

# Remedy Entertainment

## Sijoitustutkimus

**5/2017**

inde  
res.

# TÄRKEITÄ TIETOJA LUKIJALLE

Inderes Oy ("Inderes") on laatinut tämän tutkimuksen Remedy Entertainment Oyj:stä ("Yhtiö").

Tämä tutkimus on tarkoitettu käytettäväksi ainoastaan taustatietoa varten, eikä sitä tule pitää Yhtiön, sen osakkeiden tai muiden arvopaperien tarjoamisena tai markkinointina Suomessa tai missään muussakaan maassa.

Inderes on laatinut tämän tutkimuksen riippumattomana asiantuntijana. Yhtiö ei ota kantaa tutkimuksen sisältämiin tietoihin eikä ota vastuuta niiden oikeellisuudesta tai mahdollisista puutteista taikka Inderesin niiden perusteella tekemistä johtopäätöksistä.

Tässä tutkimuksessa ei pyritä antamaan kokonaiskuvaa tai sijoitusta varten riittäviä tietoja Yhtiöstä, eikä siinä olevien tietojen perusteella voida tehdä sijoituspäätöksiä. Annettavat tiedot voivat muuttua tai niitä voidaan muuttaa ilman, että lukija saa tästä erillistä ilmoitusta. Mahdollista sijoitusta suunnittelevan tahon on itse selvitettävä ja arvioitava Yhtiöön liittyviä tietoja sekä hankittava omalla kustannuksellaan omat oikeudelliset, taloudelliset, verotukselliset ja muut neuvot mahdollista sijoitusta varten.

Tämä tutkimus sisältää tulevaisuutta koskevia lausumia, arvioita ja laskelmia Yhtiöstä ja markkinoista, joilla Yhtiö toimii. Tällaiset lausumat, arviot ja laskelmat heijastavat niitä varten tehtyjä oletuksia, jotka voivat pitää paikkansa tai osoittautua virheellisiksi. Tulevaisuutta koskevat lausumat, arviot ja laskelmat sisältävät tunnettuja ja tuntemattomia riskejä, epävarmuustekijöitä sekä muita tärkeitä tekijöitä, joiden johdosta Yhtiön todellinen tulos, toiminta ja saavutukset tai toimialan kehitys voivat poiketa olennaisesti tällaisissa tulevaisuutta koskevissa lausumissa, arvioissa ja laskelmissa nimenomaisesti tai välillisesti esitetyistä seikoista. Inderes tai Yhtiö ei anna vakuutuksia tai sitoumuksia tällaisista lausumista, arvioista ja laskelmista.

Vaikka tämä tutkimus on laadittu Yhtiön toimeksiannosta, tutkimus ei ole arvopaperimarkkina- (746/2012) tarkoitettu esite tai markkinointimateriaali. Tutkimus ei sisällä tarjousta, tarjouspyyntöä tai sijoitusneuvoja Yhtiön osakkeiden tai muiden arvopaperien hankkimisesta tai merkitsemisestä. Sovellettavaan lainsäädäntöön saattaa sisältyä tämän tutkimuksen vastaanottamista koskevia rajoituksia. Tutkimuksen vastaanottaja voi saada tiedon tutkimuksesta ja vastaanottaa sen vain sillä ehdolla, että tämä on mahdollista sovellettavan lain mukaan ilman minkäänlaisia viranomaishyväksyntöjä, rekisteröintejä tai muita muodollisuuksia.

Tämä tutkimus ei ole arvopapereiden myyntitarjous Australiassa, Etelä-Afrikassa, Hongkongissa, Japanissa, Kanadassa, Singaporessa, Uudessa-Seelannissa tai Yhdysvalloissa eikä missään Euroopan talousalueen maassa.

Yhtiö ei ole rekisteröinyt, eikä sen tarkoituksena ole rekisteröidä, mitään osaa mahdollisesta tarjouksesta Yhdysvalloissa, eikä sen tarkoituksena ole tarjota arvopapereita yleisölle Yhdysvalloissa. Tarjousta ei tehdä missään sellaisessa maassa, missä joko tarjous tai siihen osallistuminen olisi kiellettyä tai edellyttäisi Suomen lainsäädännön mukaisten toimenpiteiden lisäksi esitteen laatimista, rekisteröintiä tai muita toimenpiteitä.

Tämän tutkimuksen sisältämä tieto ei ole tarkoitettu julkistettavaksi tai levitettäväksi kokonaan tai osittain, suoraan tai välillisesti Australiassa, Etelä-Afrikassa, Hongkongissa, Japanissa, Kanadassa, Singaporessa, Uudessa-Seelannissa tai Yhdysvalloissa tai missään muussa maassa, jossa julkaiseminen tai levittäminen olisi lainvastaista.

# Peliyhtiö pitkään salkkuun

Remedy on peliyhtiö, jolla on selkeä pitkän aikavälin strategia, hallitut riskit, teknologiaan ja osaamiseen liittyvää kilpailuetua sekä peliyhtiöksi hyvä näkyvyys liikevaihtoon usealle vuodelle. Yhtiöllä on vahvat historialliset näytöt menestyvien pelien kehityksestä pääosin alihankintana julkaisukumppaneille. Nyt yhtiö pyrkii nousemaan arvoketjussa asemaan, jossa se kantaa korkeampaa osuutta pelimyynnin onnistumisen riskeistä ja tuotoista. Tätä riskin kasvua osin tasoittaa siirtymä useiden pelihankkeiden samanaikaiseen kehitykseen.

## Ei pelkkää hittibisnestä

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

## Selkeä suunta ja strategia

Remedy aikoo strategiassaan siirtyä usean pelin rinnakkaiseen kehitykseen, mikä tasaa projektiriskejä. Samalla yhtiö tulee rahoittamaan nykyistä suuremman osuuden pelikehityksestä itse, minkä ansiosta pelin IP (tekijänoikeudet) jää yhtiön omistukseen ja yhtiö saa suuremman osuuden pelimyynnin tuotoista. Yhtiöllä on vahvat näytöt laadukkaiden pelien kehityksestä, joten suuremman tuotantoriskin ottaminen on mielestämme perusteltua. Strategian mukainen siirtymä kestää vuosikymmenen lopulle.

## Lähi vuosille melko turvattu liikevaihtokuorma, kasvu alkaa vuonna 2019 pelijulkaisujen myötä

Remedyllä on kehityksessä kaksi pelihanketta, joista toinen on alihankintana tehtävä projekti (Crossfire 2) ja toinen itseomistetun IP:n hanke ("P7"). Arvioimme yhtiön käynnistävän kolmannen hankkeen vuonna 2018. Nämä hankkeet tuovat arviomme mukaan vuosille 2017-2018 noin 20 MEUR:n vuotuisen liikevaihtotason ja niukasti voitollisen tuloksen. Edellyttäen P7-pelin julkaisua, arvioimme vuonna 2019 liikevaihdon nousevan yli 30 MEUR:oon ja tuloksen nousevan selvästi.

## Arvostus herkkä pelien menestykselle, arvonmäärityksen haarukka 5,2-9,0 EUR/osake

Peliala on sen kasvunäkymistä huolimatta vaikea sijoituskohde. Loppukäyttäjien kulutus on impulsiivista, kilpailu kuluttajien huomiosta on kireää, kassavirrat ovat erittäin sykliisiä, teknologia ja liiketoimintamallit muuttuvat nopeasti ja tuotekehityssykliä ovat pitkiä. Remedyn arvonmuodostus on hyvin riippuvainen pelimyynnistä sekä yhtiön kyvystä siirtyä onnistuneesti moniprojektimalliin ja omien pelibrändien kehitykseen. Yhtiön arvoa tulee tarkastella pitkällä aikavälillä johtuen nykyisten hankkeiden kehityssykleistä. Arvioimme yhtiön osakkeen arvoksi 7,0 EUR, mikä vastaa 21,5x P/E-lukua vuoden 2016 tuloksesta ja 14,7x P/E-lukua vuoden 2019 ennustetusta tuloksesta.

## Analytytikot

Joni Ruotsalainen

+358 40 125 8899

joni.ruotsalainen@inderes.fi



Mikael Rautanen

+358 44 025 8908

mikael.rautanen@inderes.fi



## Arvostus (post-money\*)

Valuaatioarvio (Inderes)

85 M€ (63-109)

Arvio / osake

7,0 € (5,2-9,0)

Osakeannin arvostus

68 M€

Merkintähinta / osake

5,65 €

## Arvostus merkintähinnalla 5,65 €

	2016**	2017e	2018e	2019e
Merkintähinta, EUR	-	5,65	5,65	5,65
Markkina-arvo MEUR	68	68	68	68
Velaton arvo, MEUR	58	46	46	41
P/E (oik.)	21,6	85,2	135,5	11,9
EV/Sales	2,8	2,6	2,2	1,3
EV/EBIT	11,7	45,6	66,9	5,6
Osinkotuotto-%	0,9 %	0,0 %	0,0 %	3,4 %

## Avainluvut

	2016	2017e	2018e	2019e
Liikevaihto	16,4	17,8	20,9	31,2
- kasvu %	19,4 %	8,3 %	17,3 %	49,6 %
EBIT	3,9	1,0	0,7	7,3
- EBIT-%	24,0 %	5,6 %	3,3 %	23,3 %
Tulos ennen veroja	3,7	1,0	0,7	7,3
EPS	-	0,07	0,05	0,48

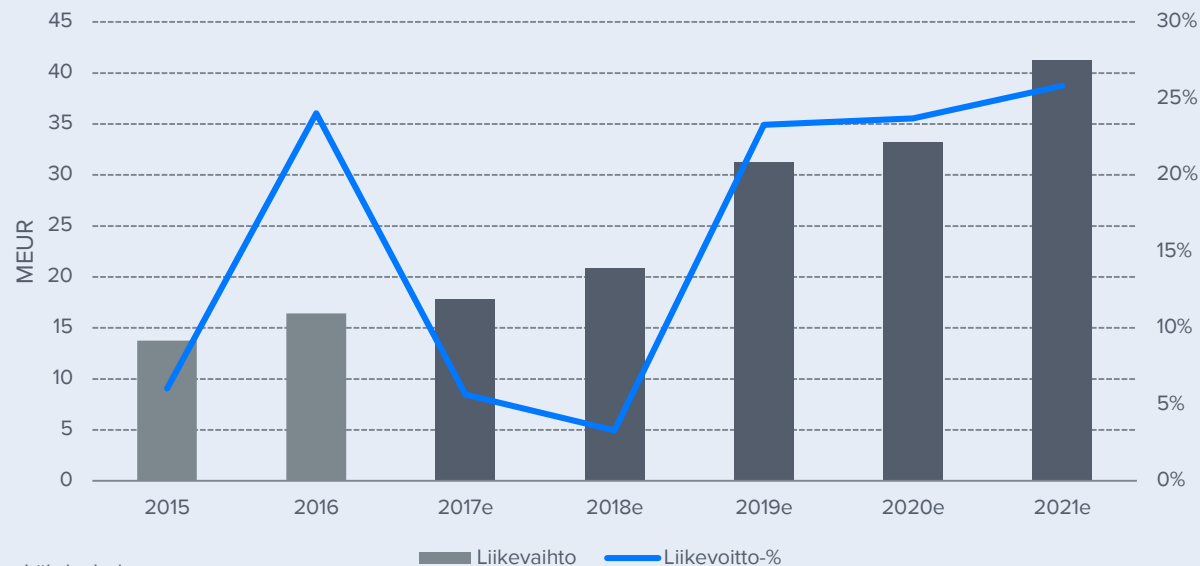
Lähde: Inderes (ennuste). \*Post-money = arvostus osakeannin toteutuksen jälkeen  
\*\*Laskettu 2017 osakeannin post-money -luvuilta

## Globaali pelimarkkina (Mrd. USD)



Lähde: Newzoo

## Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes



\*Merkintähinnalla 5,65 EUR/osake  
Lähde: Inderes



### Arvoajurit

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



### Riskitekijät

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



### Arvostus

- Toimialan suhteelliset arvostukset nousussa
- Vahvaa arvonluontipotentiaalia pelimyyntin onnistuessa
- Kohtalaisen hyvä näkyvyys lähivuosille
- Vaatii pitkäjänteisyyttä, arvostusta tarkasteltava vuoden 2019 näkökulmasta

# Sisällysluettelo

<b>Remedy lyhyesti</b>	<b>s. 6</b>
<b>Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli</b>	<b>s. 7-16</b>
<b>Markkinat ja kilpailu</b>	<b>s. 17-25</b>
<b>Strategia</b>	<b>s. 26-31</b>
<b>Taloudellinen tilanne</b>	<b>s. 32-33</b>
<b>Ennusteet ja arvonmääritys</b>	<b>s. 34-40</b>
<b>Tuloslaskelma, tase ja DCF-malli</b>	<b>s. 41-43</b>
<b>Vastuuvapauslauseke</b>	<b>s. 44</b>

# Remedy lyhyesti

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

**1995**

PERUSTAMISVUOSI

**77/100**

Yhtiön Metacritic arvosana

**8 JULKAISTUA PELIÄ**

YHTIÖN HISTORIASSA

**16,4 MEUR** (+19 % vs. 2015)

LIKEVAIHTO 2016

**3,9 MEUR** (24 % lv:sta)

LIIKETULOS 2016

**138**

HENKILÖSTÖ 2016 LOPUSSA

**2**

PELIÄ TUOTEKEHITYKSESSÄ

1996



Death Rally

2001



Max Payne

2003



Max Payne 2

2010



Alan Wake

2011



Death Rally Mobile

2012



Alan Wake: American Nightmare

2014

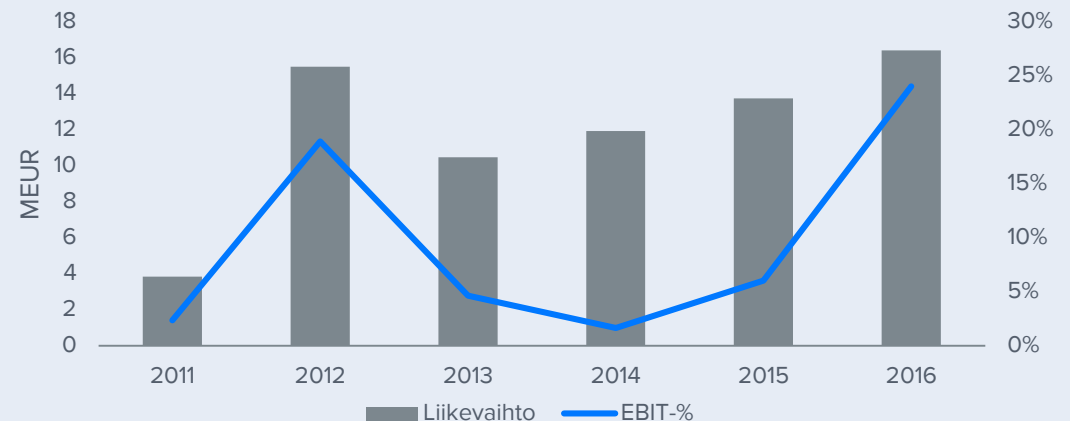


Agents of Storm

2016



Quantum Break



# Yhtiökuvaus 1/3

## Yhtiökuvaus

### Arvostettu pelistudio

Remedy Entertainment (Remedy) on vuonna 1995 perustettu suomalainen videopelikehittäjä. Yhtiö on yksi vanhimmista ja tunnetuimmista pelinkehittäjistä Suomessa ja sen tunnetuimpiin peleihin kuuluvat Death Rally, Max Payne -sarjan pelit, Alan Wake ja sen lisäosa American Nightmare sekä viime vuonna julkaistu Quantum Break. Remedy'n liikevaihto vuonna 2016 oli 16,4 MEUR ja liikevoitto 3,9 MEUR (EBIT-%: 24 %). Yhtiö työllisti vuoden 2016 aikana keskimäärin 123 henkilöä.

Remedy tunnetaan maailmalla parhaiten yhtiön kehittämistä tarinavetoisista toimintapeleistä. Yhtiö on premium-pelien kategoriassa yksi arvostetuimpia pelistudioita. Osoituksena tästä Remedy'n Max Payne -pelisarjan pohjalta tehtiin Hollywood-elokuva jo vuonna 2008, jolloin peleistä tehdyt elokuvakäännökset eivät olleet yleisiä. Yhtiön sisällä vallitseva tahtotila kehittää laadukkaita tarinankerronnanlaadun uniikkeja pelejä näkyy myös yhtiön Metacritic-arviosta (77/100). Metacritic on peliarvioita kokoava sivusto, jossa peliyhtiöt ja pelit saavat kokonaisarvosanan erikseen sekä kriitikoilta ja pelaajilta.

Remedy kehittää korkeatasoisia pelejä pääsääntöisesti PC:lle, Xboxille ja PlayStationille. Remedy'n pelien pelaajia ovat pääasiassa tarinavetoisista toimintapeleistä kiinnostuneet pelaajat, jotka ovat valmiita investoimaan yksittäiseen peliin yli 50 euroa. Liiketoiminnallisesti Remedy'n pelikehitys poikkeaa merkittävästi mobiilipelien

kehityksestä, missä tuotekehityssykli on lyhyempiä, alalle tulokynnys matalampi, kohderyhmä ja markkina ovat erilaisia ja liiketoimintamallin jatkuvuus heikompi.

### Pitkä historia on kasvattanut yhtiöstä kokeneen pelistudion

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

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

muuttamaan kesken pelikehityksen, mikä viivästytti pelin julkaisua vuodella. Remedy maksoi tämän viivästyksen omasta kassastaan ja tästä johtuen vuosi 2008 jäi yhtiöllä vaille liikevaihtoa kokonaan.

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

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

# Yhtiökuvaus 2/3

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

Remedyn viimeisin projekti on viime vuonna julkaistu Quantum Break, jonka yhtiö kehitti myös yhteistyössä Microsoftin kanssa. Quantum Breakin taloudellinen menestys kuitenkin kärsi, sillä nykyisen konsolisukupolven taistossa Microsoftin Xbox One ei saavuttanut pelaajien keskuudessa yhtä suurta suosiota kuin PlayStation 4. Microsoft pyrki Xbox Onella luomaan konsolista koko perheen viihdekeskuksen, kun Sony keskittyi kehittämään puhtaasti pelaajille suunnattua konsolia. Xbox One tuli myös esimerkiksi Euroopan vuoden markkinoille myöhässä PS4:ään verrattuna. Näin ollen Quantum Breakin potentiaalinen pelaajakunta jäi rajalliseksi. Remedy kehitti Quantum Breakin alihankintana, jossa pelin IP jäi Microsoftille ja Remedy ei näin käsittääksemme hyötynyt kaupallisesti kovinkaan paljon itse pelimyyntistä.

## Remedyn pelien arviot

Remedyn tulevaisuuden menestys on kiinni yhtiön kyvystä kehittää laadukkaita ja menestyviä pelejä ja tämän arvioimiseen yhtiön

historia antaa tiettyä näkyvyyttä. Pelialalla erityisesti kalliissa premium peleissä kuluttajien käyttäytymistä ohjaa vahvasti pelien saamat arviot. Metacritic on sivusto, joka koostaa eri kriitikoiden ja käyttäjien arvioita peleistä. Pelaajat usein seuraavat nimenomaan Metacritic-arvioita ja tästä syystä sivustolla on tärkeä rooli pelialalla.

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

Alan Waken kanssa Remedy partneroitui Microsoftin kanssa ja peli suunnattiin täten vahvasti Microsoftin Xbox 360 -alustalle. Peli sai vahvat arviot (Metacritic kuluttaja- ja kriittikkokeskiarvo 82/100), mutta sen kaupalliseen menestykseen vaikutti arviomme mukaan Microsoftin tekemät valinnat. Alan Waken PC:lle tehty lisäosa oli arviomme mukaan kaupallisesti menestys (2012 liikevaihto 15,5 MEUR), mutta menestyi Metacritic -arvioissa heikommin.

Ennen Quantum Breakia Remedy julkaisi kaksi

mobiilipeliä vuosina 2011 ja 2014. Mobiilipelit jäivät yhtiölle kokeiluksi, joka ei tuonut merkittävää kaupallista menestystä.

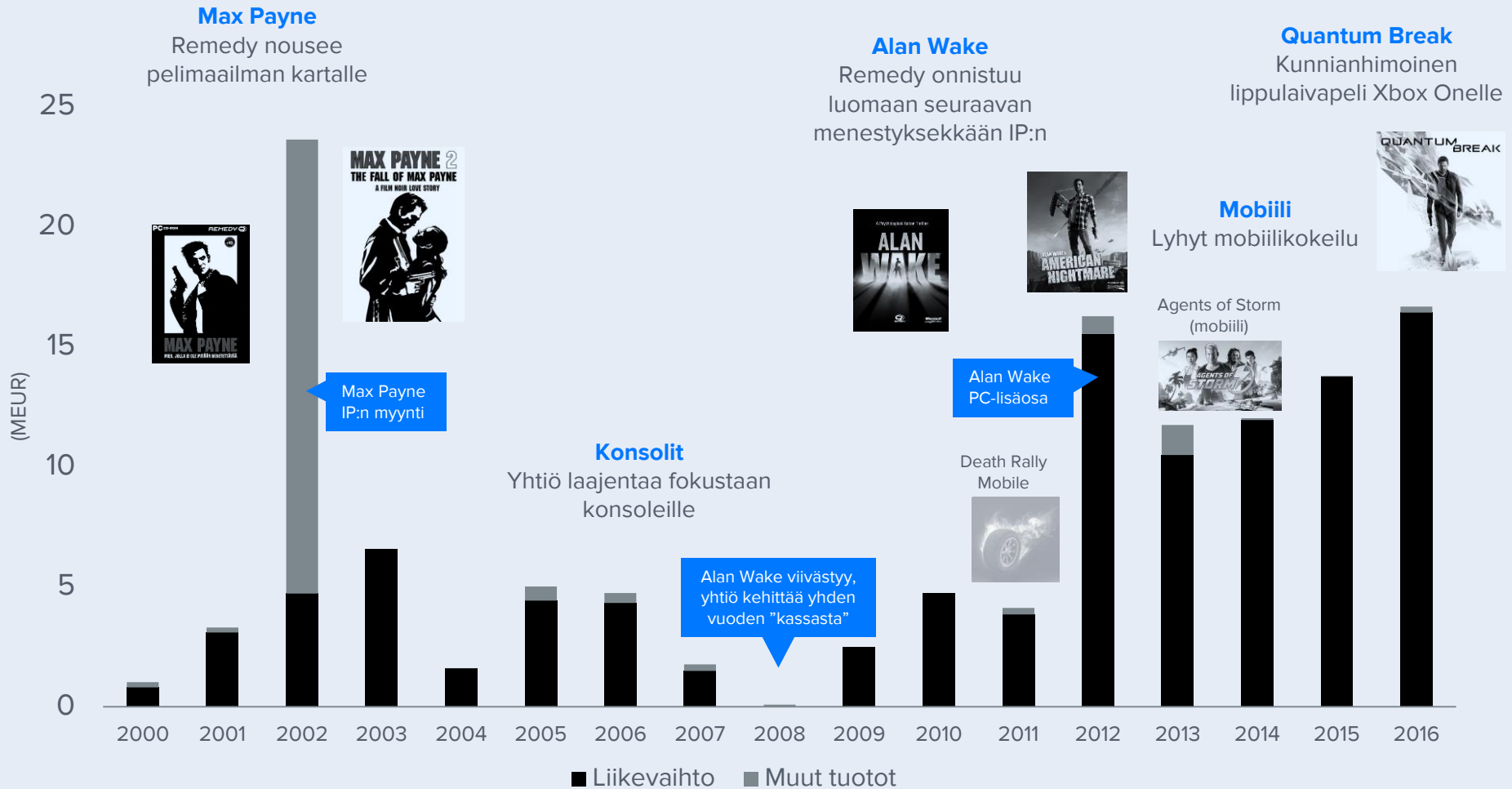
Yhtiön viimeisin peli Quantum Break on saanut Metacriticissä kriitikko- ja kuluttaja-arvioilta keskimäärin arvosanan 64/100. Quantum Break ei yltänyt arvioissaan Remedyn historialliselle tasolle. PC:n kuluttaja-arvioiden osalta tähän kuitenkin käsityksemme mukaan vaikutti osaltaan pelin saatavuus Windows 10:n Storen kautta, joka ei ole suosittu kauppapaikka pelaajien keskuudessa.

Metacriticin kriitikkoarviot, Metacriticin käyttäjäarviot ja Steam-alustan Steam Scoren yhdistämällä alustasta riippumatta Remedyn kaikkien pelien mediaaniarvosana on hyvä 80, joka on erittäin hyvällä tasolla harvojen pelien ja peliyhtiöiden yltäessä yksinään missään kategoriassa yli 80:n tasolle.

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



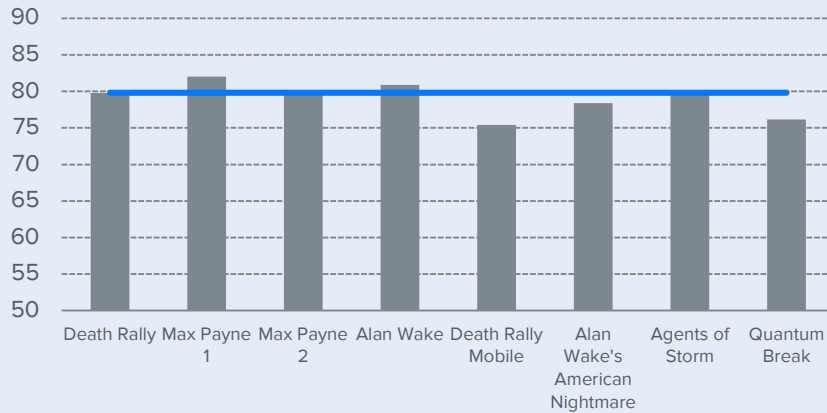
# Remedyn historia



Lähde: Remedy Entertainment Oy tilinpäätöstiedot ja Inderes arviot

# Remedyn pelien saamat arviot

Remedyn kaikkien pelien arvioiden mediaanit alustasta riippumatta\*

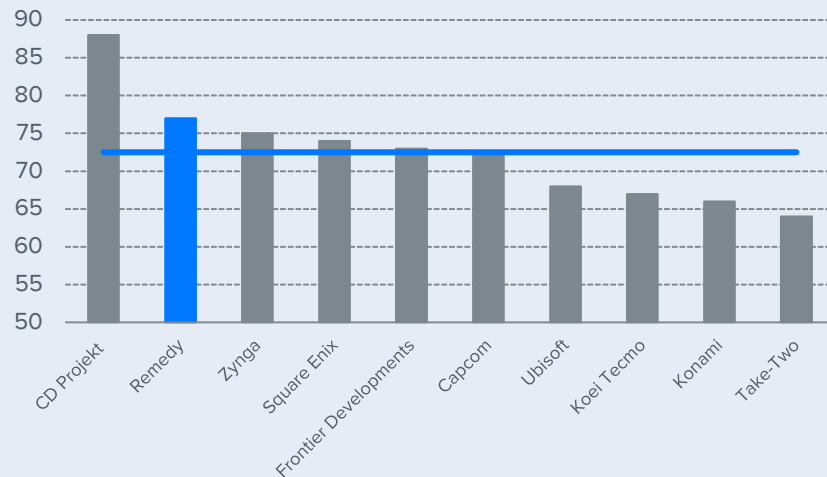


Remedyllä on hyvä track-record laadukkaista peleistä. Yhtiöllä ei ole historiassaan merkittäviä epäonnistuneita peliprojekteja, vaikka mobiilipelien kehityksestä yhtiö vetäytyi nopeasti.



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

Remedyn Metacritic -arviot vs. kilpailijat



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

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

# Yhtiökuvaus 3/3

## Kehityspotkussa nyt kaksi peliä

Remedyllä on tällä hetkellä kehityspotkussa korealaisen Smilegaten kanssa alihankintamallilla kehitettävä Crossfire 2, joka on jatko-osa pelisarjan ensimmäiselle osalle. Smilegaten kymmenen vuotta vanha Crossfire on erittäin suosittu online-peli erityisesti Kiinassa. Pelillä on noin 6 miljoonaa samanaikaista pelaajaa ja Kiinassa peli on tehnyt keskimäärin lähes 1 000 miljoonaa euroa liikevaihtoa vuodessa. Smilegate kehittää nyt hittipelilleen jatko-osaa, mihin Remedyn rooli on tuottaa tarinavetoista yksinpelaajaosuutta. Projektin myötä Remedy saa kehitettyä tiettyjä uusia teknologisia osaamisalueita, kokemusta Aasian pelimarkkinoista sekä online-pelien kehittämisestä. Remedyn mainetta kuvastaa se, että yksi maailman menestyneimmistä peliyhtiöistä valitsi Remedyn kehittämään yhtä osuutta uudesta pelistään.

Toinen Remedyn kehityspotkussa oleva peli on itseomisteinen IP, joka kulkee tällä hetkellä työnimellä P7. Peli on esituotannossa ja siitä tiedetään, että Remedy on luomassa uutta pelityyppiä ja -maailmaa, jonka parissa pelaajat voivat viihtyä pidempään. Remedyn historian tuntien odotettavissa on toimintapeli, jossa on vahva tarinankerronnallinen kokemus. Peli julkaistaan arviomme mukaan vuoden 2019 alussa. P7 on osa Remedyn siirtymää usean projektin kehitykseen. Tämä hajauttaa sekä tuotannollista riskiä sekä tuotekohtaista riskiä.

## Sijoittajaprofiili

### Yhtiö suunnittelee listautumista

Remedy on kertonut harkitsevansa listautumista Nasdaq OMXH:n First North -markkinapaikalle.

Listautumisella yhtiö hakee käsityksemme mukaan rahoitusta strategian toteutukseen. Rahoitus mahdollistaa Remedyn siirtymän useamman pelin rinnakkaiseen kehitykseen, mikä pienentää yhtiön liiketoiminnan riskiprofiilia ja tuo skaalaetuja. Lisäksi rahoituksen myötä yhtiöllä on edellytykset ottaa suurempaa riskiä pelinkehityksen rahoituksessa, mikä mahdollistaa Remedyllä suuremmat rojaltiluotot pelin menestyessä. Suurempi oman rahoituksen osuus mahdollistaa myös pelibrändien (IP) omistuksen jäämisen Remedyllä.

### Remedy sijoituskohteena

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

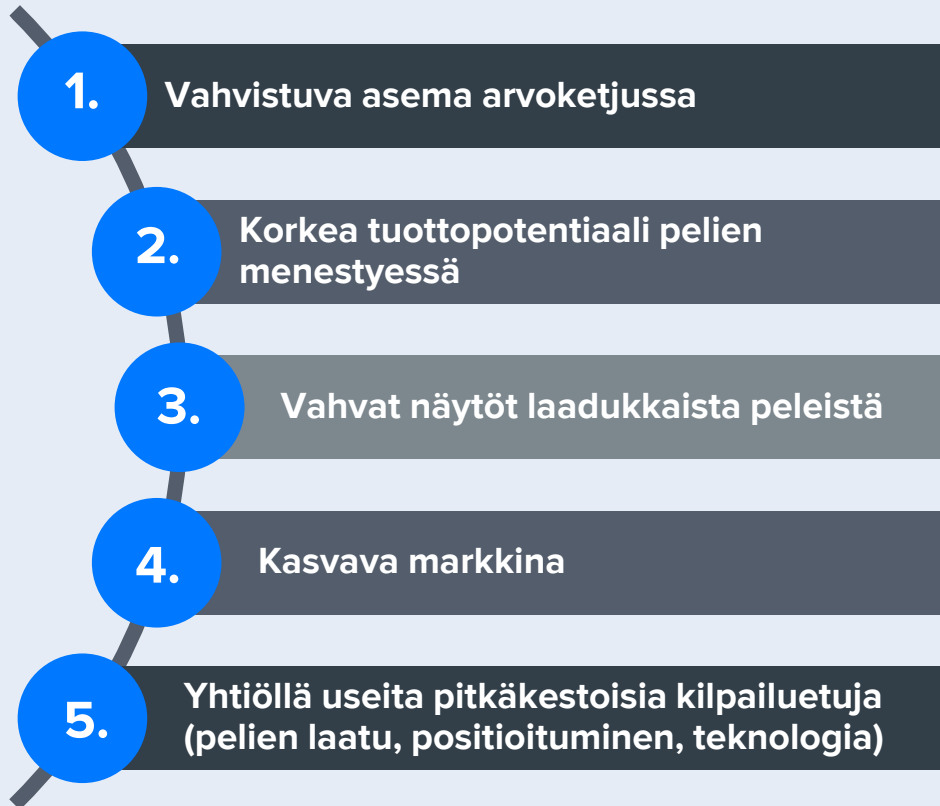
Nyt Remedy on siirtymässä liiketoimintamallissa vahvempaan asemaan arvoketjussa. Aikaisemmin peliprojektien toteutus on liiketoimintamalliltaan ollut vahvasti projektiluontoista alihankintaa, missä pienen Remedyn hinnoittelu- ja neuvotteluvoima suuria julkaisijoita vastaan on rajallinen. Tämä on tarkoittanut pienempää omistusta pelin IP:stä ja pienempää osuutta pelimyynnin tuotoista yhtiön rahoittaessa projektia vähemmän itse ja näin kantaen myös vähemmän riskiä. Yhtiö on ollut lisäksi niin pienikokoinen, ettei se ole voinut tehdä useampaa pelituotantoa rinnakkain. Riippuvuus yksittäisistä projekteista on tehnyt

Remedyä historiassa hyvin riskisen.

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

Remedyn kassa on vahva (2016: 10,3 MEUR), mutta strategian toteutus vaatii lisää rahoitusta, sillä pelikehityksessä suuremman pelimyynnin riskin ottaminen edellyttää vahvoja kassapuskureita. Kassatilanne ei saa tulla vastaan pelikehityksessä, sillä lopputuotteen laadusta tinkiminen kehitysvaiheessa johtaa väistämättä kritiikkiin erittäin vaativien loppuasiakkaiden keskuudessa ja maineen merkitys alalla on tärkeä. Vahva kassa on myös tärkeä neuvottelutilanteissa kumppaneiden kanssa, jotta sopimusehdot saadaan paremmiksi. Remedy suunnittelee tästä johtuen listautumisantia, jonka tuomalla rahoituksella yhtiön siirtymä arvoketjussa eteenpäin on mahdollista toteuttaa hallituin riskein. Sijoittajalle yhtiö on nykytilanteessa kiinnostava myös siksi, että yhtiöllä on jo nyt putkessa olevat kehitysprojektit tarjoavat melko turvallisen liikevaihtokuorman lähivuosille.

# Remedyn sijoitusprofiili



## Potentiaali

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

## Riskit

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

# Remedyn riskiprofiili

## Liiketoiminnan riskiprofiili



# Liiketoimintamalli 1/2

## Liiketoimintamalli

### Premium-pelien kehitystä

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

Remedyn kehittämät pelit voidaan luokitella AAA-peleiksi. AAA-pelien ominaispiirteisiin kuuluu usein suuri tuotantobudjetti (10 MEUR:sta ylöspäin), korkea laatutaso sekä pelin mittavat markkinointitoimenpiteet. AAA-pelin kehitys on taloudellisesti korkean riskin hanke ja kannattava toteutus vaatii usein peliltä suuria myyntimääriä (miljoonia kappaleita). Iso tuotanto tarkoittaa myös sitä, että pelit ovat visuaalisesti näyttäviä, niissä on hyödynnetty uusimman teknologian mahdollistamia ominaisuuksia ja pelikokemuksen kesto on useita kymmeniä tunteja. Niiden kohderyhmää ovat pelaajat, jotka ovat valmiita investoimaan yhteen peliin jopa 60-70 euroa.

### Pelikehityksen elinkaari Remedyn peleissä

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

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

Viimeisenä on pelin julkaisu, jonka yhteyteen on alihankintamallissa mahdollista sitoa

”valmistumisbonus”. Mahdollisen valmistumisbonuksen lisäksi Remedy voi saada rojaltituloja pelin myynnistä jako-osuuden mukaan. Yleensä rojaltitulojen saaminen edellyttää sitä, että julkaisijakumppani on ensin saanut katettua myyntituotoilla omat investointinsa.

Pelien myynti painottuu erittäin vahvasti julkaisuajankohtaan ja usein suurin osa liikevaihdosta muodostuu julkaisupäivänä ja sitä seuraavina viikkoina. Tämän seurauksena julkaisuajankohta on hyvin kriittinen tekijä, ja pelien julkaisu samaan aikaan kilpailijoiden kanssa voi vaikuttaa olennaisesti myyntiin. Julkaisun jälkeen myyntiä saatetaan tukea myöhemmin järjestettävillä alennuksilla tai kampanjoilla.

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

### Pelikehitys alihankintana

Pelikehitys kumppanin rahoittamana pienentää riskiä pelin epäonnistumisen varalta ja tasaa pelikehittäjän rahavirtoja. Kääntöpuolena se heikentää liikevaihdon jako-osuutta yhtiölle 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 2/2

Liiketoimintamalli on tällöin vastaava kuin esimerkiksi IT-järjestelmäkehityksessä ja skaalautuvuus on heikko.

## Pelikehitys itserahoitettuna

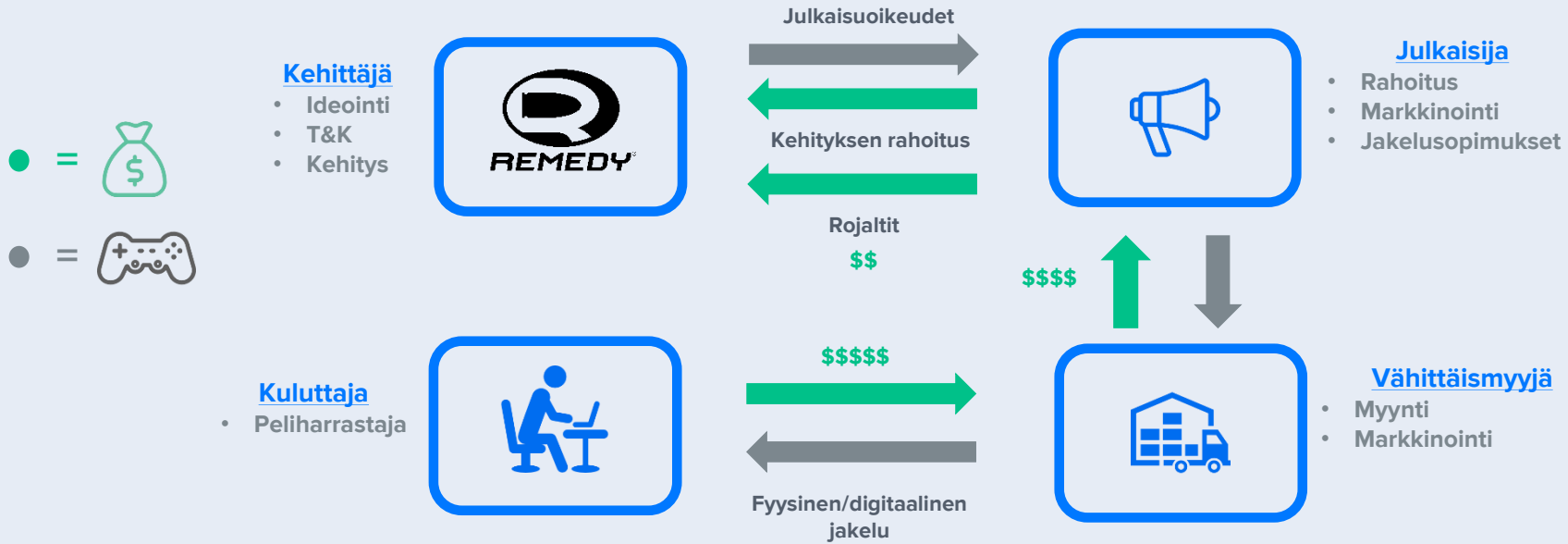
Pelikehitys on hyvin skaalautuvaa liiketoimintaa sille, joka kantaa rahoitusriskiä. Suurin kuluerä kehittäjille ovat kiinteät henkilöstökustannukset ja kannattavuus skaalautuu voimakkaasti pelimyynnin perusteella. Näin ollen itse rahoitettuna liiketoiminta on hyvin herkkä julkaisuajankohtaan painottuvalle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

## AAA-pelien hinnoittelu ja volyymit

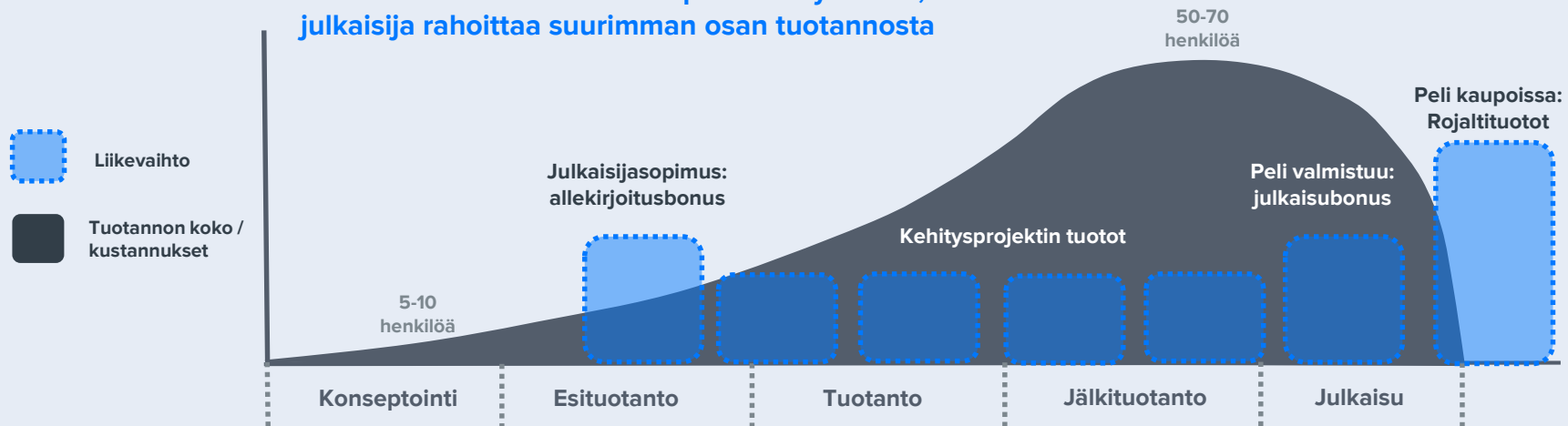
Myyntivolyymit ovat kriittisin ajuri Remedyn liiketoiminnassa, kun peleistä osa rahoitetaan itse. Pelien hinnat ovat pitkälti annettuja niiden ollessa melko standardoituneet. Toisin sanoen usein huono- ja hyvälaatuiset pelit myyvät samaan hintaan, ja huonon pelin myynnin nostaminen alemmilla hinnoilla on vaikeaa. Nyrkkisääntöinä AAA-pelien myynnissä voidaan pitää seuraavia volyymejä: heikosti myyvä peli (1 miljoonaa kappaletta), kohtalaisesti myyvä peli (2 miljoonaa kappaletta), hyvin myyvä peli (5 miljoonaa kappaletta) ja jättimenestys (10 miljoonaa kappaletta). Korkealaatuisten AAA-

pelien hinnat ovat 60-70 euron tasolla, joten myyntimielessä yksittäisen pelin haarukka on muutamista kymmenistä miljoonista yli puolen miljardiin.

# Remedyn arvoketju ja kehitysprosessi



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





# Markkinat 1/2

## Videopelimarkkina

### Markkinat ovat globaalit

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

Markkinatutkimusyhtiö Newzoo arvioi globaalin pelimarkkinan kasvaneen 8,5 % vuonna 2016 yltäen 100 miljardiin dollariin. Vuosina 2015-2019 keskimääräisen kasvun arvioidaan olevan 6,6 %.

Maantieteellisesti nopeimmin kasvaa Aasian markkina, jossa vuosikasvun on arvioitu olevan 11 %. Remedy pääsee nyt vahvemmin osaksi Aasian ja erityisesti kiinan pelimarkkinoita korealaiselle Smilegatelle kehitettävän Crossfire 2 -pelin ansiosta. PC-pelaaminen on Kiinassa konsolipelaamista suositumpaa. Myös PC-pelien kauppapaikka Steam kasvaa nopeimmin Aasiassa ja kehittyvissä maissa.

### Remedy toimii konsoli- ja PC-alustoilla

Videopelimarkkinat voidaan maantieteellisen kehityksen lisäksi jakaa alustakohtaisesti. Remedyllä keskeiset pelialustat ovat PC sekä konsolit. Konsolit (Xbox One, Playstation 4, Nintendo Switch) ovat rahallisesti isoin pelialusta ja niiden markkinoiden koko on noin 29 miljardia dollaria (29 %). Konsolipelaaminen kasvaa noin 4,5 %:n vuosivauhtia. PC-pelaaminen on toiseksi suosituin alusta 27 miljardin dollarin kokoluokalla (27 %) ja se kasvaa reilun 4 %:n

vauhtia. Mobiilipelaaminen on nopeimmin kasvava kategoria. Mobiiliin osuus oli viime vuonna 27 miljardia euroa (27 %) ja se kasvaa jopa 24 %:n vuosivauhtia. Loput 17 % globaalista pelimarkkinasta koostuu tablet-pelaamisesta (esim. iPad), handheld-laitteilla pelaamisesta (esim. PS Vita), sekä selainpohjaisesta pelaamisesta.

### Mobiili ei tappanut konsoli- ja PC-pelaamista

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

PC on alustoista PS4:ää ja Xbox Onea isompi käyttäjämäärillä mitattuna. PC-pelien kauppapaikka Steamilla on käyttäjiä yli 125 miljoonaa (Valve, 2015), PS4:ää on myyty hieman yli 50 miljoonaa kappaletta (Sony, 2016) ja Xboxia noin puolet vähemmän kuin PS4:ää (Microsoft, 2017). PC-markkinasta mielenkiintoisen tekee se, että pelien jakelu on siirtynyt lähes kokonaan digitaaliseen kanavaan, jolloin arvoketjussa jakelijan osuus pienenee. Konsolipeleissä fyysinen jakelu on vielä keskeisessä roolissa.

Konsolimarkkinoilla on useampi kasvuajuri, eikä aiempina vuosina mediassa paljon puhuttua

konsolimarkkinoiden kuihtumista ole tapahtunut. Konsolit tulevat Newzoon (2016) mukaan kattamaan noin 26 % pelimarkkinasta vuonna 2019. Konsolien pelivalikoima on monipuolistunut nykysukupolven aikana, mikä houkuttelee myös enemmän pelaajia konsoleille. Lisäksi pelikonsolit ovat viimeaikaisen kehityksen silmissä siirtymässä iteratiiviseen toimintamalliin, jossa perinteisen 7 vuoden konsolijulkaisujen syklin sijaan Sony ja Microsoft julkaisevat täysin uusien konsolien sijaan paranneltuja versioita konsoleistaan (kuten PS4 Pro ja Xboxin Project Scorpio). Tällöin uusi konsolisukupolvi ei tapa edellistä.

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

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

# Markkinat 2/2

## Liiketoimintamallit ja arvoketju

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

Mobiilipelien räjähdysmäisen kasvun myötä myös niin sanottu free-to-play -liiketoimintamalli (F2P) on kasvattanut suosiotaan. Free-to-play -mallissa pelaajat voivat hankkia pelin ilmaiseksi ja pelin ansainta nojaa yksinomaan pelin sisällä tehtäviin ostoksiin, joilla pelaaja voi itse muokata pelikokemustaan. Suomalaisen mobiilipelikehittäjän Supercellin pelit esimerkiksi pohjautuvat free-to-play (F2P) -malliin. PC-markkinoilla F2P on jo saavuttanut melko suuren suosion, mutta konsolimarkkinoilla F2P ei ole vielä yleistynyt muutamia poikkeuksia lukuun ottamatta. F2P:n voimakas yleistyminen konsoleilla olisi riski Remedyllä kaltaisille toimijoille, joiden liiketoimintamalli nojaa itse pelien myyntiin.

Tietyt toimijat pelialalla keskittyvät myös yksinomaan pelien julkaisemiseen, eivätkä kehitä pelejä itse ollenkaan. Julkaisupuolella toimijat usein rahoittavat osuuden pelinkehityksestä, tuovat myyntiin oman jakeluverkostonsa sekä osallistuvat

markkinointiin. Lisäksi julkaisija voi osallistua laadunvarmistukseen. Julkaisijat saavat osuuden pelimyyntiin liikevaihdosta, joka määräytyy pitkälti sen mukaan, kuinka paljon he rahoittavat projektia eli toisin sanoen kantavat sen riskiä. Pelialan suurimmat toimijat (EA, Activision-Blizzard, Take-Two) operoivat tyypillisesti sekä kehitys- että julkaisupuolella.

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

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

## Pelikehittäjien osuus arvoketjusta kasvaa

Liiketoimintamallit kehittyvät pelialalla yhä, minkä takia alan toimijoilta vaaditaan ketteryyttä. Julkaisijat ovat historiallisesti olleet arvoketjussa vahvassa asemassa, sillä julkaisijat ovat toimineet portinvartijoina pelinkehittäjien ja jakelijoiden välissä. Konsolivalmistajat ovat omissa suljetuissa alustoissaan myös vahvassa arvoketjuasemassa. Tilanne on kuitenkin

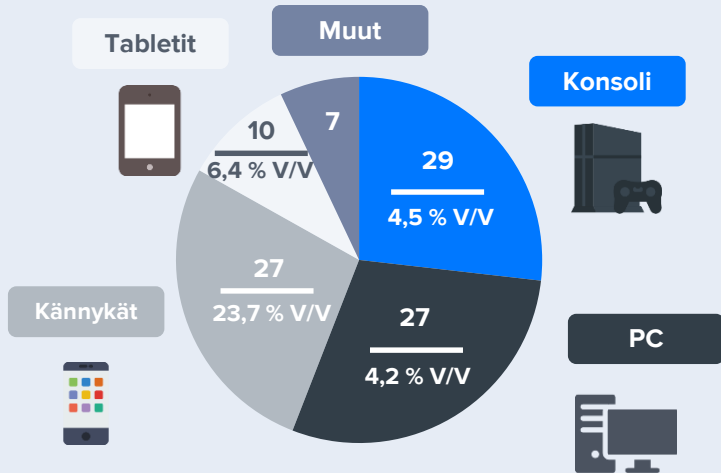
muuttumassa, kun digitaalinen jakelu ja F2P-mallit avaavat uusia liiketoimintamahdollisuuksia innovatiivisille toimijoille. Esimerkiksi Supercellin liiketoimintamallissa arvoketju jakautuu puhtaasti pelistudion ja digitaalisen kauppapaikan välille. Remedyllä nykyisessä konsolipainotteisessa mallissa arvoketjua jakavat pelistudio, julkaisija sekä tyypillisesti fyysinen kauppapaikka logistiikkakuluineen.

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

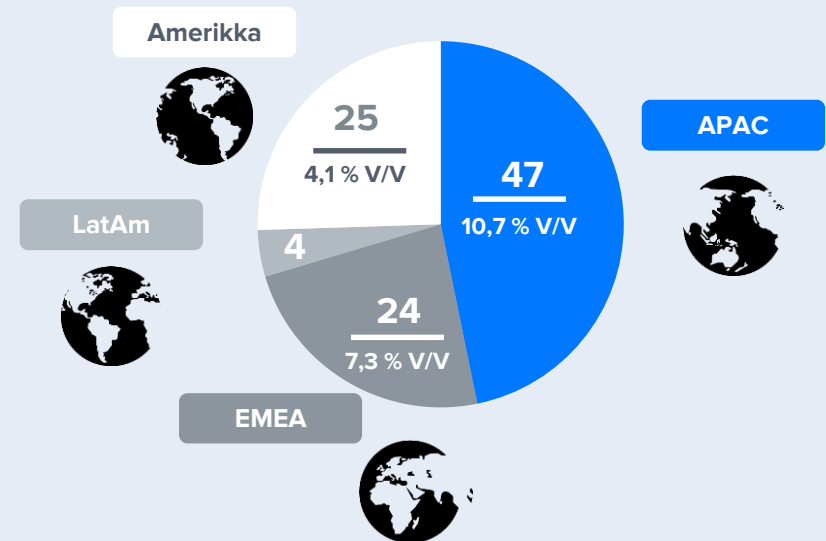
Hyvä esimerkki uudesta mallista on myös THQ Nordic, joka listautui viime vuoden lopussa Tukholman First North -listalle. THQ Nordic keskittyy hankkimaan toisilta toimijoilta IP-oikeuksia ja jatkojalostaa näitä pääsääntöisesti ulkoistetusti, minkä jälkeen pelit julkaistaan useilla alustoilla.

# Markkinoiden jakautuminen

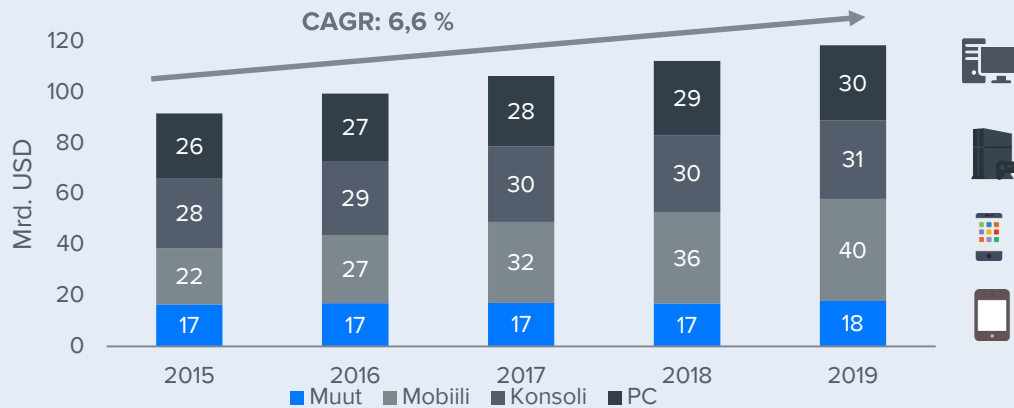
Pelimarkkinat alustoittain (Mrd. USD) 2016



Pelimarkkinat maantieteellisesti (Mrd. USD) 2016



Pelimarkkinat alustoittain



# Markkinatrendit 1/2

## Remedyyn vaikuttavat trendit

Peliala on suhteellisen nuori toimiala ja kehitty nopeasti. Tämän seurauksensa pelialan trendejä on useita ja nekin muuttuvat nopeasti.

Newzoo on tunnistanut kolme selkeää megatrendiä pelialalla 2016 julkaistussa toimialatutkimuksessaan. Näitä ovat 1) e-urheilun (esports) suosion ja markkinan kasvu 2) virtuaalitodellisuuden suosion kasvu pelinkehityksessä ja pelaamisessa 3) pelaajien keskinäinen kaupankäynti peleissä hankitulla sisällöllä. Käsityksemme mukaan Remedy ei pohjaa omaa strategiaansa merkittävästi millekään näistä trendeistä. Ohessa listaamamme Remedyyn liiketoimintaan vaikuttavat trendit ovat arviomme mukaan hieman poikkeavia.

## Konsolipelien pelivalikoiman monipuolistuminen

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

## Demografiset muutokset

Toinen keskeinen trendi Remedyyn kannalta on väestössä tapahtuvat rakenteelliset muutokset. Ensimmäisten 80-luvulla kehitettyjen

videopelien pelaajat ovat nykyään 30-40-vuotiaita ja yhä vanhemmat henkilöt pelaavat videopelejä. Samalla uudet sukupolvet aloittavat pelaamisen yhä nuorempina. Lisäksi peliharrastuksesta on tullut yhteiskunnallisesti hyväksyttävämpää.

Toinen demografinen muutos on sukupuolijakauman tasaantuminen pelaajien keskuudessa. Sukupuolijakauman tasaantumisen taustalla on muun muassa muuttuneet asenteet.

Demografiset trendit kasvattavat videopelien pelaajakuntaa globaalisti. Tämän seurauksena myös Remedyyn pelien potentiaalinen markkina kasvaa.

## Konsolipelaamisen suosio

Konsolipelaaminen pitää edelleen vahvaa asemaa pelaajien keskuudessa. Tämä on nähtävissä muun muassa Newzoon (2016) ennusteesta, jonka mukaan konsolit hallitsevat vielä 26 % pelimarkkinoista vuonna 2019. Konsoleiden yleistymistä ajaa myös niiden kasvu kehittyvillä markkinoilla, joilla konsolipelaaminen on yleistymässä vasta nyt.

## Pelejä ostetaan vähemmän, mutta rahaa käytetään enemmän

Konsolipelaajat käyttävät kasvavissa määrin keskimääräisesti enemmän rahaa per peli, mutta ostavat vähemmän pelejä per vuosi. Tämä kuluttajakäyttäytymisen muutos johtuu pelinkehittäjien ponnistuksista tehdä peleistä pidempiaikaisia palveluita. Tämä tarkoittaa pelikokemuksen pidentämistä jatkuvilla päivityksillä. Tämän seurauksena konsolipelien elinikä pitenee ja tämä tarjoaa pelinkehittäjille

enemmän ansaintamahdollisuuksia. Tämän trendin seurauksena huonot pelit tulevat tuottamaan entistä huonommin ja hyvät peli entistä enemmän.

## Digitaalinen jakelu kasvaa

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

## Free-to-playn mahdollisuudet konsoleilla

Yksi keskeinen alkuvaiheen trendi, joka voi muodostua Remedyille riskiksi on free-to-play (F2P) -liiketoimintamallin yleistyminen konsoleilla. Jos F2P saa vahvan jalansijan konsolimarkkinoilla premium-pelien pelikopioiden myynti voi kärsiä. Remedy kehittää pelkästään premium-pelejä eikä yhtiöllä ole kokemusta F2P-liiketoimintamallista. Toistaiseksi käsityksemme mukaan pelialan julkaisijat uskovat, että premium-pelit tulevat pitämään pintansa konsoleilla.

# Markkinatrendit 2/2

## Muut trendit

Markkinatutkimusyhtiö Newzoon tunnistamat megatrendit eivät suoranaisesti vaikuta Remedyn toimintaan. Nämä trendit muokkaavat kuitenkin vahvasti koko pelialan kehitystä ja sijoittajien on hyvä tiedostaa ja ymmärtää laajemmin alan ajureita.

## E-urheilu

E-urheilulla tarkoitetaan kilpapelaaamista joukkueiden tai yksilöiden välillä kolmannen osapuolen (kilpailun järjestäjä) järjestämässä liigassa tai turnauksessa, jossa on usein rahapalkinto, jota kilpailijat tavoittelevat. E-urheilijat ovat pelaajia, jotka pelaavat kilpailun kohteena olevia pelejä ammatikseen. Newzoo on arvioinut e-urheilumarkkinan liikevaihdon keskimäärin kasvavan 40,7 % vuodessa 2014-2019. E-urheilumarkkinan arvioidaan siten olevan vuonna 2019 noin 1,1 miljardin dollarin arvoinen. Katsojia e-urheilulla arvioidaan olevan 180 miljoonaa vuoden 2019 loppuun mennessä ja katsojamäärän kasvavan keskimäärin 11,2 % vuodessa 2014-2019.

E-urheilua seurataan pääsääntöisesti Twitchin kautta. Twitch on maailman johtavin sosiaalinen videoalusta ja yhteisö, joka on suunnattu pelaajille. Amazon osti Twitchin vuonna 2014 noin miljardin dollarin kauppahinnalla, mikä osoittaa myös isojen teknologiajättien huomanneen e-urheilun potentiaalin. Twitchin vanavedessä myös etabloituneet urheilukanavat kuten ESPN ovat perustaneet oman e-urheiluvertikaalin palvelutarjontaansa.

E-urheilu ei liity Remedyn, mutta sen leistyminen voi lisätä kuluttajien kiinnostusta

videopelaamista kohtaan ja toimia siten kokonaismarkkinan kasvuajurina.

## Virtuaalitodellisuus ja lisätty todellisuus

Virtuaalitodellisuus (VR) ja lisätty todellisuus (AR) ovat kasvattaneet suosiotaan pelialalla. Vuonna 2016 HTC julkaisi PC-pelaamiseen HTC Vive -lasit, Facebookin 1,6 miljardilla eurolla vuonna 2014 ostama Oculus julkaisi PC-pelaamiseen Oculus Rift -lasit ja Sony julkaisi Playstation 4 konsolille tarkoitettut Playstation VR -lasit. AR puolella taas Nintendon omistama Niantic julkaisi AR-pelin Pokemon GO:n mobiilialustoille, joka saavutti suuren suosion mobiilipelaajien keskuudessa.

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

Remedy ei ole käsityksemme mukaan poissulkenut mahdollisuuksia kehittää pelejä VR- ja AR-ympäristöihin. Toistaiseksi yhtiöllä ei vaikuta olevan aikomuksia panostaa tähän trendiin. Tämä ei näkemyksemme mukaan ole niinkään riski yhtiölle, mutta voi osoittautua

menetetyksi mahdollisuudeksi, mikäli VR:n ja AR:n suosio kasvaisi räjähdysmäisesti lähivuosina.

## Pelaajien välinen sisältökauppa

Newzoo arvioi vuonna 2016 pelaajien välisen sisältökaupan nousevan pelialan yhdeksi keskeisimmäksi trendiksi lähivuosina. Pelaajakeskeisellä sisältökaupalla tarkoitetaan pelisisällön (esim. hahmojen asusteet, aseet) myymistä pelaajalta toiselle ilman välikäsiä.

Trendinä pelaajien välinen sisältökauppa on uusi, mutta konseptina se on ollut olemassa jo pidempään. Esimerkiksi Team Fortress 2 -pelissä on kaupattu pelihahmojen hattuja pelaajalta toiselle jo monta vuotta. Pelaajakeskeinen sisältökauppa on kuitenkin kasvattanut suosiotaan ja Steamissa (suurin digitaalinen kauppapaikka PC:llä) on olemassa yhteisön kauppapaikka, jossa pelaajat voivat ostaa ja myydä eri pelien pelisisältöä toisilleen. Vastaavaa kauppapaikkaa ei ole vielä konsolipuolella.

# Pelialan trendit

	Markkinatrendi	Seuraus	Vaikutus Remedyyn
	Konsolipelivalikoiman monipuolistuminen	Konsolien suosio kasvaa	↙
	Demografiset muutokset	Vanhemmat, nuoret ja naiset pelaavat enemmän	↙
	Konsolipelaamisen kasvu	Markkina kasvaa erityisesti Aasiassa	↙
	Pelejä ostetaan vähemmän, rahaa käytetään enemmän	Hyvät pelit myyvät enemmän, huonot entistä vähemmän	?
	Digitaalinen jakelu kasvaa	Pelistudioiden osuus arvoketjusta kasvaa	↙
	Free-to-play yleistyy	Liiketoimintamallit muuttuvat	↘
	VR ja AR yleistyy	Uusia pelialustoita ja teknologioita syntyy	?
	E-urheilu	Pelaamisen tunnettuus ja suosio kasvavat	-
	Pelaajavälinen sisältökauppa	Uusia liiketoimintamalleja avautuu	?

# Kilpailu 1/2

## Kilpailun luonne pelialalla

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

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

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

## Kilpailuetu syntyy laadusta ja erottumiskyvystä

AAA-peleissä pelistudiot pyrkivät luomaan kilpailuetuja pelin laadulla sekä positioimalla kehittämään tietyn genren pelejä (kuten toiminta, seikkailu, ajaminen). Myös kuluttajien

huomiosta käydään kovaa kilpailua. Kuluttajien huomio taas kiinnittyy peleistä tehtäviin arvioihin ja keskusteluun. Erityisesti kalliissa premium-peleissä pelaajat seuraavat arvosteluita erittäin tarkasti arvioidakseen pelin viihteellisyyttä ennen ostopäätöksen tekoa.

## Remedyn kilpailijat

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

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

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

## Kilpailusta tulee vaikeampaa

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

## Remedyn kilpailuedut

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

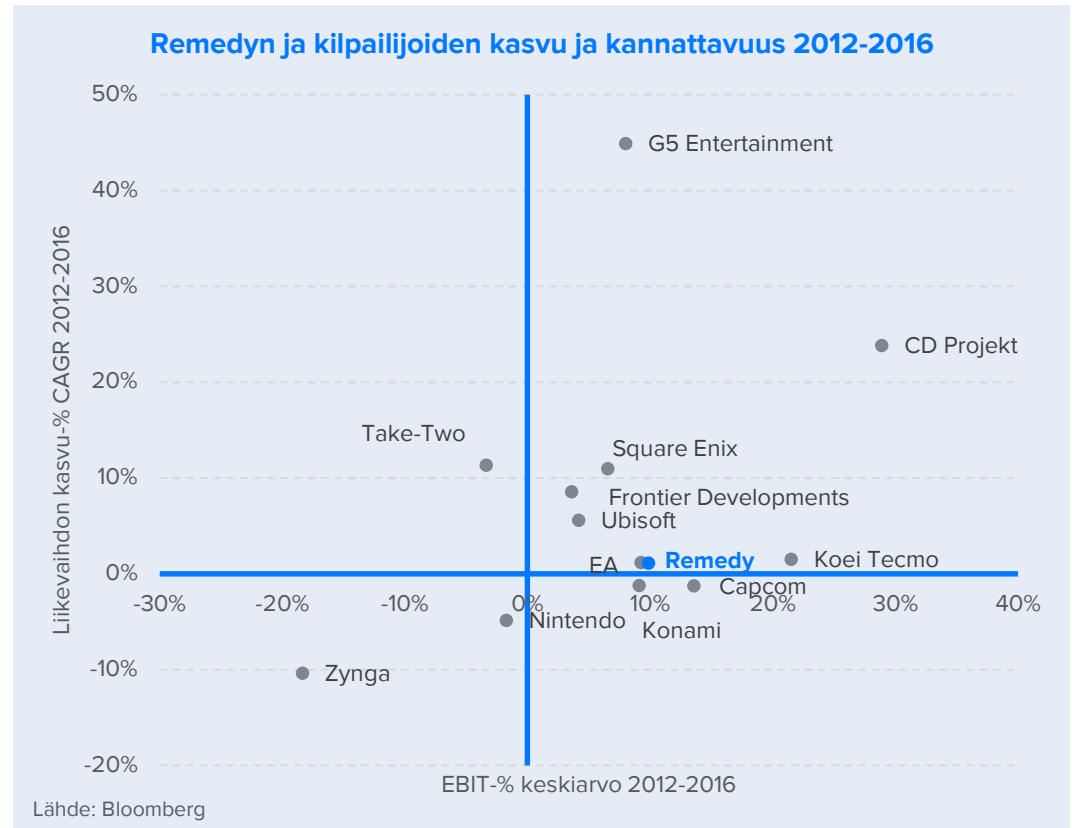
Remedyn keskeisiä kilpailuetuja ovat seuraavat:

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



# Kilpailu 2/2

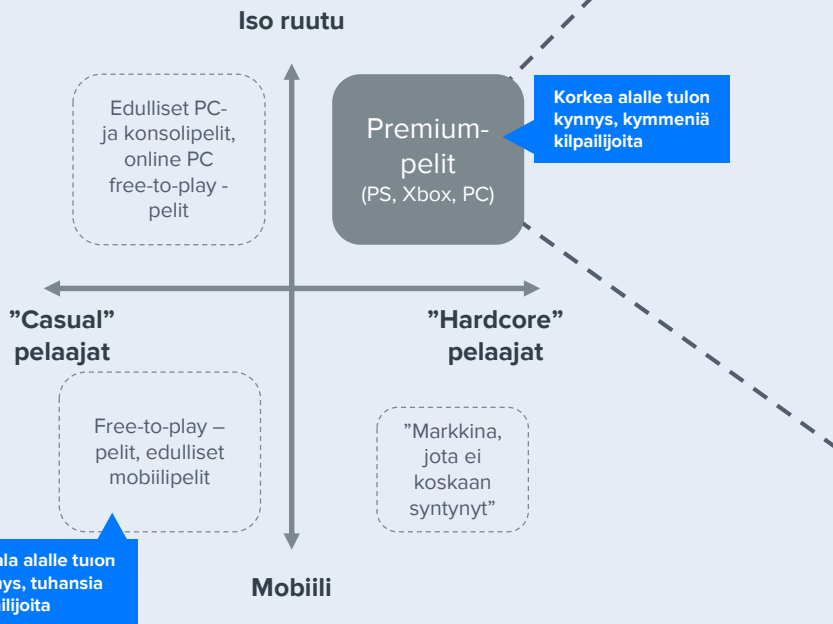
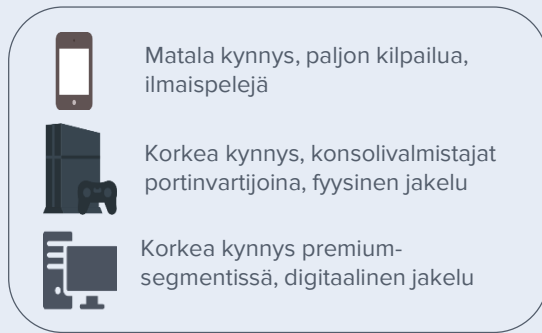
- Yhtiössä on vahva pelikehityksen kulttuuri, joka rakentuu valtavirasta poikkeaviin, tarinankerronnaltaan uniikkeihin peleihin. Remedy pystyy omien sanojensa mukaan luomaan peleihin syvällisemmän ulottuvuuden ja mukaansatempaavan maailman, jossa on syvälliset henkilöhahmot ja tarinat. Kilpailulla markkinalla pienen Remedyn erottumiskyky luo yhtiölle kilpailuedun.
- Yhtiöllä on oma NorthLight -teknologia, joka on teknologia-alusta ja työkalut pelikehitykseen (pelimoottori). Hyvät kehitystyökalut tehostavat pelikehitystä ja niiden avulla ihmisten aika saadaan keskitettyä olennaisimpiin asioihin. Pelejä pystytään oman teknologin ansiosta kehittämään nopeammin ja kustannustehokkaammin. Yhtiön siirtyessä moniprojektimalliin voidaan teknologia-alustaa skaalata. Oma teknologia tarjoaa myös tärkeää jatkuvuutta, kun uuden pelin kehitystä ei tarvitse käynnistää tyhjästä.
- Yhtiöllä on historian ansiosta vahvaa osaamista haastavien ja pitkäaikaisten pelituotantojen johtamisesta.
- Remedyllä pelikehittäjänä on rakentunut vahva brändi pelaajien keskuudessa. Pelaajat ostavat pelejä paitsi pelibrändin, myös Remedyn nimen perusteella. Pelibrändeistä yhtiö omistaa muun muassa Alan Waken, joka on tunnettu peli ja pelin fanien keskuudessa odotetaan jo milloin Remedy kehittää sille jatko-osan.



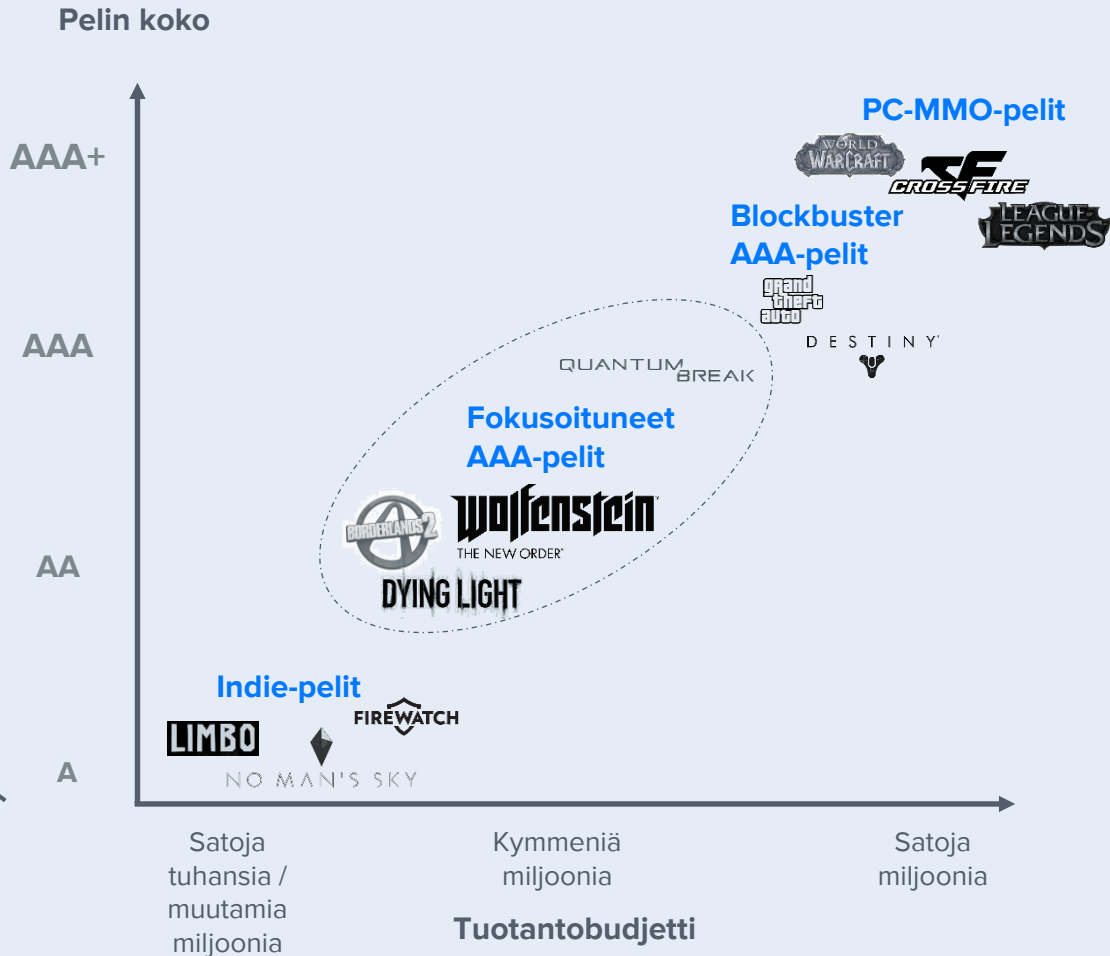


# Remedyn positioituminen

## Pelimarkkinan segmentit



## Remedyn alasegmentit



# Strategia 1/3

## Vahvempaan asemaan arvoketjussa

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

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

## Suurempi oma rahoitus ja osuus pelituotoista

Yhtiö aikoo toteuttaa strategian mukaisen siirtymän vaiheittain kehittämällä sekä alihankintamallilla että itseomitetun IP:n mallilla pelejä. Itseomistettujen IP:iden mallissa yhtiö rahoittaa peliprojekteista merkittävän osan itse, jolloin yhtiö saa suuremman osuuden myyntituotoista. Riskitaso on tällöin huomattavasti korkeampi. Alihankintamallissa yhtiö aikoo jatkossa keskittyä etsimään peleilleen kumppaneiksi pelialan johtavia toimijoita ja tekemään alihankintana projekteja, jotka ovat kannattavia. Tällä hetkellä yhtiö kehittää alihankintana Crossfire 2-hanketta ja on juuri allekirjoittanut julkaisusopimuksen P7-hanketta varten Digital Brosin omistaman tytäryhtiön 505 Gamesin kanssa.

## Itseomistetut IP:t ja jatko-osat

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

brändilisensointiin.

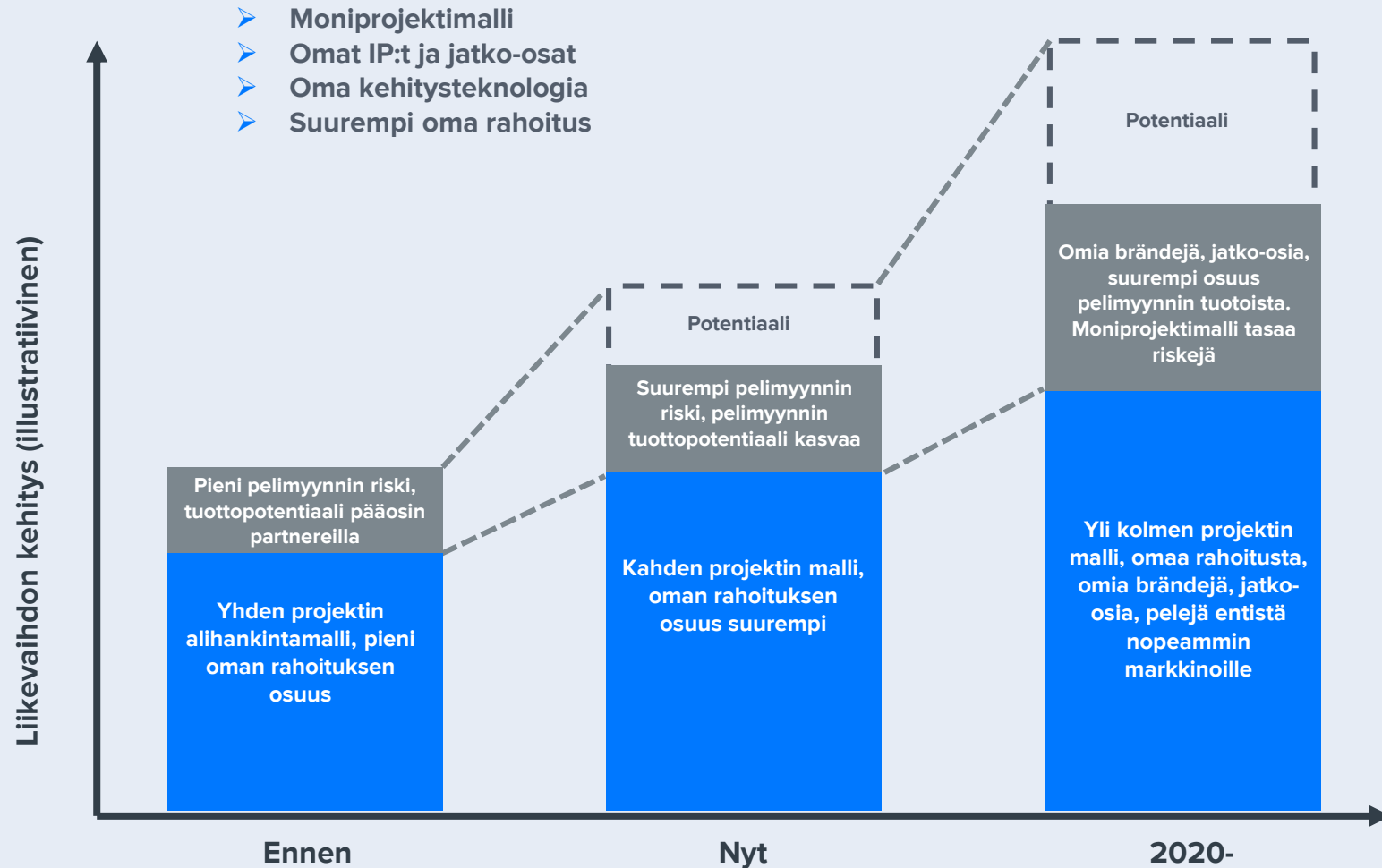
## Moniprojektimalli ja teknologia-alustat

Remedy kehittää omaa pelimoottoriaan, mistä yhtiö saa skaalaetuja siirryttäessä usean projektin malliin. Teknologiaa kehittää yhtiön oma noin 25 henkilön tiimi. Monen yhtäaikaisen projektin kehittäminen hajauttaa peliprojektin onnistumiseen ja myyntimenestykseen liittyviä riskejä. Jos yksi peli epäonnistuu yhtiön ei tarvitse odottaa tyypillistä 2-3 vuotta kehittää seuraava peliä tilalle. Samaan aikaan moniprojektimalli myös kasvattaa taloudellista potentiaalia liiketoiminnassa, mikäli useampi peli menestyy lyhyemmällä julkaisusykkeillä. Siirtymä moniprojektimalliin voi sisältää tiettyjä ”kasvukipuja” esimerkiksi hallinnon kasvaneen taakan osalta. Moniprojektimalli on kuitenkin lähestulkoon kaikin puolin parempi liiketoimintamalli, kuin yhden projektin malli.

Remedy on jo Quantum Break -pelin valmistumisen jälkeen aloittanut siirtymän useampaan projektiin. Yhtiöllä on tällä hetkellä kaksi varsinaista kehitystiimiä (Crossfire 2 ja P7 -projektit) ja yhtiön tarkoituksena on näkemyksemme mukaan saada kolmas tiimi täyteen kapasiteettiin lähivuosina.

Moniprojektimallissa Remedyn tavoite on arviomme mukaan tuoda uusi peli tai vähintään aiemman pelin lisäosa markkinoille joka vuosi. Historiassa Remedyn pelien julkaisuissa on ollut useampia vuosia välissä.

# Remedyn strategian muutosprosessi



# Strategia 2/3

## Useammat pelialustat

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

## Teknologian ja osaamisen jalostaminen

Kilpailualueiden ylläpitämiseksi teknologian ja osaamisen jatkuva jalostaminen on tärkeää. Uudet osaamisalueet mahdollistavat pelitarjonnan laajentamisen ja erottamisen kilpailussa. Alihankintamallissa yhtiö pyrkii valitsemaan kumppaneita, joiden kautta se saa kehitettyä myös uusia osaamisalueita ja teknologioita. Esimerkiksi Smilegaten kautta yhtiö saa osaamista online-peleistä ja Aasian markkinoista.

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

## Aasian markkinat

Aasia on voimakkaasti kasvavana (11 % vuodessa) ja kehittyvänä markkinana Remedyllä strategisesti houkutteleva markkina.

Korealaiselle Smilegatelle kehitettävän Crossfire -hankkeen myötä Remedyllä avautuu mielenkiintoinen strateginen optio Aasian ja erityisesti Kiinan pelimarkkinoille. Lisäksi Remedy saa arvokasta kokemusta pelien kehittämisestä Aasian markkinoille. Aasian pelimarkkinat ovat käsityksemme mukaan kuitenkin hyvin erilaiset kuin länsimaissa. Pelaajat odottavat pelikokemukselta hyvin erilaisia asioita kuin länsimaalaiset pelaajat. Tämän johdosta Remedyllä hyvin vahvasti amerikkalaiseen populaarikulttuuriin pohjautuvat pelitarinat rosoisine pelihahmoineen eivät välttämättä sellaisenaan toimi Aasiassa.

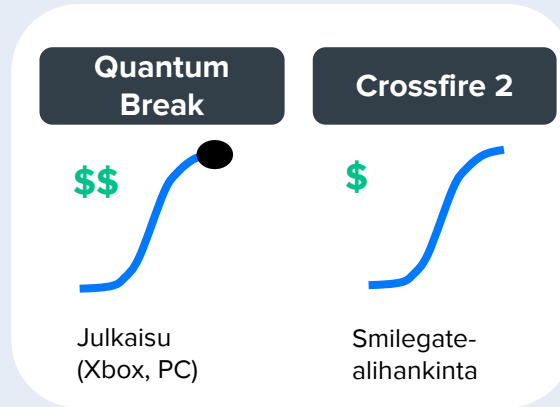
Crossfire -hankkeessa Remedy kartuttaa kokemusta Aasian markkinoiden toimintatavoista, joita yhtiö voi mahdollisesti hyödyntää omissa pelikehityksessä myöhemmin.

# Remedyn strategia pelihankkeiden valossa

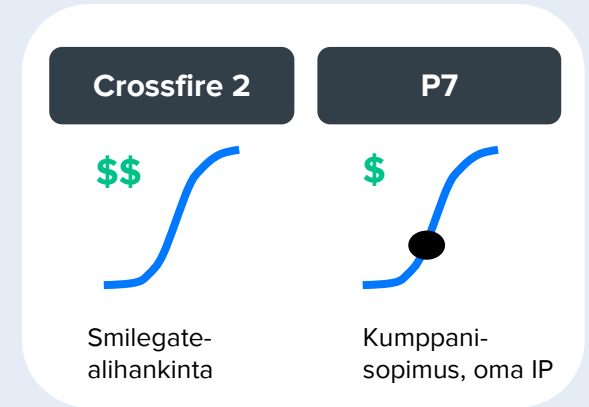
2015



2016



2017 Inderes arvio



2018 Inderes arvio



2019 Inderes arvio



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

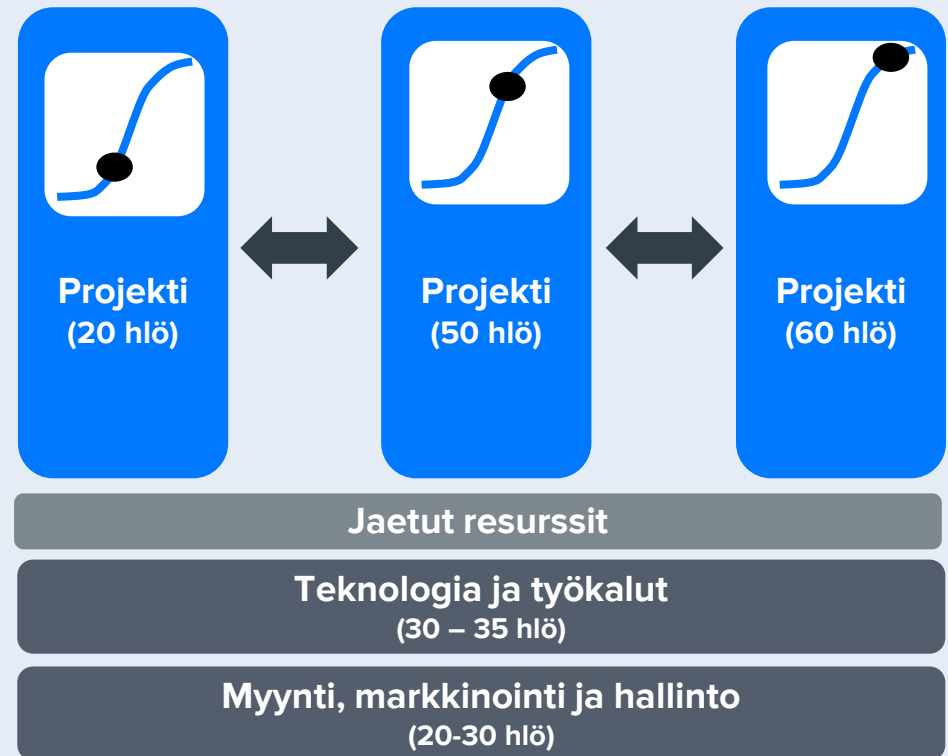
● = kuvastaa tuotannon vaihetta ja tuotantoon vuoden aikana sitoutuneiden resurssien määrää

# Moniprojektimallin hyödyt

Ennen



Moniprojektimalli



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



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

# Strategia 3/3

## Riskit

Remedyn strategian onnistumiseen liittyvät keskeiset riskit ovat arviomme mukaan seuraavat:

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

vahvalla taseella.

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

## Seuraa strategian toteutuksessa seuraavia asioita

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

- Smilegaten Crossfire 2 -pelin menestys Aasian markkinoilla. Mikäli peli menestyy hyvin, voi se tuoda Remedyille lisätuottoja ja liikevaihtoa jatkokehitystyön ansiosta.
- P7-pelin julkaisun saama vastaanotto on taloudellisesta näkökulmasta tärkeimpiä tekijöitä Remedyille. Pelin julkaisu on mielestämme todennäköisintä vuoden 2019 alkupuolella. Menestys mahdollistaisi tuottavat jatko-osat.
- Yhtiön moniprojektimalliin siirtymän edistyminen. Kolmas peliprojekti käynnistetään arviomme mukaan ensi vuonna.
- Yhtiön liikevaihdon kehitys vuonna 2019. Vuosien 2017 ja 2018 taloudellinen kehitys on toissijaista. 2017 ja 2018 jäävät arviomme mukaan "välivuosi" Remedyn merkittävien omien pelien ilmestyessä arviomme mukaan 2019.

# Taloudellinen tilanne

## Historiallinen kehitys

### Historiallisesti vaatimaton, mutta kannattava tulostaso

Remedyn liikevaihto on vaihdellut viimeisen kuuden vuoden aikana 4-16 MEUR:n välillä. Samaan aikaan yhtiö on tehnyt jokaisena toimintavuotena vuoden 2010 jälkeen voitollisen tuloksen, mitä voidaan pitää projektiluonteiselle peliyhtiölle hyvänä suorituksena. Yleisesti ottaen Remedyn operatiivinen kannattavuus on ollut kohtuullista (2011-2016 keskimääräinen liikevoitto-% 12 %) huomioiden yhtiön pelien laatu ja suosio. Siten yhtiön strategian mukainen siirtymä kohti korkeamman kannattavuuden mahdollistavaa liiketoimintamallia on mielestämme looginen.

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

Remedyn viiden vuoden (2011-2016) liikevaihdon kasvun CAGR-% on ollut 34 %, mikä johtuu poikkeuksellisen matalasta liikevaihdosta

vuonna 2011. Kannattavuuden osalta yhtiö teki 19 %:n liikevoiton Alan Waken lisäosan julkaisuvuotena (2012) ja 24 %:n liikevoiton Quantum Breakin julkaisuvuotena (2016). Käsityksemme mukaan Quantum Breakin julkaisu tuki yhtiön liikevaihtoa ja -tulosta jonkin verran julkaisuvuotena, vaikka Quantum Break oli pitkälti Microsoftille yksinoikeudella alihankintana kehitetty peli. Käsityksemme mukaan viime vuoden kannattavuus oli yhtiölle poikkeuksellisen vahva johtuen myös kustannuserien ajoituksista. Siten emme odota vuoden 2016 yli 20 %:n liikevoittotason kestäväen vuosina 2017-2018.

Remedyn kustannusrakenne rakentuu enimmäkseen kiinteistä henkilöstökuluista ja liiketoiminnan muista kuluista.

## Tase ja rahoitustarve

### Taseen rakenne

Remedyn tase on erittäin vahva ja yhtiön korolliset velat on maksettu kokonaan pois vuoden 2016 aikana. Vuoden 2016 lopun taseen omavaraisuusaste oli 67 % ja nettovelkaantumisaste -137 %. Yhtiön taseen varat koostuvat käytännössä kokonaan 10,3 MEUR:n kassavaroista. Yhtiö ei aktivoi kehitysmenojaan taseeseen, minkä takia taserakenne on hyvin yksinkertainen ja kevyt.

Remedyn liiketoimintamalli edellyttää normaalista poikkeavaa taserakennetta. Yhtiön on operoitava jatkuvasti suurella kassapositionilla, koska liiketoiminta tarvitsee puskuria pelikehitysprojektien viivästymisen ja epäonnistumisen varalle. Esimerkiksi vuonna

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

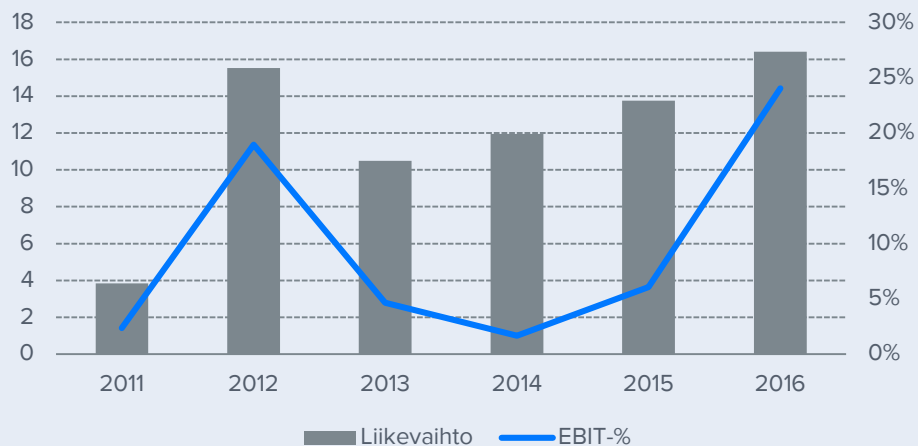
### Kassavirta ja rahoitustarve

Remedyn tulos ja kassavirta kulkevat pitkälti käsi kädessä, koska yhtiö ei aktivoi kehitysmenojaan. Nykyisen ennusteemme valossa yhtiön nykyiset kassavarat riittävät ennusteemme mukaisten panostusten toteuttamiseen, sillä rahavirta pysyy niukasti positiivisena lähivuodet ja yhtiöllä on kohtalaiset kassavarat jo nykyisellään. Nykyinen kassatilanne ei kuitenkaan anna yhtiölle olennaista liikkumavaraa siirtymässä kohti moniprojektimallia sekä omarahoitteisia pelejä. Esimerkiksi yhtiö voisi suuren kassa ansiosta halutessaan rahoittaa pelituotannosta selvästi suurempia osuuksia, mikäli yhtiöllä on hyvä näkyvyys ja luottamus vielä kehitysvaiheessa olevan pelin menestykseen. Näin yhtiö saisi pelimyynnin tuotoista suuremman osuuden. Siten pääomarakenteen vahvistaminen suunnitellulla noin 12,3 MEUR:n listautumisannin lisärahoituksella antaisi yhtiölle lisää muskeleita ja riskinottoa kykyä strategian toteutuksessa.



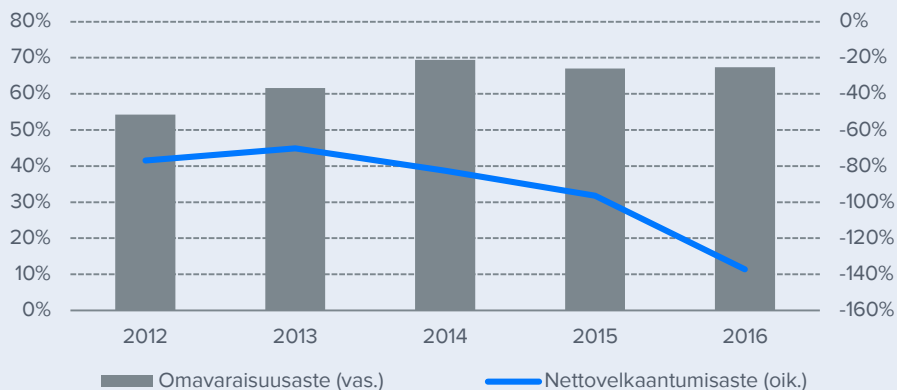
# Historiallinen kehitys

## Liikevaihto ja liikevoitto-% 2011-2016



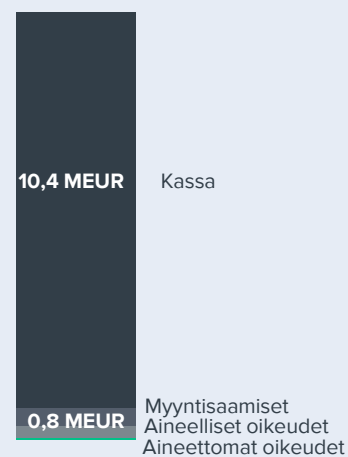
Avainluvut	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Liikevaihdon kasvu-%		304,1 %	-32,4 %	13,9 %	15,1 %	19,4 %
Käyttökate-%	2,7 %	27,3 %	7,9 %	4,2 %	7,4 %	25,1 %
Liikevoitto-%	2,4 %	18,9 %	4,7 %	1,7 %	6,1 %	24,0 %
ROE-%	34,0 %	102,5 %	14,0 %	34,7 %	14,2 %	49,0 %
ROI-%	8,2 %	78,7 %	12,7 %	3,8 %	15,0 %	60,0 %
Omavaraisuusaste	43,6 %	54,3 %	61,6 %	69,4 %	67,1 %	67,3 %
Nettovelkaantumisaste	-17,2 %	-77,0 %	-70,2 %	-82,6 %	-96,5 %	-137,3 %

## Taseen avainlukujen kehitys



## Remedy tase, 2016

### Vastaavaa



### Vastattavaa



# Ennusteet ja arvonnääritys 1/3

## Ennusteet

### Lyhyen aikavälin ennusteet

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

Remedyn lyhyen aikavälin (seuraavan kahden vuoden) liikevaihtonäkymä on suhteellisen vakaa. Yhtiöllä on käynnissä kaksi pelihanketta, jotka tuovat ennusteemme perusteella melko vakaan liikevaihtokuorman. Samaan aikaan yhtiön kustannukset kasvavat siirryttäessä useamman projektiin kehitykseen. Vuoden 2017 liikevaihtoennusteemme on 17,8 MEUR (+8,3 %) ja vastaava liikevoittoennusteemme on 1,0 MEUR (EBIT-% 5,6 %). Vuonna 2018 arvioimme liikevaihdon kasvavan 20,9 MEUR:oon (+17,3 %) ja liikevoiton olevan 0,7 MEUR (EBIT-% 3,3 %) johtuen kasvaneesta kulurakenteesta. Arvioimme mukaan vuoden 2018 lopussa Remedyn henkilöstö kasvaa noin 200 työntekijään. Tämä panostus rekrytointiin syö merkittävästi yhtiön kannattavuutta lähivuosina. Erityisesti P7-pelihanke tuottaa yhtiölle kustannuksia vuosina 2017-2018, mutta pelin tuoma liikevaihto ajoittuu vasta vuoteen 2019.

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

tuottaa kaupallisesti hyvin. Näkyvyys näihin tuottoihin on kuitenkin hyvin rajallinen ja arvioimme niiden olevan muutaman miljoonan euron luokassa lähivuosina.

P7-projektin suhteen yhtiö tiedotti toukokuussa allekirjoittaneensa julkaisusopimuksen, mikä hieman parantaa ennustettavuutta. Arvioimme P7-julkaisusopimuksen tuovan yhtiölle pientä liikevaihtoa 2017-2018, liikevaihdon painoutuessa vasta vuoteen 2019. Käytännössä oman rahoituksen osuus heijastuu Remedyn liikevoittoa alentavasti vuosina 2017-2018, koska kehitystyötä ei aktivoida taseeseen.

### Pitkän aikavälin ennusteet

Vuodesta 2019 eteenpäin Remedyn kasvua ja kannattavuutta tukee yhtiön siirtyminen kolmeen tiimiin ja moniprojektimalliin. Käsityksemme mukaan P7-pelihanke valmistuu vuoden 2018 lopulla, mutta sen julkaisua ei ajoittune kilpailulle joulumarkkinalle vaan vuoden 2019 alkuun. Siten P7-hankkeen tuotot ajoittuvat vuoteen 2019. Lisäksi yhtiön kolmannen peliprojektin pitäisi arvioimme mukaan alkaa tuottaa liikevaihtoa vuodesta 2019 alkaen. Näkyvyys tähän projektiin on kuitenkin heikko. Smilegate-yhteistyön arvioimme jatkuvan vakaana liikevaihtoajurina myös 2019.

Arvioimme Remedyn vuoden 2019 liikevaihdon olevan 31,2 MEUR (+50 %) ja liikevoittoennusteemme on 7,3 MEUR (23,3 %). Varovainen ennusteemme olettaa P7-pelin myyvän noin 1,5 miljoonaa kappaletta. P7 tuottaa ennusteemme mukaan vuonna 2019 noin 11 MEUR:n liikevaihdon. Ennuste on erittäin herkkä

P7-pelin myyntimäärille. Mikäli peli myisi 5 miljoonaa kappaletta, voisi liikevaihto nousta jopa noin 50 MEUR:oon ja kasvusta merkittävä osa valuisi suoraan tulokseen.

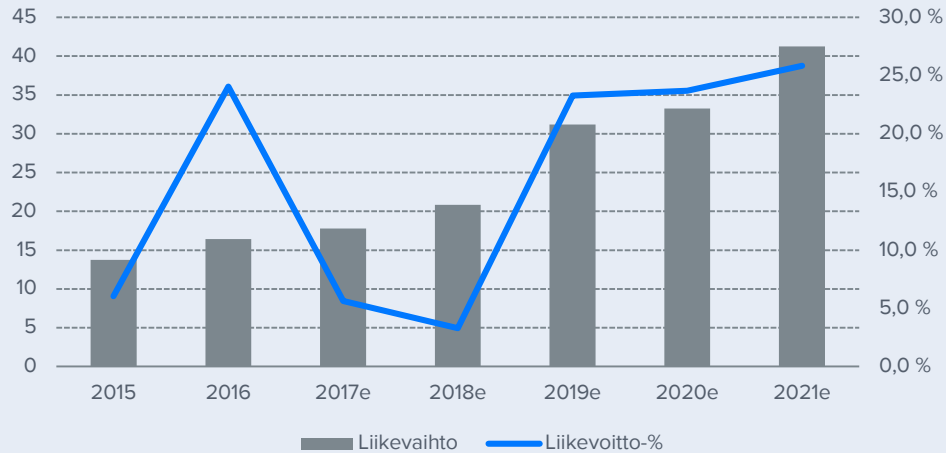
Vuodesta 2019 eteenpäin Remedy tulee ennusteidemme mukaan julkaisemaan joka vuosi uuden pelin tai pelin lisäosan moniprojektimallin ansiosta. Mikäli yhtiö onnistuu luomaan hyviä pelibrändejä ja niille jatko-osia, tulee liikevaihdon kasvu kiihtymään ja kannattavuus parantumaan. Arvioimme yhtiön liikevaihdon tasaantuvan vuoden 2021 jälkeen reilun 40 MEUR:n tasolle ja liikevoiton olevan noin 25 %:n tuntumassa.

Arvioimme Remedyn pitkän aikavälin (2020-) kannattavuuspotentiaalia seuraavasti:

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

# Tulosennusteet

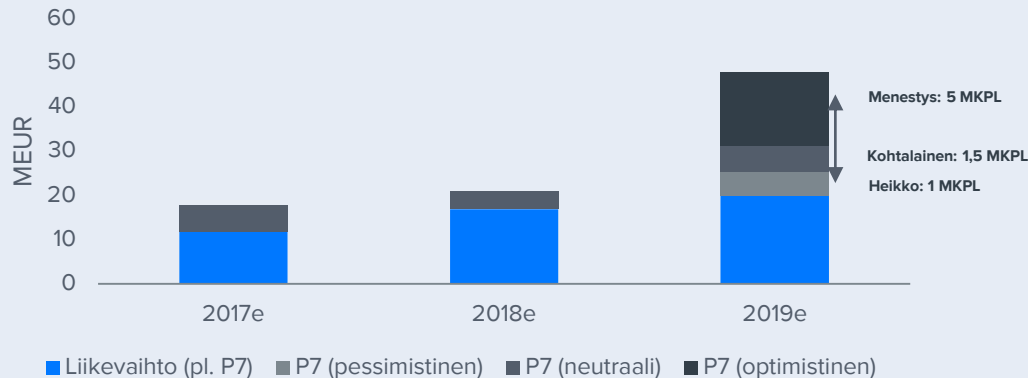
Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys



Lyhennetty tuloslaskelma	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e
Liikevaihto	17,8	20,9	31,2	33,2	41,3
Käyttökate (EBITDA)	1,2	0,8	7,4	8,1	11,1
Oikaistu liikevoitto (EBIT)	1,0	0,7	7,3	7,9	10,7
Oik. liikevoitto-%	5,6 %	3,3 %	23,3 %	23,7 %	25,8 %
Liikevoitto (EBIT)	1,0	0,7	7,3	7,9	10,7
Tulos ennen veroja	1,0	0,6	7,2	7,8	10,7
Nettotulos	0,8	0,5	5,8	6,3	8,5
Osakekohtainen tulos	0,07	0,04	0,48	0,52	0,70
Vapaa kassavirta	13,3	-0,1	5,1	8,0	9,2

Lähde: Inderes

Tuotekehitystä ei aktivoida taseeseen



Vuoden 2019 tulos on hyvin herkkä P7-pelin myyntimäärille

# Ennusteet ja arvonmääritys 2/3

## Arvonmääritys

### Sijoitusnäkemys

Remedyn taloudellisen kehityksen pitäisi olla melko stabiilia vuosina 2017-2018, sillä ensimmäinen merkittävä oman IP:n pelijulkaisu ajoittunee vasta vuoden 2019 alkuun. Siten Remedyn arvonmuodostusta vuosien 2017 ja 2018 aikana tulee määrittämään markkinoiden odotukset tulevien pelijulkaisujen menestyksestä. Yhtiötä on katsottava vuoteen 2019 osakkeen hinnoittelua tarkasteltaessa.

Näkemyksemme mukaan arvostusta tukevat seuraavat tekijät:

- Yhtiön lähivuosien liikevaihtokuorma on melko turvattu ja näkyvyys suhteellisen hyvä. Lisäksi yhtiöllä on takana tuloksellisesti erittäin hyvä vuosi 2016.
- Liiketoimintamallin skaalautuvuus ja kasvu käynnistyvät strategian onnistuessa arviomme mukaan vuonna 2019. Erityisesti P7-pelin menestyessä on yhtiöllä vahvaa arvonluontipotentiaalia.
- Yhtiöllä on maineen, teknologioiden ja osaamisen puolesta suhteellisen kestäviä kilpailuetuja. Yhtiön näytöt laadukkaista peleistä pienentävät riskiä epäonnistuneiden pelien julkaisusta.
- Pelialan konsolidoituessa yhtiö voisi olla osaamisen ja teknologioiden puolesta kiinnostava ostokohde suuremmalle pelistudiolle tai julkaisijalle.
- Toimialan kasvunäkymät ja korkeahkot

suhteelliset arvostustasot.

Näkemyksemme mukaan arvostukseen negatiivisesti vaikuttavat seuraavat tekijät:

- Yhtiön pienestä koosta ja liiketoimintamallista johtuva korkea riskitaso.
- Siirtymä kohti moniprojektimallia on vasta alkuvaiheessa, mikä nostaa riskitasoa.
- Vuosien 2017-2018 tulostulokset on vakaa, tuloskasvua joudutaan odottamaan muutaman vuoden päähän.

### Vertailuryhmä

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

Olemme valinneet verrokkiryhmään osan yhtiöistä kokonsa puolesta, osan kehittämiensä pelien puolesta ja osan markkinapaikan vuoksi. Markkinapaikka-verrokkit eivät ole pelialan yhtiöitä, mutta ne kuvastavat profiililtaan samankaltaisia yhtiöitä, joihin kotimaiset sijoittajat todennäköisesti osin Remedyä peilaisivat. Tärkeimmät arvostuskertoimet Remedyllä ovat EV/Liikevaihto-, EV/EBIT- ja P/E-kertoimet.

Vertailuryhmän mediaani EV/liikevaihto -kerroin tälle vuodelle on noin 3x tasolla haarukan vaihdella 2x-17x välillä. Mediaani EV/EBIT -

kerroin on 19x ja P/E -kerroin 29x. Mielestämme sektoria ei voida pitää edullisena ja suhteelliset arvostustasot toimialalla heijastelevat peliyhtiöihin liittyviä korkeahkoja tuloskasvuodotuksia. Tämä osin johtuu viime vuosina avautuneiden alan uusien liiketoimintamallien (kuten Supercell) sekä uusien kategorioiden (kuten Pokemon GO) avaamista uusista houkuttelevista tuottomahdollisuuksista. Toisaalta kohonneet arvostukset heijastelevat myös sitä, että sektorin yhtiöihin liittyvän korkean riskitason painoarvo hinnoittelussa on pienentynyt. Nousumarkkinalle sinänsä on luonnollista, että korkean tuottopotentialin yhtiöissä sijoittajat alkavat lakaista riskejä maton alle. Esimerkiksi vuonna 2012 sektorin EV/liikevaihto -kerroin oli vielä reilun 1x:n tasolla.

### Vertailuryhmän yrityskaupat

Tarkastelemme analyysissä myös videopeliyhtiöiden toteutuneita yrityskauppoja. Näiden kertoimien vertailukelpoisuutta kuitenkin vääristää yrityskauppojen ajankohdat, ostokohteen liiketoiminnallinen tilanne ja ostajan profiili. Historiallisesti yrityskaupoissa on maksettu keskimäärin 40-60 % preemioita ostokohteista. Peliala on vahvassa kasvussa ja etenkin pienemmistä ostokohteista ei ole epärealistista olettaa preemiohinnoittelua, jos suuremmat yhtiöt pyrkivät ostamaan itselleen uusia kasvuaikahioita. Tämä oletama näkyy myös vertailtaessa verrokkiryhmän ja yrityskauppojen kertoimien eroja. Yrityskaupoissa maksetut kertoimet ovat listattua verrokkiryhmää korkeammat EV/Liikevaihto- ja EV/EBIT-kertoimia tarkastellessa.

# Ennusteet ja arvonmääritys 3/3

Olemme rajanneet toteutuneet yrityskaupat vuosille 2009-2016 poistaaksemme finanssikriisin mahdolliset vaikutukset arvostustasoihin. Yrityskauppojen mediaani EV/EBIT kerroin on vuosien 2009-2016 toteutuneiden kauppojen perusteella noin 21x ja vastaava EV/Liikevaihto-kerroin on 4,2x. Olettaen 40 %:n preemion EV/Liikevaihtokertoimelle yrityskaupoista mediaani kerroin olisi 3x. Samaa logiikkaa noudattaen 40 %:n preemiolla yrityskaupoissa mediaani EV/EBIT olisi noin 19x. Yrityskauppojen kertoimet ovat tästä näkökulmasta hyvin samalla tasolla listattujen yhtiöiden tämänhetkisten kertoimien kanssa.

## Arvostuskertoimiin perustuva arvonmääritys

Kaikki arvonmäärityksen luvut perustuvat arvioihin suunnitellun osakeannin toteutuksen jälkeen (post-money). Ennusteet huomioivat suunnitellun listautumisannin vaikutukset osakemäärään sekä yhtiön kassaan. Yhtiö suunnittelee keräävänsä listautumisannilla noin 12,3 MEUR:n nettovarot ja annissa tarjottavat osakkeet vastaavat enintään noin 20,4 % yhtiön osakkeista listautumisannin jälkeen. Myös yhtiön optio-ohjelman dilutoiva vaikutus on huomioitu osakemäärässä 2017 alkaen.

Tukeudumme Remedyn hinnoittelussa ensisijaisesti vuoden 2016 toteutuneeseen tulokseen kahdesta syystä. Ensiksi, kyseessä on toteutunut luku, joka heijastelee yhden peliprojektin valmistumisvuotta ja toisaalta arvioimaamme yhtiön kannattavuuspotentiaalia strategian onnistuessa kohtalaisesti (EBIT-% 20-30 %). Toiseksi, yhtiön 2017-2018 tulokset heijastelevat ennusteidemme valossa "välivuosia", joihin ei ajoitu merkittäviä

pelijulkaisuja. Vastaavasti huomioimme kertoimissa sen, että 2016 kannattavuus oli yhtiön mukaan poikkeuksellisen vahva johtuen kuluerien ajoituksista.

Hinnoitlemme Remedyä EV/Liikevaihto ja EV/EBIT -kertoimien kautta. Soveltamamme kertoimet perustuvat arvioomme siitä, millaisilla hintatasoilla Remedyä voitaisiin markkinoilla hinnoitella sijoittajien sentimentistä riippuen. EV/Liikevaihto-kertoimella neutraali skenaario antaa Remedyn oman pääoman arvoksi 72 MEUR haarukalla 64 MEUR - 80 MEUR. Soveltamamme pessimistinen kerroin on 2,5x, neutraali kerroin 3,0x (vertailuryhmän taso) ja optimistinen kerroin 3,5x.

EV/EBIT-kertoimella neutraalissa skenaariossa oman pääoman arvoksi muodostuu 86 MEUR ja haarukaksi 70 MEUR - 102 MEUR. Soveltamamme pessimistinen kerroin on 12x, neutraali kerroin 16x (noin 15 % alle vertailuryhmän) ja optimistinen kerroin 20x.

## DCF-arvonmääritys

Remedyn tapauksessa kassavirtalaskelmaan perustuva arvonmääritys on erittäin herkkä myytyjen pelien kappalemäärälle ja kassavirtojen ennustettavuus on heikko. DCF-mallimme pohjalla on eri skenaarioiden ennusteet. Mallissa voimakkaan kasvu- ja kannattavuusperiodin jälkeen liikevaihdon kasvu hidastuu selvästi vuoden 2021 jälkeen ja kannattavuus normalisoituu reilun 20 %:n EBIT-%:n tasolle. Termiinalikasvu on 3 %:ssa ja liikevoittomarginaali 21,7 %:n tasolla neutraalissa skenaariossa. Pääoman kustannuksen (WACC) olemme asettaneet 15,2 %:iin. Pääoman kustannus on korkea johtuen korkeaa riskitasoa heijastelevasta likviditeettipreemiosta. DCF-

mallimme arvo neutraalissa skenaariossa on 83 MEUR omalle pääomalle. Haarukka pessimistisessä ja optimistisessä skenaariossa on 44 - 134 MEUR, mikä heijastelee arvon suurta herkkyyttä pelien myynnille. Oletukset on esitetty sivulla 41.

## Arvonmäärityksen yhteenveto

Kaikkien käytettyjen arvonmääritysmenetelmien perusteella Remedyn osakekannan arvo on arviossamme 85 MEUR (7,0 EUR/osake) ja haarukka 63-109 MEUR. Esittämämme haarukka on poikkeuksellisen leveä, mikä heijastelee yhtiön arvonmuodostuksen herkkyyttä sijoittajien luottamukselle ja sentimentille sekä toisaalta pelien myyntimäärille. Yhtiön hinnoittelu on haastavaa, mikä tulee todennäköisesti tekemään osakkeesta keskimääräistä volatiilimman, mikäli yhtiö listautuu.

Remedyä pitää tarkastella vuoden 2019 tulosodotusten valossa, koska tämä on ensimmäinen vuosi, jolloin yhtiön moniprojektimalli on näkemyksemme mukaan täydessä toiminnassa ja ensimmäisiä merkittävän pelijulkaisun rojaltiluottoja arviomme mukaan saadaan. Arvonmäärityksemme tuloksella 7,0 EUR/osake yhtiön vuoden 2019 ennusteella P/E-luku on 15x ja EV/EBIT -kerroin on 7,9x. Suunnitellun osakeannin merkintähinnalla 5,65 EUR/osake vastaavat kertoimet ovat 12x ja 5,6x. Kertoimet painuvat houkuttelevalle tasolle, mikä heijastelee yhtiön tuottopotentiaalia perusskenaarion mukaisen ennusteemme toteutuessa.

# Arvonmäärityksen tulos

## Arvonmääritys eri skenaariossa eri menetelmillä (post-money\*)

EV/Liikevaihto-kerroin (MEUR)	Pessimistinen	Neutraali	Optimistinen
Liikevaihto 2016	16,4	16,4	16,4
x Hinnoittelukerroin	2,5	3,0	3,5
<b>Yritysarvo</b>	<b>41,0</b>	<b>49,2</b>	<b>57,4</b>
- Nettovelka 2017e	-22,7	-22,7	-22,7
<b>Osakekannan arvo</b>	<b>63,8</b>	<b>72,0</b>	<b>80,2</b>
<i>Per osake (EUR)</i>	5,3	5,9	6,6

EV/EBIT-kerroin (MEUR)	Pessimistinen	Neutraali	Optimistinen
EBIT 2016	3,9	3,9	3,9
x Hinnoittelukerroin	12,0	16,0	20,0
<b>Yritysarvo</b>	<b>47,4</b>	<b>63,1</b>	<b>78,9</b>
- Nettovelka 2017e	-22,7	-22,7	-22,7
<b>Osakekannan arvo</b>	<b>70,1</b>	<b>85,9</b>	<b>101,7</b>
<i>Per osake (EUR)</i>	5,8	7,1	8,4

Yhteenveto ja DCF (MEUR)	Pessimistinen	Neutraali	Optimistinen
EV/Liikevaihto	41,0	49,2	57,4
EV/EBIT	47,4	63,1	78,9
DCF	32,8	73,4	122,4
<b>Keskisarvo</b>	<b>40,4</b>	<b>61,9</b>	<b>86,3</b>
- Nettovelka	-22,7	-22,7	-22,7
<b>Osakekannan arvo</b>	<b>63,1</b>	<b>84,7</b>	<b>109,0</b>
<i>Per osake (EUR)</i>	5,2	7,0	9,0

## Arvostuskertoimet merkintähinnalla 5,65 EUR/osake

Arvostustaso	2017e	2018e	2019e
Merkintähinta	5,65	5,65	5,65
Markkina-arvo, MEUR	68	68	68
Yritysarvo (EV), MEUR	46	46	41
P/E (oik.)	85,2	135,5	11,9
P/E	85,2	135,5	11,9
P/Kassavirta	5,2	-699,1	13,5
P/B	3,3	3,3	2,6
P/S	3,8	3,3	2,2
EV/Liikevaihto	2,6	2,2	1,3
EV/EBITDA	38,7	54,8	5,5
EV/EBIT	45,6	66,9	5,6
Osinko/tulos (%)	18,9 %	0,0 %	40,0 %
Osinkotuotto-%	0,2 %	0,0 %	3,4 %

Lähde: Inderes

Lähde: Inderes

\*Kaikki arvonmäärityksen luvut perustuvat arvioihin osakeannin toteutuksen jälkeen (post-money). Ennusteet huomioivat suunnitellun listautumisannin vaikutukset osakemäärään sekä yhtiön kassaan. Myös yhtiön optio-ohjelman dilutoiva vaikutus on huomioitu osakemäärässä 2017 alkaen.

# Vertailuryhmän arvostuskertoimet

Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%	
				2017e	2018e	2017e	2018e	2017e	2018e	2017e	2018e	2017e	2018e
Frontier Developments	298,50	118	110			9,4	8,4	2,9	2,7	497,5	597,0		
Zynga	2,81	2259	1451	45,0	27,9	14,8	11,9	1,9	1,8	45,9	32,6		
CD Projekt	75,09	1690	1562	43,3	16,0	40,3	13,4	17,5	8,0	61,0	18,7		
Focus Home Interactive	28,48	135	128	10,4	7,8	9,3	6,6	1,4	1,2	15,5	12,1	2,6	3,5
THQ Nordic	39,70	300	285	16,1	11,8	9,6	7,0	4,8	3,8	20,4	15,3		
Starbreeze	15,90	461	391	8,8	20,7	7,7	10,8	3,1	3,2	14,5	39,8		
G5 Entertainment	191,50	177	169	29,5	25,1			2,9	2,6	36,1	31,4		
Stillfront Group	79,00	50	45	13,8	4,5	8,4	3,5	2,6	1,5	22,3	7,4		
Ubisoft	37,84	4319	4272	21,0	15,4	6,7	4,9	2,8	2,5	29,4	22,8		
Take-Two Interactive	57,72	5420	4297	16,9	9,3	14,3	9,4	2,5	2,1	29,2	20,5	0,3	
F-Secure	3,24	515	422	24,6	13,8	18,5	11,3	2,5	2,3	38,1	23,5	2,9	3,2
Basware	35,63	513	525		131,8	190,8	36,7	3,3	3,0	100,1		0,5	
<b>Keskiarvo</b>				<b>22,9</b>	<b>25,8</b>	<b>30,0</b>	<b>11,3</b>	<b>4,0</b>	<b>2,9</b>	<b>73,6</b>	<b>76,8</b>	<b>1,9</b>	<b>2,4</b>
<b>Mediaani</b>				<b>18,9</b>	<b>15,4</b>	<b>9,6</b>	<b>9,4</b>	<b>2,9</b>	<b>2,5</b>	<b>29,4</b>	<b>23,1</b>	<b>2,6</b>	<b>3,2</b>

Pelialan verrokit

Helsingin pörssin "markkinapaikka-verrokit"

# Yrityskauppojen arvostuskertoimet

Ostajan nimi	Kohteen nimi	Päiväys	Kaupan Equity (MEUR)	Kaupan EV (MEUR)	Viim. 12 kk Liikevaihto (MEUR)	Viim. 12 kk EBITDA (MEUR)	Viim. 12 kk EBIT (MEUR)	Viim. 12 kk Nettotulos (MEUR)	EV / Liikevaihto (x)	EV / EBITDA (x)	EV / EBIT (x)	P/E (x)
Tencent Holdings Limited	Supercell Oy	21.6.2016	4318	8313	-	-	-	617	-	-	-	7,0
Stillfront Group	Simultronics	21.6.2016	2	3	2	-	-	-	1,8	-	-	-
ActivisionBlizzard	King Digital Entertainment	2.11.2015	5185	4483	1949	659	650	519	2,3	6,8	6,9	10,0
Leyou Technologies Holdings Limited	Digital Extremes Ltd	21.7.2015	88	88	19	-	4	3	4,7	-	20,8	28,5
Tencent Holdings Limited	iDreamSky Technology Limited	13.6.2015	542	428	171	3	-	-	2,5	141,0	-	-
Microsoft	Mojang	15.9.2014	1931	1931	251	-	-	-	7,7	-	-	-
GungHo Online Entertainment	Supercell Oy	26.8.2014	2540	2540	687	247	-	-	3,7	10,3	-	-
Glu Mobile Inc	Cie Games Inc	20.8.2014	63	73	16	2	2	1	4,7	42,1	44,8	56,1
GungHo Online Entertainment	Supercell Oy	31.10.2013	2225	2225	77	-	38	29	29,0	-	57,9	75,8
Netmarble Games Corporation	Softmax Co Ltd	31.5.2012	39	38	6	-	-	2	6,8	-	-	18,0
Koei Tecmo Holdings	Gust Co Ltd	13.12.2011	21	21	12	-	5	3	1,8	-	4,5	7,0
Glu Mobile Inc	Griptonite Inc	2.8.2011	20	41	15	-	-	-	2,7	-	-	-
Konami Holdings Corporation	DIGITAL GOLF Inc.	31.3.2011	2	2	3	-	-	-	0,8	-	-	-
Joymax Co Ltd	IO Entertainment Co Ltd	31.3.2011	12	12	1	-	-	0	12,8	-	-	27,4
Ubisoft	Nadeo	5.10.2009	6	10	2	-	-	1	4,9	-	-	10,1
<b>Mediaani</b>			<b>63</b>	<b>73</b>	<b>15</b>	<b>125</b>	<b>5</b>	<b>3</b>	<b>4,2</b>	<b>26,2</b>	<b>20,8</b>	<b>18,0</b>



# DCF-laskelma - skenaarioittain

## Pessimistinen

- Pessimistisessä DCF-laskelmassa P7:n on odotettu myyvän noin 1 miljoonaa kappaletta. Seuraavien pelien on oletettu myyvän suunnilleen saman verran.
- Arvioimme Remedyn velattomaksi arvoksi (EV) 34 MEUR.
- Arvioimme oman pääoman arvoksi 44 MEUR.

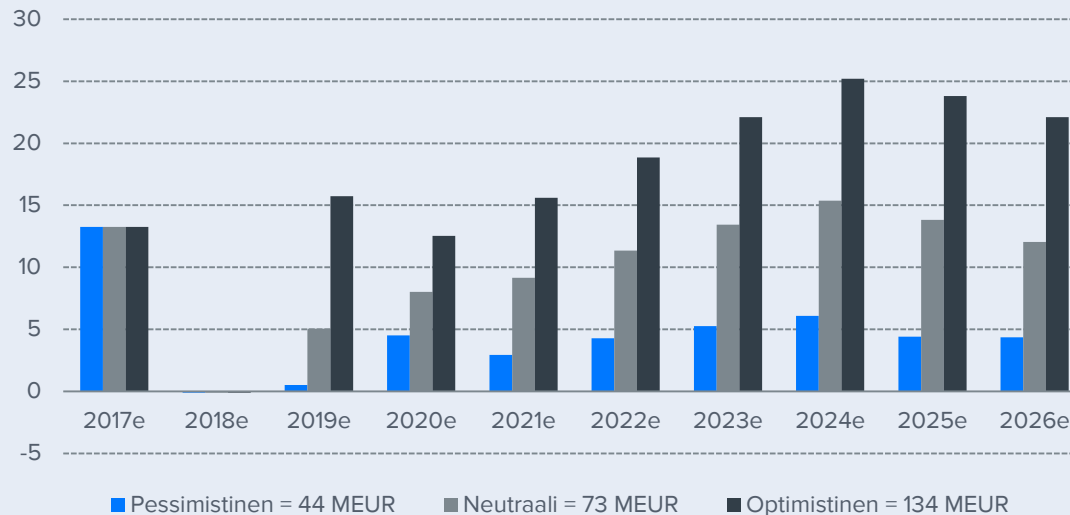
## Neutraali

- Neutraalissa DCF-laskelmassa P7:n on odotettu myyvän noin 1,5 miljoonaa kappaletta. Seuraavien pelien on oletettu myyvän suunnilleen saman verran.
- Arvioimme Remedyn velattomaksi arvoksi (EV) 60,6 MEUR.
- Arvioimme oman pääoman arvoksi 73 MEUR.

## Optimistinen

- Optimistisessä DCF-laskelmassa P7:n on odotettu myyvän noin 5 miljoonaa kappaletta. Seuraavien pelien on oletettu myyvän suunnilleen saman verran.
- Arvioimme Remedyn velattomaksi arvoksi (EV) 124 MEUR.
- Arvioimme oman pääoman arvoksi 134 MEUR.

### Vapaa kassavirta eri skenaarioissa



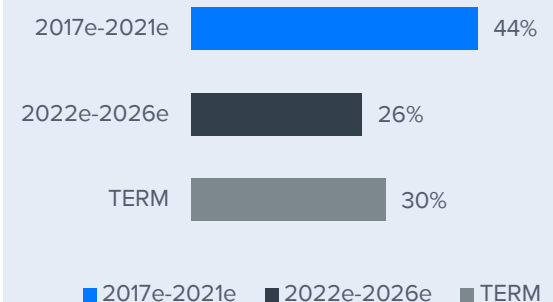
# DCF-laskelma - neutraali

Kassavirtalaskelma (MEUR)	2016	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	TERM
<b>Liikevoitto</b>	<b>3,9</b>	<b>1,0</b>	<b>0,7</b>	<b>7,3</b>	<b>7,9</b>	<b>10,7</b>	<b>12,4</b>	<b>14,6</b>	<b>17,2</b>	<b>16,8</b>	<b>14,7</b>	
+ Kokonaispoistot	0,2	0,2	0,2	0,2	0,3	0,3	0,4	0,4	0,5	0,5	0,6	
- Maksetut verot	-0,6	-0,2	-0,1	-1,4	-1,6	-2,1	-2,5	-2,9	-3,4	-3,3	-2,9	
- verot rahoituskuluista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	2,9	-0,5	-0,6	-0,5	1,8	0,8	1,6	1,9	1,8	0,5	0,3	
<b>Operatiivinen kassavirta</b>	<b>6,4</b>	<b>0,5</b>	<b>0,1</b>	<b>5,5</b>	<b>8,3</b>	<b>9,6</b>	<b>11,8</b>	<b>14,0</b>	<b>16,0</b>	<b>14,4</b>	<b>12,6</b>	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-0,1	-0,2	-0,2	-0,4	-0,3	-0,5	-0,5	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	
<b>Vapaa operatiivinen kassavirta</b>	<b>6,3</b>	<b>0,3</b>	<b>-0,1</b>	<b>5,1</b>	<b>8,0</b>	<b>9,2</b>	<b>11,4</b>	<b>13,4</b>	<b>15,4</b>	<b>13,8</b>	<b>12,0</b>	
+/- Muut	0,0	13,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	6,3	13,3	-0,1	5,1	8,0	9,2	11,4	13,4	15,4	13,8	12,0	101,4
Diskontattu vapaa kassavirta		25,1	-0,1	3,5	4,8	4,7	5,1	5,2	5,2	4,1	3,1	25,8
<b>Diskontattu kumulatiiv. Vapaa kassavirta</b>		<b>73,4</b>	<b>61,4</b>	<b>61,4</b>	<b>58,0</b>	<b>53,2</b>	<b>48,4</b>	<b>43,4</b>	<b>38,1</b>	<b>32,9</b>	<b>28,9</b>	<b>25,8</b>
<b>Velaton arvo DCF</b>		<b>73,4</b>										
- Korolliset velat		0,0										
+ Rahavarat		10,3										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		-0,6										
<b>Oman pääoman arvo DCF</b>		<b>83,2</b>										
<b>Oman pääoman arvo DCF per osake</b>		<b>6,87</b>										

## Kommentit

- Neutraalissa DCF-laskelmassa P7:n on odotettu myyvän noin 1,5 miljoonaa kappaletta. Seuraavien pelien on oletettu myyvän suunnilleen saman verran.
- Arvioimme Remedyn velattomaksi arvoksi (EV) 73 MEUR.
- Arvioimme oman pääoman arvoksi 83 MEUR.

## Rahavirran jakauma jaksottain



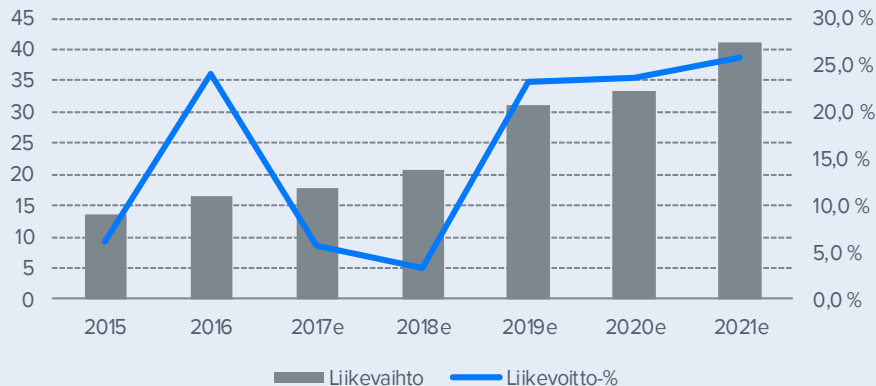
# Tuloslaskelma ja tase

(MEUR)	2016	2017e	2018e	2019e
<b>Liikevaihto</b>	<b>16</b>	<b>18</b>	<b>21</b>	<b>31</b>
Kulut	-12	-17	-20	-24
<b>EBITDA</b>	<b>4,1</b>	<b>1,2</b>	<b>0,8</b>	<b>7,4</b>
Poistot	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2
<b>Liikevoitto</b>	<b>3,9</b>	<b>1,0</b>	<b>0,7</b>	<b>7,3</b>
<i>Liikevoiton kertaerät</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>
<i>Liikevoitto ilman kertaeriä</i>	<i>3,9</i>	<i>1,0</i>	<i>0,7</i>	<i>7,3</i>
Rahoituserät	-0,3	-0,1	-0,2	-0,2
Osuus osakkuusyhtiöiden tuloksesta	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Voitto ennen veroja</b>	<b>3,7</b>	<b>1,0</b>	<b>0,6</b>	<b>7,2</b>
Muut erät	0,0	0,0	0,0	0,0
Verot	-0,6	-0,2	-0,1	-1,4
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Nettotulos</b>	<b>3,2</b>	<b>0,8</b>	<b>0,5</b>	<b>5,8</b>
<i>Nettotulos ilman kertaeriä</i>	<i>3,2</i>	<i>0,8</i>	<i>0,5</i>	<i>5,8</i>
Satunnaiset erät	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Tiilikauden tulos</b>	<b>3,2</b>	<b>0,8</b>	<b>0,5</b>	<b>5,8</b>
<i>Osaakohtainen tulos</i>	<i>0,26</i>	<i>0,07</i>	<i>0,04</i>	<i>0,48</i>
<b>Osaakohtainen tulos (oikaistu)</b>	<b>0,26</b>	<b>0,07</b>	<b>0,04</b>	<b>0,48</b>

Vastaavaa (MEUR)	2016	2017e	2018e	2019e
<b>Pysyvät vastaavat</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>1</b>
Liikearvo	0	0	0	0
Aineettomat oikeudet	0	0	0	0
Käyttöomaisuus	0	0	0	1
Sijoitukset osakkuusyhtiöihin	0	0	0	0
Muut sijoitukset	0	0	0	0
Muut pitkäaikaiset varat	0	0	0	0
Laskennalliset verosaamiset	0	0	0	0
<b>Vaihtuvat vastaavat</b>	<b>11</b>	<b>24</b>	<b>25</b>	<b>32</b>
Varastot	0	0	0	0
Muut lyhytaikaiset varat	0	0	0	0
Myyntisaamiset	0	1	2	5
Likvidit varat	10	23	23	28
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>11</b>	<b>24</b>	<b>25</b>	<b>33</b>

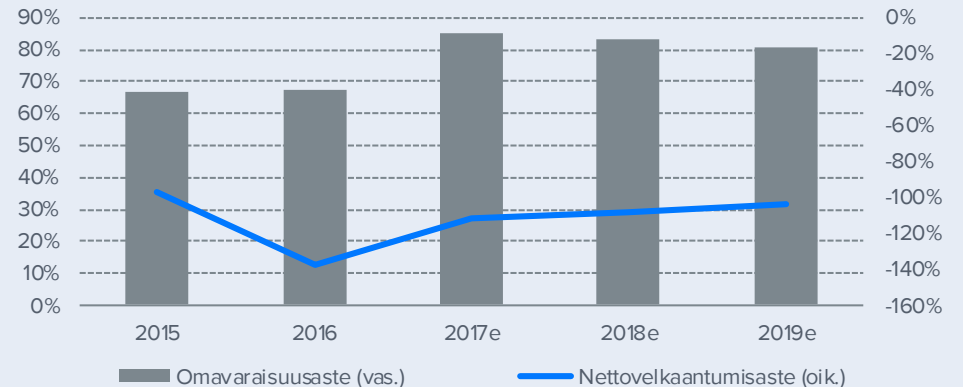
Vastattavaa (MEUR)	2016	2017e	2018e	2019e
<b>Oma pääoma</b>	<b>8</b>	<b>20</b>	<b>21</b>	<b>27</b>
Osakepääoma	0	0	0	0
Kertyneet voittovarot	7	7	8	14
Omat osakkeet	0	0	0	0
Uudelleenarvostusrahasto	0	0	0	0
Muu oma pääoma	0	13	13	13
Vähemmistöosuus	0	0	0	0
<b>Pitkäaikaiset velat</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
Laskennalliset verovelat	0	0	0	0
Varaukset	0	0	0	0
Lainat rahoituslaitoksilta	0	0	0	0
Vaihtovelkakirjalainat	0	0	0	0
Muut pitkäaikaiset velat	0	0	0	0
<b>Lyhytaikaiset velat</b>	<b>4</b>	<b>4</b>	<b>4</b>	<b>6</b>
Lainat rahoituslaitoksilta	0	0	0	0
Lyhytaikaiset korottomat velat	4	4	4	6
Muut lyhytaikaiset velat	0	0	0	0
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>11</b>	<b>24</b>	<b>25</b>	<b>33</b>

Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys



Lähde: Inderes

Taseen avainlukujen kehitys



Lähde: Inderes

# Vastuuvapauslauseke

Raporteilla esitettävä informaatio on hankittu useista eri julkisista lähteistä, joita Inderes pitää luotettavana. Inderesin pyrkimyksenä on käyttää luotettavaa ja kattavaa tietoa, mutta Inderes ei takaa esitettyjen tietojen virheettömyyttä. Mahdolliset kannanotot, arviot ja ennusteet ovat esittäjensä näkemyksiä. Inderes ei vastaa esitettyjen tietojen sisällöstä tai paikkansapitävyydestä. Inderes tai sen työntekijät eivät myöskään vastaa raporttien perusteella tehtyjen sijoitus päätösten 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.

Mahdolliset kannanotot, arviot ja ennusteet ovat esittäjensä näkemyksiä. Inderes ei vastaa esitettyjen tietojen sisällöstä tai paikkansapitävyydestä. Inderes tai sen työntekijät eivät myöskään vastaa tämän raportin perusteella tehtyjen päätösten taloudellisesta tuloksesta tai muista vahingoista (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 sijoitus päätöksensä tekemisestä ja niiden taloudellisesta tuloksesta.

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

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen tämänhetkisen

hinnan ja 12 kuukauden tavoitehintamme väliseen prosenttieroön. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituksin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään neljä kertaa vuodessa yhtiöiden osavuosikatsausten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvion mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmääritysmenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF) ja lisäarvomalli (EVA), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmääritysmenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

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

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

Inderesin tutkimusta laatineilla analyytikoilla tai Inderesin työntekijöillä ei voi olla 1) merkittävän taloudellisen edun ylittäviä omistuksia tai 2) yli 1 %:n omistusosuuksia missään tutkimuksen kohteena olevissa 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 investointipankkiliiketoimintaa.

Inderes tai sen yhteistyökumppanit, joiden asiakkuuksilla voi olla taloudellinen vaikutus Inderesiin, voivat liiketoiminnassaan pyrkiä toimeksiantosuhteisiin eri liikkeeseenlaskijoiden kanssa Inderesin tai sen yhteistyökumppanien tarjoamien palveluiden osalta. Inderes voi siten olla suorassa tai epäsuorassa sopimussuhteessa tutkimuksen

kohteena olevaan liikkeeseenlaskijaan. Inderes voi yhdessä yhteistyökumppaneineen tarjota liikkeeseen laskijoille Corporate Broking -palveluita, joiden tavoitteena on parantaa yhtiön ja pääomamarkkinoiden välistä kommunikaatiota. Näitä palveluita ovat sijoittajatilaisuuksien ja -tapahtumien järjestäminen, sijoittajaviestinnän liittyvä neuvonanto, sijoitustutkimusraporttien laatiminen. Inderes on tehnyt tässä raportissa suosituksen kohteena olevan liikkeeseen laskijan kanssa sopimuksen, jonka osana on tutkimusraporttien laatiminen.

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

# Inderes Oy



2015

1 Ennustetarkkuus



2014, 2016, 2017

1 Suositustarkkuus



2014, 2015, 2016

1 Ennustetarkkuus



2012, 2016

1 Suositustarkkuus



2012, 2016, 2017

2 Suositustarkkuus



2017

3 Suositustarkkuus



2017

1 Suositustarkkuus

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

## Inderes Oy

Itämerenkatu 5

00180 Helsinki

+358 10 219 4690

twitter.com/nderes

Palkittua analyysiä osoitteessa [www.nderes.fi](http://www.nderes.fi)

**Analyysi kuuluu  
kaikille.**

[www.inderes.fi](http://www.inderes.fi)