (9,3 MEUR). Korollista velkaa (Business Finland -laina) oli 3,7 MEUR. Taseen varat koostuivat puolestaan pääasiassa 23,7 MEUR:n kassavaroista ja 14,2 MEUR:n lyhytaikaisista saamisista. Kehitysmenoja taseeseen oli aktivoituna 6,6 MEUR:lla.

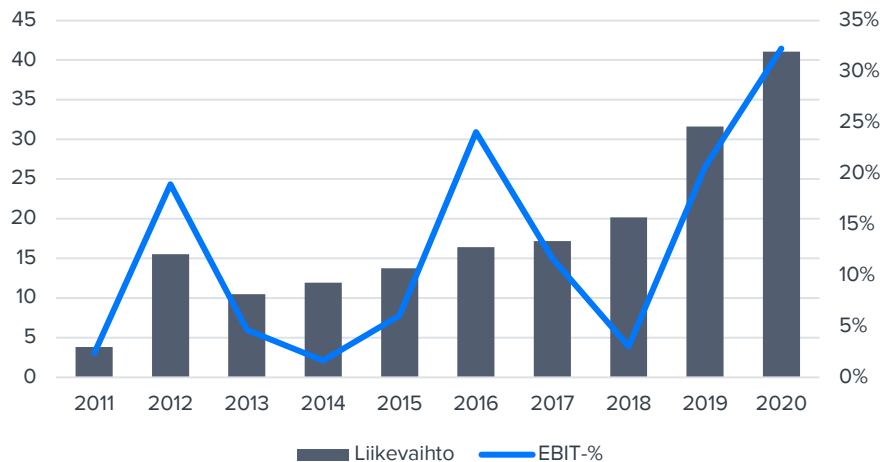
Remedyn liiketoimintamalli edellyttää vahvaa kassatilannetta, sillä liiketoiminta tarvitsee puskuria pelikehitysprojektien viivästymisten ja epäonnistumisten varalle. Yhtiöllä on oltava jokaisen peliprojektin jälkeen riittävät kassavarat seuraavaan projektiin riippumatta edellisen projektin onnistumisesta. 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

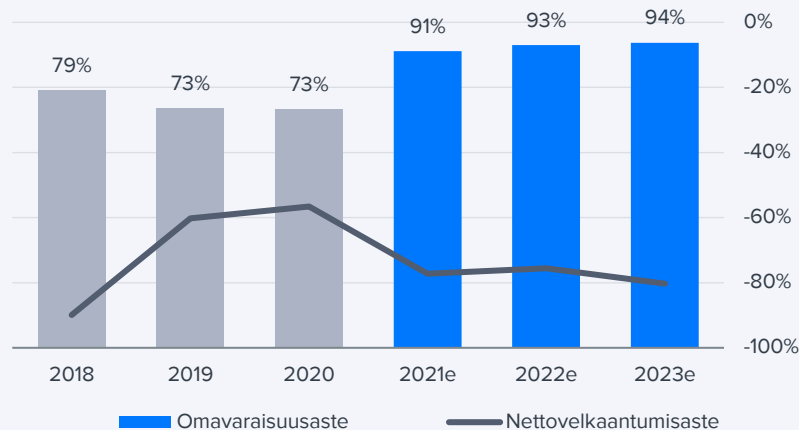
Tuotekehitysaktivointien vuoksi Remedyn tulos ja kassavirta tulevat poikkeamaan lähivuosina yhä enemmän toisistaan. Tuloskehitys on aktivointien ja niihin liittyvien poistojen myötä vakaampaa, mutta kassavirrat painottuvat pelien julkaisun yhteyteen. Alihankintana tehtävät projektit sekä osittain julkaisukumppanien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

# Taloudellinen tilanne

### Liikevaihto ja kannattavuus

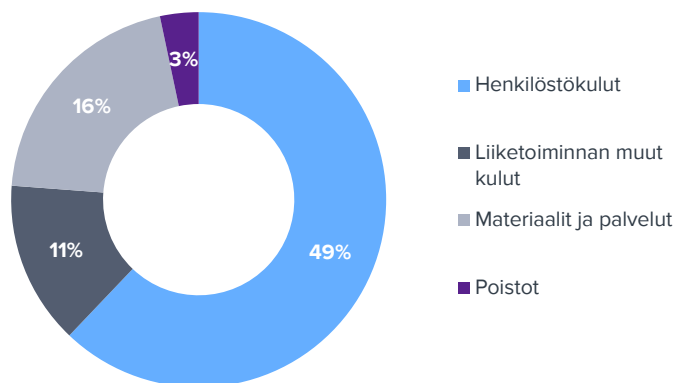


### Taseen avainlukujen kehitys\*



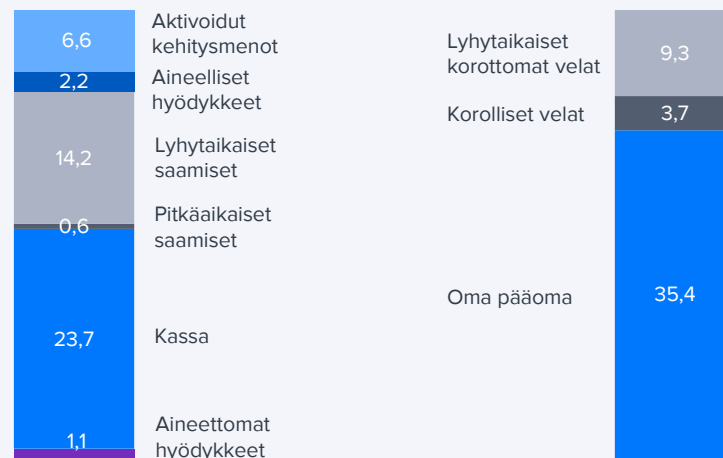
\*Remedy keräsi helmikuussa 2021 41,5 MEUR:n bruttovarat suunnatulla osakeannilla

### Kulurakenne 2020 %-liikevaihdosta



Lähde: Inderes

### Tase 2020 lopussa



# Ennusteet ja arvonmääritys 1/5

## Ennusteet

### Ennusteiden lähtökohdat

Remedyn tulevien vuosien tuloskehityksen tarkka ennustaminen on haastavaa yhtiön liiketoimintamallin luonteesta johtuen. Myös kehitysmenojen aktivointien/poistojen taso tuo oman muuttujansa tuloskehityksen ennustamiseen. Olemme olettaneet aktivointien olevan lähivuosina noin 6 MEUR vuositasolla.

Vuosi 2020 antoi jo pienen maistiaisen yhtiön strategian tulospotentiaalista, vaikka vuodelle ei ajoittunut yhtään täysin uutta pelijulkaisua ja moniprojektimalli on edelleen ylösajovaiheessa. Olemme hahmotelleet Remedyn lähivuosien liikevaihdon ajureita seuraavalla sivulla. Odotamme yhtiön seuraavan merkittävän kasvuloikan ajoittuvan vuoteen 2023, mihin arvioimme suuren Epic-projektin julkaisun ajoittuvan. Arvioimme mukaan Remedyn tuloskasvunäkymät ovat vahvat myös vuoden 2023 jälkeen strategian edetessä ja yhtiön tulovirtojen laajentuessa vuosi vuodelta.

### Vuoden 2021 ennusteet

Remedy ohjeistaa liikevaihtonsa (2020: 41,1 MEUR) ja liikevoittonsa (2020: 13,2 MEUR) kasvavan vuoden 2021 aikana. Kasvusta valtaosan odotetaan tapahtuvan jälkimmäisen vuosipuoliskon aikana.

Ennusteemme odottaa liikevaihdon kasvavan tänä vuonna 12 % ja liikevoiton paranevan 15,5 MEUR:oon. Kasvua tukevat Epic-projektien kasvavat kehitysmaksut, kun molemmat projektit ovat H2:n aikana täydessä tuotannossa. Lisäksi arvioimme Crossfire-alihankinnasta tuloutuvan kehitysmaksujen lisäksi rojalteja CrossfireX ja Crossfire HD -pelin julkaisun myötä. Odotamme

myös Controlin myynnin jatkuvan hyvin digitaalisissa kanavissa sekä uusilla konsoleilla.

Ennusteemme odottaa Q1:lle noin 1,5 MEUR:n rahoituskuluja suunnatusta osakeannista. Näin ollen raportoidun osakekohtaisen tuloksen ennusteemme (2021e: 0,85 EUR) pysyttelee edellisvuoden tasolla kasvavasta liikevoitosta huolimatta. Annin kuluista oikaistuna odotamme osakekohtaisen tuloksen kasvavan 0,94 euroon.

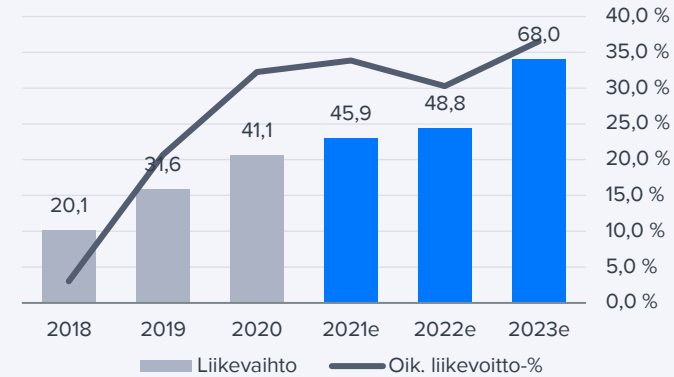
### Vuosien 2022-2023 ennusteet

Arvioimme pienemmän Epic-projektin julkaisun ajoittuvan vuoteen 2022 ja muuten liikevaihtoa tulevan samoista lähteistä kuin vuonna 2021. Seuraavien projektien myötä kasvavien kulujen takia odotamme liikevoiton (2022e: 14,8 MEUR) pysyttelevän vakaana lievistä liikevaihdon kasvusta (+6 %) huolimatta.

Vuonna 2023 odotamme Remedyn liikevaihtoon (68 MEUR) ja liikevoittoon (24,8 MEUR) merkittävää tasokorotusta suuren Epic-projektin julkaisun myötä. Vanguardista on odotettavissa tuolloin myös jo merkittävämpää tulovirtaa, sillä arvioimme pelin julkaisun tapahtuvan vuosien 2022-2023 aikana. Oletamme myös Crossfire-alihankinnan tai vastaavanlaisen alihankintaprojektin jatkuvan tuolloin. Lisäksi Control ja sen lisäosat sekä aiemmat Crossfire-projektit tuovat yhtiölle rojalteja pelien myynnin jatkuessa.

Vuosina 2022-2023 yhtiö arvioimme mukaan myös käynnistää yksi tai kaksi seuraavaa uutta isompaa peliprojektia, joista voi tuloutua liikevaihtoa julkaisusopimusten ja kehitysmaksujen muodossa. Toinen näistä projekteista on vuoden 2020 tilinpäätöksen perusteella jo kehityspotken alkupäässä.

## Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys



## EPS ja osinko



# Strategia pelihankkeiden valossa

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



# Ennusteet ja arvonmääritys 2/5

## 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 vuosittain kohtuullisesti menestyviä pelijulkaisuja, jotka mahdollistavat yhtiön kasvun ja hyvän kannattavuustason. Ennusteillamme Remedyn liikevaihto kasvaa vuosina 2024-2030 keskimäärin 10 % vuodessa ja saavuttaa vuoteen 2030 mennessä 133 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 lähivuosina 30-37 %:n tasolla (2020: 32 %). Pitkän aikavälin kannattavuusoletuksemme on asetettu 38 %: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 2018-2019 pienet 0,10-0,11 euron osakekohtaiset osingot ja vuoden 2020 tuloksesta osinkoehdotus on 0,15 euroa osakkeelta. Remedyn työntekijöistä merkittävä osa on yhtiön omistajia ja arvioimme yhtiön jatkavan myös tulevana vuosina pienen, asteittain kasvavan osingon maksamista.

Isossa kuvassa yhtiön kannattaa mielestämme investoida pääomansa uusiin peliprojekteihin ja ylläpitää vahvaa nettokassaa hyvän neuvotteluasemansa säilyttämiseksi julkaisijakumppanien suuntaan. Odotamme yhtiön osingonjakosuhteen olevan vuosina 2021-2023 noin 20-28 % ja osingon näyttävän osakkeen tuoton kannalta hyvin pientä roolia.

# Ennusteet

Tuloslaskelma	2018	2019	H1'20	H2'20	2020	Q1'21e	Q2'21e	Q3'21e	Q4'21e	2021e	2022e	2023e	2024e
<b>Liikevaihto</b>	<b>20,1</b>	<b>31,6</b>	<b>17,0</b>	<b>24,1</b>	<b>41,1</b>	<b>8,5</b>	<b>9,0</b>	<b>12,9</b>	<b>15,5</b>	<b>45,9</b>	<b>48,8</b>	<b>68,0</b>	<b>77,8</b>
<b>Käyttökate</b>	<b>1,1</b>	<b>7,4</b>	<b>3,7</b>	<b>10,7</b>	<b>14,3</b>	<b>1,7</b>	<b>2,0</b>	<b>5,3</b>	<b>7,6</b>	<b>16,7</b>	<b>17,0</b>	<b>33,2</b>	<b>37,6</b>
Poistot ja arvonalennukset	-0,5	-0,8	-0,5	-0,6	-1,1	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-1,1	-2,2	-8,3	-8,9
<b>Liikevoitto ilman kertaeriä</b>	<b>0,6</b>	<b>6,5</b>	<b>3,2</b>	<b>10,1</b>	<b>13,2</b>	<b>1,4</b>	<b>1,7</b>	<b>5,1</b>	<b>7,3</b>	<b>15,5</b>	<b>14,8</b>	<b>24,8</b>	<b>28,7</b>
<b>Liikevoitto</b>	<b>0,6</b>	<b>6,5</b>	<b>3,2</b>	<b>10,1</b>	<b>13,2</b>	<b>1,4</b>	<b>1,7</b>	<b>5,1</b>	<b>7,3</b>	<b>15,5</b>	<b>14,8</b>	<b>24,8</b>	<b>28,7</b>
Nettorahoituskulut	0,1	0,0	0,0	-0,3	-0,3	-1,6	-0,1	-0,1	-0,1	-1,7	-0,1	-0,1	0,0
<b>Tulos ennen veroja</b>	<b>0,7</b>	<b>6,6</b>	<b>3,1</b>	<b>9,8</b>	<b>12,9</b>	<b>-0,1</b>	<b>1,7</b>	<b>5,0</b>	<b>7,3</b>	<b>13,8</b>	<b>14,7</b>	<b>24,7</b>	<b>28,7</b>
Verot	-0,1	-1,3	-0,6	-2,0	-2,6	0,0	-0,3	-1,0	-1,5	-2,8	-2,9	-4,9	-5,7
<b>Nettotulos</b>	<b>0,5</b>	<b>5,2</b>	<b>2,5</b>	<b>7,8</b>	<b>10,3</b>	<b>-0,1</b>	<b>1,4</b>	<b>4,0</b>	<b>5,8</b>	<b>11,1</b>	<b>11,7</b>	<b>19,8</b>	<b>23,0</b>
<b>EPS (oikaistu)</b>	<b>0,04</b>	<b>0,43</b>	<b>0,21</b>	<b>0,65</b>	<b>0,86</b>	<b>0,08</b>	<b>0,10</b>	<b>0,31</b>	<b>0,44</b>	<b>0,94</b>	<b>0,90</b>	<b>1,51</b>	<b>1,76</b>
<b>EPS (raportoitu)</b>	<b>0,04</b>	<b>0,43</b>	<b>0,21</b>	<b>0,65</b>	<b>0,86</b>	<b>-0,01</b>	<b>0,10</b>	<b>0,31</b>	<b>0,44</b>	<b>0,85</b>	<b>0,90</b>	<b>1,51</b>	<b>1,76</b>

Tunnusluvut	2018	2019	H1'20	H2'20	2020	Q1'21e	Q2'21e	Q3'21e	Q4'21e	2021e	2022e	2023e	2024e
<b>Liikevaihdon kasvu-%</b>	17,3 %	57,1 %	23,0 %	35,1 %	29,8 %					11,7 %	6,3 %	39,3 %	14,4 %
<b>Oikaistun liikevoiton kasvu-%</b>	-49 %	973 %	116 %	99 %	103 %					17,3 %	-4,8 %	68,0 %	15,6 %
<b>Käyttökate-%</b>	5,5 %	23,2 %	21,6 %	44,2 %	34,8 %	19,9 %	22,4 %	41,4 %	49,0 %	36,3 %	34,7 %	48,8 %	48,3 %
<b>Oikaistu liikevoitto-%</b>	3,0 %	20,6 %	18,6 %	41,8 %	32,2 %	16,6 %	19,3 %	39,2 %	47,2 %	33,8 %	30,3 %	36,5 %	36,9 %
<b>Nettotulos-%</b>	2,6 %	16,6 %	14,7 %	32,5 %	25,2 %	-1,3 %	15,0 %	31,1 %	37,5 %	24,1 %	24,1 %	29,1 %	29,5 %

Lähde: Inderes

# Ennusteet ja arvonmääritys 3/5

## Arvonmääritys

### Sijoitusnäkemys

Vuodesta 2019 alkaen Remedy on elänyt vahvaa kasvutarinaansa myös numeroiden kautta, mikä on heijastunut voimakkaasti, ja mielestämme oikeutetusti, osakkeen arvostustasoon. Vahvistunut asema arvoketjussa, moniprojektimallin myötä suuremmat ja hajautetummat tulovirrat sekä Epic-sopimuksen tuoma näkyvyys lähivuosille ja sitä kautta madaltunut riskitaso ovat kasvattaneet Remedyn arvoa. Samalla toimialan trendit ovat kehittyneet Remedyn kannalta suotuisasti, mikä on vahvistanut yhtiön pitkän aikavälin kasvunäkymiä. Lisäksi yhtiön skaalautuvan liiketoimintamallin kannattavuuspotentiaalista on saatu ensimmäisiä välähdyksiä.

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 osua kultasuoneen ja nousta todelliseksi hittipeliksi. Moniprojektimallin ylösajon myötä pelien julkaisuhahti myös tihenee ja ”menestysoptioiden” lukumäärä nousee. Pelkästään jo kohtuullisen hyvin menestyvillä peleillä yhtiön kasvunäkymät ovat arviomme

mukaan hyvät pitkälle tulevaisuuteen.

Kirstyneen arvostuksen valossa huonossa skenaariossa osakkeessa olisi luonnollisesti selvää laskuvaraa, mutta alihankintaprojektit sekä osittain julkaisijan 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. Niin kauan kuin Remedyn strategia etenee oikeaan suuntaan, pidämme mahdollista kurssiheiluntaa enemmän ostomahdollisuutena.

Kokonaisuudessaan pidämme Remedyn osakkeen tuotto/riski-suhdetta nykyarvostuksella houkuttelevana yhtiön pitkän aikavälin erittäin kiinnostavan sijoittajatarinan valossa. Toistamme osakkeen lisää-suosituksen ja 50,0 euron tavoitehinnan. Tavoitehintamme vastaa noin 23x EV/EBIT-kerrointa ja 8x EV/Liikevaihto-kerrointa vuoden 2023 ennusteillamme.

### Arvostuskertoimet

Remedyn vuosien 2021-2022 P/E-kertoimet ovat 47x-49x ja vahvan nettokassan huomioivat EV/EBIT-kertoimet 33x-34x. Kertoimet ovat korkeita ja heijastelevat osakkeeseen ladattuina merkittäviä tuloskasvuodotuksia. Remedy on kuitenkin yhä kasvupolkunsa alkupäässä ja lähivuosien tulostaso ei anna täyttä kuvaa yhtiön potentiaalista. Siten arvostusta tulee mielestämme tarkastella yhtiön pitkän aikavälin kasvunäkymien valossa. Huomautamme kuitenkin, että lyhyellä tähtäimellä kireä arvostus ei jätä olennaista tilaa suuremmille säröille kasvutarinassa.

Arvostustaso	2021e	2022e	2023e
Osakekurssi	43,8	43,8	43,8
Osakemäärä, milj. kpl	13,1	13,1	13,1
Markkina-arvo	572	572	572
Yritysarvo (EV)	506	500	482
P/E (oik.)	46,6	48,7	28,9
P/E	51,7	48,7	28,9
P/Kassavirta	11,5	70,2	27,1
P/B	6,7	6,0	5,1
P/S	12,5	11,7	8,4
EV/Liikevaihto	11,0	10,2	7,1
EV/EBITDA (oik.)	30,4	29,5	14,5
EV/EBIT (oik.)	32,5	33,8	19,4
Osinko/tulos (%)	23,6 %	27,8 %	19,8 %
Osinkotuotto-%	0,5 %	0,6 %	0,7 %

Lähde: Inderes



# Ennusteet ja arvonmääritys 4/5

Arviomme mukaan vuonna 2023 moniprojektimalli on edennyt vaiheeseen, jossa Remedy saa tuloja yli viidestä jo julkaistuista tai kehitteillä olevasta pelihankkeesta. Odotamme tuolloin yhtiön liikevaihtoon (68 MEUR) ja liikevoittoon (24,8 MEUR) merkittävää tasokorotusta. Ennusteellamme osakkeen P/E-kerroin on tuolloin 29x ja EV/EBIT 19x. Kertoimet näyttävät mielestämme kohtuullisilta, kun huomioidaan Remedy pitkän aikavälin vahvat kasvunäkymät.

Liikevaihtopohjaisesti Remedyä hinnoitellaan vuosille 2021-2022 11x-10x EV/Liikevaihto-kertoimilla. Tulokertoimien tavoin liikevaihtokertoimet ovat nousseet selvästi viime vuosien aikana samalla kun sijoittajien luottamus yhtiön kasvustrategiaa kohtaan on vahvistunut. Arvostuskertoimien nousua on tukenut myös koko pelisektorin merkittävästi kohonnut arvostustaso. Absoluuttisesti Remedy liikevaihtokertoimet ovat jo korkeita ja heijastelevat osakkeeseen ladattuja kasvuodotuksia.

## Vertailuryhmä

Olemme koonneet Remedy 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 Remedy arvostukseen. Pelien laadulla mitattuna Remedy asemoituu näkemysksemme mukaan ryhmän kärkikastiin, mikä toisaalta puoltaa preemiohinnoittelua. Siten verrokkien keskimääräinen arvostustaso toimii mielestämme yhtenä kohtuullisen hyvänä mittatikkuna, johon peilata Remedy arvostusta.

Peliyhtiöiden koronakestävyys on heijastunut koko sektorin arvostustasoihin voimakkaasti ja Remedy verrokkiryhmän mediaani liikevaihtokerroin on viimeisen vuoden aikana noussut noin 60 %. Tällä hetkellä verrokkiryhmää hinnoitellaan mediaanitasolla vuosille 2021-2022 11x-9x EV/S-kertoimilla, 33x-26x EV/EBIT-kertoimilla ja 40x-33x P/E-kertoimilla. Kertoimet ovat absoluuttisesti korkeita ja heijastelevat yhtiöihin ladattuja korkeita tuloskasvuodotuksia. Pidämmekin yhtenä riskinä, ettei yhtiöille välttämättä hyväksytä jatkossa näin korkeita kertoimia, varsinkaan jos lähivuosien tuloskasvuodotukset eivät realisoidu. Kertoimet voivat kuitenkin myös normalisoitua asteittain tuloskasvun mukana tulevien vuosien aikana, jolloin korkeat arvostukset eivät koidu ongelmaksi. Pelialan vahvojen kasvunäkymien valossa näköpiirissä ei ole tekijöitä, jotka yllättäen muuttaisivat dramaattisesti sektorin osakkeiden hinnoitteludynamiikkaa.

Remedy vuoden 2021 EV/EBIT-kerroin on verrokkien tasolla ja ensi vuoden kerroin 29 % yli verrokkien. EV/Liikevaihto-kertoimella Remedy arvostus on tänä vuonna verrokkien tasolla. Kokonaisuutena Remedy lähivuosien suhteellinen arvostus näyttää melko neutraalilta verrokkeihin nähden, vaikka yhtiö on vielä kaukana täydestä potentiaalistaan. Vuodelle 2023 ennustamamme tulosloikan myötä Remedy arvostus (2023e EV/EBIT 19x) alkaa näyttää maltilliselta verrokkeihin nähden, olettaen pelisektorin nykyisten arvostustasojen edes jollain tasolla säilyvän myös tulevina vuosina.

## DCF-malli

DCF-mallimme mukainen oman pääoman arvo

Remedyllä on 658 MEUR, mikä vastaa 50,3 euron osakekohtaista arvoa. Mallin taustalla olevat ennusteet on esitelty ennustekappaleessa ja terminaaliolietuksena olemme käyttäneet 3 %:n kasvua ja 38 %:n liikevoittoa. Remedy tapauksessa tulevat kassavirrat ovat herkkiä pelien menestykselle ja DCF-mallin antama arvo vaihtelee voimakkaasti sen mukaan. Mallissamme pääoman kustannus (WACC) on asetettu 7,8 %:iin. Mielestämme taso alkaa olla peliyhtiölle suhteellisen matala, mutta matala korkoympäristö, Remedy vahva taloudellinen tilanne, vahvat kasvunäkymät ja vakuuttava strategian toteuttaminen huomioiden perusteltu.

# Ennusteet ja arvonmääritys 5/5

## 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.

Nykyisten ennusteidemme valossa odotamme Remedyn liikevaihdon saavuttavan noin 93 MEUR:n tason vuoteen 2025 mennessä. Kannattavuuden (EBIT-%) ennustamme nousevan 37 %:iin 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 685 MEUR vuonna 2025. Lisäämällä tähän vuoden 2025

ennustettu nettokassa sekä vuosien 2021-2025 osingot, saadaan osakekannan arvoksi noin 832 MEUR tai 64 euroa osakkeelta. Tämä tarkoittaisi noin 8 %:n vuotuista tuotto-odotusta nykyisellä osakekurssilla. Mielestämme tuotto-odotus on houkutteleva, 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 65 MEUR. Liikevoittomarginaalin odotamme jäävän suunnilleen nykytasolle 30 %:iin. Tässä skenaariossa oletetulla 17x EV/EBIT-kertoimella osakekannan arvoksi muodostuu 434 MEUR tai 33 euroa osakkeelta, mikä tarkoittaisi noin -6 %:n vuotuista tuotto-odotusta. Pessimistinen skenaario kertoo osaltaan osakkeeseen ladatuista odotuksista, sillä tässäkin skenaariossa kasvu on kohtalaisen 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 48 %:iin ja vahvemman kasvu- ja kannattavuusprofiilin valossa sovellamme 23x EV/EBIT-kerrointa. Näillä oletuksilla osakekannan arvoksi muodostuu 1520 MEUR tai 116 euroa osakkeelta, mikä tarkoittaisi 23 %:n vuotuista tuotto-odotusta. Skenaario havainnollistaa Remedyn osakkeessa olevan edelleen merkittävää potentiaalia, jos yhtiö onnistuu luomaan erittäin hyvin menestyviä pelejä tulevien vuosien aikana.

Skenaariot vuoteen 2025	Pessimistinen	Nykyennusteet	Optimistinen
Liikevaihto 2025	64,8	92,6	120,3
EBIT-%	30 %	37 %	48 %
Liikevoitto	19,4	34,3	57,8
x hinnoittelukerroin (EV/EBIT)	17,0	20,0	23,0
<b>Yritysarvo</b>	<b>330</b>	<b>685</b>	<b>1 329</b>
+ Nettokassa & osingot 2021-2025	103	147	192
<b>Osakekannan arvo</b>	<b>434</b>	<b>832</b>	<b>1 520</b>
Per osake (EUR)	33	64	116
Potentiaali	-24 %	46 %	166 %
Vuotuinen tuotto-odotus (5v)	-6 %	8 %	23 %

# Vertailuryhmä

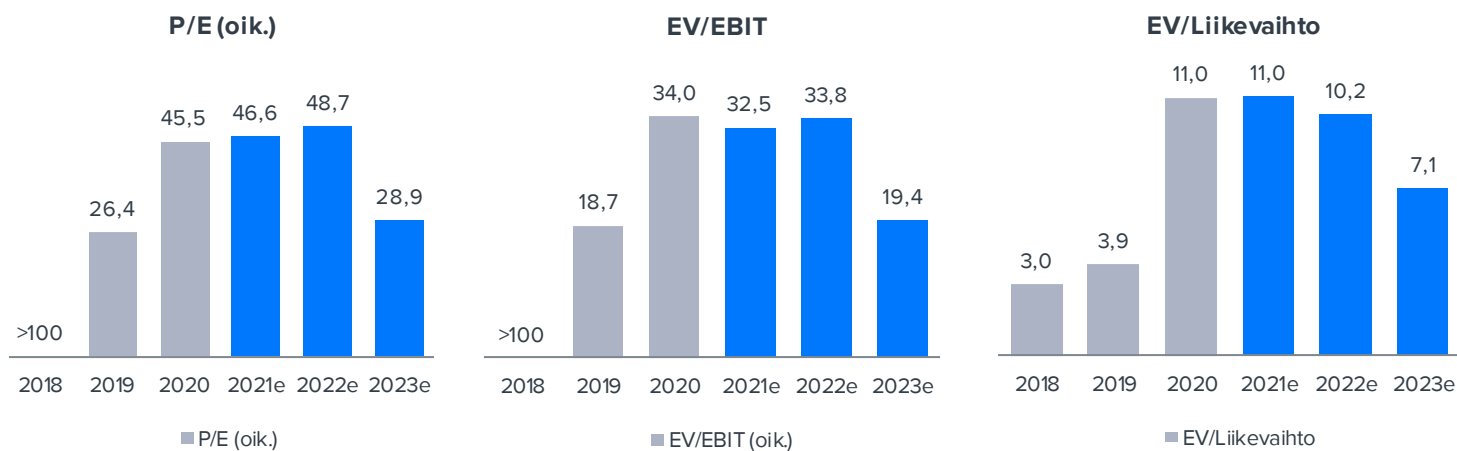
Verokkiryhmän arvostus	Osakekurssi	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%	
Yhtiö		MEUR	MEUR	2021e	2022e	2021e	2022e	2021e	2022e	2021e	2022e	2021e	2022e
Frontier Developments PLC	2930,0	1316	1295	55,8	32,2	29,4	19,0	11,9	7,5	63,1	37,2		
Embracer Group	248,5	9257	8679	371,2	376,3	24,0	13,9	9,2	5,8				
CD Projekt SA	191,8	4309	4185	19,5	23,3	16,1	20,1	11,1	13,1	22,7	24,3	4,0	3,4
Paradox Interactive AB (publ)	208,0	2136	2102	29,8	25,1	18,2	14,6	11,4	8,7	41,8	33,9	0,5	0,5
Koei Tecmo Holdings Co Ltd	5050,0	6512	6471	33,8	30,2	33,0	28,2	14,4	13,6	33,8	32,8	1,5	1,5
Sumo Group PLC	367,0	734	741	32,9	27,4	26,6	22,5	6,2	5,2	40,5	34,6		
Team17 Group PLC	775,0	1185	1115	32,2	28,7	28,8	25,8	10,7	9,6	40,2	36,6		
Playway SA	547,5	784	762	15,0	13,7	14,9	13,7	11,2	10,1	19,2	18,8	3,2	4,1
11 Bit Studios SA	550,0	284	263	61,3	18,5	39,9	16,2	18,8	9,4	71,5	18,9		
Enad Global 7	106,0	806	700	17,9	13,9	13,5	10,4	3,8	3,4	28,5	25,4		
<b>Remedy (Inderes)</b>	<b>43,8</b>	<b>572</b>	<b>506</b>	<b>32,5</b>	<b>33,8</b>	<b>30,4</b>	<b>29,5</b>	<b>11,0</b>	<b>10,2</b>	<b>46,6</b>	<b>48,7</b>	<b>0,5</b>	<b>0,6</b>
<b>Keskiarvo</b>				<b>66,9</b>	<b>58,9</b>	<b>24,4</b>	<b>18,4</b>	<b>10,9</b>	<b>8,6</b>	<b>40,2</b>	<b>29,2</b>	<b>2,3</b>	<b>2,4</b>
<b>Mediaani</b>				<b>32,5</b>	<b>26,2</b>	<b>25,3</b>	<b>17,6</b>	<b>11,2</b>	<b>9,0</b>	<b>40,2</b>	<b>32,8</b>	<b>2,3</b>	<b>2,5</b>
<b>Erotus-% vrt. mediaani</b>				<b>0 %</b>	<b>29 %</b>	<b>20 %</b>	<b>68 %</b>	<b>-1 %</b>	<b>13 %</b>	<b>16 %</b>	<b>49 %</b>	<b>-81 %</b>	<b>-77 %</b>

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

# Arvostus yhteenveto

Arvostustaso	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e
Osakekurssi	6,70	11,5	39,0	43,8	43,8	43,8	43,8
Osakemäärä, milj. kpl	12,1	12,1	12,1	13,1	13,1	13,1	13,1
Markkina-arvo	81	138	471	572	572	572	572
Yritysarvo (EV)	61	122	451	506	500	482	462
P/E (oik.)	>100	26,4	45,5	46,6	48,7	28,9	24,9
P/E	>100	26,4	45,5	51,7	48,7	28,9	24,9
P/Kassavirta	neg.	neg.	82,2	11,5	70,2	27,1	23,3
P/B	3,6	5,2	13,3	6,7	6,0	5,1	4,4
P/S	4,0	4,4	11,5	12,5	11,7	8,4	7,4
EV/Liikevaihto	3,0	3,9	11,0	11,0	10,2	7,1	5,9
EV/EBITDA (oik.)	55,2	16,6	31,5	30,4	29,5	14,5	12,3
EV/EBIT (oik.)	>100	18,7	34,0	32,5	33,8	19,4	16,1
Osinko/tulos (%)	226,8 %	25,4 %	19,0 %	23,6 %	27,8 %	19,8 %	19,9 %
Osinkotuotto-%	1,5 %	1,0 %	0,4 %	0,5 %	0,6 %	0,7 %	0,8 %

Lähde: Inderes



# DCF-kassavirtalaskelma

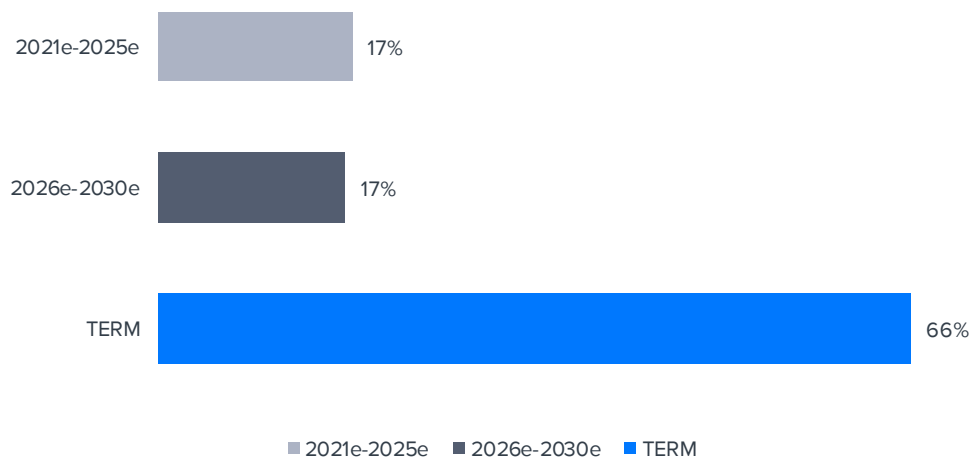
DCF-laskelma	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	TERM
<b>Liikevoitto</b>	<b>13,2</b>	<b>15,5</b>	<b>14,8</b>	<b>24,8</b>	<b>28,7</b>	<b>34,3</b>	<b>40,5</b>	<b>44,5</b>	<b>46,7</b>	<b>49,1</b>	<b>50,5</b>	
+ Kokonaispoistot	1,1	1,1	2,2	8,3	8,9	8,2	8,4	8,5	10,1	9,8	9,7	
- Maksetut verot	-2,6	-2,8	-2,9	-4,9	-5,7	-6,9	-8,1	-8,9	-9,3	-9,8	-10,1	
- verot rahoituskuluista	-0,1	-0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	0,4	1,3	0,7	-0,5	0,3	0,3	0,6	1,0	1,2	0,0	0,0	
<b>Operatiivinen kassavirta</b>	<b>12,1</b>	<b>14,8</b>	<b>14,7</b>	<b>27,7</b>	<b>32,1</b>	<b>36,0</b>	<b>41,4</b>	<b>45,1</b>	<b>48,7</b>	<b>49,1</b>	<b>50,1</b>	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-6,4	-6,6	-6,6	-6,6	-7,6	-8,6	-8,6	-8,6	-9,6	-9,6	-9,7	
<b>Vapaa operatiivinen kassavirta</b>	<b>5,7</b>	<b>8,2</b>	<b>8,1</b>	<b>21,1</b>	<b>24,5</b>	<b>27,4</b>	<b>32,8</b>	<b>36,5</b>	<b>39,1</b>	<b>39,5</b>	<b>40,4</b>	
+/- Muut	0,0	41,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	5,7	49,7	8,1	21,1	24,5	27,4	32,8	36,5	39,1	39,5	40,4	876
<b>Diskontattu vapaa kassavirta</b>		<b>47,1</b>	<b>7,2</b>	<b>17,2</b>	<b>18,6</b>	<b>19,2</b>	<b>21,4</b>	<b>22,1</b>	<b>21,9</b>	<b>20,6</b>	<b>19,5</b>	<b>423</b>
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		638	591	584	567	548	529	508	485	464	443	423
<b>Velaton arvo DCF</b>		<b>638</b>										
- Korolliset velat		-3,7										
+ Rahavarat		23,7										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
<b>Oman pääoman arvo DCF</b>		<b>658</b>										
<b>Oman pääoman arvo DCF per osake</b>		<b>50,3</b>										

## Pääoman kustannus (wacc)

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

Lähde: Inderes

## Rahavirranjakauma jaksottain



# Tase

Vastaavaa	2019	2020	2021e	2022e	2023e
<b>Pysyvät vastaavat</b>	<b>5,1</b>	<b>10,4</b>	<b>15,9</b>	<b>20,4</b>	<b>18,6</b>
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aineettomat hyödykkeet	2,8	7,7	13,5	18,6	17,3
Käyttöomaisuus	1,8	2,2	1,9	1,1	0,8
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset varat	0,5	0,6	0,6	0,6	0,6
Laskennalliset verosaamiset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Vaihtuvat vastaavat</b>	<b>30,8</b>	<b>37,9</b>	<b>78,4</b>	<b>81,9</b>	<b>101</b>
Vaihto-omaisuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	11,2	14,2	9,2	8,3	10,9
Likvidit varat	19,6	23,7	69,2	73,6	89,6
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>35,9</b>	<b>48,4</b>	<b>94,3</b>	<b>102</b>	<b>119</b>

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2019	2020	2021e	2022e	2023e
<b>Oma pääoma</b>	<b>26,4</b>	<b>35,4</b>	<b>86,0</b>	<b>95,1</b>	<b>112</b>
Osakepääoma	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Kertyneet voittovarot	12,5	21,5	30,6	39,8	56,3
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	13,7	55,2	55,2	55,2
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Pitkäaikaiset velat</b>	<b>3,7</b>	<b>2,8</b>	<b>1,9</b>	<b>0,9</b>	<b>0,0</b>
Laskennalliset verovelat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lainat rahoituslaitoksilta	3,7	2,8	1,9	0,9	0,0
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Lyhytaikaiset velat</b>	<b>5,8</b>	<b>10,2</b>	<b>6,4</b>	<b>6,3</b>	<b>7,5</b>
Lainat rahoituslaitoksilta	0,0	0,9	0,9	0,9	0,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	5,8	9,3	5,5	5,4	7,5
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>35,9</b>	<b>48,4</b>	<b>94,3</b>	<b>102</b>	<b>119</b>

# Yhteenveto

Tuloslaskelma	2018	2019	2020	2021e	2022e	Osakekohtaiset luvut	2018	2019	2020	2021e	2022e
Liikevaihto	20,1	31,6	41,1	<b>45,9</b>	<b>48,8</b>	EPS (raportoitu)	0,04	0,43	0,86	<b>0,85</b>	<b>0,90</b>
Käyttökate	1,1	7,4	14,3	<b>16,7</b>	<b>17,0</b>	EPS (oikaistu)	0,04	0,43	0,86	<b>0,94</b>	<b>0,90</b>
Liikevoitto	0,6	6,5	13,2	<b>15,5</b>	<b>14,8</b>	Operat. kassavirta / osake	0,19	-0,04	1,00	<b>1,13</b>	<b>1,13</b>
Voitto ennen veroja	0,7	6,6	12,9	<b>13,8</b>	<b>14,7</b>	Vapaa kassavirta / osake	-0,05	-0,25	0,47	<b>3,80</b>	<b>0,62</b>
Nettovoitto	0,5	5,2	10,3	<b>11,1</b>	<b>11,7</b>	Omapääoma / osake	1,85	2,19	2,93	<b>6,58</b>	<b>7,28</b>
Kertaluontoiset erät	0,0	0,0	0,0	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	Osinko / osake	0,10	0,11	0,15	<b>0,20</b>	<b>0,25</b>
<b>Tase</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021e</b>	<b>2022e</b>	<b>Kasvu ja kannattavuus</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021e</b>	<b>2022e</b>
Taseen loppusumma	28,3	35,9	48,4	<b>94,3</b>	<b>102,3</b>	Liikevaihdon kasvu-%	17 %	57 %	30 %	<b>12 %</b>	<b>6 %</b>
Oma pääoma	22,4	26,4	35,4	<b>86,0</b>	<b>95,1</b>	Käyttökateen kasvu-%	-50 %	568 %	95 %	<b>16 %</b>	<b>2 %</b>
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	Liikevoiton oik. kasvu-%	-76 %	973 %	103 %	<b>17 %</b>	<b>-5 %</b>
Nettovelat	-20,1	-15,9	-20,0	<b>-66,4</b>	<b>-71,8</b>	EPS oik. kasvu-%	-72 %	884 %	97 %	<b>10 %</b>	<b>-4 %</b>
<b>Kassavirta</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021e</b>	<b>2022e</b>	Käyttökate-%	5,5 %	23,2 %	34,8 %	<b>36,3 %</b>	<b>34,7 %</b>
Käyttökate	1,1	7,4	14,3	<b>16,7</b>	<b>17,0</b>	Oik. Liikevoitto-%	3,0 %	20,6 %	32,2 %	<b>33,8 %</b>	<b>30,3 %</b>
Nettokäyttöpääoman muutos	1,3	-6,5	0,4	<b>1,3</b>	<b>0,7</b>	Liikevoitto-%	3,0 %	20,6 %	32,2 %	<b>33,8 %</b>	<b>30,3 %</b>
Operatiivinen kassavirta	2,3	-0,5	12,1	<b>14,8</b>	<b>14,7</b>	ROE-%	2,4 %	21,5 %	33,5 %	<b>18,2 %</b>	<b>13,0 %</b>
Investoinnit	-2,9	-2,5	-6,4	<b>-6,6</b>	<b>-6,6</b>	ROI-%	2,5 %	23,6 %	38,3 %	<b>24,3 %</b>	<b>15,9 %</b>
Vapaa kassavirta	-0,7	-3,0	5,7	<b>49,7</b>	<b>8,1</b>	Omavaraisuusaste	79,1 %	73,5 %	73,2 %	<b>91,2 %</b>	<b>93,0 %</b>
						Nettovelkaantumisasaste	-89,9 %	-60,2 %	-56,6 %	<b>-77,2 %</b>	<b>-75,5 %</b>
<b>Suurimmat omistajat</b>			<b>%-osakkeista</b>			<b>Arvostuskertoimet</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021e</b>	<b>2022e</b>
Markus Mäki			25,2 %			EV/Liikevaihto	3,0	3,9	11,0	<b>11,0</b>	<b>10,2</b>
Accendo Capital			19,3 %			EV/EBITDA (oik.)	55,2	16,6	31,5	<b>30,4</b>	<b>29,5</b>
Sami Järvi			4,7 %			EV/EBIT (oik.)	>100	18,7	34,0	<b>32,5</b>	<b>33,8</b>
Working Capital Management			3,4 %			P/E (oik.)	>100	26,4	45,5	<b>46,6</b>	<b>48,7</b>
Tero Virtala			2,7 %			P/B	3,6	5,2	13,3	<b>6,7</b>	<b>6,0</b>
Taaleritehdas Mikro Markka			2,1 %			Osinkotuotto-%	1,5 %	1,0 %	0,4 %	<b>0,5 %</b>	<b>0,6 %</b>

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 kehotukseksi ostaa, myydä tai merkitä sijoitustuotteita. Asiakkaan tulee myös ymmärtää, että historiallinen kehitys ei ole tae tulevasta. Tehdessään päätöksiä sijoitustoimenpiteistä, asiakkaan tulee perustaa päätöksensä omaan tutkimukseensa, sekä arvioonsa sijoituskohteen arvoon vaikuttavista seikoista ja ottaa huomioon omat tavoitteensa, taloudellinen tilanteensa sekä tarvittaessa käytettävä neuvonantajia. Asiakas vastaa sijoituspäätöksensä tekemisestä ja niiden taloudellisesta tuloksesta.

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

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

Inderesin suosituspolitiikka perustuu seuraavaan jakaamaan suhteessa osakkeen 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 yhtiössä. Inderes Oy voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoitavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oy:n omistukset esitetään yksilöitynä mallisalkussa. Inderes Oy:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin laatineen analyytikon palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oy:llä ei ole investointipankkiliikeytoimintaa.

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



Inderesin tehtävä on yhdistää pörssiyritykset ja sijoittajat. Tuotamme laadukasta analyysiä ja sisältöjä laajan sijoittajayhteisömme tarpeisiin.

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

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

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

### Inderes Oy

Itämerentori 2  
00180 Helsinki  
+358 10 219 4690

Palkittua analyysiä 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



Petri Kajaani  
2017, 2019, 2020



Joni Grönqvist  
2019, 2020



Erkki Vesola  
2018, 2020



Petri Gostowski  
2020



Atte Riikola  
2020



Olli Koponen  
2020

**Analyysi kuuluu  
kaikille.**