

Paljon hyvää on jo hinnoiteltu osakkeeseen

Toistamme Next Gamesin myy-suosituksen, mutta nostamme tavoitehintamme 5,90 euroon (aik. 5,60 euroa) yhtiön verrokkiryhmän arvostustason nousun myötä. Mielestämme Next Gamesin nykyinen markkina-arvo hinnoittelee Our Worldille ja muille tuleville peleille jo hyvää menestystä, eikä suurille pettymyksille ole tilaa. Näkyvyys Our Worldin ja muiden tulevien pelien liikevaihtoon ja myyntikate-potentiaaliin on tällä hetkellä käytännössä olematon ja tämä pitää Next Gamesin riskiprofiilin erittäin korkeana ennen kuin Our Worldista saadaan konkreettisia lukuja tulevilta kvartaaleilta.

Q2-raportti oli kokonaisuudessaan odotustemme mukainen

Next Gamesin Q2-liikevaihto laski 33 % vertailukaudesta 5,7 MEUR:oon ylittäen hieman 5,4 MEUR:n ennusteemme. Liikevaihdon laskua vertailukaudesta selittää NML:n päivittäisten pelaajien (DAU) lukumäärän lasku, kun taas liikevaihto per päivittäinen pelaaja (ARPDau) nousi noin sentillä vertailukaudesta 0,20 euroon. Liikevoitto laski Q2:lla -4,3 MEUR:oon (Q2'17: -0,2 MEUR), kun ennusteemme oli -3,6 MEUR. Liiketoiminnan rahavirta oli ensimmäisellä vuosipuoliskolla -8,3 MEUR ja yhtiöllä oli kesäkuun lopussa kassaa noin 17 MEUR. Odotamme tappiotahdin pienenevän tulevina neljänneksinä Our Worldin julkaisun myötä, vaikka alkuvaiheessa peli on yhtiölle kassavirtanegatiivinen suurista käyttäjähankinta- ja markkinointipanostuksista johtuen.

Our Worldilla hyvä alku, muut peliprojektit etenevät suunnitellusti

Our Worldin ensimmäisen viikon vastaanotto on ollut lupaava ja peli nousi yhtiön mukaan ensimmäisen viikon aikana App Storen pelien top10 -latauslistalle yli 40:llä markkinalla ja Google Playssa yli 10:llä markkinalla. Next Games kertoi myös, että pelin ensimmäisen viikon globaali ARPDau-luku oli 0,35 euroa. Luku on korkea ja heijastelee arviomme mukaan vielä ensimmäisellä viikolla huomattavasti matalampaa DAU:ta kuin mihin odotamme pelin yltävän ylösjarvovaiheen jälkeen (2018e DAU: 520 000). Yhtiön strategia etenee muiden pelien osalta odotetusti ja yhtiöllä on hyvät edellytykset julkaista strategiansa mukaisesti vähintään yksi uusi peli vuosittain tuotekehityspuutensa perusteella.

Ennusteisiin liittyy huomattavaa epävarmuutta

Pidimme Q2-raportin jäljiltä liikevaihtoennusteemme ennallaan. Teimme pieniä muutoksia kustannusennusteisiimme ja lähivuosien tulosenusteet laskivat hieman näiden myötä. Korostamme, että Next Gamesin ennusteisiin liittyy huomattavaa epävarmuutta ja niihin voi tulla isojakin muutoksia, kun esimerkiksi Our Worldin liikevaihto- ja myyntikatearvostusta saadaan konkreettisia lukuja tulevien kvartaalien aikana.

Nykyinen arvostus hinnoittelee jo paljon hyvää

Next Gamesin arvostus ei saa lähivuosina tukea tulos pohjaisista kertoimista (2019e P/E 128x, EV/EBIT 77x). Myös puhtaasti pelkkiin liikevaihtokertoimiin (2018e-2019e 3,4x-1,4x) nojaaminen tuottaa omat haasteensa, sillä Next Gamesin lähivuosien liikevaihtoennusteisiin sisältyy huomattavaa epävarmuutta. Skenaariopohjaisessa arvonmäärittämisessä olemme soveltaneet Next Gamesin 2018-2019 liikevaihto- ja liikevoittoennusteisiin laajan peliyhtiöistä koostuvan vertailuryhmän sekä lähimpien mobiilipeli-verrokkiyhtiöiden arvostuskertoimia. Tavoitehintamme 5,9 euroa pohjautuu näistä saatujen arvojen sekä DCF-laskelman keskiarvoon neutraalissa skenaariossa.

Analyytikko

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



Suositus

Myy



Edellinen: Myy

Tavoitehintaa 5,90 EUR

Edellinen: 5,60



Lähde: Reuters

Ei-lisen päätös 7,42 EUR

12 kk vaihteluväli 4,91-15,89 EUR

Potentiaali -20,5 %

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	36	-11	-29,8 %	-11	-0,59	0,00	3,4	-13,8	-11,5	-12,5	0,0 %
2019e	85	2	1,8 %	1	0,06	0,00	1,4	35,1	76,8	128,2	0,0 %
2020e	119	10	8,3 %	10	0,40	0,00	0,9	9,9	11,3	18,5	0,0 %
Markkina-arvo, MEUR		137		OPO / osake 2018e, EUR		1,39		CAGR EPS, 2017-2020, %			-205 %
Nettovelka 2018e, MEUR		-15		P/B 2018e		5,3		CAGR kasvu, 2017-2020, %			54 %
Yritysarvo (EV), MEUR		122		Nettovelkaisuusaste 2018e, %		-57,6 %		ROE 2018e, %			-35,1 %
Taseen koko 2018e, MEUR		31		Omavaraisuusaste 2018e, %		83,7 %		ROCE 2018e, %			-33,8 %

Kokonaisuutena odotuksiemme mukainen Q2-raportti

NML:n suoritus parani Q1:stä

Next Gamesin Q2-liikevaihto laski 33 % vertailukaudesta 5,7 MEUR:oon ylittäen hieman 5,4 MEUR:n ennusteamme. Päivittäisten aktiivisten pelaajien lukumäärä (DAU) oli 306 451 (Q2'17: 458 000), kun odotimme 350 000 päivittäistä pelaajaa. Keskimääräinen liikevaihto päivittäistä pelaajaa kohti (ARPDau) oli Q2:lla noin 0,20 euroa (Q2'17: 0,19 euroa), mikä ylitti ennusteamme (0,17 euroa) ja tuki liikevaihtoa pelaajamäärän odotuksiamme nopeammasta laskusta huolimatta. The Walking Dead: No Man's Land -peli julkaistiin Q2:lla Japanissa ja Koreassa, jotka osaltaan tukivat pelin suoritusta katsauskaudella. Next Gamesin strategiassa on ollut jo pidempään laajentuminen mm. Japaniin, Koreaan ja Kiinaan ja nyt kaksi näistä markkinoista on saatu avattua, mikä on positiivista. Nähtäväksi vielä jää, miten hyvin Japanin ja Korean markkinoiden avautuminen tukee NML:n liikevaihtoa jatkossa. Etenkin onnistuminen Japanissa (maailman 3. suurin mobiilipelimarkkina) voisi tarjota hyvääkin vetoapua NML:n muuten jo pidempään laskutrendissä olleelle liikevaihdolle.

Next Gamesin Q2-tulos jäi hieman ennusteestamme, mutta isossa kuvassa se oli odotuksien mukainen. Liikevoitto laski Q2:lla -4,3 MEUR:oon (Q2'17: -0,2 MEUR), kun ennusteemme oli -3,6 MEUR. Liiketoiminnan rahavirta on ollut ensimmäisellä vuosipuoliskolla -8,3 MEUR ja yhtiöllä oli kesäkuun lopussa kassaa noin 17 MEUR (2017 lopussa 26 MEUR). Our Worldin onnistunut julkaisu ja hyvä vastaanotto hälventää huolta yhtiön kassan palamisen tahdistajatkossa, vaikka ainakin alkuvaiheessa peli on todennäköisesti kassavirtanegatiivinen suurista käyttäjähankinta- ja markkinointipanostuksista johtuen.

Yhtiö jatkoi Q2:lla panostuksia tuleviin peleihin ja yhtiön henkilöstömäärä oli Q2:n lopussa 132 (Q1'18: 124). Next Gamesin rahoituskulut olivat poikkeuksellisen korkeat, sillä niihin sisältyi yhtiön osittain omistaman Armada Interactive -peliyhtiön osakkeiden alaskirjaus (-1 MEUR).

Our Worldilla hyvä alku, muut pelit etenevät suunnitellusti

Next Gamesin lähivuosien kannalta keskeisin arvoajuri on 12.7. julkaistu The Walking Dead: Our World -peli. Pelin ensimmäisen viikon vastaanotto on ollut lupaava ja peli on yhtiön mukaan noussut ensimmäisen viikon aikana App Storen pelien top10 -

Ennustetaulukko	Q2'17	Q2'18	Q2'18e	Q2'18e	Konsensus		Erotus (%)	2018e
MEUR / EUR	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Tot. vs. Inderes	Inderes
Liikevaihto	8,5	5,7	5,4				5 %	35,7
Käyttökate	0,1	-3,9	-3,1				-26 %	-8,8
Liikevoitto	-0,2	-4,3	-3,6				-17 %	-10,6
Liikevaihdon kasvu-%	18,3 %	-33,2 %	-36,3 %				3 %-yks.	9,9 %
Liikevoitto-%	-2,6 %	-74,8 %	-66,7 %				-8,1 %-yks.	-29,8 %

Lähde: Inderes

latauslistalle yli 40:llä markkinalla ja Google Playssa yli 10:llä markkinalla. Next Games kertoi myös, että pelin ensimmäisen viikon globaali ARPDau-luku oli 0,35 euroa. Luku on korkea ja heijastelee arviomme mukaan vielä ensimmäisellä viikolla huomattavasti matalampaa DAU:ta kuin mihin odotamme pelin yltävän ylösajovaiheen jälkeen (2018e DAU: 520 000).

Yhtiön strategia etenee muiden pelien osalta odotetusti ja Blade Runner 2049 -peli siirtyi Q2:n aikana ensimmäiselle koemarkkinalle. Pelin virallinen julkaisu voisi näin ollen tapahtua tämän vuoden lopussa tai ensi vuoden alkupuolella olettaen suunnitteen 6kk kestävä koemarkkinointivaiheen. NBCUniversalin kanssa tehtävä peliprojekti siirtyi esituotannosta tuotantoon Q2:n aikana. Lisäksi yhtiöllä on yksi projekti konseptointivaiheessa. Yhtiöllä on siis hyvät edellytykset julkaista strategiansa mukaisesti vähintään yksi uusi peli vuosittain tuotekehityspuskensa perusteella.

Näkyvyys Our Worldin ja muiden tulevien pelien pitkäkestoiseen menestykseen erittäin heikko

Mobiilipeliyhtiöissä tuottopotentialiaali on merkittävä, jos yhtiö onnistuu luomaan menestyspelin ja ylläpitämään sen suosiota useamman vuoden ajan. Näkyvyys pelien menestykseen ja sitä kautta peliyhtiöiden liikevaihtoon on kuitenkin käytännössä olematon. Suurta epävarmuutta on myös sen suhteen, että miten suurilla markkinointi- ja käyttäjähankintapanostuksilla pelin kasvu saadaan aikaan ja ylläpidettyä. Next Gamesin strategia tehdä pelejä suosittujen viihdebrändien pohjalta helpottaa osaltaan käyttäjähankintaa, mutta myös Next Games joutuu panostamaan siihen merkittävästi.

Tällä hetkellä markkinoilla ei ole vielä montaa laadultaan Our Worldin tasoista AR-peliä, joten lähtökohdat pelin menestymiselle ovat hyvät. Tässä vaiheessa on kuitenkin hyvin vaikea arvioida pelin saavuttamaa suosion tasoa ja etenkin, kuinka pitkään suosio kestää. Pitkäkestoisen (vuosia kestävä) menestyksen saavuttaminen mobiilipelillä on hyvin haastavaa markkinalla, missä uusia pelejä virtaa sovelluskauppoihin sadoittain päivässä.

Ennustemuutokset

Pieniä viilailuja kulurakenteeseen

Pidimme Q2-raportin jäljiltä liikevaihtoennusteemme ennallaan. Teimme pieniä muutoksia kustannusennusteisiimme ja lähivuosien tulosennusteet laskivat hieman näiden myötä. Korostamme, että Next Gamesin ennusteisiin liittyy huomattavaa epävarmuutta ja ennusteisiin voi tulla isojakin muutoksia, kun esimerkiksi Our Worldin liikevaihto- ja myyntikatetasosta saadaan konkreettisia lukuja tulevien kvartaalien aikana.

Ennustemuutokset	2018e	2018e	Muutos	2019e	2019e	Muutos	2020e	2020e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	35,5	35,7	1 %	84,7	84,7	0 %	119,3	119,3	0 %
Käyttökate	-7,8	-8,8	-14 %	3,9	3,4	-11 %	11,7	11,3	-4 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	-9,7	-10,6	-10 %	2,1	1,6	-24 %	10,4	9,9	-5 %
Liikevoitto	-9,7	-10,6	-10 %	2,1	1,6	-24 %	10,4	9,9	-5 %
Tulos ennen veroja	-9,9	-11,5	-16 %	1,9	1,4	-26 %	10,2	9,7	-5 %
EPS (ilman kertaeriä)	-0,43	-0,59	-38 %	0,08	0,06	-26 %	0,42	0,40	-5 %
Osakekohtainen osinko	0,00	0,00		0,00	0,00		0,00	0,00	

Lähde: Inderes

Tuloslaskelma	2017	2018e	2019e	2020e	2021e
Liikevaihto	32,5	35,6	84,7	119,3	135,2
NML	32,5	19,7	14,6	11,0	0,0
Our World		15,9	41,4	40,2	32,9
Blade Runner			19,2	26,3	29,2
2019 peli			9,6	22,7	27,7
2020 peli				19,2	26,3
2021 peli					19,2
Ostot ja palvelut	-20,5	-23,0	-53,8	-75,2	-84,3
Myyntikate	12,0	11,8	31,0	44,0	50,9
Henkilöstökulut	-6,7	-9,7	-11,2	-12,6	-14,0
Liiketoiminnan muut kulut	-10,1	-11,1	-16,3	-20,1	-22,1
Käyttökate	-4,8	-8,9	3,4	11,3	14,8
Poistot ja arvonalentumiset	-1,6	-1,7	-1,9	-1,4	-1,1
Liiketulos	-6,4	-10,6	1,6	9,9	13,7
Nettorahoituskulut	-0,5	-0,8	-0,2	-0,2	-0,2
Tulos ennen veroja	-6,9	-11,5	1,4	9,7	13,5
Verot	0,5	0,6	-0,3	-1,9	-2,7
Nettotulos	-6,4	-10,9	1,1	7,7	10,8
Myyntikate-%	36,8 %	33,1 %	36,5 %	36,9 %	37,7 %
EBITDA-%	-14,9 %	-25,1 %	4,0 %	9,5 %	11,0 %
EBIT-%	-19,7 %	-29,8 %	1,8 %	8,3 %	10,1 %
EPS	-0,35	-0,59	0,06	0,40	0,55

Tunnusluvut	2017	2018e	2019e	2020e	2021e
DAU (MKPL)	0,43	0,82	1,49	1,85	2,00
NML	0,43	0,30	0,25	0,20	0,00
Our World	-	0,52	0,54	0,50	0,45
Blade Runner (2019 alussa)	-	-	0,35	0,40	0,40
2019 peli (Q2'19 lopussa)	-	-	0,35	0,40	0,40
2020 peli	-	-	-	0,35	0,40
2021 peli	-	-	-	-	0,35
ARPDau (EUR)	0,20	0,39	0,67	0,88	0,93
NML	0,20	0,18	0,16	0,15	0,00
Our World	-	0,21	0,21	0,22	0,20
Blade Runner (2019 alussa)	-	-	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

Arvonmääritys

Osakkeen arvo hyvin herkkä tulevien pelien menestykselle

Next Gamesin arvostus ei saa ennusteillamme lähivuosina tukea tulos pohjaisista kertomista (2019e P/E 128x, EV/EBIT 77x). Myös puhtaasti pelkkiin liikevaihtokertoihin nojaaminen tuottaa omat haasteensa, sillä Next Gamesin lähivuosien liikevaihtoennusteisiin sisältyy huomattavaa epävarmuutta. Next Gamesin arvo on hyvin herkkä tulevien pelien menestykselle. Nykyinen arvostus kuitenkin hinnoittelee tuleville peleille jo erittäin hyvää menestystä, ja näkyvyys niihin on erittäin heikko.

Ennusteillamme Next Gamesin kuluvan vuoden EV/Liikevaihto-kerroin on 3,4x, mikä on 15 % yli verrokkiryhmän mediaanin (3,0x). Toisaalta jos liikevaihtokerrointa peilataan lähimpien mobiilipeliyhtiöverrokkien (G5, Rovio, Glu Mobile, MAG ja Stillfront) mediaaniarvostukseen (2,2x), on Next Games arvostettu selvällä 54 %:n preemiolla. Vuoden 2019 ennusteillamme Next Gamesin EV/Liikevaihto-kerroin laskee 1,4x tasolle, mikä on taas selvästi alle sekä laajan verrokkiryhmän (2,2x) että lähimpien verrokkien (1,8x). Next Gamesin hyväksyttävä arvostustaso on tällä hetkellä hyvin pitkälti kiinni sijoittajien odotuksista tulevia pelijulkaisuja kohtaan, ennen kuin Our Worldin menestyksestä saadaan konkreettisia tunnuslukuja tulevien kvartaalien aikana.

Tukeudumme Next Gamesin arvonmäärityksessä tällä hetkellä kolmeen skenaarioon, missä neutraali skenaario pohjautuu

nykyisiin ennusteisiimme yhtiön kehityksestä. Pessimistisessä ja optimistisessä skenaariossa odotamme tulevien pelien DAU- ja ARPDAU-lukujen olevan 30 % huonompia/parempia kuin neutraalissa skenaariossa. Sovellamme näin saatuja vuosien 2018 ja 2019 liikevaihtoennusteita laajan verrokkiryhmän (3,0x-2,2x) sekä lähimpien verrokkien 2,2x-1,8x mediaani EV/Liikevaihto-kertoihin. Lisäksi käytämme vuoden 2019 liikevaihtoennusteita eri skenaarioissa ja oletamme, että Next Gamesille hyväksyttäisiin laajan verrokkiryhmän mediaani EV/EBIT-kerroin (12,4x), joka etenkin optimistisessä skenaariossa olisi helposti perusteltavissa. Lisäksi olemme laskeneet DCF-kassavitalaskelman eri skenaarioiden pohjalta.

Seuraavalla sivulla on käyty läpi eri arvostusmenetelmillä saadut arvot yhtiölle. Arvoissa on suurta heilahtelua eri menetelmien välillä, mikä kuvaa Next Gamesin arvon herkkyyttä odotuksille tulevien pelien menestyksestä sekä Next Gamesille hyväksyttävien arvostuskertoimien suhteen. Esimerkiksi jos Our World menestyy erinomaisesti ja sijoittajat hyväksyisivät Next Gamesille laajan verrokkiryhmän arvostuskertoimet, olisi osakkeessa reippaasti nousuvaraa. Toisaalta jos peli menestyy odotettua heikommin ja sijoittajat alkavat hinnoitella osaketta pelkästään lähimpiin verrokkeihin nähden, on kurssissa edelleen selvää laskuvaraa. Pohjaamme tavoitehintamme 5,9 euroa eri arvostusmenetelmien keskiarvoon neutraalissa skenaariossa. Haarukka pessimistisessä ja optimistisessä skenaariossa on 4,6-10,8 euroa.

Verrokkiryhmän arvostus

Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
	MEUR	MEUR	MEUR	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e
Ubisoft	102,95	11651	12267	43,1	28,1	15,2	11,7	7,2	5,8	59,3	38,1			9,0
Electronic Arts	147,48	38527	34824	24,5	21,5	22,6	20,0	7,9	7,3	34,5	29,4			10,4
Zynga	4,25	3111	2569	20,6	15,2	16,5	12,9	3,1	2,7	27,6	21,8			2,3
Starbreeze	9,37	292	258	21,2	12,4	9,0	5,1	3,1	2,3	81,5	17,4			1,8
Com2uS Corp	168600,00	1643	1116	7,1	5,4	7,0	5,3	2,6	2,1	12,7	9,9	0,9	1,0	2,4
G5 Entertainment	437,80	375	368	20,3	14,3	14,0	10,6	2,3	1,8	24,7	17,5	0,8	1,2	10,7
Focus Home Interactive	26,30	137	135		9,1		9,0		1,2		13,6		2,9	
THQ Nordic	204,50	1550	1551	29,1	19,3	16,0	10,9	4,5	3,5	38,8	26,0			10,0
Take-Two Interactive	126,61	12358	11150	26,8	19,5	25,0	18,4	6,5	4,7	38,8	28,3			10,6
Stillfront Group AB	214,50	478	517	15,7	11,1	11,3	8,5	3,7	3,1	24,4	17,0		0,9	4,9
Digital Bros	9,40	133	137		6,0	19,6	4,6	1,6	0,8		7,9	1,8	1,9	2,0
Glu Mobile	6,08	725	683	25,5	16,5	23,5	15,7	2,2	1,9	27,6	18,6			5,7
Remedy	6,89	83	62	31,2	7,8		7,8	3,0	2,0		13,8		2,9	3,8
Rovio	5,38	424	331	12,0	8,7	7,5	6,9	1,2	1,1	20,2	14,3	1,9	2,8	2,7
MAG Interactive	23,00	58	35		10,1		6,1	1,6	1,1		17,8			1,8
GungHo Online Entertainment Inc	270,00	1969	1543			7,5	8,4	2,3	2,5	11,3	11,8	1,2	1,1	2,7
Next Games (Inderes)	7,42	137	122	-11,5	76,8	-13,8	35,1	3,4	1,4	-12,5	128,2	0,0	0,0	5,3
Keskiarvo				23,1	13,7	15,0	10,1	3,5	2,8	33,4	18,9	1,3	1,8	5,4
Mediaani				22,9	12,4	15,2	8,7	3,0	2,2	27,6	17,4	1,2	1,5	3,8
Erotus-% vrt. mediaani					519 %		302 %	15 %	-35 %		635 %			39 %

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

Lähimmät verrokki

Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
	MEUR	MEUR	MEUR	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e
G5 Entertainment	437,80	375	368	20,3	14,3	14,0	10,6	2,3	1,8	24,7	17,5	0,8	1,2	10,7
Glu Mobile	6,08	725	683	25,5	16,5	23,5	15,7	2,2	1,9	27,6	18,6			5,7
Rovio	5,38	424	331	12,0	8,7	7,5	6,9	1,2	1,1	20,2	14,3	1,9	2,8	2,7
MAG Interactive	23,00	58	35		10,1		6,1	1,6	1,1		17,8			1,8
Stillfront Group AB	214,50	478	517	15,7	11,1	11,3	8,5	3,7	3,1	24,4	17,0		0,9	4,9
Next Games (Inderes)	7,42	137	122	-11,5	76,8	-13,8	35,1	3,4	1,4	-12,5	128,2	0,0	0,0	5,3
Keskiarvo				18,4	12,1	14,1	9,6	2,2	1,8	24,2	17,0	1,3	1,6	5,2
Mediaani				18,0	11,1	12,6	8,5	2,2	1,8	24,6	17,5	1,3	1,2	4,9
Erotus-% vrt. mediaani					591 %		315 %	54 %	-22 %		632 %			8 %

Arvonmääritys eri skenaarioissa

EV/Liikevaihto-kerroin (laaja verrokkiryhmä)			
(MEUR)	Pessimistinen	Neutraali	Optimistinen
Liikevaihto 2019e	50,1	84,7	138,2
x Hinnoittelukerroin	2,2x	2,2x	2,2x
Yritysarvo 2019	110	185	302
Yritysarvo 2018	91	153	250
- Nettovelka 2018e	-14,8	-14,8	-14,8
Osaakekannan arvo	105	168	265
Per osake(EUR)	5,7	9,1	14,3

EV/Liikevaihto-kerroin (laaja verrokkiryhmä)			
(MEUR)	Pessimistinen	Neutraali	Optimistinen
Liikevaihto 2018e	30,3	35,7	58,9
x Hinnoittelukerroin	3,0x	3,0x	3,0x
Yritysarvo 2018	90	106	175
- Nettovelka 2018e	-14,8	-14,8	-14,8
Osaakekannan arvo	105	121	190
Per osake(EUR)	5,7	6,6	10,3

EV/Liikevaihto-kerroin (lähimmät verrokkit)			
(MEUR)	Pessimistinen	Neutraali	Optimistinen
Liikevaihto 2019e	50,1	84,7	138,2
x Hinnoittelukerroin	1,8x	1,8x	1,8x
Yritysarvo 2019	92	155	252
Yritysarvo 2018	76	128	209
- Nettovelka 2018e	-14,8	-14,8	-14,8
Osaakekannan arvo	90	143	223
Per osake(EUR)	4,9	7,7	12,1

EV/Liikevaihto-kerroin (lähimmät verrokkit)			
(MEUR)	Pessimistinen	Neutraali	Optimistinen
Liikevaihto 2018e	30,3	35,7	58,9
x Hinnoittelukerroin	2,2x	2,2x	2,2x
Yritysarvo 2018	67	80	131
- Nettovelka 2018e	-14,8	-14,8	-14,8
Osaakekannan arvo	82	94	146
Per osake(EUR)	4,5	5,1	7,9

EV/EBIT-kerroin			
(MEUR)	Pessimistinen	Neutraali	Optimistinen
Liikevoitto 2019e	-7,1	1,6	16,2
x Hinnoittelukerroin	12,4x	12,4x	12,4x
Yritysarvo 2019	-	19	201
Yritysarvo 2018	-	16	166
- Nettovelka 2018e	-	-14,8	-14,8
Osaakekannan arvo	-	31	181
Per osake(EUR)	-	1,7	9,8

Yhteenveto ja DCF			
(MEUR)	Pessimistinen	Neutraali	Optimistinen
EV/Liikevaihto 2019 (laaja verrokkiryhmä)	91	153	250
EV/Liikevaihto 2018 (laaja verrokkiryhmä)	90	106	175
EV/Liikevaihto 2019 (lähimmät verrokkit)	76	128	209
EV/Liikevaihto 2018 (lähimmät verrokkit)	67	80	131
EV/EBIT 2019 (laaja verrokkiryhmä)	-	16	166
DCF	23	82	174
Keskiarvo	69	94	184
- Nettovelka 2018e	-14,8	-14,8	-14,8
Osaakekannan arvo	84	109	199
Per osake (EUR)	4,6	5,9	10,8

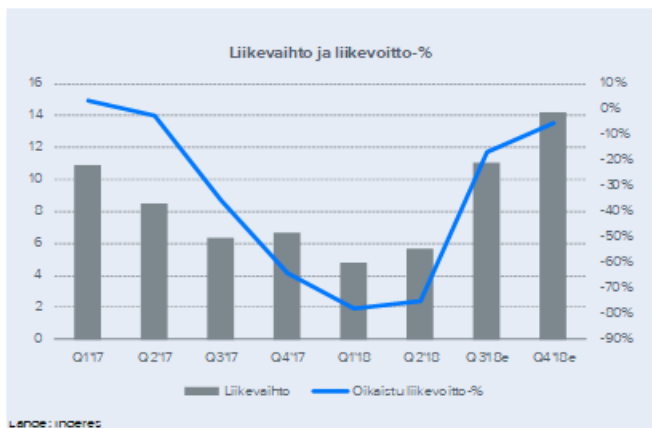
Tuloslaskelma ja ennusteet vuosineljänneksittäin

Avainluvut kvartaali- ja segmenttitasolla

Tuloskehitys kvartaalitasolla	2016	Q1'17	Q2'17	Q3'17	Q4'17	2017	Q1'18	Q2'18	Q3'18e	Q4'18e	2018e	2019e	2020e
Liikevaihto	31,1	10,9	8,5	6,4	6,7	32,5	4,8	5,7	11,0	14,2	35,7	84,7	119,3
Käyttökate	-1,2	0,5	0,1	-2,1	-3,4	-4,8	-3,4	-3,9	-1,3	-0,3	-8,8	3,4	11,3
Poistot ja arvonalennukset	-0,4	-0,2	-0,3	-0,2	-0,8	-1,6	-0,4	-0,4	-0,5	-0,5	-1,8	-1,9	-1,4
Liikevoitto ilman kertaerää	-1,6	0,4	-0,2	-2,3	-4,3	-6,4	-3,7	-4,3	-1,8	-0,8	-10,6	1,6	9,9
Liikevoitto	-1,6	0,4	-0,2	-2,3	-4,3	-6,4	-3,7	-4,3	-1,8	-0,8	-10,6	1,6	9,9
Nettorahoituskulut	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,3	-0,5	-0,1	-0,7	-0,1	-0,1	-0,8	-0,2	-0,2
Tulos ennen veroja	-1,6	0,3	-0,3	-2,3	-4,5	-6,8	-3,8	-4,9	-1,9	-0,8	-11,5	1,4	9,7
Verot	2,4	-0,1	0,0	0,3	0,2	0,5	0,8	-0,7	0,4	0,2	0,6	-0,3	-1,9
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	-3,0	-5,7	-1,5	-0,7	-10,9	1,1	7,7
EPS (oikaistu)	0,05	0,02	-0,02	-0,11	-0,24	-0,35	-0,16	-0,31	-0,08	-0,04	-0,59	0,06	0,40
EPS (raportoitu)	0,05	0,02	-0,02	-0,11	-0,24	-0,35	-0,16	-0,31	-0,08	-0,04	-0,59	0,06	0,40

Tunnusluvut	2016	Q1'17	Q2'17	Q3'17	Q4'17	2017	Q1'18	Q2'18	Q3'18e	Q4'18e	2018e	2019e	2020e
Liikevaihdon kasvu-%						4,5 %	-56,2 %	-33,2 %	72,8 %	113,5 %	9,9 %	137,2 %	40,7 %
Käyttökate-%		4,9 %	1,5 %	-32,6 %	-51,3 %	-14,9 %	-70,4 %	-68,2 %	-12,0 %	-1,9 %	-24,8 %	4,0 %	9,5 %
Oikaistu liikevoitto-%		3,4 %	-2,6 %	-36,6 %	-64,0 %	-19,6 %	-78,0 %	-74,8 %	-16,8 %	-5,6 %	-29,8 %	1,8 %	8,3 %
Nettotulos-%		2,3 %	-3,3 %	-32,2 %	-64,5 %	-19,6 %	-63,2 %	-100,1 %	-13,8 %	-4,7 %	-30,5 %	1,3 %	6,5 %

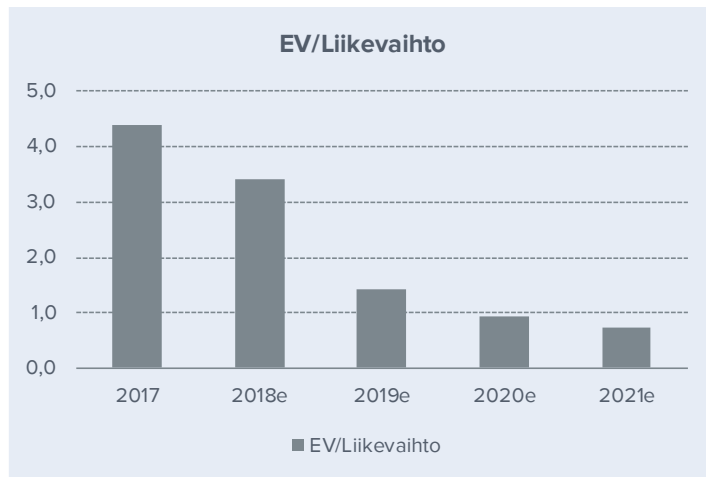
Lähde: Inderec



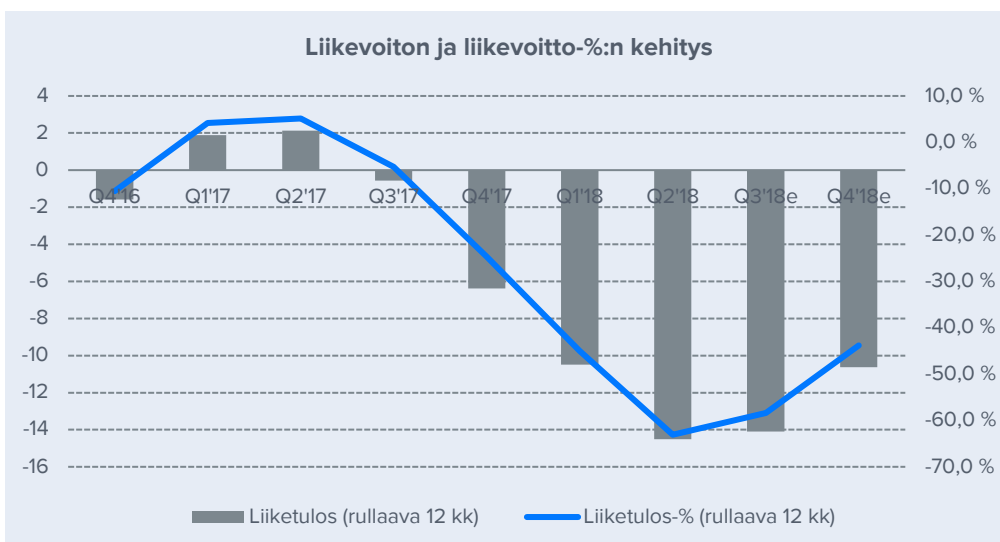
Arvostus

Arvostustaso	2017	2018e	2019e	2020e	2021e
Osakekurssi	9,23	7,42	7,42	7,42	7,42
Markkina-arvo	168	137	137	137	137
Yritysarvo (EV)	143	122	120	112	101
P/E (oik.)	neg.	neg.	128,2	18,5	13,5
P/E	neg.	neg.	128,2	18,5	13,5
P/Kassavirta	13,3	-13,7	64,5	16,2	12,1
P/B	4,6	5,3	5,1	4,0	3,0
P/S	5,2	3,8	1,6	1,1	1,0
EV/Liikevaihto	4,4	3,4	1,4	0,9	0,7
EV/EBITDA	neg.	neg.	35,1	9,9	6,8
EV/EBIT	neg.	neg.	76,8	11,3	7,4
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	30,0 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	2,4 %

Lähde: Inderes



Tulostrendi (rullaava 12 kk)

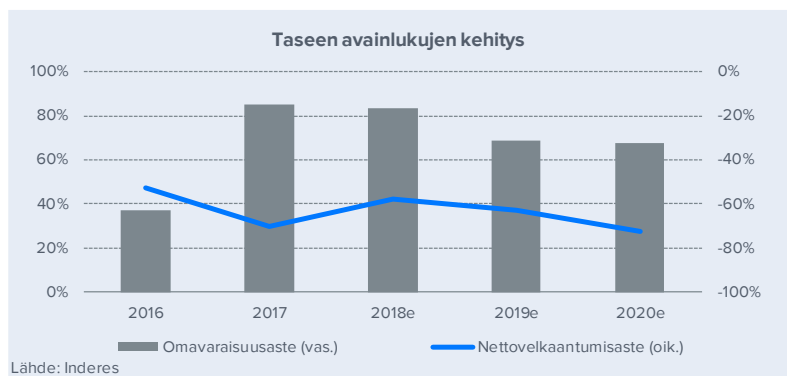


Tase ja kassavirtalaskelma

Tase

Vastaavaa (MEUR)	2016	2017	2018e	2019e
Pysyvät vastaavat	4	12	10	9
Liikearvo	0	0	0	0
Aineettomat oikeudet	1	7	5	4
Käyttöomaisuus	0	0	0	0
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0	0	0	0
Muut sijoitukset	1	1	1	1
Muut pitkäaikaiset varat	0	1	1	1
Laskennalliset verosaamiset	2	3	3	3
Vaihtuvat vastaavat	10	31	20	30
Varastot	0	0	0	0
Muut lyhytaikaiset varat	0	0	0	0
Myyntisaamiset	7	5	5	13
Likvidit varat	4	26	15	17
Taseen loppusumma	15	43	31	39

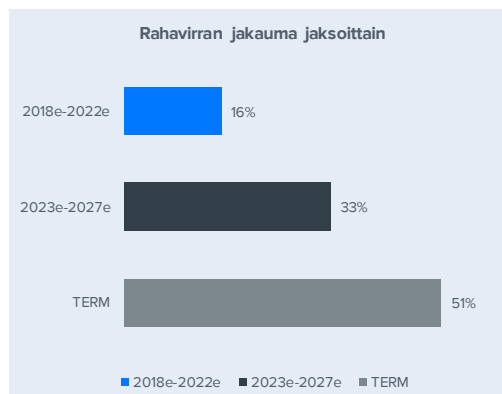
Vastattavaa (MEUR)	2016	2017	2018e	2019e
Oma pääoma	5	37	26	27
Osakepääoma	0	0	0	0
Kertyneet voittovarot	-10	-17	-28	-27
Omat osakkeet	0	0	0	0
Uudelleenarvostusrahasto	0	0	0	0
Muu oma pääoma	16	53	53	53
Vähemmistöosuus	0	0	0	0
Pitkäaikaiset velat	1	1	0	0
Laskennalliset verovelat	0	0	0	0
Varaukset	0	0	0	0
Lainat rahoituslaitoksilta	1	1	0	0
Vaihtovelkakirjalainat	0	0	0	0
Muut pitkäaikaiset velat	0	0	0	0
Lyhytaikaiset velat	8	6	5	12
Lainat rahoituslaitoksilta	0	0	0	0
Lyhytaikaiset korottomat velat	8	6	5	12
Muut lyhytaikaiset velat	0	0	0	0
Taseen loppusumma	15	43	31	39



DCF-laskelma

Kassavirtalaskelma (MEUR)	2017	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	TERM
Liikevoitto	-6,4	-10,6	1,6	9,9	13,7	15,9	15,6	18,0	18,8	18,7	19,3	
+ Kokonaispoistot	1,6	1,8	1,9	1,4	1,1	0,9	0,8	0,8	0,7	0,7	0,7	
- Maksetut verot	0,1	0,5	-0,3	-1,9	-2,7	-3,1	-3,1	-3,6	-3,7	-3,7	-3,9	
- 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	-0,6	-1,5	-0,5	-0,3	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	
Operatiivinen kassavirta	-5,4	-9,9	2,6	9,0	11,9	13,5	13,2	15,0	15,7	15,6	16,1	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-9,0	-0,1	-0,5	-0,5	-0,6	-0,6	-0,6	-0,7	-0,7	-0,7	-0,3	
Vapaa operatiivinen kassavirta	-14,4	-10,0	2,1	8,5	11,3	12,9	12,6	14,3	15,0	14,9	15,7	
+/- 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	-10,0	2,1	8,5	11,3	12,9	12,6	14,3	15,0	14,9	15,7	145,8
Diskontattu vapaa kassavirta	-9,4	1,8	6,1	7,2	7,2	6,1	6,1	5,6	4,9	4,5	4,1,8	
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta	81,9	91,3	89,6	83,4	76,2	69,1	63,0	56,9	51,3	46,4	41,8	
Velaton arvo DCF	81,9											
- Korolliset velat	-0,8											
+ Rahavarat	26,4											
- Vähemmistöosuus	0,0											
- Osinko/pääomapalautus	0,0											
Oman pääoman arvo DCF	107,5											
Oman pääoman arvo DCF per osake	5,82											

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	35,7	84,7
EBITDA	-1,2	-4,8	-8,8	3,4
EBITDA-marginaali (%)	-3,7	-14,9	-24,8	4,0
EBIT	-1,6	-6,4	-10,6	1,6
Voitto ennen veroja	-1,6	-6,8	-11,5	1,4
Nettovoitto	0,8	-6,4	-10,9	1,1
Kertaluontoiset erät	0,0	0,0	0,0	0,0

Tase	2016	2017	2018e	2019e
Taseen loppusumma	14,6	43,1	30,6	38,8
Oma pääoma	5,4	36,6	25,6	26,7
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	0,0
Korolliset velat	0,8	0,8	0,0	0,2

Kassavirta	2016	2017	2018e	2019e
EBITDA	-1,2	-4,8	-8,8	3,4
Nettokäyttöpääoman muutos	1,3	-0,6	-1,5	-0,5
Operatiivinen kassavirta	0,1	-5,4	-9,9	2,6
Vapaa kassavirta	-1,3	12,6	-10,0	2,1

Yhtiökuvaus
Next Games on lisensoituihin peleihin keskittyvä mobiilipelin 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	2017	2018e	2019e
EPS	-0,35	-0,59	0,06
EPS oikaistu	-0,35	-0,59	0,06
Operat. kassavirta per osake	-0,29	-0,53	0,14
Tasearvo per osake	2,01	1,39	1,42
Osinko per osake	0,00	0,00	0,00
Voitonjako, %	0	0	0
Osinkotuotto, %	0,0	0,0	0,0

Tunnusluvut	2017	2018e	2019e
P/E	neg.	neg.	125,4
P/B	4,6	5,3	5,1
P/Liikevaihto	5,2	3,8	1,7
P/CF	neg.	neg.	53,4
EV/Liikevaihto	4,4	3,4	1,4
EV/EBITDA	neg.	neg.	35,1
EV/EBIT	neg.	neg.	76,8

Suurimmat omistajat	%-osakkeista
Ovaskainen Jari Juhani Rainer	17,0 %
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 €
30.4.2018	Vähennä	5,40 €	5,60 €
27.6.2018	Myy	5,60 €	7,75 €
23.7.2018	Myy	5,90 €	7,42 €

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 osavuositarkastusten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvion mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmäärittämenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF) ja lisäarvomalli (EVA), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi.

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

Inderesin suosituspolitiikka perustuu seuraavaan 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 omistusosuuksia 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/>