

Kasvutarina vaatii lisää konkretiaa

Laskemme Next Gamesin tavoitehinnan 7,7 euroon (aik. 9,0 euroa) ja toistamme vähennä-suosituksemme yhtiön Q4-raportin jälkeen. Yhtiön arvostuskertoimet eivät laskeneilla ennusteillamme anna tukea lyhyellä aikavälillä osakkeelle. Yhtiön arvonmuodostus lepää yhä enemmän tulevien pelijulkaisujen varassa, kun NML näyttää hiipumisen merkkejä ja jäämme odottamaan yhtiön kasvutarinan jatkumisesta konkretiaa, missä ensimmäinen askel on Our Worldin onnistunut julkaisu.

Q4-raportti tuloksellisesti pettymys

Next Gamesin Q4-liikevaihto laski -42 % vertailukaudesta 6,7 MEUR:oon alittaen 9,4 MEUR:n ennusteemme. TWD tv-sarjan esittäminen tv:ssä Q4:n aikana ei olennaisesti piristänyt NML:n tunnuslukuja verrattuna Q3:een, mikä oli selvä pettymys meille. Yhtiön kasvupanostukset nostivat odotetusti kustannusrakennetta, mutta NML:n liikevaihdon laskettua se ei enää kannatellut sitä kokonaan ja käyttökate laski -3,4 MEUR:oon (ennuste -0,3 MEUR). Yhtiöllä on viime vuoden listautumisen myötä vahva tase (Q4'17: nettokassa +25,6 MEUR), mutta jos Q4-tappiovauhti jatkuisi tai kiihtyisi 2018 ajan, alkaisi tase näyttää huomattavasti heikommalta vuoden lopussa. Yhtiön tulevien pelien menestykselle kohdistuu yhä enemmän paineita, jotta ne paikkaavat NML:n laskevan liikevaihdon ja mahdollistavat tuloskasvun tuleville vuosille.

Uudet pelijulkaisut aikataulussa

Raportin positiivinen puoli oli yhtiön tulevien peliprojektien eteneminen ja niiden aikataulujen selkiytyminen. AR-peli Our World julkaistaan näillä näkymin maailmanlaajuisesti Q2'18 aikana ja myös Blade Runner -mobiliipeli siirtyy koemarkkinointivaiheeseen H1'18 aikana, joten sen varsinainen julkaisu voisi tapahtua arviomme mukaan 2018 loppupuolella. Yhtiö kertoi myös solmineensa uuden lisenssisopimuksen uuden kumppanin kanssa, joten yhtiöllä on tällä hetkellä kaksi muuta peliä vielä konsepti- ja esituotantovaiheessa. Yhtiön uusien pelien kehityspotki näyttää nyt siltä, että yhtiöllä on hyvät edellytykset strategiansa mukaisesti julkaista vähintään yksi uusi peli tästä vuodesta lähtien.

Ennusteemme laskivat etenkin NML:n osalta

Laskimme reilusti NML:n lähivuosien ennusteita ja odotamme pelin pystyvän vielä kohtuulliseen suoritukseen lähivuosina. Muiden pelien osalta ennustemuutokset olivat vähäisempiä. Our Worldin odotamme yhä nousevan NML:n historiallisesti parhaalle tasolle julkaisunsa jälkeen ja muiden uusien pelien menestyvän hyvin. Odotamme nyt Next Gamesin liikevaihdon kasvavan Our Worldin julkaisun myötä tänä vuonna 43 % 47 MEUR:oon (aik. 55 MEUR) ja liikevoiton olevan -6,4 MEUR (aik. -1,6 MEUR).

Arvostus ei saa tukea tuloksesta lähivuosina

Next Gamesin 2018e-2019e EV/liikevaihto-kertoimet ovat ennusteillamme 2,7x-1,3x (verrokki 2,4x-1,8x). Vuonna 2019 ensimmäisen positiivisen tuloksen myötä P/E- ja EV/EBIT-kertoimet ovat 44x ja 27x. Tulospohjaiset kertoimet eivät anna osakkeelle lähivuosina tukea ja haluamme näyttöjä onnistuneista uusista pelijulkaisuista ja tätä kautta yhtiön kasvutarinan etenemisestä, jotta voisimme tukeutua osakkeen hinnoittelussa vahvemmin vuoden 2019 liikevaihto-kertoimeen, mikä ennusteillamme laskee alle verrokkien tason. Näkyvyys uusien pelien menestykseen ja sitä kautta yhtiön liikevaihtoon on erittäin heikko ja jääme odottamaan Our Worldin julkaisua, jolloin näkyvyys hieman paranee.

Analytikit

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



Sauli Vilen
+358 44 025 8908
sauli.vilen@inderes.fi



Suositus

Vähennä



Edellinen: Vähennä

Tavoitehinta 7,70 EUR

Edellinen: 9,00



Lähde: Reuters

Ei-lisän päätös 8,04 EUR

12 kk vaihteluväli 7,08-15,89 EUR

Potentiaali -4,2 %

Avainluvut

	Liikevaihto	Liikevoitto	Liikevoitto-	Tulos ennen	Tulos/	Osinko/	EV/	EV/	EV/	P/E	Osinko-
	MEUR	(EBIT)	marginaali	veroja (PTP)	osake	osake	Liikevaihto	EBITDA	EBIT	(x)	tuotto
	MEUR	MEUR	%	MEUR	EUR	EUR	(x)	(x)	(x)	(x)	%
2016	31	-2	-5,1 %	-2	0,05	0,00	3,4	-91,9	-67,1	143,9	0,0 %
2017	32	-6	-19,6 %	-7	-0,35	0,00	4,4	-29,5	-22,3	-26,4	0,0 %
2018e	47	-6	-13,8 %	-7	-0,29	0,00	2,7	-29,4	-19,9	-28,1	0,0 %
2019e	94	5	4,9 %	4	0,18	0,00	1,3	19,6	27,1	43,7	0,0 %
2020e	136	15	11,0 %	15	0,61	0,00	0,8	6,8	7,4	13,2	0,0 %
Markkina-arvo, MEUR			150	OPO / osake 2018e, EUR			1,68	CAGR EPS, 2017-2020, %			-220 %
Nettovelka 2018e, MEUR			-22	P/B 2018e			4,8	CAGR kasvu, 2017-2020, %			61 %
Yritysarvo (EV), MEUR			128	Nettovelkaisuusaste 2018e, %			-69,1 %	ROE 2018e, %			-15,7 %
Taseen koko 2018e, MEUR			38	Omavaraisuusaste 2018e, %			82,7 %	ROCE 2018e, %			-18,8 %

Q4-raportti jäi ennusteista

Liikevaihto laski odotuksiamme enemmän

Next Gamesin Q4-liikevaihto laski -42 % vertailukaudesta 6,7 MEUR:oon alittaen 9,4 MEUR:n ennusteemme. TWD tv-sarjan esittäminen tv:ssä Q4:n aikana ei olennaisesti piristänyt NML:n tunnuslukuja verrattuna Q3:een, mikä oli selvä pettymys meille. Päivittäisten aktiivisten pelaajien lukumäärä (DAU) oli noin 364 000 (Q4'16: 530 000), kun odotimme 450 000 päivittäistä pelaajaa. Keskimääräinen liikevaihto päivittäistä pelaajaa kohti (ARPDau) oli Q4:llä noin 0,19 euroa (Q4'16: 0,26 euroa) ennusteemme oltua 0,23 euroa.

Tuloksellisesti heikko kvartaali

Next Gamesin käyttökate laski Q4:llä -3,4 MEUR:oon, mikä alitti selvästi -0,3 MEUR:n ennusteemme. Koko vuoden 2017 käyttökate oli -4,8 MEUR. Yhtiö on jatkanut kasvupanostuksiaan ja yhtiön kustannukset ovat odotetusti nousseet mm. henkilöstön kasvun kautta, mikä nostaa myös liiketoiminnan muita kuluja. NML on tähän asti tuottanut liikevaihtoa siten, että Next Games on päässyt lähelle nollatulosta. Nyt kustannusrakenteen yhä kasvaessa ja NML:n liikevaihdon laskiessa Next Gamesin uusien pelien tulee menestyä hyvin, jotta ne paikkaavat NML:n laskevan liikevaihdon ja mahdollistavat yhtiön kasvun.

Yhtiön Q4-tulos herättää myös huolen skenaariosta, jossa esimerkiksi yhtiön seuraavaksi julkaistava peli myöhästyisi tai epäonnistuisi, jolloin yhtiön tappiot todennäköisesti syvenisivät

Ennustetaulukko	Q4'16	Q4'17	Q4'17e	Q4'17e	Konsensus	Erotus (%)	2017a
MEUR / EUR	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Inderes
Liikevaihto	11,4	6,7	9,4				32,5
Käyttökate	1,7	-3,4	-0,3				-4,8
Liikevoitto	1,6	-4,3	-0,7				-6,4
EPS		-0,24	-0,03				-0,35
Osinko/osake	0,00	0,00	0,00				0,00
Liikevaihdon kasvu-%	-	-41,5 %	-17,1 %				4,5 %
Liikevoitto-%	13,7 %	-64,0 %	-7,2 %				-19,6 %

Lähde: Inderes

Q4-tasolta. Yhtiöllä on viime vuoden listautumisen myötä vahva tase (Q4'17: nettokassa +25,6 MEUR), mutta jos Q4-tappiovauhti jatkuisi tai kiihtyisi 2018 ajan, alkaisi tase näyttää huomattavasti heikommalta vuoden lopussa. Peliyhtiötä ei ole riskinäkökulmasta järkevää operoida heikolla taseella johtuen liiketoiminnan luonteesta, jonka lisäksi heikko tase mahdollisesti heikentäisi Next Gamesin neuvotteluasemaa lisenssinhaltijoihin nähden.

Yhtiön strategia etenee uusien pelijulkaisujen suhteen suunnitellusti

Raportin positiivinen puoli oli yhtiön tulevien peliprojektien eteneminen ja niiden aikataulujen selkiytyminen. Yhtiö kertoi lisättyä todellisuutta hyödyntävän The Walking Dead: Our World -pelin siirtyvän lähipäivinä ensimmäiselle koemarkkinalle ja pelin maailmanlaajuisen julkaisun tapahtuvan Q2'18:n aikana, kuten olimme odottaneet. Blade Runner -mobiliipelin yhtiö kertoi siirtyvän koemarkkinointivaiheeseen ensimmäisen vuosipuoliskon aikana. Arviomme mukaan pelin varsinainen julkaisu voisi tapahtua täten tämän vuoden loppupuolella. Yhtiö kertoi myös solmineensa uuden lisenssisopimuksen uuden kumppanin kanssa, joten yhtiöllä on tällä hetkellä kaksi muuta peliä vielä konsepti- ja esituotantovaiheessa. Yhtiön uusien pelien kehityspotki näyttää nyt siltä, että yhtiöllä on hyvät edellytykset strategiansa mukaisesti julkaista vähintään yksi uusi peli tästä vuodesta lähtien.

Ennustemuutokset

Laskimme ennusteitamme

NML on jäänyt ennusteistamme jo 3 neljännestä putkeen ja pelin parhaat päivät ovat selvästi jo takana päin. Myös Next Games kertoi fokuosoivansa resurssejaan yhä enemmän tuleviin peleihinsä, joten NML:n tunnuslukujen voidaan olettaa alenevan jatkossa. TWD tv-sarja jatkuu kuitenkin vielä ainakin 9. tuotantokauden, eikä Next Games täysin lopeta pelin kehittämistä, joten pelillä on mahdollisuus tehdä kohtalaista liikevaihtoa vielä lähivuosina. Odotamme nyt NML:n päivittäisten pelaajien lukumäärän (DAU) olevan 2018-2019 330 000 ja 270 000 (aik. 400 000 ja 350 000). Keskimääräisen päivittäisen liikevaihdon pelaajaa kohti ennustamme olevan lähes ennallaan 0,20 eurossa.

Tarkistimme myös tulevien pelien ennusteitamme alaspäin DAU:n osalta. Our Worldin odotamme yhä menestyvän erittäin hyvin ja DAU-ennusteemme sille on noin 500 000 tuleville vuosille, mikä vastaa NML:n historiallisesti parasta tasoa. Muiden pelien osalta odotamme DAU:n nousevan julkaisuvuoden jälkeen 350 000 tasolta noin 400 000 pelaajaan seuraavien kahden vuoden aikana. Aiemmin odotimme DAU:n nousevan 500 000 pelaajaan. Liikevaihdon per päivittäinen pelaaja (ARPDau) ennusteemme pidimme tulevien pelien osalta ennallaan. Huomautamme, että ennusteemme odottavat yhä Next Gamesin tulevien pelien menestyvän hyvin, eikä suurille epäonnistumisille ole varaa.

Tarkensimme myös hieman ylöspäin lähivuosien kuluennusteitamme henkilöstö- ja liiketoiminnan muiden kulujen osalta yhtiön rekrytoitua uusia työntekijöitä odotuksiamme nopeammin.

Tulosta alkaa syntyä kunnolla vasta 2020-luvulla

Ennustemuutosten myötä Next Gamesin lähivuosien tulosennusteemme laskivat huomattavasti. Odotamme nyt Next Gamesin liikevaihdon kasvavan Our Worldin julkaisun myötä tänä vuonna 43 % 47 MEUR:oon (aik. 55 MEUR). Yhtiön suhteellisen kiinteästä kulurakenteesta johtuen alhaisempi liikevaihtotaso heijastuu myös tuloslaskelman alemmille riveille ja ennustamme 2018 liikevoiton olevan -6,4 MEUR (aik. -1,6 MEUR). Vuonna 2019 ennustamme liikevaihdon kasvavan uusien pelijulkaisujen siivittämänä 101 % 94 MEUR:oon (aik. 100 MEUR) ja liikevoiton olevan 4,6 MEUR (aik. 8,6 MEUR).

Next Gamesin onnistuessa kasvustrategiassaan yhtiön tulokunto alkaa parantua reippaasti 2020-luvulla. Ennustamme yhtiön yltävän vuonna 2020 136 MEUR:n liikevaihdon 15 MEUR:n liikevoittoon (EBIT-% 11 %), jolloin osakekohtaista tulosta syntyy 0,61 euroa. Korostamme kuitenkin, että näkyvyys tulevien pelien menestykseen on erittäin heikko ja ennusteisiin sisältyy merkittävää epävarmuutta.

Ennustemuutokset	2017e	2017a	Muutos	2018e	2018e	Muutos	2019e	2019e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	35,3	32,5	-8 %	54,6	46,6	-15 %	99,6	93,8	-6 %
Käyttökate	-1,6	-4,8	-198 %	0,9	-4,3	-558 %	11,1	6,3	-43 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	-2,8	-6,4	-128 %	-1,6	-6,4	-303 %	8,6	4,6	-47 %
Liikevoitto	-2,8	-6,4	-128 %	-1,6	-6,4	-303 %	8,6	4,6	-47 %
Tulos ennen veroja	-3,1	-6,8	-124 %	-1,8	-6,6	-269 %	8,4	4,4	-48 %
EPS (ilman kertaeriä)	-0,14	-0,35	-144 %	-0,08	-0,29	-276 %	0,35	0,18	-47 %
Osakekohtainen osinko	0,00	0,00		0,00	0,00		0,00	0,00	

Lähde: Inderes

Ennusteet

Tuloslaskelma	2017	2018e	2019e	2020e	2021e
Liikevaihto	32,5	46,7	93,8	136,0	144,6
NML	32,5	23,1	19,7	16,1	0,0
Our World	0,0	21,9	45,3	45,6	39,4
Blade Runner	-	1,6	19,2	27,6	29,2
2019 peli	-	-	9,6	27,6	29,2
2020 peli	-	-	-	19,2	27,6
2021 peli	-	-	-	-	19,2
Ostot ja palvelut	-20,5	-29,8	-59,5	-85,7	-90,1
Myyntikate	12,0	16,8	34,3	50,3	54,5
Henkilöstökulut	-6,7	-9,7	-11,5	-12,9	-14,3
Liiketoiminnan muut kulut	-10,1	-11,4	-16,5	-21,1	-22,3
Käyttökate	-4,8	-4,3	6,3	16,3	17,9
Poistot ja arvonalentumiset	-1,6	-2,1	-1,8	-1,3	-1,1
Liiketulos	-6,4	-6,4	4,6	15,0	16,8
Nettorahoituskulut	-0,47	-0,20	-0,20	-0,20	-0,20
Tulos ennen veroja	-6,9	-6,6	4,4	14,8	16,6
Verot	0,5	1,3	-0,9	-3,0	-3,3
Nettotulos	-6,4	-5,3	3,5	11,8	13,3
Myyntikate-%	36,8 %	36,0 %	36,6 %	37,0 %	37,7 %
EBITDA-%	-14,9 %	-9,2 %	6,7 %	12,0 %	12,4 %
EBIT-%	-19,7 %	-13,7 %	4,9 %	11,0 %	11,6 %
EPS	-0,35	-0,29	0,18	0,61	0,67

Tunnusluvut	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e
DAU (MKPL)	0,43	0,85	1,51	1,89	2,02
NML	0,43	0,33	0,27	0,20	0,00
Our World (Q2'18 aikana)	-	0,52	0,54	0,50	0,45
Blade Runner (2018 lopussa)	-	-	0,35	0,42	0,40
2019 peli (Q2'19 lopussa)	-	-	0,35	0,42	0,40
2020 peli	-	-	-	0,35	0,42
2021 peli	-	-	-	-	0,35
ARPPAU (EUR)	0,20	0,41	0,73	0,98	0,97
NML	0,20	0,20	0,20	0,22	0,00
Our World (Q2'18 aikana)	-	0,21	0,23	0,25	0,24
Blade Runner (2018 lopussa)	-	-	0,15	0,18	0,20
2019 peli (Q2'19 lopussa)	-	-	0,15	0,18	0,20
2020 peli	-	-	-	0,15	0,18
2021 peli	-	-	-	-	0,15

Arvostuskertoimet

Arvostus ei saa tukea tuloksesta lähivuosina

Next Gamesin 2018e-2019e EV/liikevaihto-kertoimet ovat ennusteillamme 2,7x-1,3x (verrokki 2,4x-1,8x). Vuonna 2019 ensimmäisen positiivisen tuloksen myötä P/E- ja EV/EBIT-kertoimet ovat 44x ja 27x. Tulospohjaiset kertoimet eivät anna osakkeelle lähivuosina tukea ja haluamme näyttöjä onnistuneista uusista pelijulkaisuista ja tätä kautta yhtiön kasvutarinan etenemisestä, jotta voisimme tukeutua osakkeen hinnoittelussa vahvemmin vuoden 2019 liikevaihto-kertoimeen, mikä ennusteillamme laskee alle verrokkien tason. Näkyvyys uusien pelien menestykseen ja sitä kautta yhtiön liikevaihtoon on

erittäin heikko ja jäämme odottamaan Our Worldin julkaisua, jolloin näkyvyys hieman paranee.

Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
		MEUR	MEUR	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e
Ubisoft	67,34	7542	7692	27,0	18,3	9,0	7,5	4,5	3,7	38,5	26,8			5,9
Electronic Arts	117,65	29337	26620	19,9	17,0	18,4	15,9	6,4	5,9	28,0	23,9			7,5
Zynga	3,67	2580	1957	17,0	12,4	14,3	11,0	2,6	2,5	26,5	19,9			2,0
Changyou.com	30,13	1275	566	4,8	4,9	4,4	4,3	1,2	1,2	10,1	10,5			1,3
G5 Entertainment	365,00	329	318	18,1	14,0	12,0	8,4	2,2	1,9	23,1	18,3	0,5	0,7	9,3
Focus Home Interactive	37,00	194	191	13,6	13,3	13,4	13,1	1,8	1,7	20,0	19,1	1,6	2,1	4,3
THQ Nordic	100,80	731	661	20,2	17,4	15,0	12,9	7,2	6,1	30,6	26,4			5,8
Take-Two Interactive	119,29	10989	10011	26,6	16,3	25,2	15,2	6,1	4,2	39,0	24,3			8,2
Frontier Developments	1345,00	618	600	444,8	35,6	72,7	24,3	17,6	8,9	473,1	45,0			
Stillfront Group AB	172,00	115	120	6,3	4,1	2,8	1,9	0,8	0,7	25,9	14,8			5,7
Digital Bros	10,98	160	155	15,5	6,7	17,2	3,5	1,5	0,9		9,3	1,5	1,6	2,3
Glu Mobile	3,68	407	356	41,3	12,3	33,6	11,4	1,3	1,1	42,8	14,7			2,6
Remedy	6,40	78	56	41,3	6,4	36,9	6,3	2,6	1,6	78,0	13,0		3,1	3,5
Rovio	9,74	786	703	14,7	9,8	10,7	8,1	2,1	1,8	21,1	12,9	1,3	2,1	4,8
Next Games (Inderes)	8,04	150	128	-19,9	27,1	-29,4	19,6	2,7	1,3	-28,1	43,7	0,0	0,0	4,8
Keskiarvo				50,8	13,5	20,4	10,3	4,1	3,0	65,9	19,9	1,2	1,9	4,9
Mediaani				19,0	12,8	14,6	9,7	2,4	1,8	28,0	18,7	1,4	2,1	4,8
Erotus-% vrt. mediaani				-205 %	111 %	-301 %	101 %	14 %	-29 %	-200 %	134 %			1 %

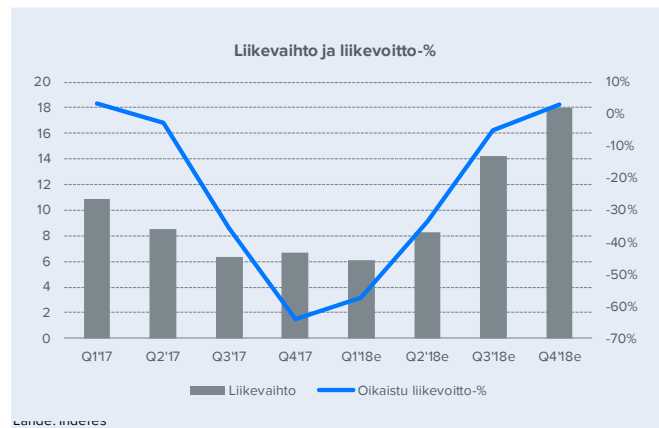
Lähde: Thomson-Reuters / Inderes. Huomautus: Inderesin käyttämä markkina-arvo ei ota huomioon yhtiön hallussa olevia omia osakkeita.

Tuloslaskelma ja ennusteet vuosineljänneksittäin

Tuloskehitys kvartaalitasolla	2016	Q1'17	Q2'17	Q3'17	Q4'17	2017	Q1'18e	Q2'18e	Q3'18e	Q4'18e	2018e	2019e	2020e
Liikevaihto	31,1	10,9	8,6	6,4	6,7	32,5	6,1	8,3	14,2	18,0	46,6	93,8	136,0
	31,1	10,9	8,6	6,4	6,7	32,5	6,1	8,3	14,2	18,0	46,6	93,8	136,0
Käyttökate	-1,2	0,5	-0,3	-2,1	-3,4	-4,8	-3,0	-2,3	-0,2	1,1	-4,3	6,3	16,3
Poistot ja arvonalennukset	-0,4	-0,1	-0,4	-0,2	-0,8	-1,6	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-2,1	-1,8	-1,3
Liikevoitto ilman kertaeriä	-1,6	0,4	-0,2	-2,3	-4,3	-6,4	-3,5	-2,8	-0,7	0,5	-6,4	4,6	15,0
Liikevoitto	-1,6	0,4	-0,2	-2,3	-4,3	-6,4	-3,5	-2,8	-0,7	0,5	-6,4	4,6	15,0
	-1,6	0,4	-0,2	-2,3	-4,3	-6,4	-3,5	-2,8	-0,7	0,5	-6,4	4,6	15,0
Nettorahoituskulut	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,3	-0,5	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2
Tulos ennen veroja	-1,6	0,3	-0,3	-2,3	-4,5	-6,8	-3,5	-2,8	-0,8	0,5	-6,6	4,4	14,8
Verot	2,4	-0,1	0,0	0,3	0,2	0,5	0,7	0,6	0,2	-0,1	1,3	-0,9	-3,0
Vähemmistöosuudet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	0,8	0,3	-0,3	-2,1	-4,3	-6,4	-2,8	-2,3	-0,6	0,4	-5,3	3,5	11,8
EPS (oikaistu)	0,05	0,02	-0,02	-0,11	-0,24	-0,35	-0,15	-0,12	-0,03	0,02	-0,29	0,18	0,61
EPS (raportoitu)	0,05	0,02	-0,02	-0,11	-0,24	-0,35	-0,15	-0,12	-0,03	0,02	-0,29	0,18	0,61

Tunnusluvut	2016	Q1'17	Q2'17	Q3'17	Q4'17	2017	Q1'18e	Q2'18e	Q3'18e	Q4'18e	2018e	2019e	2020e
Liikevaihdon kasvu-%						4,5 %	-44,3 %	-3,4 %	123,1 %	170,8 %	43,4 %	101,2 %	45,0 %
Käyttökate-%		4,6 %	2,0 %	-32,6 %	-51,3 %	-14,9 %	-48,7 %	-27,3 %	-1,4 %	5,9 %	-9,3 %	6,7 %	12,0 %
Oikaistu liikevoitto-%		3,4 %	-2,5 %	-35,6 %	-64,0 %	-19,6 %	-57,3 %	-33,7 %	-5,1 %	3,0 %	-13,8 %	4,9 %	11,0 %
Nettotulos-%		2,3 %	-3,3 %	-32,2 %	-64,5 %	-19,6 %	-46,5 %	-27,4 %	-4,3 %	2,2 %	-11,4 %	3,7 %	8,7 %

Lähde: Inderes



Arvostus

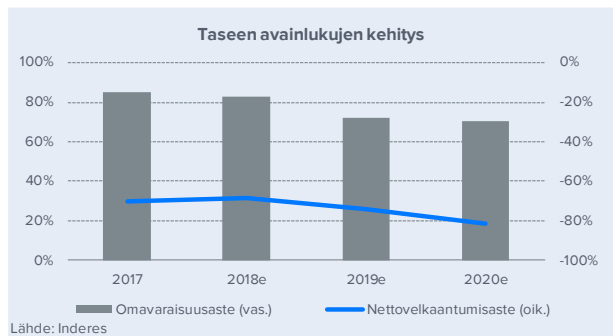
Arvostustaso	2017	2018e	2019e	2020e	2021e
Osakekurssi	9,23	8,04	8,04	8,04	8,04
Markkina-arvo	168	150	150	150	150
Yritysarvo (EV)	143	128	124	112	98
P/E (oik.)	neg.	neg.	43,7	13,2	11,9
P/E	neg.	neg.	43,7	13,2	11,9
P/Kassavirta	13,3	-39,3	33,7	12,1	10,8
P/B	4,6	4,8	4,3	3,2	2,5
P/S	5,2	3,2	1,6	1,1	1,0
EV/Liikevaihto	4,4	2,7	1,3	0,8	0,7
EV/EBITDA	neg.	neg.	19,6	6,8	5,5
EV/EBIT	neg.	neg.	27,1	7,4	5,8
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	30,0 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	2,7 %

Lähde: Inderes

Tase ja kassavirtalaskelma

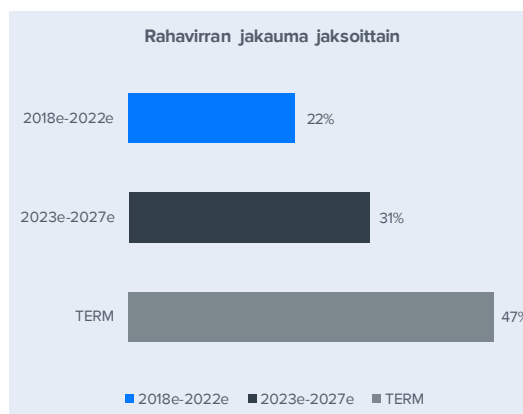
Tase

Vastaavaa (MEUR)	2016	2017	2018e	2019e	Vastattavaa (MEUR)	2016	2017	2018e	2019e
Pysyvät vastaavat	4	12	9	8	Oma pääoma	5	37	31	35
Liikearvo	0	0	0	0	Osakepääoma	0	0	0	0
Aineettomat oikeudet	1	7	5	4	Kertyneet voittovarot	-10	-17	-22	-19
Käyttöomaisuus	0	0	0	0	Omat osakkeet	0	0	0	0
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0	0	0	0	Uudelleenarvostusrahasto	0	0	0	0
Muut sijoitukset	1	1	1	1	Muu oma pääoma	16	53	53	53
Muut pitkäaikaiset varat	0	1	0	0	Vähemmistöosuus	0	0	0	0
Laskennalliset verosaamiset	2	3	3	3	Pitkäaikaiset velat	1	1	0	0
Vaihtuvat vastaavat	10	31	29	40	Laskennalliset verovelat	0	0	0	0
Varastot	0	0	0	0	Varaukset	0	0	0	0
Muut lyhytaikaiset varat	0	0	0	0	Lainat rahoituslaitoksilta	1	1	0	0
Myyntisaamiset	7	5	7	14	Vaihtovelkakirjalainat	0	0	0	0
Likvidit varat	4	26	22	26	Muut pitkäaikaiset velat	0	0	0	0
Taseen loppusumma	15	43	38	48	Lyhytaikaiset velat	8	6	7	13
					Lainat rahoituslaitoksilta	0	0	0	0
					Lyhytaikaiset korottomat velat	8	6	7	13
					Muut lyhytaikaiset velat	0	0	0	0
					Taseen loppusumma	15	43	38	48



Kassavirtalaskelma (MEUR)	2017	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	TERM
Liikevoitto	-6,4	-6,4	4,6	15,0	16,8	21,9	23,2	26,3	27,5	27,6	28,4	
+ Kokonaispoistot	1,6	2,1	1,8	1,3	1,1	0,9	0,8	0,7	0,7	0,7	0,7	
- Maksetut verot	0,1	1,3	-0,9	-3,0	-3,3	-4,4	-4,6	-5,3	-5,5	-5,5	-5,7	
- 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	-0,6	-1,6	-0,5	-0,4	-0,1	-0,3	-0,3	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	
Operatiivinen kassavirta	-5,4	-4,7	4,9	12,9	14,4	18,2	19,1	21,6	22,6	22,7	23,4	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-9,0	0,9	-0,5	-0,5	-0,6	-0,6	-0,6	-0,7	-0,7	-0,7	-0,6	
Vapaa operatiivinen kassavirta	-14,4	-3,8	4,4	12,4	13,8	17,6	18,5	20,9	21,9	22,0	22,7	
+/- Muut	27,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	12,6	-3,8	4,4	12,4	13,8	17,6	18,5	20,9	21,9	22,0	22,7	210,6
Diskontattu vapaa kassavirta	-3,4	3,4	8,4	8,3	9,2	8,5	8,4	7,7	6,8	6,1	56,8	
Diskontattu kumulatiiv. vapaa kassavirta	120,2	123,5	120,1	111,6	103,4	94,2	85,8	77,4	69,7	62,9	56,8	
Velaton arvo DCF	120,2											
- Korolliset velat		-0,8										
+ Rahavarat		26,4										
- Vähemmistöosuus		0,0										
- Osinko/pääomapalautus		0,0										
Oman pääoman arvo DCF	145,8											
Oman pääoman arvo DCF per osake	7,83											

Pääoman kustannus (WACC)	
Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	0,0 %
Vieraan pääoman kustannus	5,0 %
Yrityksen Beta	1,50
Markkinoiden riski-premio	4,75 %
Likviditeettipremio	4,00 %
Riskiton korko	3,0 %
Oman pääoman kustannus	14,1 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	14,1 %



Tiivistelmä

Tuloslaskelma	2016	2017	2018e	2019e
Liikevaihto	31,1	32,5	46,6	93,8
EBITDA	-1,2	-4,8	-4,3	6,3
EBITDA-marginaali (%)	-3,7	-14,9	-9,3	6,7
EBIT	-1,6	-6,4	-6,4	4,6
Voitto ennen veroja	-1,6	-6,8	-6,6	4,4
Nettovoitto	0,8	-6,4	-5,3	3,5
Kertaluontoiset erät	0,0	0,0	0,0	0,0

Tase	2016	2017	2018e	2019e
Taseen loppusumma	14,6	43,1	37,7	47,8
Oma pääoma	5,4	36,6	31,2	34,7
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	0,0
Korolliset velat	0,8	0,8	0,0	0,0

Kassavirta	2016	2017	2018e	2019e
EBITDA	-1,2	-4,8	-4,3	6,3
Nettokäyttöpääoman muutos	1,3	-0,6	-1,6	-0,5
Operatiivinen kassavirta	0,1	-5,4	-4,7	4,9
Vapaa kassavirta	-1,3	12,6	-3,8	4,4

Yhtiökuvaus
Next Games on lisensoituihin peleihin keskittyvä mobiilipelien kehittäjä ja julkaisija, joka toimii maailmanlaajuisilla pelimarkkinoilla. Next Games hankkii tunnettujen viihdetuotteiden, kuten elokuvien, televisiosarjojen, kirjojen tai urheiluviihdetuotteiden, lisenssioikeuksia ja kehittää mobiilipelejä näiden pohjalta. Yhtiö kehittää pelit läheisessä yhteistyössä lisenssiomistajien kanssa varmistaakseen tiiviin yhteyden pelin ja sen taustalla olevien viihdetuotteiden välillä.

Osakekohtaiset luvut	2015	2016	2017	2018e	2019e
EPS		0,05	-0,35	-0,29	0,18
EPS oikaistu		0,05	-0,35	-0,29	0,18
Operat. kassavirta per osake		0,01	-0,29	-0,25	0,26
Tasearvo per osake		0,39	2,01	1,68	1,83
Osinko per osake		0,00	0,00	0,00	0,00
Voitonjako, %		0	0	0	0
Osinkotuotto, %		0,0	0,0	0,0	0,0

Tunnusluvut	2015	2016	2017	2018e	2019e
P/E	neg.	143,9	neg.	neg.	42,8
P/B	23,4	20,1	4,6	4,8	4,3
P/Liikevaihto	11,2	3,5	5,2	3,2	1,6
P/CF	neg.	1139,1	neg.	neg.	30,9
EV/Liikevaihto	10,8	3,4	4,4	2,7	1,3
EV/EBITDA	neg.	neg.	neg.	neg.	19,6
EV/EBIT	neg.	neg.	neg.	neg.	27,1

Suurimmat omistajat	%-osakkeista
Ovaskainen Jari Juhani Rainer	16,7 %
IDG Ventures USA III, L.P.	6,5 %
Hiitola Kalle Johannes	5,2 %
Achrén Joakim Tomas Johan	5,2 %
Achrén Mikael Jan Kennet	5,2 %
Jumisko Jaakko Ensio	5,2 %

Suositus historia, viimeiset 12 kk

Suositus historia, viimeiset 12 kuukautta

Päivämäärä	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
13.6.2017	Lisää	8,50 €	7,50 €
17.7.2017	Lisää	8,50 €	7,41 €
4.9.2017	Lisää	12,50 €	12,00 €
3.11.2017	Vähennä	10,50 €	10,81 €
13.12.2017	Vähennä	9,00 €	9,00 €
31.1.2018	Vähennä	7,70 €	8,04 €

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 esittäjiensä näkemyksiä. Inderes ei vastaa esitettyjen tietojen sisällöstä tai paikkansapitävyydestä. Inderes tai sen työntekijät eivät myöskään vastaa raporttien perusteella tehtyjen sijoituspäätösten taloudellisesta tuloksesta tai muista vahingoista (välittömät ja välilliset vahingot), joita tietojen käytöstä voi aiheutua. Raportilla esitettyjen tietojen perustana oleva informaatio voi muuttua nopeastikin. Inderes ei sitoudu ilmoittamaan esitettyjen tietojen/kannanottojen mahdollisista muutoksista.

Mahdolliset kannanotot, arviot ja ennusteet ovat esittäjiensä 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 sijoituspäätöksensä tekemisestä ja niiden taloudellisesta tuloksesta.

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

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen tämänhetkisen hinnan ja 12 kuukauden tavoitehintamme väliseen prosenttiero. Suosituspolitiikka on neliportainen suositukseen 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 arvonmäärittämenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF) ja lisäarvomalli (EVA), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi.

Käytettävät arvonmäärittämenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

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

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

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