

MGI – Media and Games Invest

Seurannan aloitus

12.12.2022 20:30



Anton Damstén
+46761265875
Anton.damsten@inderes.com

✓ Inderes Yhtiöasiakas

Tämä raportti on käännös raportista ”An overlooked and undervalued platform company”, joka on julkaistu 12.12.2022 kello 20:30

inde
res.

Tutkan alla lentävä aliarvostettu alustayhtiö

Aloitamme MGI:n seurannan 23 kruunun tavoitehinnalla ja Osta-suosituksella. Suurin osa MGI:n liikevaihdosta tulee mainosohjelmistoalustalla tapahtuvasta mainostajien ja julkaisijoiden yhdistämisestä. Alustayhtiönä MGI:n kustannukset ovat pääasiassa muuttuvia, minkä ansiosta yhtiön pitäisi pystyä kasvattamaan toimintaansa ja samalla tuottamaan vankkaa tuloskasvua. Nämä tekijät mielessä arvioimme, että yhtiöllä on hyvät mahdollisuudet luoda omistaja-arvoa pitkällä aikavälillä. Nykyisellä arvostustasolla MGI:n markkinaodotukset ovat alhaiset, ja niiden pitäisi olla ylitettävissä kohtuullisella kasvulla ja arvostuskertoimien maltillisella nousulla. Nykyisellä arvostustasolla riski/tuottosuhte on mielestämme houkutteleva.

Yhden luukun mainosalusta valmiina yksityisyydensuojakeskeiseen maailmaan

Viime vuosien aikana MGI on koonnut mainosohjelmistoalustan, jossa on ensimmäisen osapuolen pelisisältöä ja joka kattaa koko transaktion ostajasta myyjään. Mainosalusta tukee kaikkia tärkeimpiä digitaalisten mainosten jakelukanavia kuten mobiili- ja verkkomainontaa. Tämä antaa mainostajille ja julkaisijoille mahdollisuuden ostaa mainoksia ja myydä mainostilaa saman katon alta. Digitaaliset mainosmarkkinat ovat viime aikoina kokeneet jonkin verran häiriötä yksityisyysuolten ja käyttäjien yksityisyyden suojaamiseksi toteutettujen toimien vuoksi. Tämä on johtanut vallitsevaan näkemykseen, jonka mukaan nykyiset kohdentamisratkaisut (evästeet ja tunnisteet) katoavat, jolloin markkinatoimijat joutuvat etsimään uusia ratkaisuja. MGI rakensi alustansa tätä silmällä pitäen, ja sillä on kaksi omaa ratkaisua. Tämä tarjoaa mahdollisuuden vielä ennusteitammekin voimakkaampaan kasvuun, jos MGI:n onnistuu ratkaisujen käyttöönotossa. Yhtiön ensimmäisen osapuolen sisältö koostuu pelisalkusta, joka tuottaa tasaista tulovirtaa ja arvokasta dataa mainosohjelmistoalustalle.

Kunnianhimoa ja kannattavaa orgaanista kasvua

Heikkenevästä makrotaloudellisesta ympäristöstä huolimatta odotamme, että MGI:n liikevaihdon kasvu pysyy suhteellisen vahvana lähitulevaisuudessa. Digitaaliset mainosmarkkinat ovat perinteisesti olleet vakaat myös heikentyneessä makrotaloudellisessa ympäristössä, sillä ne ovat vallanneet markkinaosuuksia perinteisiltä mainosmuodoilta. Pitkällä aikavälillä odotamme markkinatrendien tukevan kasvun jatkumista, mutta maltillisempaan tahtiin. Näiden oletusten perusteella ennustamme yhtiön liikevaihdon kasvavan lähitulevaisuudessa (2022e-2025e) 11 prosentin vuosivauhdilla. Yhtiön käyttäessä vapaata kassavirtaa velkaantumisasteen alentamiseen ennustamme vuotuisen tuloskasvun olevan keskimäärin noin 7 %. Koska MGI:n velkaantumisaste on noussut yli yhtiön asettaman tavoitteen (nettovelka/oik. EBITDA Q3'2022: 3,6x, tavoite 3x), emme odota uusia yritysostoja lyhyellä tai keskipitkällä aikavälillä. Keskeisimmät riskit ja uhat liittyvät mielestämme digitaalisen mainonnan ostamisen tasoon, makrotalouteen sekä digitaalisen mainonnan markkinoiden teknologisiin tai sääntelyyn liittyviin häiriöihin.

Alhainen arvostus ja matalat odotukset pienentävät riskiä

Vuoden 2023 ennusteidemme mukaan yhtiön oikaistut EV/EBIT- ja P/E-kertoimet ovat 8,4x ja 8,7x. Vuoteen 2024e mennessä samat kertoimet olisivat 7,6x ja 7,2x. Pidämme tasoja alhaisina ottaen huomioon MGI:n potentiaalisen liikevaihdon kasvun, muuttavapainotteisen kustannusrakenteen ja tulevan kassantuottokyvyn. Arvioimme myös kannattavuuden laskevan hieman, ja vielä tällöinkin kertoimet ovat alhaisia. MGI:llä on kunnianhimoiset kasvutavoitteet, mutta alhaisen arvostuksen vuoksi jo puolet näistä saavuttamalla ja nykyistä kannattavuutta ylläpitämällä riski-tuottosuhte on houkutteleva. Yhtiön pitkän aikavälin arvonluontipotentiaalain huomioon ottava diskontattu kassavirtamalli (DCF) osoittaa, että yhtiön käypä arvo on 29 kruunua/osake, mikä merkitsisi huomattavaa nousuvaraa nykykurssiin verrattuna.

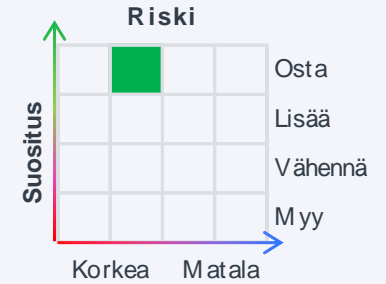
Suositus

Osta

23 SEK

Osakekurssi:

16,9 SEK



Avainluvut

	2021	2022e	2023e	2024e
Liikevaihto (€)	252.2	323.0	352.0	398.1
kasvu-%	80%	28%	9%	13%
EBIT oik.	54.9	67.8	66.5	72.7
EBIT-% oik.	21.8 %	21.0 %	18.9 %	18.3 %
Nettotulos	16.1	12.9	14.4	20.2
EPS (oik.)	0.24	0.19	0.18	0.21

P/E (oik.)	17.9	8.0	8.7	7.2
P/B	2.1	0.7	0.6	0.6
Osinkotuotto-%	0.0 %	0.0 %	0.0 %	0.0 %
EV/EBIT (oik.)	15.3	8.2	8.4	7.6
EV/EBITDA	12.9	6.9	6.4	5.8
EV/Liikevaihto	3.3	1.7	1.6	1.4

Lähde: Inderes

Ohjeistus

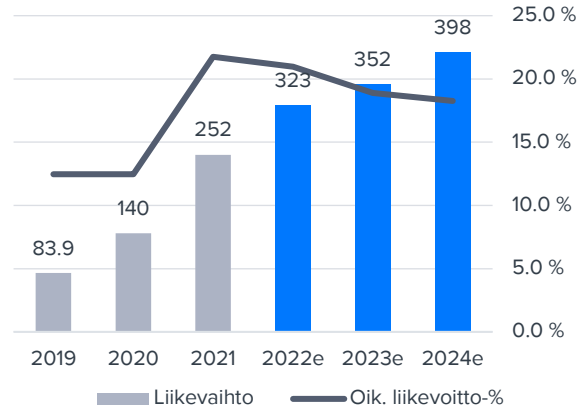
Liikevaihto 315–325 miljoonaa euroa ja oikaistu käyttökate 83-93 miljoonaa euroa.

Osakekurssi



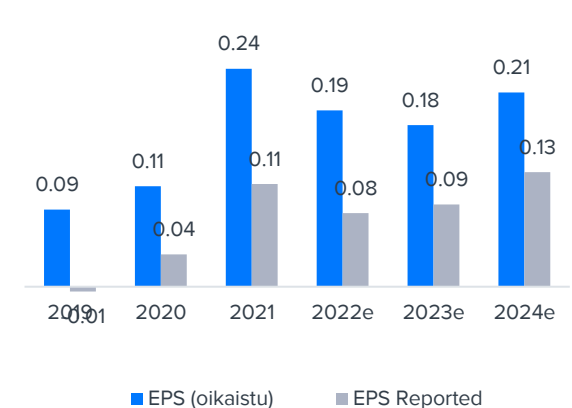
Lähde: Millistream Market Data AB

Liikevaihto ja kannattavuus



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos



Lähde: Inderes

Arvoajurit

- Ohjelmallisen mainosmarkkinan kaksinumeroinen kasvu
- Useita omia kohdennusratkaisuja tunnisteiden jälkeistä ja evästeetöntä maailmaa varten
- Alhaisilla arvostuskertoimilla nousupotentiaalia strategian edetessä ja kasvun jatkuessa
- Luotettava täyden palvelun alusta, joka kattaa kaikki kanavat
- Omaa ensimmäisen osapuolen sisältöä, joka tuottaa dataa mainosalustalle

Riskitekijät

- Epäonnistuminen markkinaosuuden säilyttämisessä/kasvattamisessa ohjelmallisessa mainonnassa
- Teknisistä tai sääntelyyn liittyvistä syistä johtuvat markkinahäiriöt
- Mainosten ostamisen hidastuminen
- Velkaantumisaste yli tavoitteen, mutta vahva kassatilanne
- Ensimmäisen osapuolen pelien liikevaihdon nopea hidastuminen

Arvostustaso	2022e	2023e	2024e
Osakekurssi (€)	1.55	1.55	1.55
Osakemäärä, milj. kpl	159.2	159.2	159.2
Markkina-arvo (€)	247	247	247
Yritysarvo (EV)(€)	558	562	556
P/E (oik.)	8.0	8.7	7.2
P/E	19.1	17.1	12.3
P/Kassavirta	neg.	11.4	8.5
P/B	0.7	0.6	0.6
P/S	0.8	0.7	0.6
EV/Liikevaihto	1.7	1.6	1.4
EV/EBITDA (oik.)	6.9	6.4	5.8
EV/EBIT (oik.)	8.2	8.4	7.6
Osinko/tulos (%)	0.0 %	0.0 %	0.0 %
Osinkotuotto-%	0.0 %	0.0 %	0.0 %

Lähde: Inderes

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus	6-7
Liiketoimintamalli	8-13
Markkinakatsaus	14-19
Strategia ja taloudelliset tavoitteet	20-23
Taloudellinen tilanne	24-25
Sijoitusprofiili	26-28
Ennusteet	29-31
Arvonmääritys ja suositus	32-34
Taulukot	35-39
Vastuuvapauslauseke	40

MGI - Media and Games Invest lyhyesti



MGI on mainosohjelmistoyritys, jonka kautta ostetaan ja myydään digitaalisia mainoksia tietokoneisiin, matkapuhelimiin, älytelevisioihin (CTV) ja digitaaliseen ulkomainontaan (DooH). Yhtiö tuottaa liikevaihtoa ja dataa myös oman ensimmäisen osapuolen pelisisällön kautta.

2012

Nykyinen johto ottaa haltuunsa gamigo AG:n

2018 Saksassa (2020 Ruotsissa)

Listautuminen

252,2 MEUR (+80 % vs. 2020)

Liikevaihto 2021

+44,3 % 2019-2021

Yhdistetty vuotuinen kasvuvauhti (CAGR)

54,9 MEUR (21,8 % lv:sta)

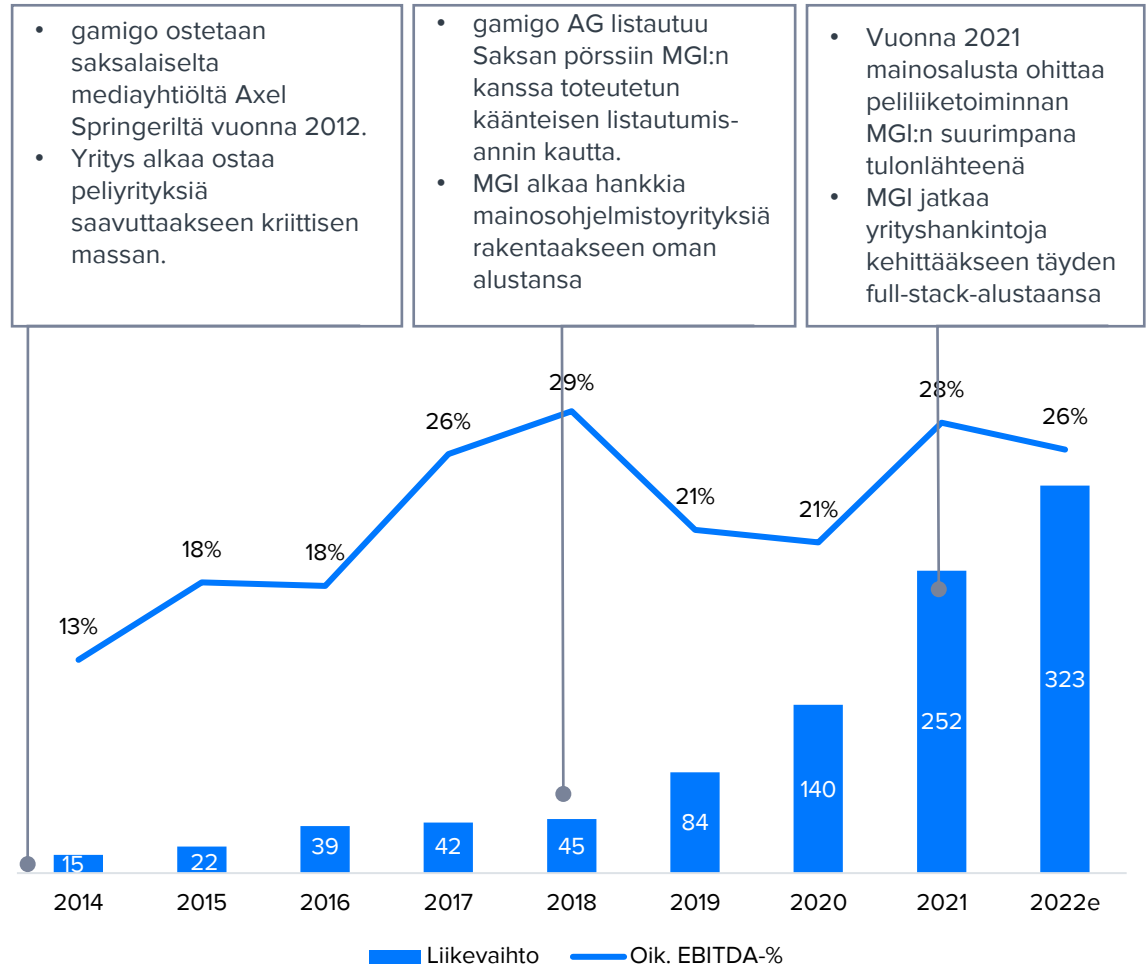
Oikaistu liikevoitto 2021

+800

Henkilöstö Q3'22 lopussa

+660 mrd. vuotuista mainosnäyttökertaa

Toimitetut mainokset LTM (Q3'22)



Yhtiökuvaus

Mainosohjelmisto omilla ensimmäisen osapuolen sisällöillä

Media and Games Investin (MGI) kautta myydään ja ostetaan digitaalisia mainoksia. MGI:n liikevaihto vuonna 2021 oli 252 miljoonaa euroa ja liikevoitto oikaistuna kertaluonteisista eristä ja PPA-poistoista oli 55 miljoonaa euroa (oik. liikevoittomarginaali 22%).

Nykyään suurin osa verkkosivustoilla, sovelluksissa ja älytelevisioissa näkemistämme digitaalisista mainoksista ostetaan ja myydään automaattisesti. Verkkosivuston avaamisen jälkeen millisekunneissa käynnistyy synkronoitu prosessi, johon osallistuu useita toimijoita, jotka koordinoivat kulissien takana oikean mainoksen loppukäyttäjälle. Heti kun verkkosivu alkaa latautua, tarjontapuolen alusta (SSP) lähettää pyyntöjä useille mainospörssille, jotka pyytävät tarjouksia mainosten näyttämisestä. Mainospörssit liittävät käyttäjästä hallussaan olevat tiedot, jotta kysyntäpuolen alustat (DSP) voivat arvioida tilaisuutta ja lähettää takaisin tarjouksen. Jos tarjouksia tulee useita, suoritetaan huutokauppa ja voittanut mainos ilmestyy käyttäjän silmien eteen. Tämä 300 millisekunnin sisällä tapahtuva prosessi tunnetaan nimellä "ohjelmallinen mainonta". Sen markkinat ovat 418 miljardin dollarin arvoiset.

Yleensä tässä prosessissa on kolme pääosallistujaa: tarjontapuolen alusta (SSP), mainospörssi ja kysyntäpuolen alusta (DSP). MGI omistaa ja operoi kaikkia kolmea näistä, joten se on niin sanottu full-stack-mainosalusta.

Ohjelmallisen mainosalustan lisäksi MGI:llä on omaa ensimmäisen osapuolen sisältöä, joka koostuu videopeleistä PC:lle, konsoleille ja mobiililaitteille. Pelit eivät ainoastaan tuota tuloja, vaan myös

ensimmäisen osapuolen dataa mainosalustalle. Sen avulla MGI voi oppia yleisöstään ja esittää oikean mainoksen oikealle käyttäjälle.

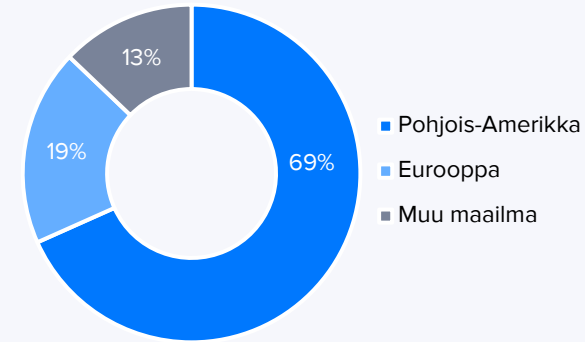
MGI:n lyhyt historia

MGI:n tarina alkoi vuonna 2012, kun Remco Westermann (MGI:n toimitusjohtaja) osti saksalaiselta Axel Springer -mediayhtiöltä peliyhtiö gamigo AG:n. Tuolloin gamigo oli vaikeuksissa oleva peliyhtiö. Uusi johto lanseerasi strategian, jossa uudesta pelikehityksestä luovuttiin sen korkeiden kustannusten ja riskien vuoksi ja keskityttiin kasvuun osto- ja rakennusstrategian avulla.

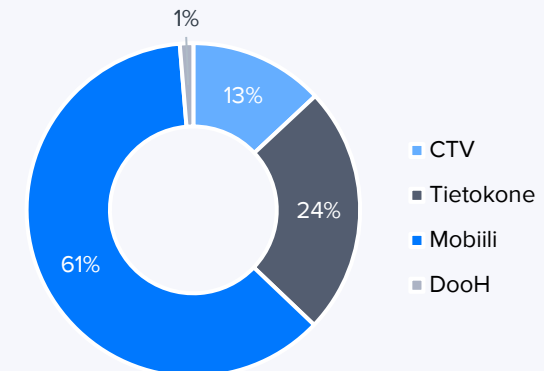
Vuosina 2013–2018 gamigo osti noin 30 yritystä, mukaan lukien peliyhtiöt Looki Publishing, Infernum Games ja Aeria Games. Aeria Games osoittautui ratkaisevaksi hankinnaksi, sillä Aerian pelisalkun lisäksi gamigo hankki myös ensimmäiset mediaomaisuutensa. gamigo hankki vuonna 2017 myös muita mediayhtiöitä kuten Mediakraftin. Nämä hankinnat aloittivat MGI:n matkan puhtaasta peliyhtiöstä integroiduksi ensimmäisen osapuolen sisältöä hyödyntäväksi mainosohjelmistoalustaksi.

Vuonna 2018 gamigo listautui Frankfurtin pörssiin (Scale-segmentti) MGI:n kanssa toteutetun käänteisen listautumisannin kautta. MGI jatkoi media- ja peliyhtysten, erityisesti mainosohjelmistojen alalla toimivien yritysten ostamista. Vuoden 2019 ja nykyhetken välillä MGI osti vielä 14 muuta yritystä. Jokaisessa yritysostossa noudatettiin ajatusta "osta, integroi, rakenna ja paranna". Näiden strategisten yritysostojen avulla MGI pystyi kokoamaan mainosohjelmistoalustan, joka kattaa nykyään suurimman osan ohjelmallisen mainonnan arvoketjusta.

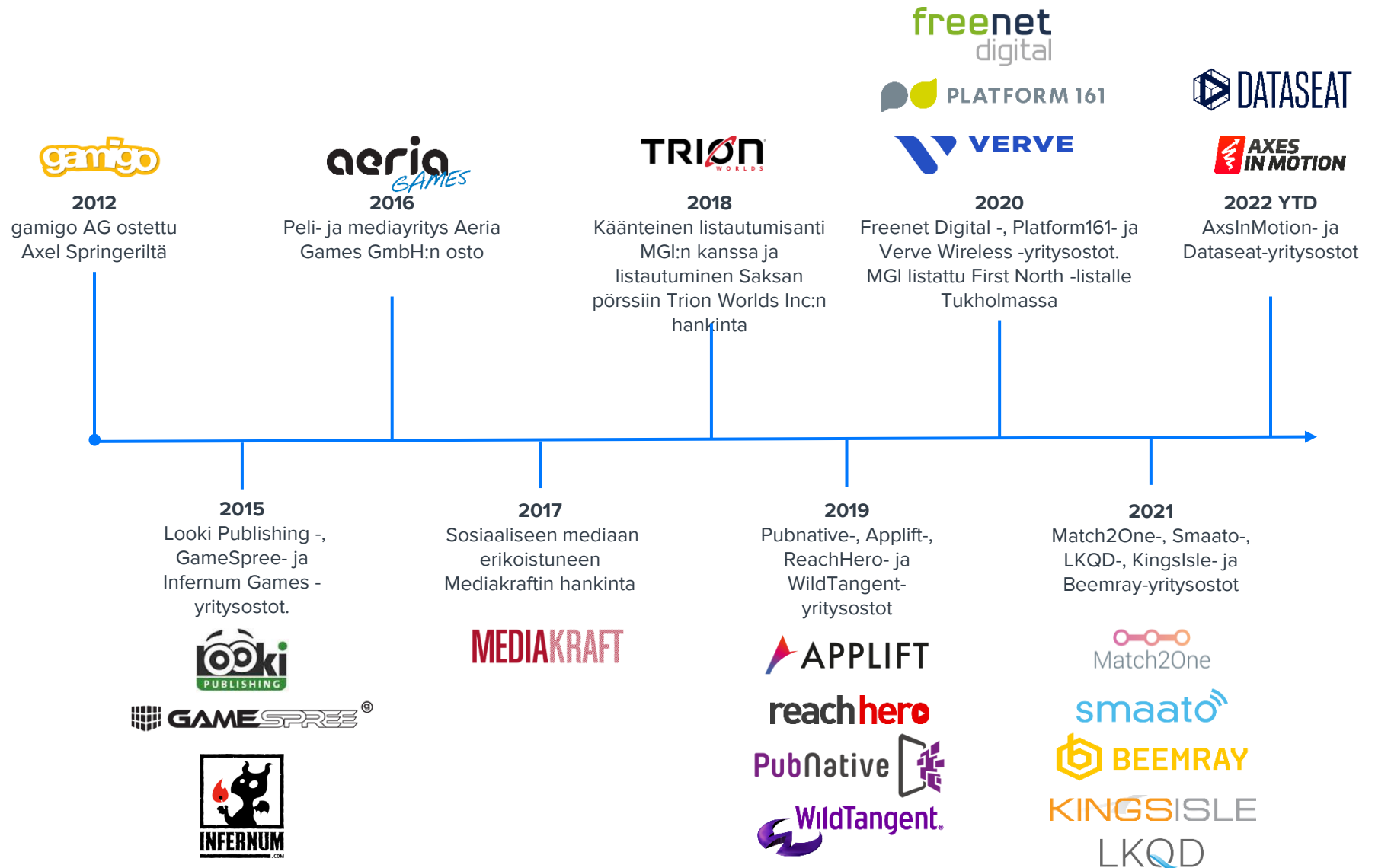
Liikevaihdon maantieteellinen jakauma (Q3'22)



MGI:n liikevaihto alustoittain (Q2'22)



Keskeisten yritysostojen aikajana



Liiketoimintamalli (1/4)

Mainosohjelmistoalusta

Mainosohjelmistoalustansa Verve Groupin kautta MGI toimii välittäjänä, joka yhdistää digitaalisten mainosten ostamisesta kiinnostuneet mainostajat ja digitaalisen mainostilan myynnistä kiinnostuneet julkaisijat. Mainostajat ovat maailmanlaajuisia monikansallisia yrityksiä, pieniä ja keskusuuria yrityksiä sekä mainostoimistoja. Mainostajat ovat kiinnostuneita sijoittamaan mainoksiaan digitaalisille alustoille kuten verkkosivustoille, mobiilisovelluksiin, älytelevisioihin (CTV) ja digitaaliseen ulkomainontaan (DooH). Tätä varten he voivat käyttää kysyntäpuolen alustaa (DSP), jolla he voivat luoda, hallita ja seurata mainoskampanjoita.

Julkaisijat ovat verkkosivustojen, mobiilisovellusten ja muiden digitaalisten alustojen omistajia. Esimerkkejä julkaisijoista ovat uutissivustot, blogit, sovellukset, suoratoistopalvelut ja mobiilipelit. Julkaisijat voivat joko neuvotella suoraan mainostajien kanssa mainosten sijoittamisesta alustoilleen tai ne voivat liittyä tarjontapuolen alustaan (SSP), jossa ne voivat myydä mainostilaansa automaattisesti.

MGI:llä on sekä kysyntä- että tarjontapuolen alustat, ja se saa maksun siitä, että se yhdistää mainostajia ja julkaisijoita. MGI tarjoaa myös useita muita toimintoja mainosteknologian arvoketjussa kuten mainospörssijä, tiedonhallinta-alustoja ja ohjelmistokehityspaketteja (SDK). Yrityksen tavoitteena on tarjota kokonaisvaltaista palvelua, joka kattaa suurimman osan mainosteknologian arvoketjusta. Tavoitteena on myös tarjota tuotteita kaikilla tärkeimmillä digitaalisilla alustoilla.

MGI:llä on myös ensimmäisen osapuolen sisältöä peliensä ja SDK:nsa kautta. MGI:n pelivalikoima koostuu yli 5 000 casual- ja mobiilipelistä ja noin 10 MMO-pelistä (Massively Multiplayer Online) PC:lle ja

konsoleille. Peliliiketoimintaa harjoitetaan gamigo group -brändin alla.

Monipuolinen tulovirta

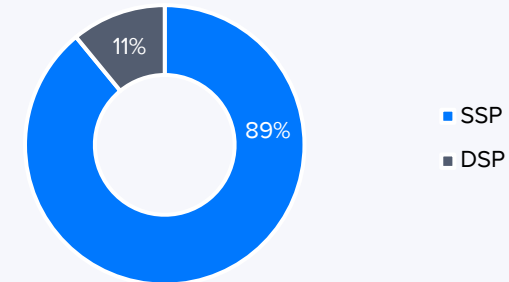
MGI:n tärkein tulonlähde on sen mainosohjelmistoalustasta saatavat maksut ja palkkiot sekä peliliiketoiminnan tuottamat tulot.

Mainostajat ja julkaisijat maksavat maksun MGI:n mainosohjelmistoalustan käytöstä. Tämä maksu on jokseenkin vaatimaton, ja suurin osa mainosalustan tuottamista tuloista muodostuu ostajien ja myyjien välityspalkkioista. Jokaisesta eurosta, jonka mainostajat käyttävät mainostilan ostamiseen, noin 50 prosenttia päätyy mainostilan myyjille eli julkaisijoille. Toinen puoli jaetaan kysyntäpuolen alustojen, tarjontapuolen alustojen, mainospörssien ja muiden välittäjien kesken, jotka toimivat mainostajien ja julkaisijoiden välillä.

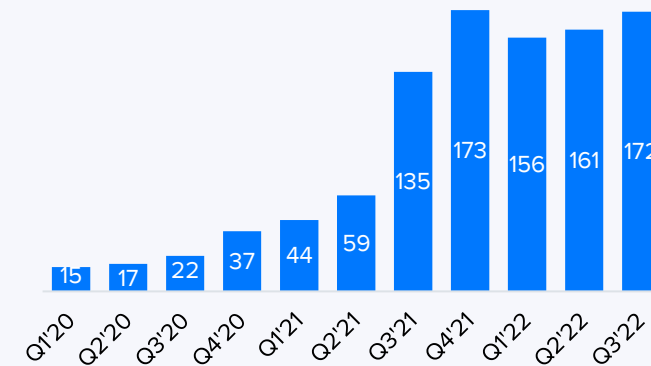
MGI:n kaltaisen yrityksen (koko arvoketjun kattavan) kohdalla voidaan todeta, että mitä enemmän sen tuotteita käytetään transaktiossa, sitä suuremman osuuden palkkiosta se saa itselleen. Jos kauppa tehdään kokonaan MGI:n toimitusketjun kautta, MGI saa pitää koko provision. Jos taas käytetään esimerkiksi ainoastaan MGI:n kysyntä- tai tarjontapuolen alustaa, MGI:n osuus on pienempi: noin 15–30 prosenttia. Tulot riippuvat tapahtumien määrästä ja mainoskohtaisesta hinnasta. Hinnoittelu määräytyy markkinoilla reaaliaikaisen huutokauppajärjestelmän kautta.

MGI:n pelivalikoima tuottaa liikevaihtoa kahdella eri tavalla: Osa peleistä toimii perinteisellä pay-to-play-mallilla (peli ostetaan kertaluonteisesti), mutta suurin osa peleistä toimii free-to-play-mallilla ja tuottaa liikevaihtoa mainosisilla, pelinsisäisillä ostoilla tai tilauksisilla.

Liikevaihto segmentittäin (Q3'22)



Mainosten näyttökerrat (mrd)



Lähde: MGI, Inderes

Liiketoimintamalli (2/4)

Vuodesta 2022 alkaen MGI jakaa liikevaihtonsa DSP- ja SSP-segmentteihin. Q3'22:lla 89 % liikevaihdosta tuli SSP:stä ja 11 % DSP:stä. Peliliiketoiminta raportoidaan SSP-segmentissä, koska se tuottaa käyttäjädataa ja mainostilaa mainostajille.

Liikevaihdon syklisyys ja kausiluonteisuus

Kun mainosohjelmistoalustan tulojen osuus on kasvanut, yhtiö on tullut herkemmin riippuvaiseksi mainosmenojen kokonaistasosta taloudessa. Mainonnan ostaminen on sekä syklistä että kausiluonteista. Mainostajat ruuvaavat mainosbudjettejaan toimialan/yleisen markkinaympäristön mukaan. Vaikeina aikoina mainosbudjetit kärsivät usein ensimmäisinä. Koska MGI toimii nopeammin kasvavilla mainonnan alamarkkinoilla (ohjelmallinen mainonta), se ei ole yhtä altis mainonnan kokonaismenojen suhdannevaihteluille. Tämä johtuu siitä, että ohjelmallinen ja erityisesti ohjelmallinen mobiilimainonta on kasvanut nopeammin, koska se on vinyt markkinaosuutta muilta kuin ohjelmallisilta mainosmuodoilta. Tämä koettiin vuonna 2020, jolloin mainonnan kokonaismenot vähenivät mutta ohjelmallinen mainonta kasvoi.

Kausiluonteisesti mainosrahankäyttö on yleensä alhaisimmillaan ensimmäisellä vuosineljänneksellä, ja jokainen seuraava vuosineljännes on edellistä vahvempi, kun mainostajat lisäävät menojaan joulua kohti. Näin ollen MGI:n tulot laskevat vertailukelpoisesti noin 20 prosenttia Q1:llä.

Toistuvaa liikevaihtoa laajalta asiakaskunnalta

MGI:n liikevaihto ovat luonteeltaan toistuvaa monipuolisten tulonlähteiden ja monipuolisen asiakaskunnan ansiosta. Mainostajien, julkaisijoiden ja pelien pelaajien lisäksi MGI:n asiakaskuntaan kuuluu myös muita mainosteknologian arvoketjun

yrityksiä. Näitä ovat esimerkiksi muut DSP:t, jotka ohjaavat liiketoimintansa MGI:n alustan ja mainospörssien kautta.

Q3'22:lla MGI:llä oli 546 (Q3'21: 408) ohjelmistoasiakasta, joiden liikevaihto on yli 100 000 dollaria. MGI ei ole riippuvainen mistään yksittäisestä asiakkaasta, sillä yhdenkään yksittäisen asiakkaan osuus liikevaihdosta ei ylitä 10 prosenttia. MGI:llä on kaksi myyntitiimiä, jotka keskittyvät asiakashankintaan. Yksi tiimi keskittyy DSP-puolelle ja yrittää hankkia mainostajia, kun taas toinen tiimi keskittyy julkaisijoihin.

Ensimmäisen osapuolen sisällön edut

Mainosohjelmistoalustan ensimmäisen osapuolen sisällöllä on kolme pääetua. Nämä edut liittyvät mainosten myyntiin, mainosten ostamiseen ja mainosten kohdentamiseen.

Pelit, jotka ansaitsevat rahaa mainoksilla, ovat mainosteknologian arvoketjussa julkaisijan roolissa, eli niillä on myytävää mainostilaa. Tämä tapahtuu yleensä hyödyntämällä ohjelmallisen mainonnan markkinoita tarjontapuolen alustojen (SSP) ja ohjelmistokehityspakettien (SDK) kautta, joita myös MGI tarjoaa.

MGI:n pelien ja mainosalustan välinen synergia on ilmeinen. Kun pelit myyvät mainostilansa MGI:n oman mainosalustan kautta, suurempi osa arvosta pysyy yrityksen sisällä. Kuten aiemmin todettiin, julkaisija saa yleensä noin 50 prosenttia mainostajien maksamasta hinnasta, ja loput jäävät välittäjien taskuun. Jos MGI kuitenkin myy mainostilaa oman mainosohjelmistoalustansa kautta, yritys pitää käytännössä 100 % maksusta (50 % gamigo, 50 % Verve Group). Kun MGI myy mainostilaa sisäisesti, se myös parantaa peliensä monetisaatiota parantamalla täyttöastetta ja nostamalla mainoskohtaista hintaa.

Toinen suuri hyöty tulee käyttäjähankinnan (user acquisition) käytännöistä. Pelialan yritykset joutuvat tekemään käyttäjähankintaa, jotta he saavat uusia pelaajia peleilleen. Käyttäjähankinta voi olla organista ja suosittelupohjaista, brändin tunnettuuden kautta tapahtuvaa tai maksullista. Maksullinen käyttäjähankinta tapahtuu pääasiassa mainoksilla, jotka ostetaan usein kysyntäpuolen alustan (DSP) avulla.

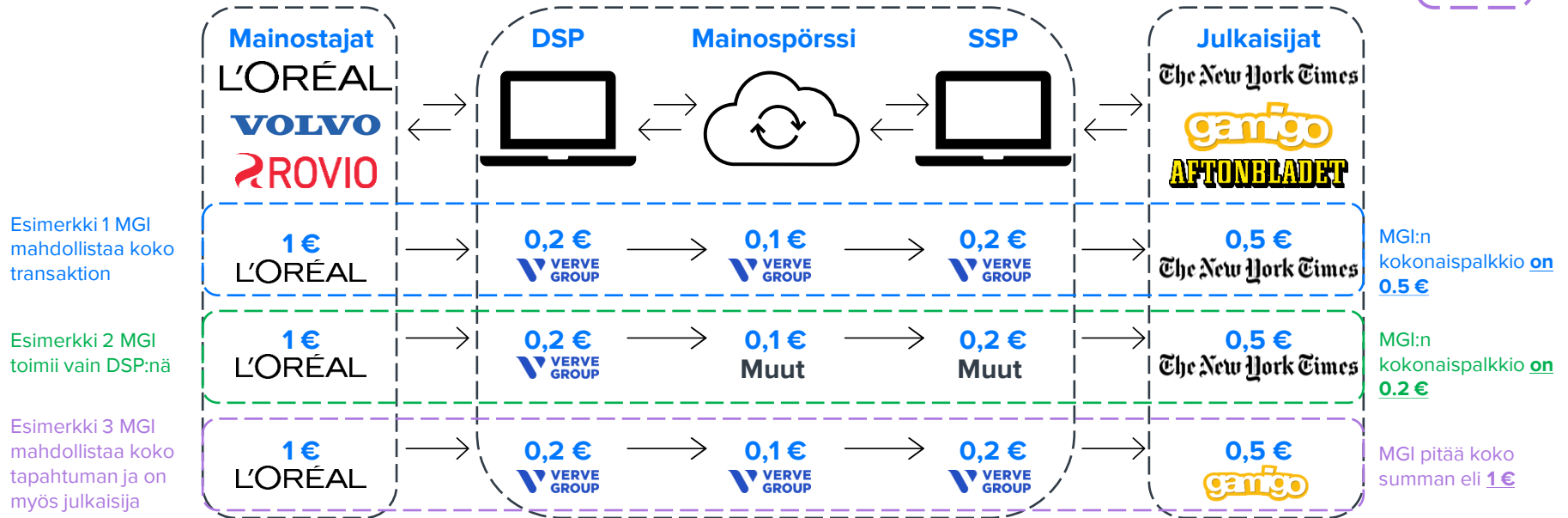
Useimmissa casual- ja mobiilipeleissä maksettu käyttäjähankinta on ratkaisevan tärkeää pelien menestyksen kannalta. Mobiilipeliyhtiöt käyttävät yleensä noin 30 prosenttia liikevaihdostaan käyttäjähankintaan. Tämä tarkoittaa käytännössä sitä, että mainoksilla rahaa ansaitsevat pelit sekä myyvät että ostavat mainoksia. Tämä tarkoittaa luonnollisesti sitä, että ollakseen kannattavia pelien on ansaittava myymästään mainostilasta enemmän kuin mitä ne käyttävät mainoksiin uusien pelaajien hankkimiseksi. Siksi tehokas käyttäjähankinta on tärkeää.

MGI ohjaa käyttäjähankintamenojaan oman mainosalustansa kautta. Tämä tarkoittaa sitä, että MGI lähinnä maksaa itselleen siitä, että se voi myydä mainostilaansa. Jos tämä tapahtuu kokonaan omissa mainosalustassa, MGI pitää koko välityspalkkion (50 % Verve, 50 % ulkopuoliset julkaisijat). Sisäisen toiminnan ansiosta MGI voi myös säilyttää täydellisen hallinnan käyttäjähankintaprosessistaan ja minimoida petosten ja ei-toivotuille sivustoille sijoitettujen mainosten riskin. MGI:n mukaan käyttäjähankinnan tekeminen talon sisällä on tehokkaampaa ja alentaa kustannuksia. Q2'2022:lla MGI osti Dataseatin, mobiili-DSP:n, joka keskittyy mobiilipelien käyttäjähankintaan. Yrityksoston tavoitteena ei ollut ainoastaan kasvattaa liikevaihtoa vaan myös parantaa edelleen MGI:n käyttäjähankintaa omien peliensä osalta.

Yleiskatsaus MGI:n mainosalustan liiketoimintamalliin



Mainosteknologian arvoketju (yksinkertaistettu)



Mainostajat

- Mainostajat ovat monikansallisia yrityksiä, pk-yrityksiä ja mainostoimistoja.
- MGI toimii pelialan yrityksensä gamigon kautta myös mainostajana peliensä myynninedistämisessä.
- Digialustoista kiinnostuneet mainostajat voivat liittyä DSP:hen ostaakseen mainostilaa automaattisesti
- Mainostajat pyrkivät saamaan parhaan ROI:n ja ovat valmiita käyttämään enemmän rahaa mainosta kohden, jos sijoittelu on arvokas

Mainosteknologian arvoketju

- Mainosteknologia yhdistää mainostajat ja julkaisijat
- Arvoketju koostuu pääasiassa DSP:istä, SSP:istä, mainospörkseistä, mainosverkostoista ja tiedonhallinta-alustoista
- Verve Group -brändin alla MGI on niin sanottu täyden palvelun mainosalusta eli se voi tarjota koko arvoketjun saman katon alta

Julkaisijat

- Julkaisijat ovat digitaalisten alustojen kuten verkkosivustojen, mobiilisovellusten, pelien ja mobiilipelien omistajia
- Julkaisijat, jotka haluavat ansaita alustallaan rahaa mainoksilla, voivat rekisteröityä SSP:hen myydäkseen mainostilaansa automaattisesti
- Osa MGI:n peleistä ansaitsee rahaa mainoksilla, ja nämä mainokset myydään MGI:n mainosohjelmistoalustan kautta
- Julkaisijat haluavat luonnollisesti myydä mainostilansa mahdollisimman hyvään hintaan

Liiketoimintamalli (3/4)

Kolmas ensimmäisen osapuolen sisällön etu liittyy mainosten kohdentamiseen käyttäjille. Jotta jokaisesta näytettävästä mainoksesta saataisiin paras mahdollinen hyöty, käytetään erilaisia kohdentamisratkaisuja loppukäyttäjän profiloimiseksi ja sen arvioimiseksi, mikä mainos sopii hänelle parhaiten. Keskeisin ratkaisu tähän on ollut tunnisteiden kuten kolmannen osapuolen evästeiden (Applen IDFA ja Googlen GAID) käyttö. Näitä tunnisteita käytetään käyttäjien seurantaan ja tietojen keräämiseen. Kerättyjä tietoja ovat esimerkiksi ikä, sijainti, demografiset tiedot ja kiinnostuksen kohteet. Näiden tietojen avulla mainosalustat voivat näyttää oikean mainoksen oikealle käyttäjälle (esim. vaipat ja lastenvaatteet tuoreille vanhemmille).

Tehokkaan kohdentamisen ansiosta mainostajat voivat personoida jokaisen mainoksen loppukäyttäjälle sen sijaan, että he näyttäisivät satunnaisia mainoksia, jotka eivät välttämättä ole relevantteja. Mitä parempi kohdentaminen on, sitä enemmän mainostajat ovat valmiita maksamaan kustakin katsotusta mainoksesta. Toisin sanoen tehokas kohdentaminen tarkoittaa, että mainostajat ostavat vähemmän mainoksia mutta käyttävät enemmän rahaa mainosta kohden. Tämä on myös julkaisijoiden etujen mukaista, sillä kukin yksittäinen mainospaikka myydään korkeammalla hinnalla, jolloin ne voivat paremmin hyödyntää mainostilaansa.

Tätä kohdentamista varten mainosohjelmistoalusta tarvitsee tietoja käyttäjistä. Nämä tiedot voidaan jakaa kolmannen osapuolen tietoihin ja ensimmäisen osapuolen tietoihin. Kolmannen osapuolen tietoja voidaan ostaa myyjiltä tai kerätä evästeiden ja IDFA/GAID:n kaltaisilla välineillä. Ensimmäisen osapuolen tiedot kerätään yhtiön omistamasta tai valvomasta sisällöstä. MGI:llä on pääsy ensimmäisen osapuolen tietoihin peliliiketoiminnan ja ohjelmistokehityspakettien (SDK) kautta. MGI:n mainosalusta käyttää näitä tietoja tehokkaampaan käyttäjien kohdentamiseen. Ensimmäisen osapuolen tietojen käyttäminen antaa

yritykselle myös paremman kontrollin ja läpinäkyvyyden transaktion suhteen. Mainostilaa tuottava ensimmäisen osapuolen sisältö tekee MGI:stä myös houkuttelevamman mainostajille, koska alustalla on seurattavissa olevia ja varmoja julkaisijoita.

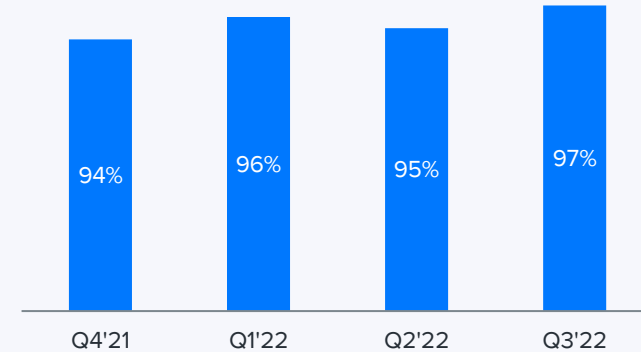
Ensimmäisen osapuolen sisältöä ja tietoja käytetään myös mainosohjelmistoalustan parantamiseen. MGI voi käyttää omia pelejään testausalustana ja saada nopeasti palautetta siitä, mikä toimii ja mikä ei. Ilman näitä omia pelejä MGI joutuisi turvautumaan kolmannen osapuolen kehittäjiin uusien tuotteiden toteuttamisessa ja testaamisessa. Yhtiö pystyy myös käyttämään ensimmäisen osapuolen tietoja parantaakseen eri kohdentamismenetelmien, kuten MGI:n moments.ai:n ja ATOM-tuotteiden, koneoppimisalgoritmeja.

Keskeiset suoritusindikaattorit (KPIt)

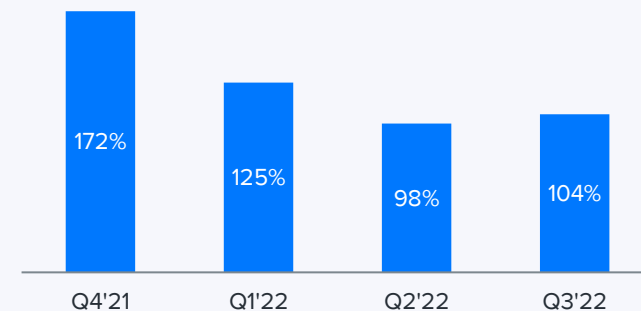
MGI käyttää erilaisia KPI-mittareita mitataakseen mainosalustojensa toimintaa. Näihin indikaattoreihin kuuluvat esimerkiksi asiakaspysyvyys, nettolaajenemisaste dollareissa, mainosnäyttökerrat ja mainoskulujen kasvu. Asiakaspysyvyysaste osoittaa, kuinka moni MGI:n asiakkaista, jotka tuovat yli 100 000 dollaria liikevaihtoa, teki uudestaan kauppaa yrityksen kanssa vuosittain. Q3'22:lla MGI:n asiakaspysyvyys oli 97 prosenttia. Viimeisellä neljällä vuosineljänneksellä MGI:n asiakaspysyvyys on ollut melko vakaa, keskimäärin 96 prosenttia.

Nettolaajenemisaste dollareissa kertoo, kuinka paljon MGI:n asiakkaat kuluttivat viime vuoden vertailukauteen verrattuna. Yli 100 prosentin osuus tarkoittaa, että asiakkaat käyttävät enemmän rahaa kuin edellisenä vuonna. Kasvu on yhdistelmä uusiasiakashankintaa ja sitä, kuinka paljon nykyiset asiakkaat kuluttavat. Q3'22:lla nettolaajenemisaste dollareissa oli 104 %. Kahden vahvan vuosineljänneksen (Q4'21: 172 % ja Q1'22: 125 %) jälkeen MGI:n nettokasvuvauhti on laskenut kahden viimeisen kvartaalin aikana, mikä johtuu mainosmarkkinoiden heikentymisestä.

Ohjelmistoasiakkaiden pysyvyys



Ohjelmistoasiakkaiden nettolaajenemisaste dollareissa



Lähde: MGI, Inderes

Liiketoimintamalli (4/4)

Mainosnäyttökerrat mittaavat, kuinka monta kertaa mainosta on katsottu. Q3'2022:lla MGI toimitti yhteensä 172 miljardia mainosnäyttöä, ja viimeisten kahdentoista kuukauden aikana on toimitettu 660 miljardia mainosnäyttöä. Tämä luku on kasvanut dramaattisesti muutaman viime vuoden aikana: vuonna 2020 MGI toimitti 91 miljardia mainosnäyttöä vuonna. Sivulla 8 on esitetty kaavio, josta käy ilmi mainosnäyttökertojen kehitys vuodesta 2020 lähtien.

Mainoskulutuksen kasvu mittaa sitä, kuinka paljon rahaa MGI:n mainosohjelmistoalustan kautta virtasi. Se on yhdistelmä volyymin ja *Cost per thousand* (CPM) -kustannuksesta, joka tarkoittaa hintaa tuhatta mainosnäyttökertaa kohti. MGI:n mainoskulutuksen kasvu Q3'22:lla oli kunnioitettava 54 prosenttia.

Skaalautuva kustannusrakenne

MGI:n kustannusrakenne jakautuu karkeasti 70/30 muuttuvien kustannusten hyväksi. Muuttuvat kustannukset ovat pääasiassa datakeskusten ja pilvipalvelujen infrastruktuurikustannuksia. Nämä kustannukset kirjataan riville "Ostetut palvelut". Kustannukset perustuvat suurelta osin pay-as-you-go-malliin, ja yritys pystyy jossain määrin nostamaan ja laskemaan kustannuksia liiketoiminnan mukaan. Ostetut palvelut ovat pysyneet vakaasti 55 prosentissa liikevaihdosta kolmen viime vuoden ajan. Muuttuviin kustannuksiin sisältyy myös erä "Liiketoiminnan muut kulut", joka koostuu hallinto-, laki-, tilintarkastus- ja muista kuluista. Liiketoiminnan muut kulut ovat neljän viime vuoden aikana vaihdelleet välillä 10–31 %.

Kiinteät kustannukset ovat enimmäkseen henkilöstökuluja (palkat ja sosiaaliturva), jotka ovat luonnollisesti melko joustamattomia. Osuutena liikevaihdosta nämä menot ovat vaihdelleet neljän viime vuoden aikana: 33 prosenttia vuonna 2019 ja

22 prosenttia vuonna 2021. Henkilöstökulujen hallinta on ratkaisevan tärkeää yrityksen tulevan kannattavuuden kannalta. MGI odottaa kuitenkin, että palkkoihin kohdistuu tulevaisuudessa jonkin verran inflaatiopaineita.

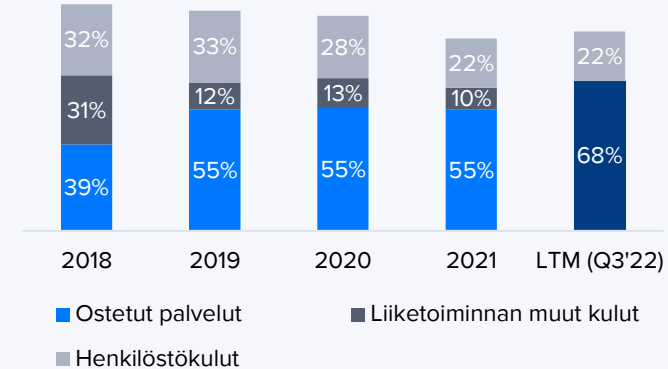
Koska suuri osa kustannuksista on luonteeltaan muuttuvia, MGI:n liiketoimintamalli skaalautuu hyvin, minkä ansiosta yritys voi hyötyä mittakaavaedusta tulojen kasvaessa.

Pääoman sitoutuminen

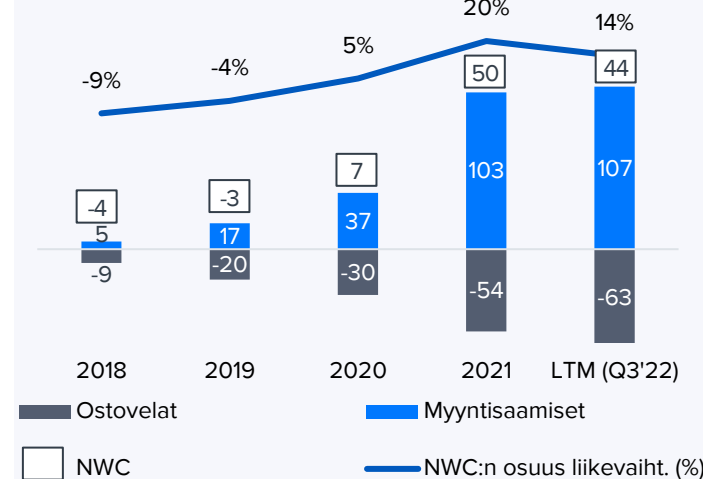
Yhtiön siirtyessä pois puhtaasta peliyhtiöstä ja sen mukanaan tuomien muutosten myötä MGI:n nettokäyttöpääoma muuttui positiiviseksi vuonna 2020. Vuonna 2021 yhtiön nettokäyttöpääoma oli 50 miljoonaa euroa. Yhtiö odottaa nettokäyttöpääoman pysyvän positiivisena, koska se maksaa julkaisijoille 30–45 päivän kuluessa ja kerää saatavia mainostajilta 60–90 päivän kuluessa. Kun tulot kasvavat, myös nettokäyttöpääoma kasvaa ja sitoo enemmän varoja. Nettokäyttöpääoman osuus liikevaihdosta kasvoi merkittävästi vuonna 2021 20 prosenttiin, kun vuonna 2020 se oli 5 prosenttia. LTM Q3'22:sta alkaen osuus on laskenut 14 prosenttiin. Yhtiö odottaa, että nettokäyttöpääoman osuus liikevaihdosta on jatkossa jonkin verran pienempi.

Yritys investoi sekä aineelliseen että aineettomaan omaisuuteen. Vuonna 2021 MGI investoi 5 miljoonaa euroa aineelliseen omaisuuteen. Nämä koostuvat pääasiassa investoinneista käyttö- ja liiketoimintalaitteisiin, tietotekniikkalaitteisiin ja käyttöoikeusomaisuuteen. MGI investoi myös 35 miljoonaa euroa aineettomiin hyödykkeisiin. Nämä investoinnit ovat enimmäkseen aktivoitua omaa työtä, joka liittyy mainosohjelmistoalustan kehittämiseen, pelien sisältöön ja pelilisensseihin.

Kulut osuutena liikevaihdosta



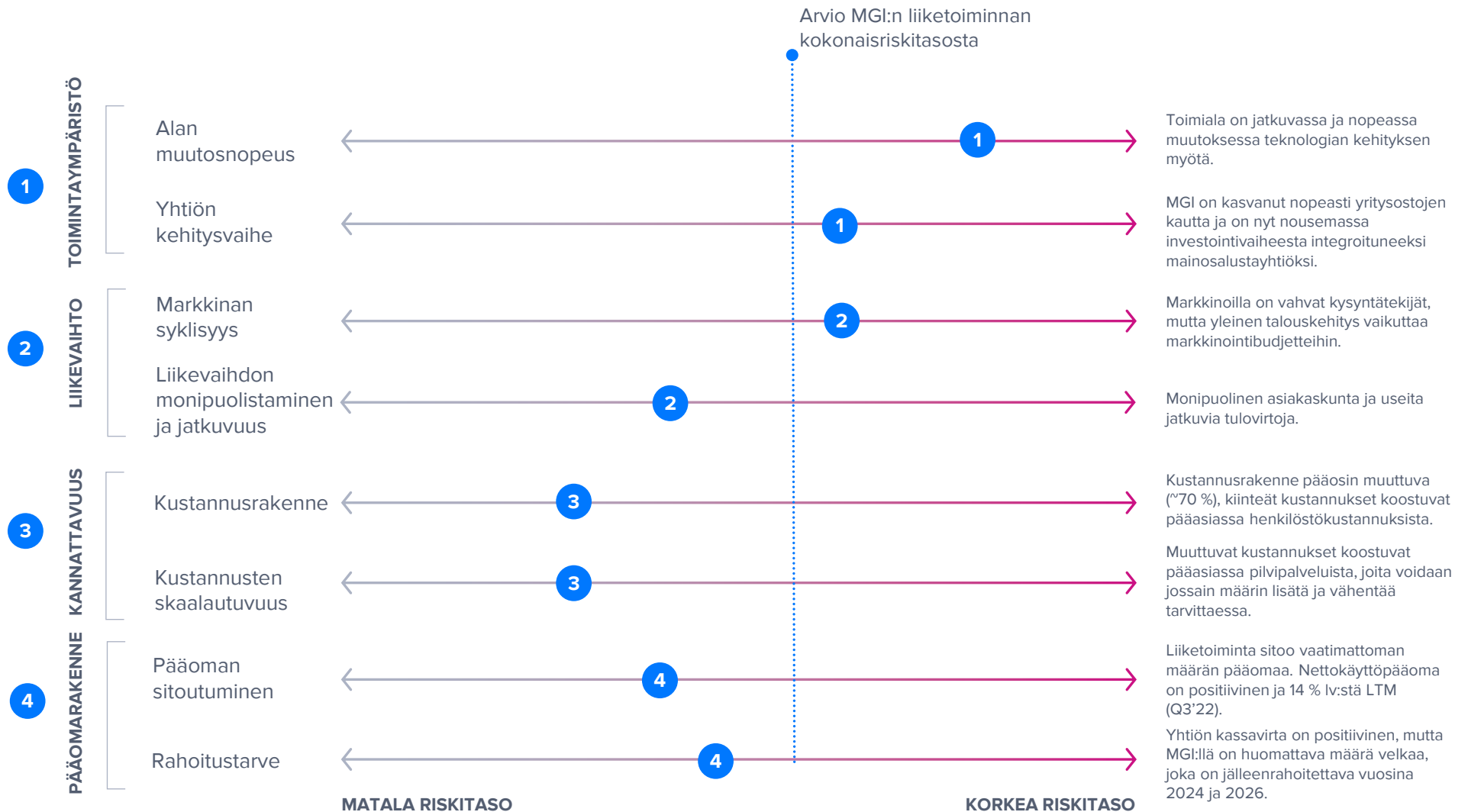
Nettokäyttöpääoman (NWC) kehitys



Lähde: MGI, Inderes

*Ostetut palvelut ja Liiketoiminnan muut kulut raportoidaan yhdessä neljännesvuosiraporteissa.

Liiketoimintamallin riskiprofiili



Markkinakatsaus – digimarkkinointi (1/4)

Digitaalisen mainonnan markkinat

Markkinointi jaetaan kahteen alamarkkinaan: digitaaliseen ja ei-digitaaliseen. Markkinoiden koko on arvioitu mediamainoskuluja perusteella. eMarketerin mukaan maailman mediamainonnan kokonaismenot ovat 819 miljardia dollaria vuonna 2021. Digitaaliseen mainontaan käytettiin 521 miljardia dollaria, mikä vastaa 64 prosentin osuutta kaikesta mainoskulutuksesta.

Perinteisesti digitaalisia mainoksia myytiin samalla tavalla kuin ei-digitaalisia mainoksia. Mainostajat ja julkaisijat neuvottelivat suoraan toistensa kanssa mainosten sijoittamisesta alustoilleen. Nämä mainokset toimivat samalla tavalla kuin perinteiset mainostaulut, joissa jokainen sivuston kävijä näki saman mainoksen riippumatta siitä, oliko se hänelle relevantti. Lopulta kehitettiin käytäntö, jossa mainokset ja mainostila sovitettiin automaattisesti yhteen, ja yhdessä käyttäjäkohdennuksen kanssa syntyi ohjelmallinen mainonta. Ohjelmallisesti välitettävien digitaalisten mainosten osuus on kasvanut nopeasti, ja vuonna 2020 ohjelmallinen mainonta oli tärkein digitaalisen mainonnan muoto. Vuonna 2021 ohjelmalliseen mainontaan käytettiin globaalisti 418 miljardia dollaria (Statista). Tämä vastaa 80 prosenttia digitaalisesta mainoskulutuksesta ja 51 prosenttia koko mainoskulutuksesta.

Pohjois-Amerikka on suurin markkina-alue, ja sen osuus maailmanlaajuisesta ohjelmallisesta mainosrahoituksesta on noin 42 prosenttia. Toiseksi suurimmat markkinat ovat Aasiassa (35 %) ja seuraavaksi suurin markkinaosuus on Euroopassa (18 %) (Statista).

Mobiili on suurin digitaalinen mainosalusta, ja vuonna 2021 mobiilimainontaan käytetään 295 miljardia dollaria.

Kasvu

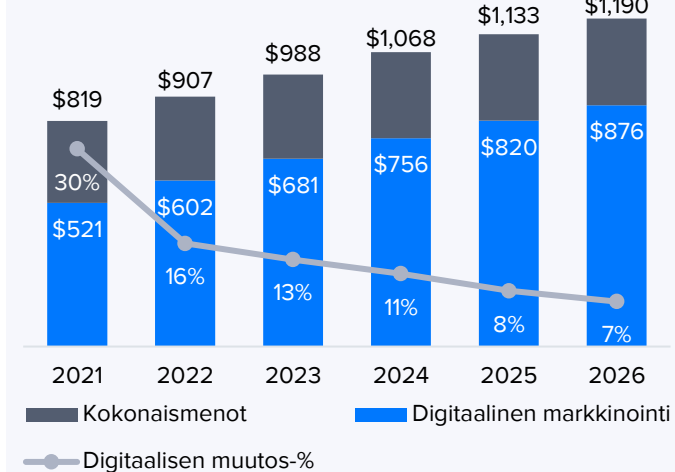
Mainonnan kokonaismarkkinoiden odotetaan kasvavan 1 190 miljardiin dollariin vuoteen 2026 mennessä, mikä vastaa 7,8 prosentin vuotuista kasvuvauhtia. Digitaalinen mainosmarkkina on kasvanut nopeasti viime vuosikymmeninä, kun ne ovat vallanneet markkinaosuuksia ei-digitaalisilta muodoilta. Maailmanlaajusten digitaalisten mainosmenojen odotetaan edelleen kasvattavan markkinaosuuttaan, ja niiden ennustetaan kasvavan noin 876 miljardiin dollariin vuoteen 2026 mennessä, mikä vastaa 11,0 prosentin kasvuvauhtia (CAGR).

Ohjelmallisen mainonnan menojen ennustetaan kasvavan hieman nopeammin kuin digitaalisen mainonnan menojen. Statista ennustaa, että maailmanlaajuiset ohjelmallisen mainonnan menot kasvavat 725 miljardiin dollariin vuoteen 2026 mennessä, mikä vastaa 11,6 prosentin vuotuista kasvuvauhtia. Näiden ennusteiden mukaan ohjelmallisen mainonnan osuus digimainosmarkkinoiden kokonaismäärästä kasvaisi 83 prosenttiin vuonna 2026.

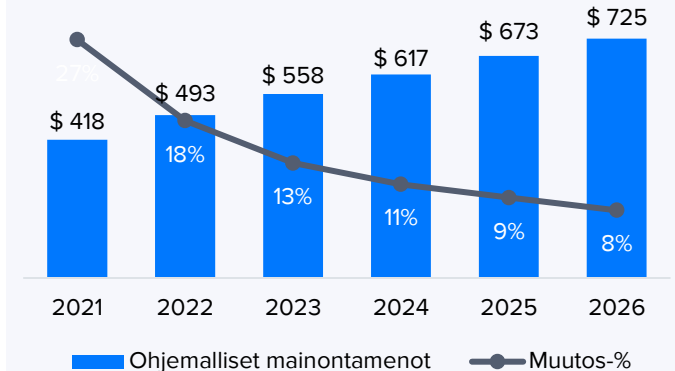
Alustoja tarkasteltaessa kaksi nopeimmin kasvavaa ovat olleet mobiili ja CTV. Mobiili on jo nyt suurin alusta, ja sen odotetaan kasvavan jatkossakin nopeammin kuin kokonaismarkkinat. Mobiilimarkkinoiden odotetaan kasvavan 350 miljardiin dollariin vuonna 2022, mikä vastaa 22 prosentin vuosikasvua neljän viime vuoden aikana.

CTV on suhteellisen uusi markkina-alue, mutta se on nopeimmin kasvava segmentti. Statistan mukaan pelkästään CTV:n mainosrahoitus Yhdysvalloissa oli 14 miljardia dollaria vuonna 2021 ja sen odotetaan kasvavan 39 miljardiin dollariin vuoteen 2026 mennessä. Tämä vastaa 22 prosentin vuotuista kasvuvauhtia. MGI:n mainosohjelmistoalusta tarjoaa palveluja kaikille laitteille, mutta se on vahvimillaan mobiililaitteissa (69 % Q2'22 liikevaihdosta).

Globaalit mediamainontamenot dollareissa (eMarketer)



Globaalit ohjelmalliset mainontamenot dollareissa (Statista)



Markkinakatsaus – digimarkkinointi (2/4)

Markkinaosapuolet ja kilpailijat

Markkinatoimijat voidaan jakaa kahteen luokkaan: "aidatut puutarhat" (*walled gardens*) ja avoin internet. Aidatut puutarhat hallitsevat noin 75 prosenttia digitaalisista mainosmarkkinoista, ja ne koostuvat suurista vertikaalisesti integroituneista internet-yrityksistä, kuten Google, Meta, Apple ja Amazon. Näillä aidatuilla puutarhoilla on omat suljetut ekosysteeminsä, jotka kattavat koko arvoketjun mukaan lukien omat sisältöalustat kuten YouTube, Facebookin ja Amazon.comin. Aidatut puutarhat hoitavat yleensä koko mainostransaktion mainostajalta julkaisijalle sisäisesti. Esimerkiksi Metan palveluissa mainostajat tekevät sopimuksen suoraan Metan kanssa mainosten sijoittamiseksi heidän alustoilleen (Facebook, Instagram, WhatsApp).

Avoin internet on yksi ekosysteemi, johon kuuluu suurin osa muista ohjelmallisen markkinoinnin toimijoista kuten MGI (Verve Group). Tässä ekosysteemissä osallistujat sekä kilpailevat että harjoittavat liiketoimintaa toistensa kanssa. Ohjelmallisten markkinoiden avoimen internetin segmentille on ominaista pirstaloituneisuus, ja koko arvoketjussa on paljon osallistujia. Jotkut yritykset ovat erikoistuneet vain yhteen osa-alueeseen, toiset toimivat useilla osa-alueilla ja kolmannet kattavat koko arvoketjun. Aidatut puutarhat työskentelevät jossain määrin myös "aitojensa" ulkopuolella ja ovat vuorovaikutuksessa avoimen internetin kanssa. Esimerkiksi Metan Audience Network antaa mainostajille mahdollisuuden sijoittaa mainoksia kolmansien osapuolten sovelluksiin.

MGI:n näkökulmasta monet muut avoimen internetin mainosteknologiayritykset ovat samanaikaisesti sekä kilpailijoita että kumppaneita. The Trade Desk on iso DSP, joka kilpailee MGI:n kanssa mainostajista, mutta

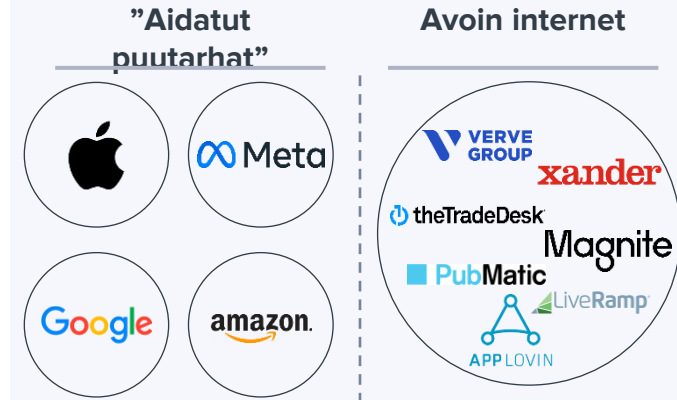
samaan aikaan The Trade Desk ohjaa myös liiketoimintaa MGI:n tarjontapuolen alustoille (SSP). Sama koskee myös Pubmaticin kaltaisia SSP-palveluntarjoajia. Yhtäältä ne ovat MGI:n kilpailijoita, mutta toisaalta ne tekevät yhteistyötä myös MGI:n kysyntäpuolen alustojen ja mainospörssien kanssa.

MGI itse nimeää merkittävimmiksi verrokeikseen Applovinin, Ironsourcen, The Trade Deskin, Magniten ja yllä mainitut aidatut puutarhat. Näistä Applovin on monin tavoin MGI:n verrokki, sillä ne kattavat jossain määrin samoja arvoketjun osia (kysyntä- ja tarjontapuoli), ja niillä on myös omaa ensimmäisen osapuolen sisältöä.

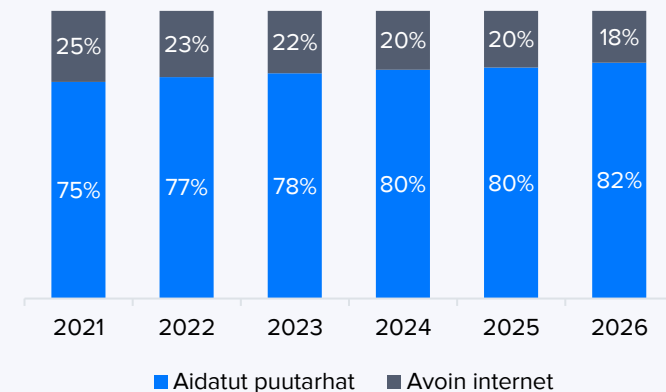
Valinta useiden mainosalustojen välillä

Miten mainostajat ja julkaisijat valitsevat mainosalustan, kun valittavana on useita vaihtoehtoja? Vaihtoehtoina ovat aidatut puutarhat ja avoimen internetin yritykset. Lisäksi molemmissa on useita yrityksiä, joista valita. Markkinaosuuksien perusteella voi helposti päätellä, että monet asiakkaat valitsevat jonkin suurista yrityksistä. Aidatun puutarhan valitseminen tarkoittaa, että yritys on tekemisissä vain yhden vastapuolen kanssa, mikä joiltain osin tekee prosessista yksinkertaisemman. Googlen kaltaisen suuren toimijan käyttäminen on usein lähtökohtana yrityksille, jotka aloittavat ohjelmallisen mainonnan. Aidatuilla puutarhoilla on myös suuria määriä käyttäjätietoja, joita ne voivat hyödyntää mainosten tarkassa kohdentamisessa.

Ne eivät kuitenkaan suinkaan aina ole paras vaihtoehto. Kuten nimitys aidattu puutarha antaa ymmärtää, yritykset eivät ole kovin avoimia sen suhteen, miten mainoksia ostetaan ja myydään, vaan niiden alustat tunnetaan pikemminkin "mustina laatikoina".



Digimarkkinoinnin markkinaosuudet (Statista)



Lähde: Statista, Share of walled gardens vs open internet in digital advertising revenue worldwide

Markkinakatsaus – digimarkkinointi (3/4)

Avoimen internetin puolella avoimuus on keino erottautua jättäjämaaisista aidatuista puutarhoista. Esimerkiksi MGI:n Hybrid SDK on ohjelmisto, jonka mobiilisovellusten kehittäjät voivat integroida sovelluksiinsa myydäkseen mainostilaa automaattisesti. Hybrid SDK on avoimen lähdekoodin ratkaisu, joka tarjoaa mobiilisovellusten kehittäjille avoimuutta siitä, miten SDK toimii, mitä käyttäjätietoja se käyttää ja miten se voidaan parhaiten integroida heidän sovelluksiinsa. Toisin sanoen se on avoin laatikko, toisin kuin aidattujen puutarhojen mustat laatikot.

Avoimen internetin toimijat ovat myös usein joustavampia lisäämään ominaisuuksia asiakkaiden toiveiden mukaan. Ne ovat esimerkiksi usein halukkaampia tekemään yhteistyötä asiakkaan valitsemien riippumattomien mittauspalvelujen tarjoajien kanssa.

Alustat valitaan myös kokeilemalla eri alustoja ja vertailemalla niiden suorituskykyä. Mainostaja saattaa rekisteröityä parin eri DSP-palveluntarjoajan alustalle ja ajaa niillä testikampanjoita. Kullekin alustalle kohdennettuja budjetteja voidaan sitten mukauttaa kampanjoiden tulosten mukaan. Hyvin suoriutuville alustoille osoitetaan enemmän rahaa, ja heikosti suoriutuvat alustat jätetään kokonaan pois.

Myös kustantajat voivat tehdä samoin ja kokeilla myös muutamaa eri tarjontapuolen alustaa ja seurata tuloksia. Otetaan esimerkiksi ruotsalainen uutissivusto Aftonbladet. Lehden verkkosivustoilla vieraillessa ja siellä olevia mainoksia tutkiessa huomaa, että yksi mainoksista osoitteesta adns.com, joka kuuluu Xandrille (Microsoftin mainosalusta). Hieman alempana on toinen mainos, joka tulee Google Adsin kautta. Useiden palveluntarjoajien käyttäminen antaa julkaisijoille mahdollisuuden vertailla eri palveluntarjoajien suorituskykyä. Useiden SSP-tarjoajien käyttäminen auttaa myös täytöstästeessä eli sen varmistamisessa, että jokainen

käytettävissä oleva mainospaikka saadaan myytyä. Tämä eri alustojen kokeilukäytäntö korostaa, miksi pysyvyysaste on hyödyllinen indikaattori.

Markkinatrendit

Digitaalisen mainonnan tärkeimmät suuntaukset ovat: tunnisteiden ja kolmannen osapuolen evästeiden poistuminen, siirtyminen perinteisestä mainonnasta digitaaliseen mainontaan, siirtyminen ohjelmalliseen mainontaan, konsolidaatio sekä mobiili- ja CTV-markkinoiden kasvu.

Kolmansien osapuolten evästeiden ja tunnisteiden poistuminen:

Kolmannen osapuolen evästeet ja tunnisteet ovat olleet ohjelmallisen mainonnan kulmakivi. Tämä on kuitenkin alkanut muuttua. Huhtikuussa 2021 Apple teki muutoksia IDFA-työkaluunsa (Identifiers for Advertisers), joka antoi käyttäjille mahdollisuuden jättäytyä pois käyttäjäseurannasta. Tämä muutos vaikeutti iPhone-käyttäjien kohdentamista ja aiheutti tuntevan iskun ohjelmallisen mainonnan markkinoille. Facebook ilmoitti, että Applen muutokset vaikuttaisivat negatiivisesti yhtiön vuoden 2022 liikevaihtoon jopa 10 miljardilla dollarilla. Toinen merkittävästi kärsinyt ala oli mobiilipelin kehitys. Alalla huomattiin, että iPhone-käyttäjien hankintakampanjat heikkenivät voimakkaasti. Tämä on merkittävä ongelma, sillä iPhone-käyttäjät ovat huomattavasti kannattavampia kuin Android-käyttäjät.

Applen IDFA:han tekemien muutosten lisäksi myös Googlen odotetaan tekevän vastaavia muutoksia Android-tunnisteisiin (Google Advertising ID, GAID). Google ilmoitti myös, että 2024 alkaen kolmannen osapuolen evästeet poistetaan asteittain Google Chrome -selaimesta. Tämä on merkittävä asia, sillä Google Chrome on maailman yleisin selain 64 prosentin markkinaosuudellaan Firefox ja Safari ovat jo aiemmin poistaneet kolmannen osapuolen evästeet selaimistaan.

Kolmannen osapuolen evästeiden ja tunnisteiden poistaminen tarkoittaa, että yksittäisten käyttäjien profilointi ja kohdentaminen vaikeutuu ja on joissakin tapauksissa mahdotonta. Toistaiseksi tämä on merkinnyt sitä, että mainonnan ja käyttäjähankinnan tehokkuus on heikentynyt, minkä vuoksi mainostajat ovat käyttäneet vähemmän rahaa mainoksiin.

Yksi tapa torjua tätä suuntausta on käyttää ensimmäisen osapuolen dataa. Ensimmäisen osapuolen tietojen avulla yritykset voivat profiloida käyttäjiä samalla tavalla kuin käyttämällä kolmannen osapuolen evästeitä/tunnisteita. Ensimmäisen osapuolen tietojen hankkiminen edellyttää yleensä, että alustoilla on omaa sisältöä, josta ne voivat kerätä tätä dataa. MGI:llä on pääsy suureen määrään ensimmäisen osapuolen tietoja omien peliensä ja ohjelmistokehityspakettiansa (SDK) kautta, ja se pystyy käyttämään näitä tietoja tehokkaaseen yksittäisten käyttäjien kohdentamiseen.

Toinen ratkaisu on käyttää muita kohdentamismenetelmiä, kuten **kontekstuaalista kohdentamista** ja **kohorttikohdentamista**, jotka eivät ole riippuvaisia tunnisteista tai kolmannen osapuolen evästeistä. Kontekstuaalisessa kohdentamisessa käytetään verkkosivuston/sisällön kontekstia mainosten näyttämiseen, esimerkiksi autoja ja kelloja koskevia mainoksia golfia käsittelevän artikkelin yhteydessä.

Jotta tämä toimisi automatisoidussa maailmassa, mainosalustojen on pystyttävä automaattisesti tunnistamaan sivustojen oikea konteksti ja siihen sopivat mainokset. MGI on ostanut kaksi kontekstuaaliseen kohdentamiseen keskittyntä yritystä: Beemray (2021) moments.ai -ratkaisullaan ja Datasat (2022), joka on mobiilipeleihin keskittyvä kysyntäpuolen alusta. Datasat oli melko aikaisessa vaiheessa kontekstuaalisen kohdentamisratkaisunsa kanssa ja varautunut, kun Apple ilmoitti muutoksista IDFA:han.

Markkinakatsaus – digimarkkinointi (4/4)

Sen jälkeen Dataseat on kasvanut voimakkaasti, kun mobiilipelien kehittäjät tarvitsivat uuden ratkaisun iPhone-käyttäjien hankintaan.

Kohorttikohdentaminen on menetelmä, jossa koneoppimisen avulla loppukäyttäjät jaetaan kohortteihin. Mainokset kohdennetaan tällöin kohorttitasolla eikä yksilötasolla. MGI käyttää kohorttien kohdentamiseen sisäisesti kehitettyä ATOM-ratkaisua. ATOMin alustavat testit matkapuhelimissa ovat olleet lupaavia, ja MGI:n mukaan tulokset osoittavat, että ATOMin avulla mainosrahoitus paranee kaksinumeroisesti verrattuna ilman ATOMia (IDFA-rajoitteisessa ympäristössä).

Muut toimijat työskentelevät myös muiden kohdentamiskäytäntöjen parissa, kuten The Trade Desks Unified ID 2.0, jonka tavoitteena on korvata kolmannen osapuolen evästeet hash-tunnisteilla ja salatuilla sähköpostipohjaisilla tunnisteilla. Muita evästeettömiä ratkaisuja ovat esimerkiksi Neustarin Fabrick ID ja LiveRampin ATS. Ensimmäisen osapuolen tietojen ja teknologisten ratkaisujensa ansiosta MGI on luottavainen, että sillä on hyvät valmiudet siirtyä uuteen maailmaan ilman kolmannen osapuolen evästeitä ja tunnisteita.

Siirtyminen perinteisistä mainoksista digitaalisiin ja ohjelmallisiin mainoksiin: Lähes kaiken tulevan mainosmenojen kasvun odotetaan tulevan digitaalisesta mainonnasta. Perinteisen mainonnan, kuten radion, television ja sanomalehtien, kasvuvauhti on pysynyt ennallaan tai ollut jopa negatiivista, kun digitaaliset mainokset valtaavat edelleen markkinaosuutta.


Digitaalisilla mainosmarkkinoilla ohjelmallinen mainonta on kasvanut nopeasti ja siitä on tullut johtava digitaalisen mainonnan muoto. Tämän trendin odotetaan jatkuvan. Koska MGI toimii pelkästään ohjelmallisten mainosten parissa, trendi on yhtiölle

selvästi myönteinen.

Konsolidaatio: Nykyisillä mainosteknologiamarkkinoilla on satoja yrityksiä. Tunnisteiden jälkeisessä maailmassa asiat ovat kuitenkin paljon vaikeampia, ja pienemmillä yrityksillä voi olla vaikeuksia selviytyä, koska investoinnit uusiin ratkaisuihin ovat kalliita ja ensimmäisen osapuolen sisällön merkitys kasvaa entisestään. Tämä on johtanut mainosteknologiamarkkinoiden konsolidaatioon, kun pienemmät yritykset sulautuvat ja ostetaan. Pelkästään MGI on ostanut kuusi mainosteknologia-alan yritystä vuoden 2020 jälkeen. Dataseatin toimitusjohtaja David Philippon mainitsi, että yksi syy yrityksen myymiseen MGI:lle oli se, että he uskovat, että mainosohjelmistoalustat tarvitsevat omaa ensimmäisen osapuolen sisältöä menestyäkseen tulevaisuudessa. Liittymällä MGI:hin Dataseat saa käyttöönsä MGI:n ensimmäisen osapuolen sisällön tarjoamat tiedot.

Ohjelmallisen mainonnan kasvu mobiili- ja CTV-alustoilla: Trendeistä viimeinen liittyy mobiili- ja CTV-alustojen kasvuun ohjelmallisessa mainonnassa. Mobiili edustaa jo noin puolta koko ohjelmallisista mainosmarkkinoista. Mobiilimarkkinat kasvavat myös nopeammin kuin ohjelmatuotannon kokonaismarkkinat, joten niiden odotetaan kasvattavan osuuttaan entisestään. CTV eroaa perinteisestä televisiosta siten, että sen sisältöä kulutetaan internetin kautta eli suoratoistona Netflixin ja YouTuben kaltaisissa sovelluksissa. Mainosten sijoittaminen CTV:hen on suhteellisen uusi, mutta nopeasti kasvava markkina-alue. Äskettäin sekä Netflix että Disney+ ilmoittivat käynnistävänsä mainosrahoitteiset tilaukset suoratoistopalveluissaan. Ohjelmallinen mainonta CTV:ssä toimii pohjimmiltaan samalla tavalla kuin verkossa tai mobiilissa. Eri menetelmien avulla loppukäyttäjät profiloitetaan ja hänelle näytetään sopivin mainos. MGI vahvisti asemaansa tällä alustalla ostamalla Smaatton ja LKQD:n.


Tunnisteet/kolmannen osapuolen evästeet



Deterministic audiences
ID is used for targeting, where available

iOS android


Kontekstuaalinen



Privacy-by-design, natural Language Processing, anonymized audiences

iOS android

Kohortit



Privacy-by-design, machine learning, Probabilistic audiences

iOS android

Markkinakatsaus – pelimarkkina (1/2)

Globaalin pelimarkkinan koko ja kasvu

Globaalit pelimarkkinat ovat kasvaneet yhdeksi suurimmista digitaalisen viihteen toimialoista. Newzoo arvioi, että vuonna 2022 globaalit pelimarkkinat supistuvat noin 4 prosenttia 184 miljardiin dollariin. Tämä ennustettu lasku johtuu osittain koronapandemian aiheuttamasta valtavasta kasvusta vuosina 2020–2021. Newzoo odottaa markkinoiden kasvavan edelleen noin 5 prosentin keskimääräisellä vuositasolla vuoteen 2025 asti, mikä johtuu sekä pelaajien määrän että peleihin käytetyn rahamäärän kasvusta.

Maantieteellisesti suurimmat markkinat ovat Aasian ja Tyynenmeren alueella, joka kattaa noin 48 prosenttia pelimarkkinoista. Kiinan osuus tästä on noin puolet. Toiseksi ja kolmanneksi suurimmat alueet ovat Pohjois-Amerikka (26 %) ja Eurooppa (18 %). MGI:n tärkeimmät kohdemarkkinat ovat Pohjois-Amerikka ja Eurooppa.

MGI toimii PC-, konsoli- ja mobiilialustoilla

Yksi MGI:n fokusalueista eli mobiililaitteet (älypuhelimet ja tabletit) muodostavat hieman yli puolet globaaleista pelimarkkinoista, eli niiden ennustettu arvo on noin 92 miljardia dollaria vuonna 2022. Newzoo ennustaa, että mobiilipelien markkinat kasvavat edelleen 4,3 prosentin vuosivauhdilla vuosina 2022–2025, mikä tekee mobiilipelaamisesta nopeimmin kasvavan pelisegmentin.

PC- ja konsolimarkkinat ovat 92 miljardin dollarin markkinat, ja ne muodostavat noin puolet koko pelimarkkinoista. Konsolimarkkinoiden arvioidaan olevan noin 52 miljardia dollaria vuonna 2022. Konsolimarkkinat ovat kasvaneet voimakkaasti

viime vuosina (CAGR 16-22 8 %), ja kasvun odotetaan jatkuvan kutakuinkin samalla tasolla vuosina 2022–2025. Kasvua vauhdittavat seuraavan sukupolven PlayStation- ja Xbox-konsolit sekä Nintendo Switchin uudet versiot.

PC-pelimarkkinoiden kooksi vuonna 2022 arvioidaan 38 miljardia dollaria. Markkinat ovat kasvaneet vakaasti (CAGR 16-22: 4 %), ja vakaata kasvua odotetaan myös lähitulevaisuudessa (CAGR 22-25: 2,2 %). PC-pelien jakelu on käytännössä täysin digitaalista. PC-pelien markkinapaikalla Steamillä oli noin 132 miljoonaa aktiivista kuukausittaisista käyttäjää vuonna 2021 (2020: 120 miljoonaa) Epic Games Storella, joka on viime vuosina noussut haastamaan Steamin, oli 62 miljoonaa aktiivista kuukausittaisista käyttäjää joulukuussa 2021 (2020: 56 miljoonaa) MGI jakelee PC-pelejä myös omien verkkosivustojensa kautta.

Viimeisten 10 vuoden aikana mobiilipelaaminen on kasvanut räjähdysmäisesti, kun älypuhelimet ovat yleistyneet ja mobiilipelaamisesta onkin tullut suosituin pelialusta. Mobiilipelaamisen suosion kasvu ei ole vienyt pois PC- ja konsolipelaamista. Sen sijaan mobiilipelaaminen on synnyttänyt täysin uuden casual gaming -genren, joka tavoittaa aivan uuden kohderyhmän.

Markkinatrendit

Yksi mobiilipelaamisen tämänhetkisistä markkinatrendeistä on Applen IDFA:n arvon aleneminen. Mobiilipeleissä iPhone-käyttäjiä pidetään arvokkaampina, koska he käyttävät keskimäärin enemmän rahaa. Applen IDFA:n arvon alenemisen myötä mobiilipelien kehittäjät huomasivat, että heidän käyttäjähankintansa

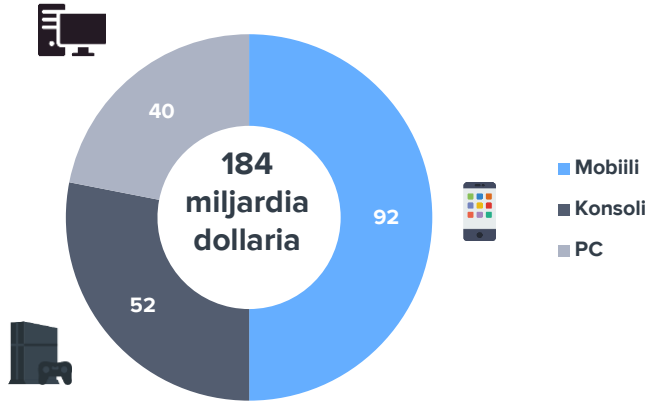
tehokkuus oli vähentynyt merkittävästi. Tämä johti siihen, että iPhone-käyttäjien hankintaan käytettiin vähemmän ja toimijat keskittyivät jonkin verran enemmän Androidiin. Mainosteknologiamarkkinat tekevät kovasti töitä ottaakseen käyttöön uusia tapoja kohdistaa mainoksia iPhone-käyttäjille, jotta käyttäjähankinnan tehokkuus palautuisi aiemmalle tasolle.

Toinen alan trendi on peliyhtiöiden konsolidaatio. Pelien kehittäminen on riskialtista ja kallista, eikä pelien menestyksestä ei ole juurikaan takeita. Pienemmät pelistudiot, joilla on kehitteillä vain yksi tai kaksi peliä, laittavat usein koko yrityksensä yksittäisen pelin menestyksen varaan. Jos peli osoittautuu flopiksi, yhtiö saattaa joutua kamppailemaan selviytymisestään. Tämän riskin minimoimiseksi pelinkehittäjät voivat palkata julkaisijoita, jotka rahoittavat pelit vastineeksi tulevista rojalteista, tai tehdä yhteistyötä muiden pelistudioiden kanssa. Juuri näin MGI teki alkuvaiheessaan. MGI pystyi laajentamaan pelivalikoimaansa yritysostojen avulla, mikä luonnostaan monipuolisti sen liikevaihtoa ja vähensi riippuvuutta yksittäisistä peleistä.

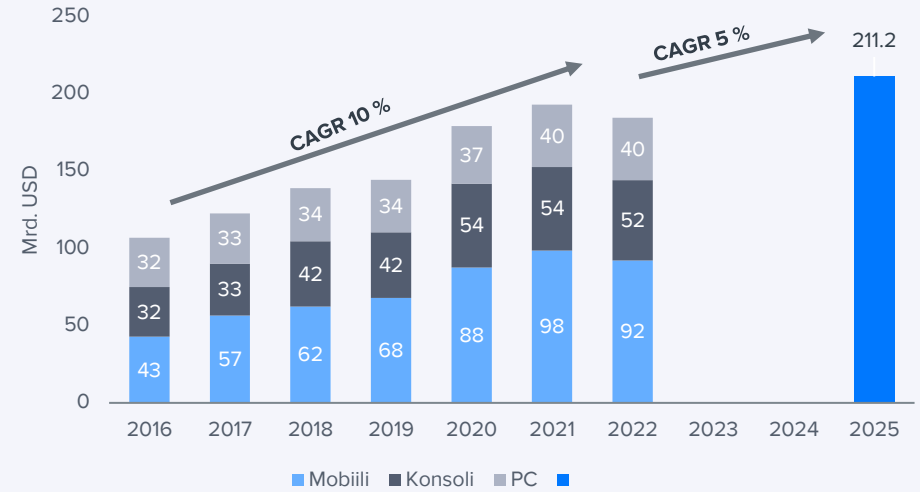
Myöhemminä vuosina konsolidointi on kiihtynyt uuteen vauhtiin pelimarkkinoilla tehtyjen suurten yritysostojen myötä. Suurin niistä on Microsoftin vireillä oleva Activision-Blizzardin 68,7 miljardin dollarin yritysosto. Muita viimeaikaisia ovat Take-Two Interactivesin ostama Zynga (2,7 mrd. dollaria) ja Sonyn ostama Bungie (3,6 mrd. dollaria). Tällä alalla on myös nähtävissä konsolivalmistajien ja peliyhtiöiden vertikaalinen integraatio. Tämä johtuu osittain pelien tilauspalvelujen, kuten PlayStation Plus (Sony) ja Xbox Game Pass (Microsoft), yleistymisestä.

Markkinakatsaus – pelimarkkina (2/2)

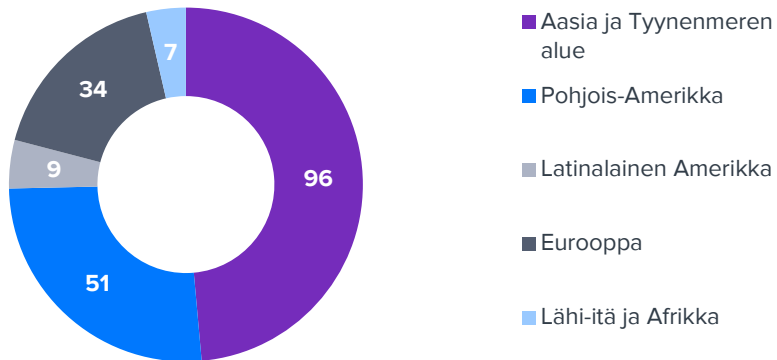
Pelimarkkinat alustoittain 2022



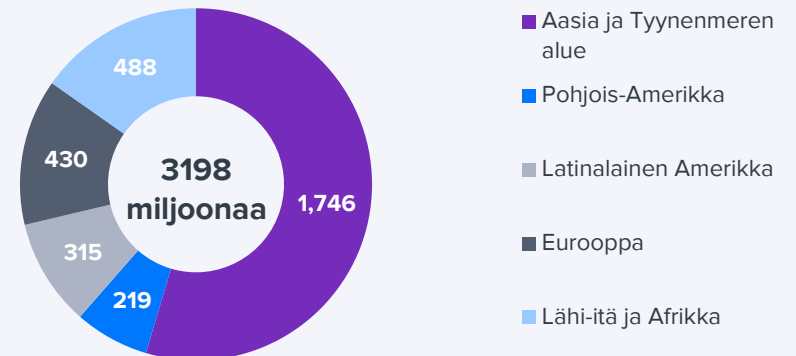
Pelimarkkinoiden kehitys



Pelimarkkinat maantieteellisesti



Pelaajien lukumäärä (miljoonaa)



MGI:n strategia ja taloudelliset tavoitteet (1/2)

Lähi vuosien strategia

MGI:n strategiana on tulla merkittäväksi toimijaksi mainosteknologia-alalla olemalla monikanavainen full-stack-mainosalusta omilla ensimmäisen osapuolen sisällöillä. Tämän tavoitteen saavuttamiseksi MGI on vuodesta 2012 lähtien noudattanut strategiaa "osta, integroi, rakenna ja paranna".

Viimeaikaisten yritysostojen myötä kasvaneen velan ja vaikeampien pääomamarkkinoiden vuoksi MGI ei keskity nyt ostopuolelle vaan pikemminkin strategiansa integrointiin, rakentamiseen ja parantamiseen, jotta se voisi saavuttaa kannattavaa orgaanista kasvua. Yksi yhtiön prioriteeteista on myös velkaantumisen vähentäminen.

MGI:n tavoitteena on jatkaa ostettujen yritysten integroimista teknisen integraation, kustannustehokkuuden ja kustannussäästöjen saavuttamiseksi. MGI jatkaa myös liiketoiminnan rakentamista ja parantamista kehittämällä sisäisesti mainosalustaa ja pelivalikoimaa. MGI:n tavoitteena on tulla yhdeksi maailman viidestä suurimmasta mainosohjelmistoalustasta.

Markkinoiden muutosten hyödyntäminen

Yhtiö uskoo, että mainosteknologian alalla meneillään olevat yksityisyyden suojaa koskevat muutokset ravistelevat markkinoiden nykytilaa ja avaavat oven uusille mahdollisuuksille ja innovaatioille. MGI on sitä mieltä, että tunnisteiden käyttö käyttäjäprofiilien luomiseksi poistuu ja yritysten on turvauduttava muihin ratkaisuihin.

Yhtiö uskoo, että ensimmäisen osapuolen sisältö ja siten ensimmäisen osapuolen tiedot ovat tulevaisuudessa elintärkeitä. Kun loppukäyttäjien kohdentaminen tunnisteiden avulla vähenee, tarvitaan enemmän tietoa, jotta loppukäyttäjät voidaan kohdentaa tehokkaasti. Koska MGI:llä on

kelvollinen pelivalikoima ja sen ohjelmistokehityspakettia (SDK) käyttävät monet kehittäjät, yhtiöllä on pääsy merkittävään määrään ensimmäisen osapuolen dataa. Tämän datan avulla yritys voi kohdentaa käyttäjiä ja optimoida tehokkaammin omia kohdentamisalgoritmejaan.

Yhtiö keskittyy myös nopeammin kasvaviin mobiili- ja CTV-alustoihin. MGI on jo nyt yksi tärkeimmistä toimijoista ohjelmallisen mobiilimainonnan tarjontapuolella.

MGI:n vauhtipyörä

Mainosohjelmistoalustalla on verkostovaikutus, jossa mitä enemmän mainostajia alustalla on, sitä enemmän julkaisijoita se houkuttelee ja päinvastoin. MGI on kutsunut tätä "vauhtipyöräilmioksi" (*flywheel effect*), jossa kasvu yhdessä liiketoiminnan osassa saa aikaan kasvua toisessa osassa. Vauhtipyörää kiihdyttää entisestään oma ensimmäisen osapuolen sisältö. Ensimmäisen osapuolen sisältö ei ainoastaan tarjoa tietoja "datamoottorille" vaan toimii myös julkaisijana, joka myy mainostilaa. Tämä varmistaa sen, että tarjolla on laadukasta mainostilaa ja houkuttelee lisää mainostajia. MGI:llä on ollut tapana sanoa, että "data on liima, joka pitää vauhtipyörän kasassa".

MGI:n viimeaikaiset yritysostot korostavat vauhtipyörävaikutusta tehokkaasti. AxesInMotion on mobiilipelien kehittäjä, jonka peleillä on yli 800 miljoonaa latausta. Suurin osa heidän tuloistaan tulee mainoksista, mikä tekee AxesInMotionista julkaisijan mainosteknologia-alalla. AxesInMotionin kaltaiset laadukkaat julkaisijat ekosysteemissä auttavat houkuttelemaan mainostajia alustalle, ja suurempi määrä mainostajia puolestaan houkuttelee lisää julkaisijoita. Toinen hiljattain hankittu yritys, Dataseat, on mobiilipelien DSP, joka keskittyy käyttäjähankintaan keskisuurille ja suurille mobiilipelien kehittäjille.

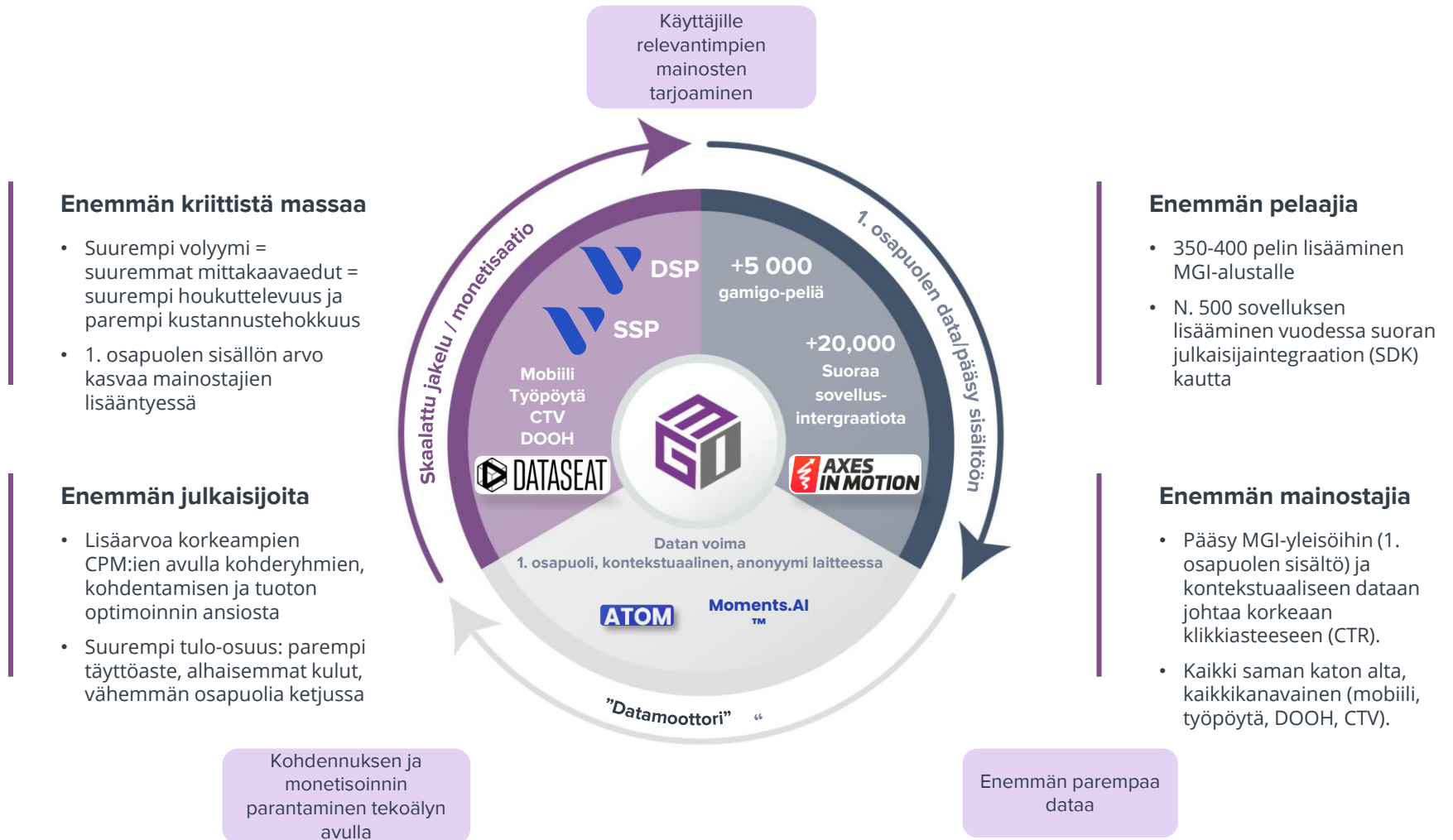
Dataseat toi mukanaan useita olemassa olevia asiakkaita (mainostajia), joiden mainokset saattavat nyt päätyä AxesInMotionin peleihin. Lisäksi Dataseatin hankinnan myötä tulleet mainostajat auttavat houkuttelemaan uusia julkaisijoita alustalle, ja näin vauhtipyörä jatkaa pyörimistään. Lisäksi molemmat yritykset tuottavat ensimmäisen osapuolen dataa, jota MGI voi käyttää mainosalustansa kehittämiseen.

Ensimmäisen osapuolen sisältöstrategia

MGI:n strategia ensimmäisen osapuolen pelisisällön osalta on kasvaa jatkossa käyttäjähankinnan ja jonkinasteisen sisäisen pelikehityksen kautta. MGI keskittyy casual- ja mobiilipeleihin, koska niistä kerätyt tiedot tukevat paremmin yhtiön mainosohjelmistoalustaa. MGI ei ole perinteisesti tehnyt paljon uutta pelikehitystä siihen liittyvien kustannusten ja riskien vuoksi, ja se on pikemminkin kasvanut yrityskauppojen kautta. AxesInMotionin oston myötä MGI:llä on nyt kuitenkin kokenut oma mobiilipelien kehittäjä. Tällä hetkellä AxesInMotionilla on kehitteillä ainakin kaksi mobiilipeliä. Lisäksi MGI:llä on yksi lisensoitu peli, Golf Champions, ja yksi nimeämätön projekti, joka on tarkoitus julkaista vuonna 2023.

Mobiilipelien kasvun odotetaan tulevan MGI:n mainosalustan hyödyntämisestä käyttäjähankinnan ja mainosansainnan suhteen. Hyvä esimerkki tästä on AxesInMotion, joka ei ennen yritysostoa tehnyt minkäänlaista käyttäjähankintaa. MGI uskoo, että se voi sisäisen asiantuntemuksensa avulla toteuttaa kustannustehokasta käyttäjähankintaa AxesInMotionin peleille ja kasvattaa tuloja tulevaisuudessa. Lisäksi MGI on luottavainen, että yhtiö voi nostaa CPM:ää, koska sillä on hyvä ymmärrys pelaajistaan, mistä mainostajat ovat valmiita maksamaan enemmän.

MGI:n vauhtipyörä



MGI:n strategia ja taloudelliset tavoitteet (2/2)

Taloudelliset tavoitteet

Yhtiön keskipitkän aikavälin taloudelliset tavoitteet ovat seuraavat:

Kasvu: Liikevaihdon CAGR 25–30 %

Kannattavuus: Oik. 25–30 prosentin käyttökatemarginaali (kertaeristä oikaistu EBITDA).

Kannattavuus: Oik. Liikevoittomarginaali 15–20 % (kertaeristä ja PPA-poistoista oikaistu EBIT).

Vakaus: Pro forma velkaantumisaste 2–3x.

Viime vuosina kokonaiskasvu on ylittänyt liikevaihtotavoitteen helposti, mikä johtuu osittain MGI:n tekemien yritysostojen määrästä. Orgaaninen kasvu vuonna 2021 oli kuitenkin vaikuttava 38 %. Vuoden 2022 kolmen ensimmäisen neljänneksen aikana liikevaihdon kasvu oli 35 % ja orgaaninen kasvu 19 %. Pidämme liikevaihdon kasvutavoitetta melko kunnianhimoisena, kun otetaan huomioon nykyisen makroympäristön näkymät ja ohjelmallisen mainonnan kokonaismarkkinoiden odotettu kasvuvauhti (11,6 %).

Oikaistun käyttökateen tavoite on linjassa viimeisen kahdentoista kuukauden marginaalin (27 %) ja vuoden 2021 marginaalin (28 %) kanssa. Vuosina 2019 ja 2018 marginaali oli alhaisempi, 21 ja 22 %. Rehellisyyden nimissä on todettava, että taloudelliset tavoitteet asetettiin vuonna 2021. Lisäksi yritys toteutti vuonna 2021 kaksi suurta yritysostoa, jotka muuttivat jossain määrin yrityksen kustannus- ja kannattavuusprofiilia.

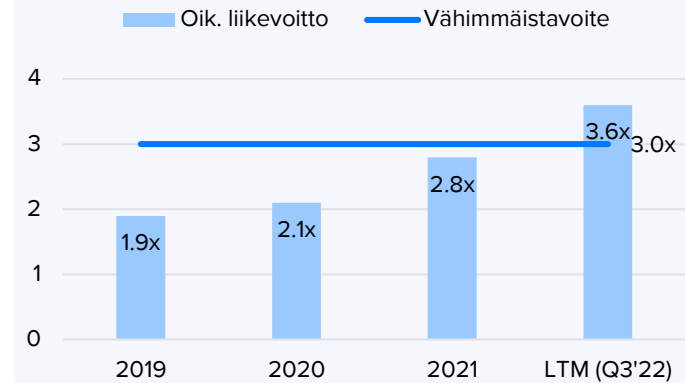
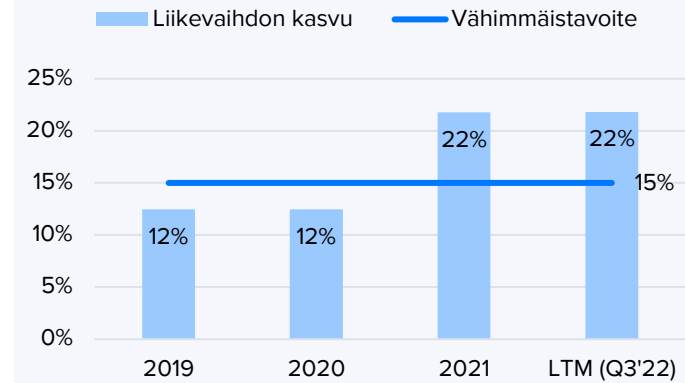
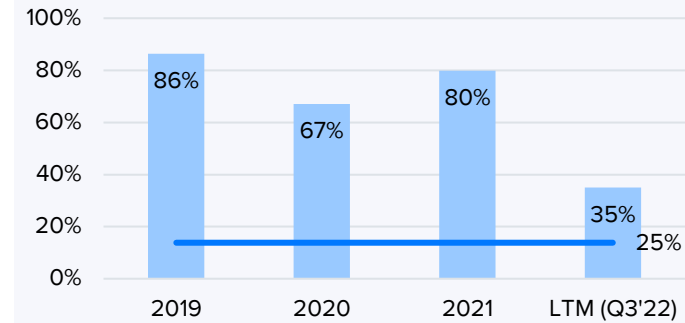
Oikaistun liikevaihdon suhteen MGI jäi tavoitteesta vuosina 2019 ja 2020, kun taas 2021 ja viimeisen kahdentoista kuukauden aikana yhtiö ylitti tavoitehaarukan ylärajan. Pidämme 15–20 prosentin

oikaistua liikevoittotavoitetta kohtuullisena vaihteluvälinä MGI:lle tulevaisuudessa.

MGI:n raportoitu nettovelka suhteessa oikaistuun käyttökatteeseen on kasvanut tasaisesti vuodesta 2019 lähtien. Otettuaan lisää velkaa vuonna 2022 suhdeluku oli 3,6x Q3'2022:n lopussa. Tämä on yli yhtiön tavoitteen (2-3x). MGI on todennut, että yksi tulevista tavoitteista on saada suhdeluku takaisin alle kolmen. Tämä on tarkoitus toteuttaa kasvattamalla oikaistua käyttökateä ja maksamalla velkaa.

Yhtiön nykyinen ohjeistus vuodelle 2022 on 25-29 %:n liikevaihdon kasvu ja 26-29 %:n implikoitu oikaistu käyttökatemarginaali. Viime vuosina MGI:n johto on ollut melko varovainen ohjeistuksen suhteen, sillä yhtiö on luvannut vähän mutta toimittanut paljon. Ohjeistusta nostettiin kolme kertaa vuonna 2021 (osittain yritysostojen vuoksi) ja kaksi kertaa vuonna 2022.

Taloudelliset tavoitteet ja tulos (raportoitu)



MGI:n strategian kehitys

2012
-
2016

Peliliiketoiminnan laajentaminen yritysostojen ja rajallisen kehittämisen avulla

- Fokus kriittisen massan saavuttamisessa kannattavuutta varten
- Uusien pelien kehittäminen on kallista ja riskialtista, joten MGI keskittyi kasvuun yritysostojen kautta
- Liikevaihto kasvaa 10 miljoonasta eurosta 39 miljoonaan euroon

Strategian *Must Win Battle*

Toteutunut

- Full-stack-mainosohjelmistoalustan rakentaminen kannattavuutta ylläpitäen
- Ydinliiketoimintaan kuulumattomasta vaikuttajamarkkinoinnista luopuminen
- Kriittisen massan saavuttaminen pelipuolella

2017
-
H1/2022

Mainosohjelmistoalustan rakentaminen

- Painopiste siirtyy mainosalustaliiketoiminnan rakentamiseen
- Kasvua vertikaalisilla yritysostoilla full-stack-mainosalustan rakentamiseksi
- Ensimmäisen osapuolen pelisisällön kasvattaminen jatkuu mm. KingsIsle - ja AxesInMotion-yritysostojen kautta
- Liikevaihto kasvaa nopeasti: 42 miljoonasta eurosta (2017) 252 miljoonaan euroon (2021)

Lähitulevaisuus 1–2 vuotta

- Ostettujen yritysten onnistunut integrointi erityisesti mainosohjelmistopuolella
- Kannattavuuden säilyttäminen heikkenevässä makrotaloudellisessa ympäristössä
- Tuotetun kassavirran käyttäminen velan lyhentämiseen ja taseen vahvistamiseen

2022 –

Keskittyminen kannattavan organisen kasvun jatkamiseen

- Korkeamman velkaantumistasen ja pääomamarkkinoiden heikkenemisen vuoksi yhtiö siirtää painopistettä yrityskaupoista orgaaniseen kasvuun
- Keskittyminen ostettujen yritysten integrointiin ja tunnistuiden poiston tarjoamien mahdollisuuksien hyödyntäminen
- Keskittyminen nopeammin kasvaviin mobiili- ja CTV-alustoihin.

Seuraavat 5 vuotta

- Jatkuva innovointi mainosalustapuolella, jotta pysytään kilpailukykyisinä markkinan muuttuessa
- Mainosalustan liikevaihdon kasvun ylläpitäminen ja markkinaosuuden kasvattaminen keskittyen voimakkaasti DSP-segmenttiin
- Ensimmäisen osapuolen pelisisällön tuottaminen ja jalostaminen sisäisen kehittämisen ja yritysostojen avulla

Taloudellinen tilanne 1/2

Tase ja rahoitusasema

MGI:n taseen loppusumma Q3'2022:n lopussa oli 104 miljoonaa euroa. Suurin osa varoista koostuu liikearvosta (612 MEUR), ja muut aineettomat hyödykkeet (238 MEUR) liittyvät pääasiassa yritysostoista peräisin oleviin aineettomiin hyödykkeisiin ja aktivoituihin kehittämismenoihin. Loput varat koostuivat pääasiassa käteisvaroista (118 MEUR), lyhytaikaisista saamisista (97 MEUR), rahoitusvaroista ja muista varoista (21 MEUR) sekä käyttömaisuudesta (8 MEUR). Rahoitusvarat koostuvat pääosin 11 miljoonan euron sijoituksesta ruotsalaisen pörssilistatun pelyhtiön Enad Global 7 Groupin osakkeisiin. Tämä sijoitus vastaa 8,3 prosentin omistusosuutta yrityksestä.

MGI:n nettokäyttöpääoma muuttui positiiviseksi vuonna 2020, ja se on kasvanut 44 miljoonaa euroon Q3'2022:lla. Tämä vastasi noin 14 prosenttia liikevaihdosta. Yhtiö odottaa nettokäyttöpääoman pysyvän positiivisena, mutta uskoo voivansa pienentää sen osuutta liikevaihdosta tulevaisuudessa.

Varat jakautuvat segmenteittäin seuraavasti: DSP 7,8 % ja SSP 92,2 %. Kaiken kaikkiaan katsomme, että MGI:n omaisuusarot ovat merkityksellisiä toiminnan kannalta kenties lukuun ottamatta Enad Global 7 -sijoitusta. Emme näe välitöntä riskiä alaskirjauksille, vaikka asiaa onkin vaikea arvioida.

Pääomarakenne

MGI:n pääomarakenne on muuttunut huomattavasti tehtyjen yritysostojen määrän vuoksi. Yritysostot on rahoitettu pääasiassa vieraalla pääomalla ja omalla osakkeella. Q3'2022:lla MGI:n nettovelkaantumisaste nousi 81 prosenttiin, kun taas omavaraisuusaste oli 34 prosenttia.

MGI:n oma pääoma oli 376 miljoonaa euroa Q3'2022:lla. MGI toteutti Q2'2022:lla 300 miljoonan Ruotsin kruunun (~27,7 miljoonaa euroa) suoran osakeannin, joka lisäsi osakkeiden kokonaismäärää 9,57 miljoonalla. Yhtiöllä oli 507 miljoonaa euroa pitkäaikaisia velkoja, jotka koostuvat pääasiassa liikkeeseen lasketuista joukkovelkakirjalainoista. MGI:n lyhytaikaiset velat olivat 221 miljoonaa euroa.

Yhtiön korolliset velat koostuvat pääasiassa kahdesta vakuudellisesta vaihtuvakorkoisesta joukkovelkakirjalainasta. Ensimmäinen laskettiin liikkeelle marraskuussa 2020 ja sitä jatkettiin vuonna 2021. Q2'2022:lla MGI laski liikkeelle toisen 175 miljoonan euron joukkovelkakirjalainan, jonka korko oli 6,25 % + 3 kuukauden euribor. Samaan aikaan yhtiö osti takaisin 115 miljoonan euron arvosta joukkovelkakirjalainoja. Q3'2022:lla yhtiöllä oli 391 miljoonaa euroa maksamattomia joukkovelkakirjalainoja. Joukkovelkakirjalainoista 235 miljoonaa euroa erääntyy marraskuussa 2024 ja loput kesäkuussa 2026. MGI:llä on myös UniCredit Bankin myöntämä 30 miljoonan euron luottolimiitti, jonka vuosikorko on 3,875 %.

Kun otetaan huomioon MGI:n 118 miljoonan euron käteisvarat, yhtiön nettovelka oli 307 miljoonaa euroa Q3'2022:lla (2021: 196 MEUR). Nettovelan suhde oikaistuun käyttökatteeseen oli 3,6x, mikä ylittää yhtiön tavoitteen 2-3x. MGI:n korkokateprosentti, joka lasketaan oikaistun käyttökatteen ja käteiskorkomaksujen erotuksena, oli 4,0x (Q3'22), mikä on hieman vähemmän kuin vuonna 2021 (4,7x).

Edellä mainittujen korollisten velkojen lisäksi MGI:llä oli Q3'2022:lla noin 125-130 miljoonan euron edestä ehdollisia vastikkeita. Ehdolliset vastikkeet ovat lähinnä yrityskauppojen yhteydessä sovittuja lisäkauppahintoja, jotka maksetaan ainoastaan, jos tietyt tulostavoitteet saavutetaan.

Tase 104 miljoonaa euroa



Taloudellinen tilanne 2/2

Taseen ehdolliset vastikkeet liittyvät AxesInMotion- ja Dataseat-yritystostoihin. Koska maksut ovat tulosidonnaisia, on vaikea arvioida, kuinka paljon lopulta maksetaan. Jos koko summa maksettaisiin, se tarkoittaisi, että yhtiön käyttökate kasvaisi noin 20 miljoonaa euroa vuositasolla. Tämä tarkoittaa epäsuorasti sitä, että jos EBITDA:n kasvu ei toteudu aikataulun mukaisesti, suuri osa vastikkeista jää maksamatta. Yrityksen mukaan ehdolliset vastikkeet kattavat vuodet 2023-2025.

Tällä vaiheessa emme usko, että MGI lisää velkaantumistaan, vaan yhtiö on ilmoittanut keskittyvänsä taseen velkaantumisen vähentämiseen.

Oman pääoman ja sijoitetun pääoman tuotto

MGI:n sijoitetun pääoman tuotto (ROI) ja oman pääoman tuotto (ROE) ovat pysytelleet alle 10 prosentin tasolla viime vuosina. Vuonna 2021 yhtiön ROI oli 7,8 % ja ROE 6,6 %. Edellisvuosien vertailukelpoiset luvut olivat alhaisemmat: ROI oli keskimäärin 3,1 % ja ROE 1,3 %. Yhtiön alhaiset luvut johtuvat taseen nopeasta kasvusta viime vuosien lukuisten yritysostojen jälkeen. Sijoitetun pääoman osalta voidaan todeta, että se on kasvanut vuoden 2018 177 miljoonasta eurosta 680 miljoonaan euroon Q3'2022:lla. Samaan aikaan tulosta rasittavat lisääntyneet ostohinnan allokointiin liittyvät poistot ja korkeammat korkokulut. MGI:n mukaan yritysostot eivät ole enää painopisteenä, joten odotamme sijoitetun pääoman kasvavan maltillisemmalla vauhdilla jatkossa. Tämä yhdistettynä tulojen kasvuun alkaa lopulta parantaa sijoitetun pääoman tuottoa ja oman pääoman tuottoa. Huomionarvoista on myös, että MGI:n vuoden 2021 tulokseen vaikutti 1,2 miljoonan euron positiivinen verotulo.

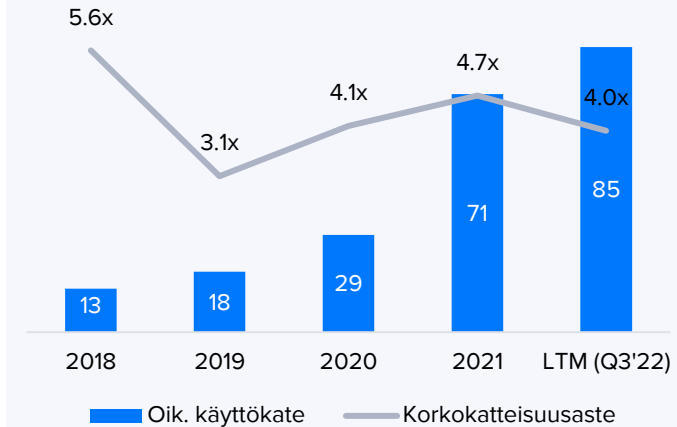
Kassavirta

MGI:n perustoiminnot tuottavat kohtuullista kassavirtaa. Vuonna 2021 MGI:n liiketoiminnan kassavirta oli 65 miljoonaa euroa. Investoinnit aineellisiin hyödykkeisiin olivat vaatimattomat 5 miljoonaa euroa. Investoinnit aineettomiin hyödykkeisiin (ilman yritysostoja) olivat huomattavasti suuremmat, 35 miljoonaa euroa vuonna 2021. Kun liiketoiminnan kassavirrasta vähennetään investoinnit, saadaan 25 miljoonan euron vapaa kassavirta. MGI:n mukaan 40 miljoonan euron investoinneista 10 miljoonaa euroa on ylläpitoinvestointeja ja loput 30 miljoonaa euroa kasvuinvestointeja. Jos vain 10 miljoonaa euroa vähennettäisiin, vapaa kassavirta olisi luonnollisesti huomattavasti suurempi.

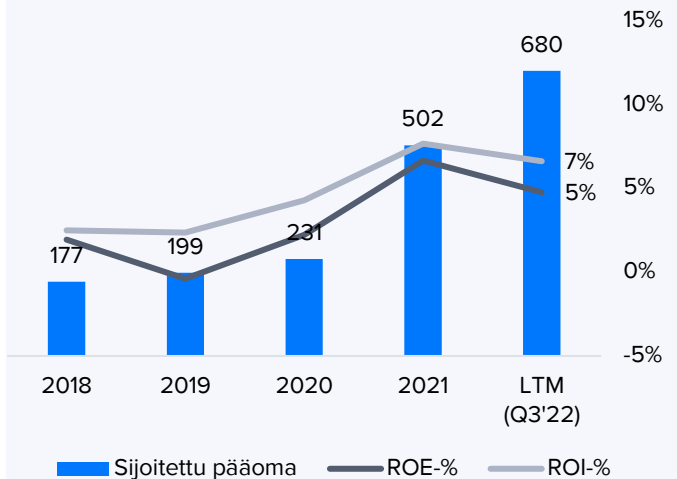
Yhtiö odottaa tulevien investointien olevan 25–30 miljoonaa euroa, jotka jakautuvat 15–20 miljoonan kasvuinvestointeihin ja 10 miljoonan ylläpitoinvestointeihin. Jos MGI pystyy säilyttämään tämän investointitason ja saavuttamaan samalla liikevaihdon kasvutavoitteensa, vapaa kassavirta alkaa kasvaa kohtuullista vauhtia. On syytä pitää mielessä, että suuri osa MGI:n tuottamasta vapaasta kassavirrasta tarvitaan korkojen maksuun (vuoden 2022 arvio 30–32 MEUR).

Yhtiö ei tällä hetkellä maksa osinkoja eikä osta omia osakkeita takaisin. Jatkossa vapaata kassavirtaa käytetään korkokulujen maksamiseen. Jäljelle jääneet varat investoidaan takaisin yhtiöön sekä mahdollisesti myös velkojen lyhentämiseen. Vuosina 2023 ja 2025 vapaata kassavirtaa tarvitaan myös nykyisten ehdollisten vastikkeiden maksamiseen. Arvioimme näiden olevan noin 15 miljoonaa euroa vuodessa.

Korkokatteisuusaste



Sijoitettu pääoma, ROE-% ja ROI-%



Lähde: MGI, Inderes

Sijoitusprofiili (1/2)

Lyhyt track-record kannattavasta kasvusta

MGI on profiililtaan kannattavasti kasvava alustayhtiö, jolla on myös omaa ensimmäisen osapuolen pelisisältöä. Yritystojen keskeyttämisen jälkeen yhtiö pyrkii jatkamaan hyvää orgaanista liikevaihdon kasvua. Alustayhtiönä MGI:llä on myös vahva kyky kasvattaa kassaa, sillä tulevien investointien pitäisi olla niin vaatimattomia, että vapaata kassavirtaa syntyy kohtuullinen määrä. Tällä hetkellä suuri osa tuosta vapaasta kassavirrasta menee korkojen maksuun ja heikentää lyhyellä aikavälillä nettotulosta. Jos yritys pystyy kuitenkin säilyttämään kannattavuutensa tulojen kasvaessa, kasvavaa vapaata kassavirtaa voidaan käyttää velan lyhentämiseen, mikä vapauttaa lisää käteisvaroja tuleviin uudelleeninvestointeihin, yritysostoihin ja osinkoihin.

Nykyinen yritys rakenne on melko uusi, ja sillä on vähän näyttöjä. Vuodet 2021 ja 2022 ovat monella tapaa ainoat ajanjaksot, jotka antavat meille viitteitä yhtiön mahdollisesta kannattavuudesta tulevaisuudessa. Tärkein kysymys on, ovatko korkea orgaaninen kasvuvauhti ja nykyinen kannattavuustaso kestäviä.

Positiiviset arvoajurit ja mahdollisuudet

Arvioimme, että MGI:n tärkeimmät arvoajurit ovat:

Ohjelmallisten mainosmarkkinoiden kasvu:

Markkinoiden odotetaan kasvavan kaksinumeroista vauhtia, ja MGI:n keskeinen painopistealue (mobiili) kasvaa vielä nopeammin.

Kaikki kanavat kattava mainosalusta: MGI:n mainosalusta on monikanavainen ja kattaa PC:n, mobiiliin, sovellusten sisäisen mainonnan ja CTV:n. Tämä tarkoittaa, että mainostajat voivat toteuttaa kampanjoita useilla laitteilla samanaikaisesti yhdellä mainosohjelmistovaluotalla. Applovin kaltaiset

kilpailijat keskittyvät vain mobiiliin ja CTV:hen, kun taas PubMaticin ja Magniten kaltaiset kilpailijat toimivat aktiivisesti selaimissa ja CTV:ssä, mutta eivät mobiililaitteissa. Katso kuva seuraavalla sivulla.

Omat kohdennusratkaisut: MGI:n kontekstuaalinen moments.ai -ratkaisu ja kohorttiratkaisu ATOM tarjoavat yhtiölle vaihtoehtoisen kohdentamismenetelmiä silloin, kun tunnisteet ja kolmannen osapuolen evästeet poistuvat.

Skaalautuva kustannusrakenne: MGI:n kustannukset ovat pääasiassa muuttuvia, ja niiden pitäisi skaalautua kohtuullisesti ja auttaa säilyttämään nykyiseen kannattavuuden.

Näemme MGI:n suurimpana mahdollisuutena ohjelmallisen mainonnan markkinoilla meneillään olevat tunnisteita koskevat muutokset. Tunnisteiden poistumisen myötä MGI toivoo, että markkinoiden on tarkasteltava muita kohdentamiskäytäntöjä kuten MGI:n tarjoamia ratkaisuja. Tämä voi olla merkittävä tilaisuus, jos nämä ratkaisut osoittautuvat toteuttamiskelpoisiksi vaihtoehtoisiksi tunnisteiden korvaamiseksi ja jos kilpailijat ovat hitaita ottamaan käyttöön vastaavia ratkaisuja. MGI:n ostama Dataseat keskittyy kontekstuaaliseen ratkaisuun, ja se on voittanut hyvin keskisuuria ja suuria mobiilipelien kehittäjiä. Tämä on vahva merkki siitä, että kehittäjät ovat tyytyväisiä ratkaisuun.

Riskit ja uhat

MGI:n suurimmat riskit ja uhat ovat mielestämme seuraavat:

Navigointi tulevissa muutoksissa: Kun tunnisteet ja kolmannen osapuolen evästeet poistuvat, ohjelmallisen mainonnan markkinat yrittävät miettiä, millä ne korvattaisiin. Tuleeko kontekstuaalisesta tai kohorttiratkaisusta seuraava markkinastandardi, kuten MGI uskoo. Vai voittaako jokin muu ratkaisu

kuten esimerkiksi Unified ID 2.0. Jos näin tapahtuu ja MGI reagoi liian hitaasti, se on vaarassa jäädä jälkeen kilpailijoistaan. Koska mainostajat ja julkaisijat käyttävät usein useita mainosalustoja, mainosmenoja voidaan nopeasti vähentää tai lisätä tuloksen mukaan. On myös mahdollista, että tunnisteet eivät poistu, mikä ei välttämättä ole huono asia MGI:n kannalta. Se kuitenkin voisi viedä pois mahdollisuuden vallata nopeasti markkinaosuutta suuremmilta kilpailijoilta.

Muut markkinahäiriöt: Teknologisista muutoksista, sääntelystä tai suurten alustojen omistajien aloitteista, kuten Applen IDFA-aloitteesta, johtuvat häiriöt voivat uhata ohjelmallisen mainonnan arvolupausta. Etenkin, jos häiriö on tarpeeksi suuri vaikuttaakseen merkittävästi mainontamenoihin pitkällä aikavälillä.

Mainonnan ostamisen hidastuminen: Mainosmenot ovat sidoksissa maailmanlaajuiseen makrotaloudelliseen ilmapiiriin, ja ne ovat laskeneet kahden viime vuosineljänneksen aikana. Kun mainosbudjetit aletaan leikata, vaikutus ohjelmalliseen mainontaan on kaksitahoinen: sekä volyymit että CPM (kustannus per tuhat näyttökertaa) laskevat. MGI:llä on kaksi asiaa, jotka auttavat sitä torjumaan mainoskulutuksen syklisyyttä. Ensinnäkin MGI toimii nopeimmin kasvavissa mobiili- ja CTV-segmenteissä. Toiseksi MGI saa 69 prosenttia tuloistaan Pohjois-Amerikasta, joka on perinteisesti ollut Eurooppaa ja Aasiaa resilientimpi markkina-alue.

Peliliikevaihdon nopea hidastuminen: Vuonna 2021 60 prosenttia MGI:n käyttökatteesta tuli sen peleistä. Tiedämme myös, että suurin osa tästä oli peräisin MMO-peleistä. Useat MGI:n MMO-pelit ovat olleet olemassa jo jonkin aikaa, ja on väistämätöntä, että jotkut näistä peleistä menettää suosiotaan jossain vaiheessa. MGI puhui ennen 30 MMO-pelistä, mutta nykyään luku on 10.

Sijoitusprofiili (2/2)

Ilman uusien pelien kehittämistä ja yritysostoja on mahdollista, että MMO-peleistä saatava liikevaihto voi hidastua odotettua nopeammin. Koska kasvun odotetaan kuitenkin tulevan pääasiassa mainosohjelmistoalustalta, pelien osuus ja merkitys tuloihin vähenee ajan myötä. Näin ollen tämä riski lienee merkittävin tulevien 2–3 vuoden aikana.

Kilpailuedut

Yksi MGI:n tärkeimmistä kilpailueduista on sen omat sisällöt. MGI on suurten aidattujen puutarhojen tavoin myös julkaisija mainosteknologian arvoketjussa. Tämä antaa yhtiölle pari etua sellaisiin kilpailijoihin nähden, joilla ei ole omaa sisältöä.

Oman sisällön omistaminen tarjoaa MGI:lle runsaasti ensimmäisen osapuolen dataa. Tämä data, toisin kuin kolmansien osapuolten tiedot, eivät katoa IDFA:n ja evästeiden kaltaisten tunnisteen

muutosten vuoksi. Tämä tarkoittaa, että MGI voi käyttää ensimmäisen osapuolen dataansa mainosten tarkkaan kohdentamiseen käyttäjille samalla tavalla kuin tunnisteen avulla. MGI:llä on peliensä ja ohjelmistokehityspakettiensa (SDK) kautta yhteys yli 2 miljardiin kuluttajalaitteeseen.

Oman sisällön etuna on myös se, että MGI voi käyttää sitä kehittäessään ja parantaessaan eittunnisteellisia kohdentamisratkaisujaan. Sen sijaan, että MGI turvautuisi kolmannen osapuolen kustantajiin testatakseen uusia ratkaisujaan, se voi tehdä sen itse ja saada nopeasti palautetta. MGI pystyy myös käyttämään ensimmäisen osapuolen tietoja mittarina kontekstuaalisia ja kohorttiratkaisujaan vastaan. MGI on monin tavoin rakentanut mainosohjelmistoalustansa yksityisyydensuoja edellä toivoen voivansa hyödyntää tulevia muutoksia.

MGI:n sitoutuminen avoimuuteen on myös

kilpailuetu. MGI:n Hybrid SDK on avoimen lähdekoodin ratkaisu. Tämä tarkoittaa sitä, että koodi on vapaasti mobiilikehittäjien saatavilla, jotta he voivat tutkia sitä ja integroida sen omiin sovelluksiinsa, mikä mahdollistaa täydellisen avoimuuden. Tämä on tärkeää, sillä se helpottaa integrointia ja antaa kehittäjille mahdollisuuden nähdä, mitä tietoja SDK kerää. MGI:n SDK on tällä hetkellä markkinoiden ainoa avoimen lähdekoodin SDK, ja se on liitetty yli 20 000 mobiilisovellukseen. Avoimuus ei ole jäänyt huomaamatta, sillä MGI:n Verve-ryhmä on sijoittunut Picalaten Mobile Seller Trust Index -indeksiin ykköseksi jo kolme vuosineljännestä peräkkäin. Seller Trust Index -indeksissä analysoidaan parhaita SSP-palveluntarjoajia ohjelmallisen sovelluksen sisäisen mainostilan laadun osalta. Picalate on mobiilimainonnan ja CTV:n petossuoja-, compliance- ja tietosuoja-alusta.



Magnite

theTradeDesk

PubMatic



	MGI	Magnite	theTradeDesk	PubMatic	APPLOVIN
Transparency/ Open Standards	✓	✓	✓	✓	
Open Source Projects	✓	✓	✓	✓	
DSP	✓		✓		✓
DMP	✓		✓		✓
SSP	✓	✓		✓	✓
Full Stack	✓				✓
Mobile	✓		✓	✓	✓
Web	✓	✓	✓	✓	
CTV/ OTT	✓	✓	✓	✓	✓

Lähde: MGI

Sijoitusprofiili

1.

Kannattavasti kasvava mainosalusta omalla ensimmäisen osapuolen sisällöllä mutta lyhyellä track-recordilla

2.

Vahva ja luotettava toimija ohjelmallisessa mobiilimainonnassa

3.

Kaikki kanavat kattava alusta - PC, mobiili, in-app ja CTV

4.

Valmiina ohjelmallisen mainosmarkkinan murrokseen

5.

Velkaantunut tase, mutta hyvä kassavirta, jonka ansiosta MGI:n pitäisi pystyä tulevaisuudessa lyhentämään velkojaan

Potentiaali



- Alhaisilla arvostuskertoimilla nousupotentiaalia strategian edetessä ja kasvun jatkuessa
- Ensimmäisen osapuolen sisällön ja tietojen hyödyntäminen tunnistettomassa maailmassa
- Markkinaosuuden kasvattaminen ohjelmallisessa mobiilimainonnassa
- Aseman vakiinnuttaminen CTV:n nopeasti kasvavilla ohjelmallisen mainonnan markkinoilla

Riskit



- Epäonnistuminen markkinaosuuden säilyttämisessä ja kasvattamisessa ohjelmallisen mainonnan markkinoilla
- Omat kohdennusratkaisut eivät korvaa tunnisteita ja kolmannen osapuolen evästeitä
- Markkinahäiriöistä tai makrotaloudellisista vastatuulesta johtuva ohjelmallisen mainonnan kulutuksen väheneminen
- Velkaantumisaste yli tavoitteen, mutta vahva kassatilanne
- Peliliiketoiminnan nopea hidastuminen

Ennusteet (1/2)

Ennusteiden lähtökohdat

Arvioimme MGI:n liikevaihto lyhyellä ja keskipitkällä aikavälillä tarkastelemalla useita tekijöitä kuten orgaanista kasvuvauhtia edellisiltä vuosilta, ohjelmallisten mainosmarkkinoiden sekä mainonnan kokonaiskulutuksen kasvua. Tarkastelemme myös MGI:n taloudellisia tavoitteita ja yhtiön kilpailijoiden kasvutasoja. Näiden kahden segmentin osalta odotamme DSP-segmentin kasvavan edelleen huomattavasti nopeammin kuin SSP-segmentin.

MGI:n tulevien tulojen ja kannattavuuden arvioinnin haasteena on nykymuotoisen yhtiön lyhyt historia. Kuinka merkityksellisiä MGI:n kasvu- ja kannattavuustasot vuosina 2019 ja 2020 ovat nykyiseen verrattuna. Yritys on muuttunut paljon yrityskauppojen kautta, ja vuonna 2021 se teki kaksi isompaa hankintaa ostamalla Smaaton ja Kingslsen.

Kaiken kaikkiaan odotamme, että tulevaisuudessa liikevaihdon kasvu tulee pääasiassa mainosohjelmistoalustasta. Odotamme, että MGI:n peliliiketoiminta tuottaa suhteellisen vakaata liikevaihtoa. Kuten kaikille peleille käy, nykyisistä peleistä saatavat tulot vähenevät tasaisesti ajan myötä. Laskua on kuitenkin jossain määrin hidastanut lisäsisällön kehittäminen peleihin, uusien pelien lisensointi/julkaiseminen sekä mobiilipelien ja casual-pelien kehittäminen.

Mainosalustan osalta odotamme, että MGI jatkaa ostettujen yritysten operatiivisen puolen tehostamista ja jatkaa menestyksestä uusasiakashankintaa sekä kysyntä- että tarjontapuolella. Yhtiön kasvu on samansuuntaista tai hieman nopeampaa kuin ohjelmallisen mainonnan kokonaismarkkinoilla, koska MGI keskittyy nopeammin kasvaviin mobiili- ja CTV-alustoihin.

Ennusteet vuodelle 2022

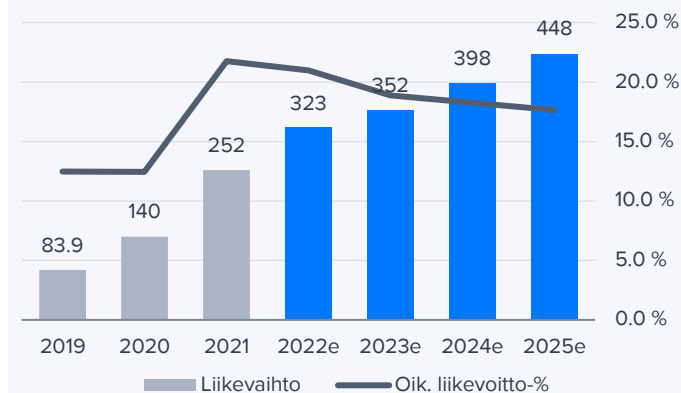
MGI:n tulos kolmella ensimmäisellä vuosineljänneksellä oli yhtä vahva kuin vuonna 2021. Näiden kolmen vuosineljänneksen liikevaihto on 232 miljoonaa euroa, mikä tarkoittaa 35 prosentin kasvua. Oikaistu liikevoitto kasvoi 37 %, ja marginaali pysyi vakaana 20,9 prosentissa. Osakekohtainen tulos pysyi ennallaan 0,06 eurossa. Liikevoiton kasvua tasoittivat suurelta osin vuosina 2021 ja 2022 toteutettujen joukkovelkakirjalainojen seurauksena kasvaneet rahoituskulut.

Q3'22-tulosjulkistuksen yhteydessä MGI tarkisti liikevaihto-ohjeistustaan hieman ylöspäin ja piti oikaistun käyttökateohjeistuksen ennallaan. Ohjeistus koko vuodelle 2022 on nyt liikevaihto 315–325 miljoonaa euroa (ennen: 295-315 MEUR) ja oikaistu EBITDA 83-93 miljoonaa euroa (83-93 MEUR).

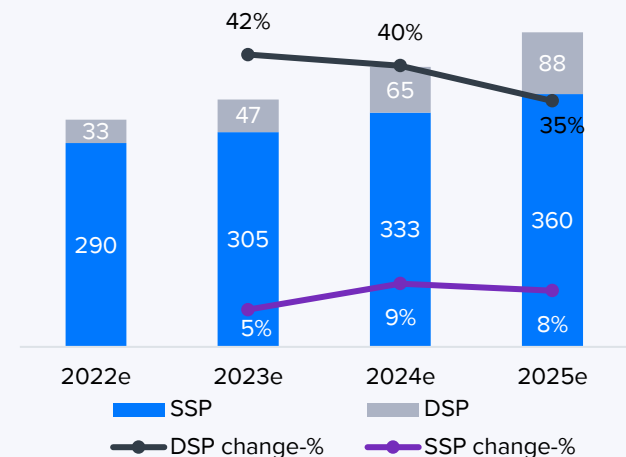
Arvioimme, että koko vuoden 2022 liikevaihto on 323 miljoonaa euroa ja oikaistu käyttökate 85,5 miljoonaa euroa (26,5 %:n marginaali). Vastaavasti arvioimme oikaistun liikevoiton olevan 67,8 miljoonaa euroa (21,0 %). Näin ollen ennustamme, että Q4:llä liikevaihto kasvaa 14 % 91 miljoonaan euroon ja että oikaistu liikevoitto on 19 miljoonaa euroa (oik. EBIT-marginaali 21,1%).

Nettotulosta painavat korkomaksut, ja sen arvioidaan olevan 12,9 miljoonaa euroa (4,0 %). Jos PPA-poistot ja kertaluonteiset kulut vähennetään, oikaistu nettotulos on 30,9 miljoonaa euroa (9,6 %). Tämä tarkoittaa 0,19 euron oikaistua osakekohtaista tulosta (0,24 euroa vuonna 2021). Oikaistu osakekohtainen tulos on alhaisempi kuin vuonna 2021 johtuen 1,2 miljoonan euron positiivisesta verovaiikutuksesta vuonna 2021.

Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys



Liikevaihdon jakauma



Ennusteet (2/2)

Vuosien 2023–2025 ennusteet

Arvioimme, että MGI:n liikevaihto kasvaa 9 % vuonna 2023. Tämä on luonnollisesti huomattavasti alle yhtiön 25–30 %:n tavoitetason ja Q3'2022:lla saavutetun 23 %:n orgaanisen kasvun tason. Uskomme, että MGI:n tulot hidastuvat maailmantalouden epävakauden vuoksi, sillä useiden maiden odotetaan ajautuvan taantumaan. Tämä johtaa ja on jo jossain määrin johtanut mainosmenojen hidastumiseen. eMarketer tarkisti 22.11.2022 lähiaikojen globaaleja digitaalisia mainosmenoja koskevia ennusteitaan alaspäin ja ennustaa nyt 8,6 %:n kasvua vuonna 2022 (aiemmin 15,6 %). eMarketer leikkasi myös vuoden 2024 ennustettaan digitaalisista mainosmenoista 8 %. Koska MGI toimii pääsääntöisesti nopeammin kasvavilla ohjelmallisen mobiilimainonnan alamarckinoilla, uskomme, että vaikka digitaalisen mainonnan menojen kasvu hidastuisi vuonna 2023, MGI pystyy silti saavuttamaan korkeaa yksinumeroista liikevaihdon kasvua. MGI:n vuoden 2023 tuloja tukee myös jonkin verran epäorgaaninen kasvu AxesInMotion- ja Dataseat-yritysoistoista.

Vuosina 2024 ja 2025 odotamme, että makrotaloudellinen tilanne paranee ja että mainosmenot kasvavat jälleen. Uskomme myös, että MGI voittaa edelleen uusia asiakkaita. Näiden oletusten perusteella arvioimme, että MGI:n liikevaihto kasvaa 13 % vuonna 2024 ja 12 % vuonna 2025.

Kannattavuuden osalta arvioimme, että vuosien 2023–2025 oikaistu liikevoitto laskee hieman ja on 18,9 % vuonna 2023, 18,3 % vuonna 2024 ja 17,7 % vuonna 2025. Oletamme, että kulurakenne pysyy pitkälti samana, mutta henkilöstökulut kasvavat hieman. Liiketoiminnan muiden tuottojen ja muiden aktivoitujen omien töiden osuuden liikevaihdosta ennustamme laskevan hieman. Liiketoiminnan muut

tuotot kasvoivat merkittävästi vuonna 2022 ja saavuttivat 7,5 % osuuden liikevaihdosta kolmen ensimmäisen neljänneksen aikana (3 % vuonna 2021). Odotamme Liiketoiminnan muiden tuottojen laskevan hieman ja olevan 6 %. Lisäksi ennusteissamme ei ole huomioitu kertaluonteisia menoja vuosille 2023–2025 (2020e 4,4 miljoonaa euroa). Vuosien 2023–2025 oikaistut osakekohtaiset tulokset ovat ennusteissamme 0,18 €, 0,21 € ja 0,25 €.

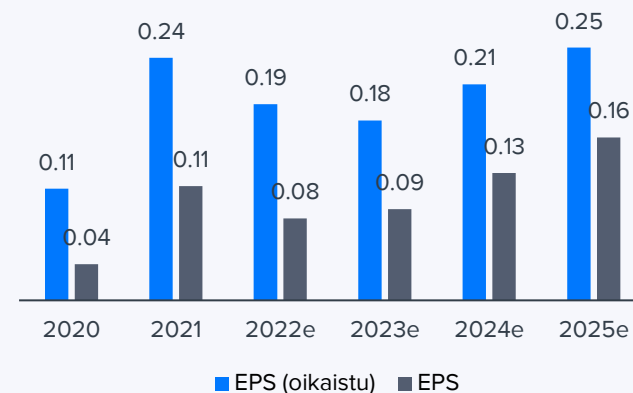
Keskipitkällä aikavälillä, erityisesti vuonna 2023, vapaata kassavirtaa rasittavat ehdolliset vastikkeet. Arvioimme näiden olevan 15 miljoonaa euroa vuodessa vuosina 2023–2025. Näin ollen ennustamme, että vapaa kassavirta on 22 miljoonaa euroa vuonna 2023 ja kasvaa noin 30 miljoonaan euroon vuosina 2024 ja 2025.

Pitkän aikavälin ennusteet

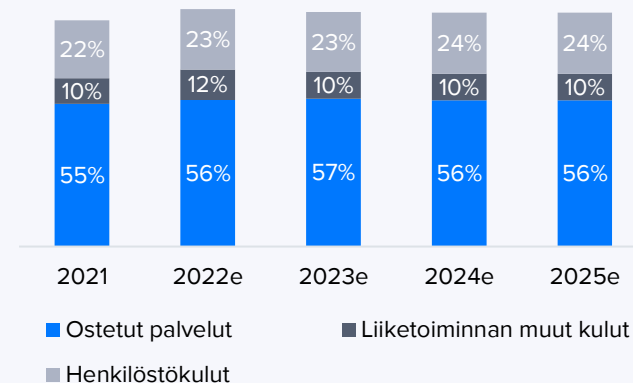
Pitkällä aikavälillä odotamme, että tärkeimpiä ajureita ovat ohjelmallisten mainosmarkkinoiden kasvu ja yhtiön velkaantumisen vähentäminen. Arvioimme, että vuoden 2025 jälkeen orgaaninen liikevaihdon kasvu alkaa hidastua, kunnes yhtiö saavuttaa 2 %:n terminaalikasvuvauhdin vuonna 2031. Keskimääräinen vuotuinen kasvuvauhti vuosina 2026–2031 on 7 prosenttia. Kannattavuuden osalta odotamme oikaistun liikevoiton laskevan hitaasti vuoden 2025 jälkeen noin 15–16 prosenttiin, mikä on yhtiön 15–20 prosentin oikaistun liikevoiton tavoitevälin alarajalla.

Pitkällä aikavälillä arvioimme, että MGI:n investoinnit ovat noin 42–47 miljoonaa euroa vuodessa. Tällä tasolla MGI:n vapaan kassavirran tuottokyky on melko vahva, varsinkin kun yhtiö maksaa jäljellä olevat ehdolliset vastikkeet. Oletamme, että MGI käyttää tämän vapaan kassavirran velkojen lyhentämiseen, ja näin ollen nettotulosmarginaali nousee, kun rahoituskulut pienenevät.

Osakekohtainen tulos



Kulut osuutena liikevaihdosta



Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2020	Q1'21	Q2'21	Q3'21	Q4'21	2021	Q1'22	Q2'22	Q3'22	Q4'22e	2022e	2023e	2024e	2025e
Liikevaihto	140	51.9	57.1	62.9	80.2	252	65.9	78.1	87.6	91.4	323	352	398	448
Käyttökate	26.5	12.1	14.5	17.5	20.9	65.0	16.9	20.0	21.4	22.9	81.1	87.3	96.7	106.5
Poistot ja arvonalennukset	-15.5	-6.7	-6.7	-7.6	-7.2	-28.2	-7.1	-8.1	-8.1	-8.2	-31.5	-34.8	-38.0	-41.7
Liikevoitto ilman kertaeriä	17.5	9.4	11.2	14.9	19.4	54.9	13.6	16.4	18.5	19.3	67.8	66.5	72.7	79.0
Liikevoitto	11.0	5.4	7.8	10.0	13.7	36.8	9.8	12.0	13.3	14.7	49.7	52.5	58.7	64.8
Osuus osakkuusyhtiöiden tuloksesta	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	0.0
Nettorahoituskulut	-7.1	-2.1	-4.6	-6.4	-8.8	-21.9	-6.6	-7.7	-8.8	-8.7	-31.9	-33.2	-31.9	-30.4
Tulos ennen veroja	3.9	3.3	3.2	3.6	4.8	14.9	3.1	4.2	4.4	6.0	17.8	19.3	26.9	34.4
Verot	-1.2	-1.0	0.1	-0.5	2.6	1.2	-0.6	-1.2	-1.3	-1.8	-4.9	-4.8	-6.7	-8.6
Vähemmistöosuudet	0.4	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0
Nettotulos	3.1	2.3	3.4	3.0	7.4	16.1	2.5	3.0	3.2	4.2	12.9	14.4	20.2	25.8
EPS (oikaistu)	0.11	0.04	0.05	0.06	0.09	0.24	0.04	0.05	0.05	0.06	0.19	0.18	0.21	0.25
EPS (raportoitu)	0.04	0.02	0.02	0.02	0.05	0.11	0.02	0.02	0.02	0.03	0.08	0.09	0.13	0.16
Tunnusluvut	2020	Q1'21	Q2'21	Q3'21	Q4'21	2021	Q1'22	Q2'22	Q3'22	Q4'22e	2022e	2023e	2024e	2025e
Liikevaihdon kasvu-%	67.1 %	95.6 %	90.2 %	79.9 %	64.7 %	79.8 %	26.8 %	36.7 %	39.3 %	14.0 %	28.1 %	9.0 %	13.1 %	12.4 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	67.0 %	346.2 %	278.7 %	505.2 %	95.0 %	214.1 %	45.3 %	46.9 %	23.9 %	-0.8 %	23.5 %	-1.9 %	9.4 %	8.6 %
Käyttökate-%	18.9 %	23.3 %	25.5 %	27.8 %	26.1 %	25.8 %	25.6 %	25.7 %	24.4 %	25.0 %	25.1 %	24.8 %	24.3 %	23.8 %
Oikaistu liikevoitto-%	12.5 %	18.0 %	19.6 %	23.7 %	24.2 %	21.8 %	20.7 %	21.0 %	21.1 %	21.1 %	21.0 %	18.9 %	18.3 %	17.7 %
Nettotulos-%	2.2 %	4.4 %	5.9 %	4.8 %	9.2 %	6.4 %	3.9 %	3.9 %	3.6 %	4.6 %	4.0 %	4.1 %	5.1 %	5.8 %

Lähde: Inderes

Arvonmääritys ja suositus (1/3)

Sijoitusnäkemys

Aloitamme MGI:n seurannan Osta-suosituksella ja 23 kruunun tavoitehinnalla. Koska MGI:n kaltaisille kasvuyrityksille suotuisa matalan korkotason toimintaympäristö on päättynyt, MGI:n osakekurssiin on kohdistunut huomattavia paineita (YTD -63 %). Muutaman viime vuoden aikana MGI on myös muuttanut profiiliaan puhtaasta peliyhtiöstä ensisijaisesti mainosohjelmistoyhtiöksi. Uskomme, että korkeammat korot, MGI:n muuttunut profiili, lisääntynyt velkavipu ja mainosohjelmistotilan vähäinen tunnettuus ovat johtaneet matalaan arvostukseen, koska markkinat eivät ole tienneet, mitä ajatella yhtiöstä. Nykyisellä arvostuksella katsomme, että tuotto/riskiprofiili on houkutteleva. Tavoitehintamme eli 23 kruunun saavuttaminen ei vaadi ihmeitä. Jos MGI pystyy säilyttämään kohtuullisen liikevaihdon kasvun ja suunnilleen saman kannattavuustason, osakkeella on paljon nousuvaraa.

Arvostuksemme perustuu näkemykseen, jonka mukaan MGI:n liikevaihto kasvaa jatkossakin tervettä vauhtia, mutta alle yhtiön 25–30 prosentin tavoitetason. Oletamme, että yhtiön kannattavuus laskee hieman vuosien 2021 ja 2022 tasosta johtuen suuremmista aineettomien hyödykkeiden poistoista, pienemmistä liiketoiminnan muista tuotoista ja pienemmistä aktivoituista muista omista töistä. Olemme päättäneet ottaa varovaisen näkökannan, koska nykymuodossaan yhtiön track-record on lyhyt. Pohjimmiltaan haluamme nähdä sijoitustarinan tueksi näyttöjä jatkuvasta tuloksenteosta ja siitä, että taloudelliset tavoitteet ovat saavutettavissa keskipitkällä ja pitkällä aikavälillä.

Koska vuotuiset PPA-poistot ovat suhteellisen suuret (14 MEUR), on mielestämme asianmukaista tarkastella

oikaistua liikevoittoa ja oikaistua tulosta, koska näissä luvuissa ei-kassaperusteiset kulut on lisätty takaisin. MGI on parhaillaan siirtämässä kotipaikkaansa Maltalta Ruotsiin, ja yhtiön mukaan tämä on johtanut korkeampiin kertaluonteisiin kustannuksiin vuonna 2022. On myös syytä pitää mielessä, että koska MGI:n velan määrä suhteessa markkina-arvoon on suuri, sen yritysarvo (EV) on yli kaksi kertaa suurempi kuin markkina-arvo, ja siksi on tärkeää tarkastella EV-pohjaisia kertoimia.

Arvostuskertoimet

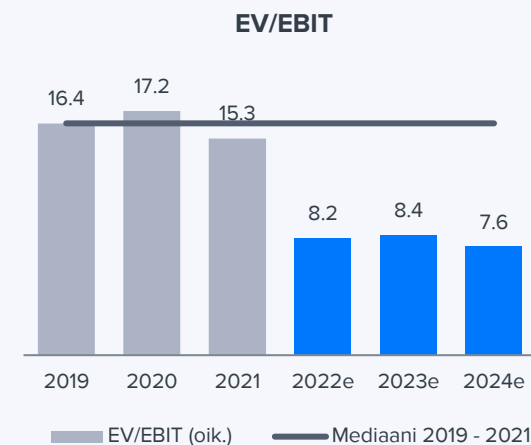
Arvioidessamme vuotta 2023 MGI:n oikaistu EV/EBIT-kerroin on 8,4x ja oikaistu P/E 8,7x. Tämä on huomattavasti alhaisempi taso kuin se, jolla MGI:llä on käyty kauppaa aiempina vuosina. Vuoden 2023 EV/Sales-kerroin on 1,6x, mikä ei sinällään ole alhainen. Kuitenkin kun otetaan huomioon, millä tasolla ohjelmistoyritykset yleensä liikkuvat, taso on vaatimaton.

P/E-luku 17,1x vuonna 2023 näyttää korkealta, mutta se johtuu siitä, että ostohinnan allokointiin liittyvät 14 miljoonan euron vuotuiset PPA-poistot rasittavat oikaistua tulosta. Kun poistot lisätään takaisin, vuoden 2023 tulos nousee 14 miljoonasta eurosta 28 miljoonaan euroon.

Uskomme, että nykyiset kertoimet ovat matalahkot ja näemme niissä nousuvaraa ottaen huomioon yhtiön kasvupotentiaalin. Tässä käytetyt kertoimet perustuvat arvioihin hieman laskevasta kannattavuudesta ja yhtiön tavoitetta alhaisemmasta liikevaihdon kasvusta. Jos MGI onnistuu strategiansa toteuttamisessa keskipitkällä aikavälillä, osakkeella olisi edelleen nousupotentiaalia sekä korkeampien tulosennusteiden että arvostuskertoimien muodossa.

Arvostustaso	2022e	2023e	2024e
Osakekurssi	1.55	1.55	1.55
Osakemäärä, milj. kpl	159.2	159.2	159.2
Markkina-arvo	247	247	247
Yritysarvo (EV)	558	562	556
P/E (oik.)	8.0	8.7	7.2
P/E	19.1	17.1	12.3
P/Kassavirta	neg.	11.4	8.5
P/B	0.7	0.6	0.6
P/S	0.8	0.7	0.6
EV/Liikevaihto	1.7	1.6	1.4
EV/EBITDA (oik.)	6.9	6.4	5.8
EV/EBIT (oik.)	8.2	8.4	7.6
Osinko/tulos (%)	0.0 %	0.0 %	0.0 %
Osinkotuotto-%	0.0 %	0.0 %	0.0 %

Lähde: Inderes



Arvonmääritys ja suositus (2/3)

Verrokkiryhmä

Olemme koonneet verrokkiryhmän listatuista mainosohjelmistoyrityksistä. Verrokkiryhtiöt eroavat toisistaan mainosohjelmistomarkkinoiden painopisteen, koon, kehitysvaiheen, kasvun ja kannattavuusprofiiliin suhteen. Mikään yritys ei siis vastaa 100-prosenttisesti MGI:tä. Uskomme kuitenkin, että vaikka yritykset eivät välttämättä keskitykään samoihin mainosteknologian arvoketjun osiin, niiden tulonlähteet ja kustannusrakenteet ovat melko samanlaiset. Näin ollen tämän vertaisryhmän pitäisi tarjota suuntaa antava arvostusväli MGI:n kaltaiselle yritykselle.

MGI:n verrokkiryhmän EV/EBIT-kertoimien mediaanit vuosina 2022–2023 ovat 18x ja 16x, ja vastaavat EV/Sales-kertoimien mediaanit ovat 2,0x ja 1,9x. MGI:n liikevoittopohjainen kerroin on 55–48 % ja liikevaihtopohjainen kerroin noin 15–14 % alle verrokkiryhmän mediaanin. Näkemyksemme mukaan verrokkiryhtiöiden arvostukset ovat korkealla tasolla suhteessa nykyiseen osakemarkkinaympäristöön, emmekä usko, että MGI:tä pitäisi arvostaa näillä tasoilla. Koska MGI:n arvostus on kuitenkin huomattavasti näitä kertoimia alhaisempi, pelkästään verrokkiryhmän mediaania lähestymällä osakkeessa on paljon nousuvaraa. Mielestämme tämä on perusteltua, jos MGI jatkaa samaa rataa ja osoittaa markkinoille potentiaalinsa samalla, kun se kartuttaa track-recordia.

Viereisissä laskelmissa olemme havainnollistaneet MGI:n osakkeen potentiaalia seuraavien 12 kuukauden aikana, jos arvostuskertoimet nousisivat MGI:n kilpailijoiden Magniten ja PubMaticin tasolle. Soveltamalla Magniten EV/EBIT-kerrointa (matalampi näistä kahdesta) MGI:n ensi vuoden oikaistun liikevoittoennusteisiin saamme osakekohtaiseksi arvoksi 34 kruunua. Vastaavasti MGI:n osakekohtainen arvo olisi 23 kruunua, kun käytetään PubMaticin EV/Sales-kerrointa (matalampi näistä kahdesta). Näiden kahden menetelmän keskiarvo olisi 29 kruunua.

Huomautamme, että mielestämme nämä kertoimet ovat korkealla tasolla, ja uskomme, että tämä kuvaa parasta mahdollista skenaariota kertoimien nousun suhteen.

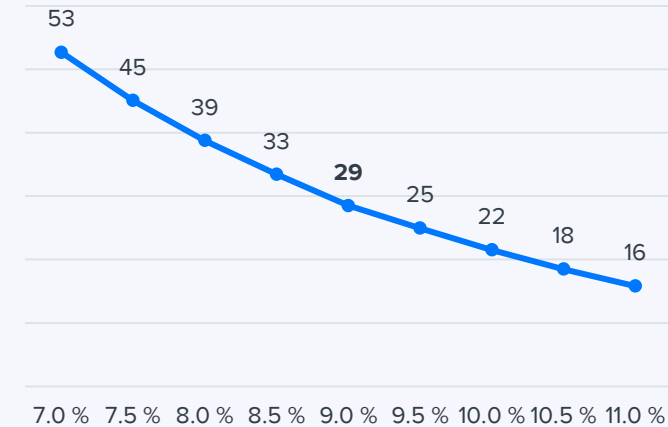
Kassavirtamalli (DCF)

Mielestämme diskontatun kassavirtamallin soveltuvuus MGI:n arvonmäärityksessä on kohtuullinen, koska se kuvastaa yhtiön pitkän aikavälin arvonmuodostusta. Se ottaa myös huomioon ehdollisiin vastikkeisiin liittyvien investointien ja kassakustannusten vaikutus. Toisaalta soveltuvuutta heikentää jonkin verran se, että suuri osa kassavirrasta (78 %) kohdistuu terminaaliyksiköille, mikä tarkoittaa, että suurin osa tuotetusta arvosta syntyy tulevaisuudessa.

DCF-mallimme mukaan MGI:n oman pääoman arvo on 2,6 euroa eli 29 kruunua per osake. Tämä on 72 % korkeampi kuin osakkeen tämänhetkinen hinta 16,9 kruunua. Nykyiseen osakekurssiin verrattuna MGI:n arvostus vaikuttaa melko alhaiselta, sillä mallissa käyttämämme oletukset ovat melko konservatiivisia, erityisesti kun niitä verrataan yhtiön liikevaihdon kasvutavoitteeseen.

DCF-arvostuksessa olemme käyttäneet 9,0 %:n painotettua keskimääräistä pääoman kustannusta (WACC), kun taas oman pääoman kustannus on korkeampi, 9,7 %. Olemme havainnollistaneet viereisessä kaaviossa DCF-mallin herkkyyttä WACC:ssa tapahtuviin muutoksiin. Neutraalissa skenaariossa käytetyt oletukset on kuvattu Ennusteet-osiossa. Kokonaiskuvan kannalta voidaan tiivistää, että malli odottaa MGI:n kasvavan keskipitkällä aikavälillä alhaisella kaksinumeroisella luvulla ja pitkällä aikavälillä keskisuurella yksinumeroisella luvulla. Oletamme puolestaan, että kannattavuus laskee hieman ajan mittaan, kunnes se vakiintuu yhtiön tavoitehaarukan alapäähän. Mallin terminaaliyksiköiden oletuksiksi olemme asettaneet 2 %:n kasvun ja 13,0 %:n liikevoittomarginaalin.

DCF-arvon herkkyyttä



Verrokkien taso (oik. liikevoitto)

Oik. EBIT/EBIT 2023e	66.5
X arvostuskerroin	12.3x
Yritysarvo	815
- Nettovelka 2023e	315
Oman pääoman arvo	500
Per osake (EUR)	3.1
Per osake (SEK)	34
Liikevaihto 2023e	352.0
X arvostuskerroin	1.9x
Yritysarvo	651
- Nettovelka 2023e	315
Oman pääoman arvo	336
Per osake (EUR)	2.1
Per osake (SEK)	23
Keskiarvo (EUR)	2.6
Keskiarvo (SEK)	29

Arvonmääritys ja suositus (3/3)

Skenaarioanalyysi

Luokittelemme perusskenaarion liikevaihtoennusteet hyväiksi, mutta emme loistaviksi. MGI:llä on potentiaalia merkittävään liikevaihdon kasvuun. Jos yhtiö pystyy hyödyntämään ensimmäisen osapuolen sisältöjään ja kohdentamisratkaisujaan saadakseen merkittävän markkinaosuuden jatkossa, voimme nähdä liikevaihdon kasvun olevan lähempänä tavoiteltua 25–30 %:n vuositaso. On tietenkin aina olemassa riski, että asiat eivät suju suunnitellusti ja että esimerkiksi joidenkin uusien säännösten tai teknologisen kehityksen vuoksi MGI:n liikevaihdon kasvu hidastuu huomattavasti.

Liiketoiminnan tarkkaa kehitystä on luonnollisesti aina vaikea arvioida. Arvostuksen tueksi olemme laatineet kolme skenaariota havainnollistamaan osakkeen tuotto-odotusta. Skenaariot perustuvat erilaisiin oletuksiin yhtiön liikevaihdosta ja kannattavuudesta vuoteen 2025 mennessä.

Perusskenaariossa odotamme MGI:n vuoden 2025 liikevaihdon kasvavan 448 miljoonaan euroon. Oikaistun liikevoittomarginaalin odotetaan olevan noin 18 % ja oikaistun liikevoiton 79 miljoonaa euroa. Jos oletetaan, että EV/EBIT-kerroin olisi 11x, yhtiön EV olisi 869 miljoonaa euroa. Kun vähennetään arvioitu nettovelka, saadaan oman pääoman arvoksi 567 miljoonaa euroa eli 39 kruunua osakkeelta. Tämä vastaa 32 prosentin vuosituottoa. Kaiken kaikkiaan pidämme näitä arvioita varsin kohtuullisina, sillä oikaistu Liikevoittomarginaali on alhaisempi kuin vuosina 2021 ja 2022e ja vastaa paremmin yhtiön 15-20 prosentin tavoitetta. Myös käytetty EV/EBIT-kerroin on verrokkiryhmän alareunalla.

Negatiivisessa skenaariossa odotamme liikevaihdon laskevan noin 15 % ja olevan 380 miljoonaa euroa. Tämä vastaa noin 5,5 prosentin vuotuista liikevaihdon kasvua vuosina 2022-2025. Tässä skenaariossa laskimme myös oikaistun liikevoittomarginaalin 14 prosenttiin ja käyttämämme

EV/EBIT-kerroin oli 9x. Näillä oletuksilla oman pääoman arvoksi saadaan 157 miljoonaa euroa eli 11 kruunua osakkeelta. Tämä vastaa negatiivista 14 prosentin vuosituottoa. Tämä skenaario merkitsisi sitä, että liikevaihdon kasvu hidastuisi selvästi ja kannattavuus laskisi merkittävästi nykyisestä tasosta samalla kun nykyiset alhaiset kertoimet säilyisivät.

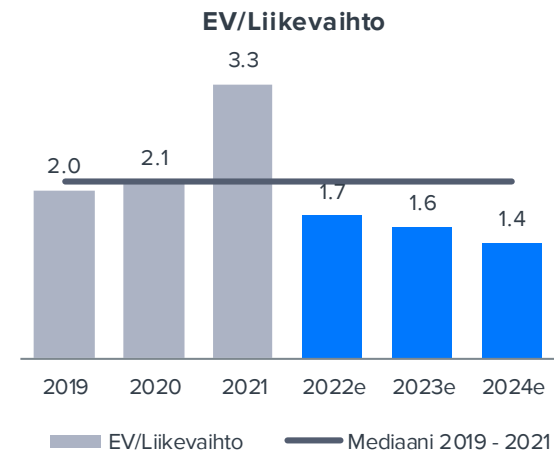
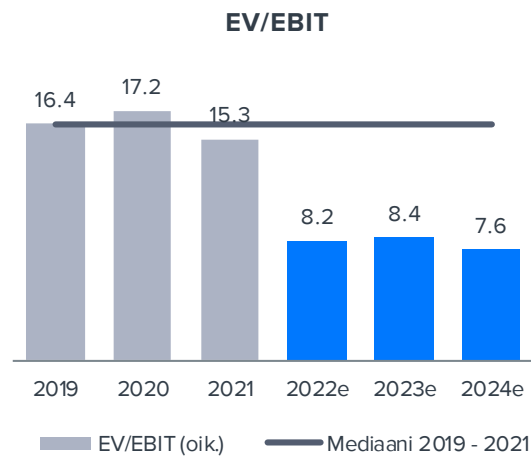
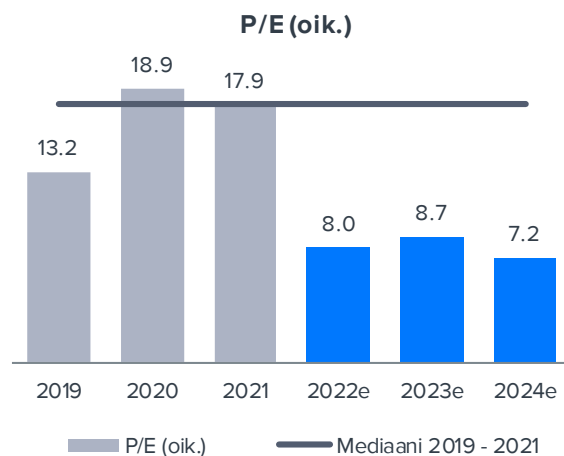
Positiivisessa skenaariossa oletamme, että vuoden 2025 liikevaihto on 5 % suurempi eli 470 miljoonaa euroa ja että oikaistu liikevoittomarginaali on sama kuin perusskenaariossa. Oletamme hieman korkeamman EV/EBIT-kertoimen 12x. Näillä oletuksilla yhtiön oman pääoman arvo nousee 995 miljoonaan euroon eli 48 kruunuun osakkeelta. Tämä skenaario korostaa potentiaalista nousuvaraa, jos yhtiö onnistuu saavuttamaan vahva kasvutason (13 % vuodessa) ja jos kertoimet nousevat paremmin verrokkien tasolle.

Skenaariot vuoteen 2025 asti	Negatiivinen	Perusskenaario	Positiivinen
Liikevaihto 2025	380	448	470
Oik. EBIT %	14 %	18 %	18 %
Liikevoitto (oik.)	53,3	79,0	83,0
x arvostuskerroin (EV/oik. EBIT)	9x	11x	12x
Yritysarvo	479	869	995
- Nettovelka (2025e)	322	302	299
Oman pääoma arvo	157	567	696
Per osake (EUR)	1,0	3,6	4,4
Per osake (SEK)	10,8	38,9	47,8
Potentiaali	-36 %	130 %	182 %
Vuosituotto	-14 %	32 %	41 %

Arvostustaulukko

Arvostustaso	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
Osakekurssi	1.12	2.10	4.30	1.55	1.55	1.55	1.55
Osakemäärä, milj. kpl	60.4	85.5	141.7	159.2	159.2	159.2	159.2
Markkina-arvo	78	246	644	247	247	247	247
Yritysarvo (EV)	171	301	840	558	562	556	548
P/E (oik.)	13.2	18.9	17.9	8.0	8.7	7.2	6.2
P/E	neg.	58.7	37.9	19.1	17.1	12.3	9.6
P/Kassavirta	neg.	neg.	neg.	neg.	11.4	8.5	7.9
P/B	0.8	1.4	2.1	0.7	0.6	0.6	0.6
P/S	0.9	1.8	2.6	0.8	0.7	0.6	0.6
EV/Liikevaihto	2.0	2.1	3.3	1.7	1.6	1.4	1.2
EV/EBITDA (oik.)	11.0	11.3	12.9	6.9	6.4	5.8	5.1
EV/EBIT (oik.)	16.4	17.2	15.3	8.2	8.4	7.6	6.9
Osinko/tulos (%)	0.0 %	0.0 %	0.0 %	0.0 %	0.0 %	0.0 %	0.0 %
Osinkotuotto-%	0.0 %	0.0 %	0.0 %	0.0 %	0.0 %	0.0 %	0.0 %

Lähde: Inderes



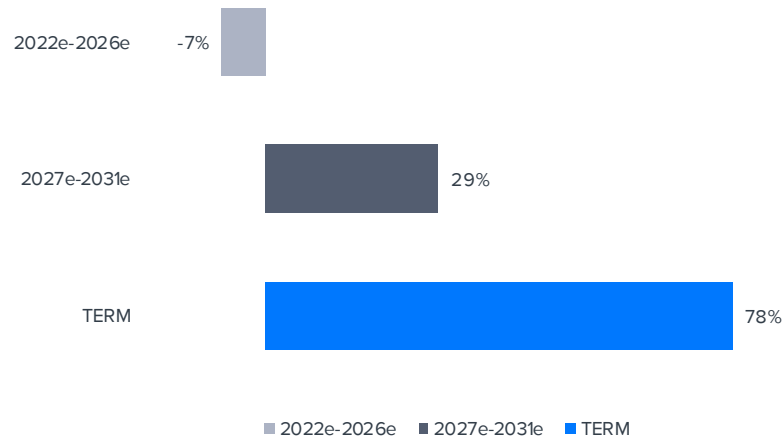
DCF-laskelma

DCF-laskelma	2021	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	79.8 %	28.1 %	9.0 %	13.1 %	12.4 %	10.0 %	9.0 %	8.0 %	6.0 %	5.0 %	2.0 %	2.0 %
Liikevoitto-%	14.6 %	15.4 %	14.9 %	14.7 %	14.5 %	14.0 %	13.5 %	13.5 %	13.5 %	13.0 %	13.0 %	13.0 %
Liikevoitto	36.8	49.7	52.5	58.7	64.8	68.9	72.4	78.2	82.9	83.9	85.5	
+ Kokonaispoistot	28.2	31.5	34.8	38.0	41.7	43.7	47.3	50.1	52.5	54.4	56.0	
- Maksetut verot	1.5	-0.4	-4.8	-6.7	-8.6	-10.3	-12.0	-14.4	-16.6	-17.9	-18.9	
- verot rahoituskuluista	1.7	-8.9	-8.3	-8.0	-7.6	-6.9	-6.1	-5.2	-4.1	-3.0	-2.5	
+ 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	82.0	-32.7	-1.7	-0.8	-2.7	-2.5	-2.4	-2.4	-1.9	-1.7	-0.7	
Operatiivinen kassavirta	150	39.2	72.4	81.3	87.6	92.9	99.2	106	113	116	119	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	4.4	75.3	-15.0	-15.0	-15.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
- Bruttoinvestoinnit	-389.4	-264.2	-35.7	-37.1	-41.3	-42.3	-43.3	-44.4	-45.5	-46.6	-46.9	
Vapaa operatiivinen kassavirta	-234.8	-149.7	21.7	29.2	31.3	50.6	55.8	62.1	67.3	69.0	72.5	
+/- Muut	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
Vapaa kassavirta	-234.8	-149.7	21.7	29.2	31.3	50.6	55.8	62.1	67.3	69.0	72.5	1049
Diskontattu vapaa kassavirta		-149.0	19.9	24.4	24.0	35.7	36.1	36.7	36.6	34.4	33.1	479
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		611	760	740	716	692	656	620	583	547	512	479
Velaton arvo DCF		611										
- Korolliset velat		-376.0										
+ Rahavarat		180										
-Vähemmistöosuus		0.9										
-Osinko/pääomapalautus		0.0										
Oman pääoman arvo DCF		416										
Oman pääoman arvo DCF per osake		2.6										
Equity value DCF per share (SEK)		28.5										

Pääoman kustannus (wacc)

Vero-% (WACC)	21.0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	15.0 %
Vieraan pääoman kustannus	6.8 %
Yrityksen Beta	1.20
Markkinoiden riski-premio	4.75%
Likviditeettipremio	1.50%
Riskitön korko	2.5 %
Oman pääoman kustannus	9.7 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	9.0 %

Rahavirranjakauma jaksottain



Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		P/B
	MEUR	MEUR	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e
Applovin Corp	3653	5817	187.2	18.1	5.8	5.6	2.2	2.2		27.2	2.0
Magnite Inc	1405	1853	12.6	12.3	10.9	10.6	3.8	3.5	15.3	14.3	1.9
Trade Desk Inc	22204	20950	36.6	33.3	33.9	31.5	14.0	11.6	46.5	43.5	12.9
PubMatic Inc	673	500	12.3	14.3	5.3	5.4	2.0	1.9	24.9	27.7	2.0
Viant Technology Inc	198	204					16.2	1.1	1.1		0.9
DoubleVerify Holdings Inc	3823	3596	61.5	44.2	27.3	21.8	8.4	6.8	90.2	64.0	4.5
Criteo SA	1529	1235	8.1	7.1	5.2	4.6	1.4	1.3	10.4	10.4	1.4
Tremor International Ltd	544	210	3.8	2.8	1.6	1.3	0.7	0.5	6.9	5.0	
Liveramp Holdings Inc	1405	944	24.2	21.6	21.1	15.0	1.9	1.7	43.7	28.7	1.4
MGI (Inderes)	247	558	8.2	8.4	6.9	6.4	1.7	1.6	8.0	8.7	0.7
Keskiarvo			43.3	19.2	13.9	12.4	3.9	3.4	34.0	27.6	3.4
Mediaani			18.4	16.2	8.3	10.6	2.0	1.9	24.9	27.4	1.9
Erotus-% vrt. mediaani			-55 %	-48 %	-18 %	-39 %	-15 %	-14 %	-68 %	-68 %	-66 %

Lähde: Refinitiv / Inderes

Tase

Vastaavaa	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Pysyvät vastaavat	293	650	880	881	880
Liikearvo	164	412	612	612	612
Aineettomat hyödykkeet	109	194	240	241	240
Käyttöomaisuus	1.7	4.7	7.2	7.4	7.6
Sijoitukset osakkuusrytysiin	1.1	1.2	1.0	1.0	1.0
Muut sijoitukset	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Muut pitkäaikaiset varat	2.1	27.4	10.9	10.9	10.9
Laskennalliset verosaamiset	15.7	11.5	8.8	8.8	8.8
Vaihtuvat vastaavat	92.4	284	236	245	235
Vaihto-omaisuus	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Muut lyhytaikaiset varat	9.1	5.9	9.7	9.7	9.7
Myyntisaamiset	37.0	97.5	116	128	145
Likvidit varat	46.3	180	110	107	80
Taseen loppusumma	386	934	1116	1126	1115

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Oma pääoma	177	307	377	391	411
Osakepääoma	117	150	159	159	159
Kertyneet voittovarot	5.6	21.7	34.6	49.1	69.2
Oman pääoman ehtoiset lainat	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Uudelleenarvostusrahasto	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Muu oma pääoma	54.1	136	184	184	184
Vähemmistöosuus	0.1	0.1	-1.3	-1.3	-1.3
Pitkäaikaiset velat	131	383	506	491	443
Laskennalliset verovelat	23.8	23.2	25.0	25.0	25.0
Varaukset	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Lainat rahoituslaitoksilta	95.4	344	390	390	357
Vaihtovelkakirjalainat	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Muut pitkäaikaiset velat	11.7	16.0	91.4	76.4	61.4
Lyhytaikaiset velat	78.2	243	233	244	261
Lainat rahoituslaitoksilta	6.1	32.0	32.0	32.0	33.1
Lyhytaikaiset korottomat velat	50.4	77.1	96.9	107	123
Muut lyhytaikaiset velat	21.7	134	104	104	104
Taseen loppusumma	386	934	1116	1126	1115

Yhteenveto

Tuloslaskelma	2019	2020	2021	2022e	2023e	Osakekohtaiset luvut	2019	2020	2021	2022e	2023e
Liikevaihto	83.9	140.2	252.2	323.0	352.0	EPS (raportoitu)	-0.01	0.04	0.11	0.08	0.09
Käyttökate	15.5	26.5	65.0	81.1	87.3	EPS (oikaistu)	0.09	0.11	0.24	0.19	0.18
Liikevoitto	5.0	11.0	36.8	49.7	52.5	Operat. kassavirta / osake	0.52	0.29	1.06	0.25	0.45
Voitto ennen veroja	-0.8	3.9	14.9	17.8	19.3	Vapaa kassavirta / osake	-0.26	-0.29	-1.66	-0.94	0.14
Nettovoitto	-0.3	3.1	16.1	12.9	14.4	Omapääoma / osake	1.62	2.07	2.17	2.37	2.46
Kertaluontoiset erät	-5.5	-6.4	-18.1	-18.1	-14.0	Osinko / osake	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Tase	2019	2020	2021	2022e	2023e	Kasvu ja kannattavuus	2019	2020	2021	2022e	2023e
Taseen loppusumma	312.4	385.8	934.1	1116.1	1126.0	Liikevaihdon kasvu-%	157%	67%	80%	28%	9%
Oma pääoma	168.6	176.8	307.5	376.5	391.0	Käyttökateen kasvu-%	80%	71%	145%	25%	8%
Liikearvo	147.3	164.0	412.0	612.3	612.3	Liikevoiton oik. kasvu-%	99%	67%	214%	23%	-2%
Nettovelat	36.4	55.2	195.8	312.1	315.3	EPS oik. kasvu-%	1%	31%	117%	-19%	-8%
Kassavirta	2019	2020	2021	2022e	2023e	Käyttökate-%	18.5 %	18.9 %	25.8 %	25.1 %	24.8 %
Käyttökate	15.5	26.5	65.0	81.1	87.3	Oik. Liikevoitto-%	12.5 %	12.5 %	21.8 %	21.0 %	18.9 %
Nettokäyttöpääoman muutos	17.3	-0.3	82.0	-32.7	-1.7	Liikevoitto-%	6.0 %	7.9 %	14.6 %	15.4 %	14.9 %
Operatiivinen kassavirta	31.4	25.1	150.2	39.2	72.4	ROE-%	-0.4 %	2.2 %	6.6 %	3.8 %	3.7 %
Investoinnit	-41.2	-53.2	-389.4	-264.2	-35.7	ROI-%	2.4 %	4.3 %	7.7 %	6.7 %	6.5 %
Vapaa kassavirta	-15.5	-24.8	-234.8	-149.7	21.7	Omavaraisuusaste	53.9 %	45.8 %	32.9 %	33.7 %	34.7 %
						Nettovelkaantumisaste	21.6 %	31.2 %	63.7 %	82.9 %	80.7 %
Arvostuskertoimet	2019	2020	2021	2022e	2023e						
EV/Liikevaihto	2.0	2.1	3.3	1.7	1.6						
EV/EBITDA (oik.)	11.0	11.3	12.9	6.9	6.4						
EV/EBIT (oik.)	16.4	17.2	15.3	8.2	8.4						
P/E (oik.)	13.2	18.9	17.9	8.0	8.7						
P/B	0.8	1.4	2.1	0.7	0.6						
Osinkotuotto-%	0.0 %	0.0 %	0.0 %	0.0 %	0.0 %						

Lähde: Inderes

Vastuuvapauslauseke

Raporteilla esitettävä informaatio on hankittu useista eri julkisista lähteistä, joita Inderes pitää luotettavina. Inderesin pyrkimyksenä on käyttää luotettavaa ja kattavaa tietoa, mutta Inderes ei takaa esitettyjen tietojen virheettömyyttä. Mahdolliset kannanotot, arviot ja ennusteet ovat esittäjiensä näkemyksiä. Inderes ei vastaa esitettyjen tietojen sisällöstä tai paikkansapitävyydestä. Inderes tai sen työntekijät eivät myöskään vastaa raporttien perusteella tehtyjen sijoituspäätösten taloudellisesta tuloksesta tai muista vahingoista (välttämät 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 neuvonantaja. Asiakas vastaa sijoituspäätöksensä tekemisestä ja niiden taloudellisesta tuloksesta.

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

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

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

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

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

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

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

Kaikki Inderes Oyj:n osakeomistukset sen seurannassa olevissa kohdeyhtiöissä esitetään yksilöityinä oikeaa rahaa sijoittavassa Inderes Oyj:n [mallisalkussa](#).

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

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

Suositushistoria (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
12.12.2022	Osta	23 SEK	16,9 SEK

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

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

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

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

Inderes Oyj

Itämerentori 2
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

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



STARMINE
ANALYST AWARDS
FROM REFINITIV



THOMSON REUTERS
ANALYST AWARDS



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



Mikael Rautanen
2014, 2016, 2017, 2019



Sauli Vilén
2012, 2016, 2018, 2019, 2020



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



Olli Koponen
2020



Joni Grönqvist
2019, 2020



Erkki Vesola
2018, 2020



Petri Gostowski
2020



Atte Riikola
2020

**Analyysi kuuluu
kaikille.**