

# Next Games

Laaja raportti

12/2020

# Peli on jännittävässä käännekohdassa

Vuosi 2020 on osoittanut Next Gamesin kannattavuuskäänteen onnistuneen ja yhtiö on strategiassaan jälleen siirtymässä kasvuvaiheeseen. Vuosi 2021 tulee olemaan kriittinen ja Stranger Things -pelin julkaisu määrittää yhtiön tarinan seuraavat askeleet. Pelin menestyessä alkaa perusta tulevien vuosien kasvutarinalle näyttää huomattavasti nykyistä vakaammalta. Huonossa skenaariossa yhtiö voi joutua keräämään lisää pääomaa seuraavien korttien kääntämiseksi. Hyvässä skenaariossa osakkeessa on edelleen selvää nousupotentiaalia, mutta heikon näkyvyyden, julkaisuun liittyvien riskien sekä osakkeen tänä vuonna selvästi kiristyneen arvostuksen valossa tuotto/riski-suhde on mielestämme epäsuotuisa. Toistamme myy-suosituksen ja 1,3 euron tavoitehinnan.

## Korkean riskin kasvuyhtiö

Sijoittajaprofiililtaan Next Games on korkean riskiprofiilin kasvuyhtiö. Yhtiö operoi nopeasti kasvavalla mobiilipelimarkkinalla, jossa markkinatrendit ja liiketoimintamallit kehittyvät edelleen voimakkaasti. Nopeasti kasvava markkina on houkuttelut paikalle myös paljon kilpailua ja pitkäkestoisien menestymisen saavuttaminen toimialalla on hyvin haastavaa. Viimeisen reilun vuoden aikana Next Gamesin sijoitusprofiili on muuttunut asteittain kriisiyhtiöstä/käänneyhtiöstä takaisin kasvuyhtiöiden lokeroon yhtiön onnistuneen kolmivaiheisen suunnanmuutosprojektin jälkeen. Vuonna 2019 yhtiö sopeutti kulurakennettaan, uudisti toimintamallejaan sekä toteutti 8 MEUR:n merkintäoikeusannin. Onnistunut käänne on näkynyt myös osakkeen arvostuksessa ja markkina on jälleen alkanut hinnoitella osaketta tulevien pelien kasvuodotuksien valossa.

## Stranger Things peliportfolion kasvun vetonaula

Next Gamesin nykyiset live-pelit Our World ja No Man's Land (NML) ovat elinkaareltaan kypsässä vaiheessa ja niiltä on odotettavissa lähivuosina hyvää vakaata kassavirtaa asteittain laskevalla liikevaihtoprofiililla. Pitkään tuotantovaiheessa olleen Blade Runner Rogue -pelin julkaisu ajoittuu näillä näkymin Q1'21:lle ja odotukset sen suhteen ovat tässä vaiheessa matalia. Next Gamesilla on lisäksi 3 uutta projektia kolmen eri lisenssinhaltijan kanssa kehityspotken alkupäässä, joista arviomme mukaan on odotettavissa merkittävämpää liikevaihtoa aikaisintaan vuonna 2022. Ensi vuoden kasvun suhteen kaikki panokset on ladattu Stranger Things -pelin harteille. Peli on julkaistu ensimmäisillä markkinoilla joulukuussa ja sitä tullaan asteittain skaalamaan ylöspäin vuoden 2021 aikana. Tulevat kuukaudet kertovat, miten peli onnistuu murtautumaan kovasti kilpailtuun Puzzle RPG -pelien markkinaan. Tässä vaiheessa vuoden 2021 ennusteeseemme (liikevaihto 46 MEUR, kasvu +66 %) liittyy merkittävää epävarmuutta. Arvioimme Next Gamesin kannattavuuden pysyttelevän lähivuosina matalalla tasolla yhtiön skaalatesa uusia pelejä ylöspäin.

## Osakkeen arvo hyvin herkkä Stranger Things -pelin menestykselle

Ennusteillamme Next Gamesin 2020e-2021e EV/Liikevaihto-kertoimet ovat 2,4x ja 1,5x. Kertoimet näyttävät mielestämme mobiilipeliverrokkeihin (mediaani 2,5x-2,0x) nähden korkeilta, kun huomioidaan Next Gamesin pienempi kokoluokka ja merkittävä riippuvuus Stranger Things -pelin menestyksestä. Vertailun vuoksi Rovion liikevaihtokerroin on 1,2x tasolla. Stranger Thingsin menestyksestä riippuen Next Gamesin osakkeelle on ensi vuoteen katsottaessa piirrettävissä hyvin erilaisia skenaarioita erinomaisten tuottojen ja merkittävän kurssilaskun välillä. Mielestämme nykyarvostuksella riskit painavat vaakakupissa selvästi tuottopotentiaalia enemmän.

## Analytiikot



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

## Suositus



**Myy**  
(aik. Myy)  
**1,30 EUR**  
(aik. 1,30 EUR)  
**Osakekurssi:**  
2,39

## Avainluvut

	2019	2020e	2021e	2022e
<b>Liikevaihto</b>	34,7	27,5	45,6	56,0
<b>kasvu-%</b>	-2 %	-21 %	66 %	23 %
<b>EBIT oik.</b>	-7,4	-2,8	-1,1	1,2
<b>EBIT-% oik.</b>	-21,4 %	-10,2 %	-2,5 %	2,1 %
<b>Nettotulos</b>	-8,3	-2,8	-1,1	1,0
<b>EPS (oik.)</b>	-0,41	-0,10	-0,04	0,03

<b>P/E (oik.)</b>	neg.	neg.	neg.	70,1
<b>P/B</b>	1,1	3,3	3,5	3,4
<b>Osinkotuotto-%</b>	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
<b>EV/EBIT (oik.)</b>	neg.	neg.	neg.	56,5
<b>EV/EBITDA</b>	neg.	58,8	23,4	13,3
<b>EV/Liikevaihto</b>	0,6	2,4	1,5	1,2

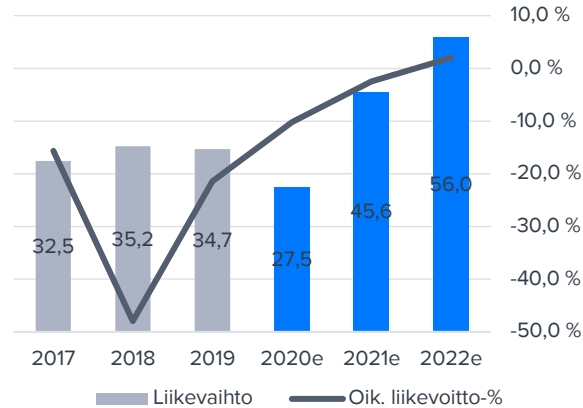
Lähde: Inderes

## Osakekurssi



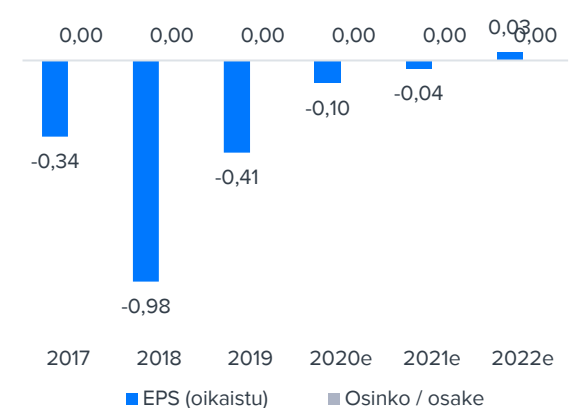
Lähde: Thomson Reuters

## Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

## Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



### Arvoajurit

- Uudet pelijulkaisut ja niiden menestyminen
- Riittävän kokoluokan saavuttaminen ja tätä kautta liiketoiminnan kulurakenteen skaalautuminen
- Oma teknologia-alusta tuo skaalautuvuutta pelinkehitykseen
- Suuri ja vahvasti kasvava markkina
- Lisenssipeleillä erottautuminen markkinalla

### Riskitekijät

- Uusien pelijulkaisujen epäonnistuminen
- Nopeasti muuttuvat markkinan trendit ja kireä kilpailu
- Käyttäjähankinnan kustannusten nousu
- Nykyinen kassatilanne ei anna suurta liikkumavaraa epäonnistumisille

### Arvostus

- Arvo riippuvainen nykyisten ja tulevien pelijulkaisujen menestyksestä, joihin näkyvyys on todella heikko
- Skenaariosta riippuen osake voi tarjota erinomaisia tuottoja, mutta riski pääoman tuhoutumisesta on myös mahdollinen
- Heikon näkyvyyden ja korkeiden riskien vuoksi osakkeen tuotto/riski-suhde ei houkuttele
- Pelisektorin arvostustasot korkealla, mikä tukee myös Next Gamesin arvostusta

# Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	<b>5-14</b>
Markkinat	<b>15-19</b>
Strategia	<b>20-21</b>
Taloudellinen tilanne	<b>22-23</b>
Sijoitusprofiili	<b>24-26</b>
Ennusteet ja arvonmääritys	<b>27-32</b>
Taulukot	<b>33-38</b>
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	<b>39</b>

# Next Games lyhyesti

Next Games kehittää brändilisenssien pohjalta ilmaiseksi ladattavia mobiilipelejä free-to-play (F2P) -liiketoimintamallilla.

## 2013

Perustamisvuosi

## 2017

Listautuminen

## 27,5 MEUR (-21 % vs. 2019)

Liikevaihto 2020e

## -2,8 MEUR (-10 % lv:sta)

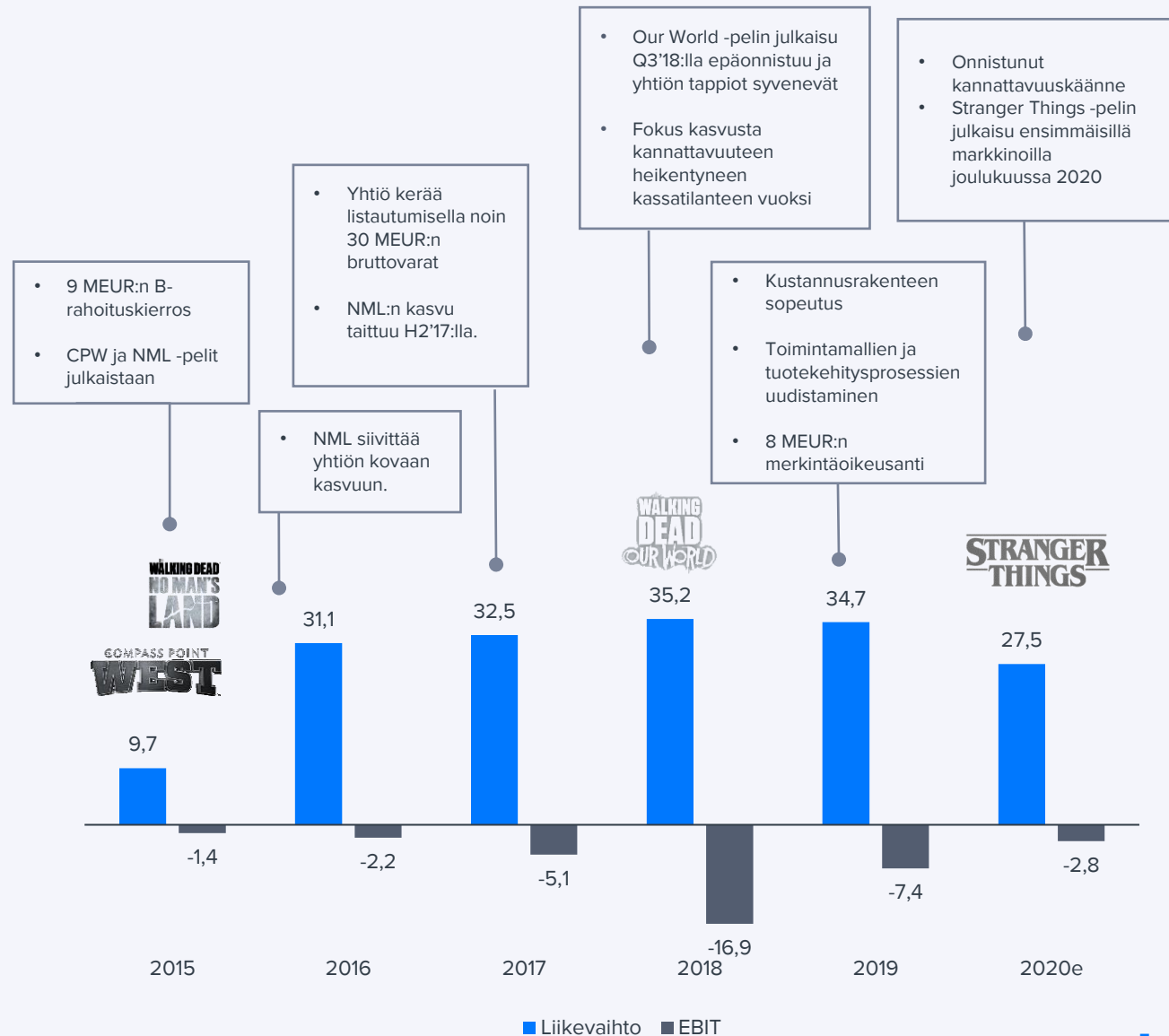
Liikevoitto 2020e

## 112

Henkilöstö 10/2020

## 94 % / 6 %

Pelien sisäiset ostokset / mainostulot bruttomyyntistä 2019



# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/5

## Yhtiökuvaus

### Mobiilipelejä palveluna

Next Games on brändilicenssien pohjalta ilmaiseksi ladattavia (Free-to-play, F2P) mobiilipelejä kehittävä peliyhtiö. Yhtiön liikevaihto vuonna 2019 oli 34,7 MEUR ja liike-tulos -7,4 MEUR. Vuodelle 2020 yhtiö ohjeistaa 26-28 MEUR:n liikevaihtoa ja positiivista käyttökatetta. Yhtiö työllisti 112 henkilöä lokakuussa 2020.

Next Gamesin missio on olla suunnannäyttäjä massaviihdebrändien pohjalta luotavien palvelupohjaisten, toisten kanssa yhdessä pelattavien mobiilipelien alalla. Visiona yhtiöllä on olla massaviihdebrändeille halutuin kumppani ja yhteistyössä luoda taloudellisesti tuottavia pelejä.

Next Gamesilla on tällä hetkellä kolme liikevaihtoa tuottavaa peliä markkinoilla. The Walking Dead: No Man's Land (NML) julkaistiin vuonna 2015 ja The Walking Dead: Our World heinäkuussa 2018. Molemmat pelit pohjautuvat AMC Networksin omistamaan The Walking Dead -tv-sarjaan. Pelit ovat elinkaareltaan kypsässä vaiheessa ja tuottavat hyvää kassavirtaa asteittain laskevalla liikevaihtoprofiililla.

Joulukuussa 2020 yhtiö julkaisi Netflixin Stranger Things -hittisarjaan pohjautuvan pelin ensimmäisillä markkinoilla. Peliä skaalataan asteittain uusille markkinoille vuoden 2021 aikana. Next Gamesin ensi vuoden kasvunäkymä lepää käytännössä täysin pelin harteilla.

Pitkään tuotantovaiheessa olleen Blade Runner Rogue -pelin julkaisu ajoittuu näillä näkymin vuoden 2021 ensimmäiselle neljännekselle. Alun perin Alconin kanssa kehitettävästä Blade Runner

-pelistä kerrottiin jo kesäkuussa 2017. Pelin live-tiimi tulee Next Gamesin arvion mukaan olemaan alussa pienempi kuin esimerkiksi NML:ssä, minkä perusteella odotukset pelin menestyksen suhteen ovat tässä vaiheessa maltilliset.

Lisäksi Next Gamesilla on kolme muuta peliprojektia kehityspotken alkuvaiheissa kolmen eri lisenssinhaltijan kanssa. Näistä projekteista on arviomme mukaan odotettavissa merkittävämpää liikevaihtoa aikaisintaan vuonna 2022.

### Next Gamesin historia lyhyesti

Next Games perustettiin vuonna 2013 ja yhtiön ensimmäinen noin 6 MEUR:n A-rahoituskerros toteutui toukokuussa 2014. Samalla Next Games solmi ensimmäisen lisenssisopimuksen rahoittajansa AMC Networksin kanssa. Yhtiö toteutti myös pienen Helsinki GameWorks-yritysoston lokakuussa 2014.

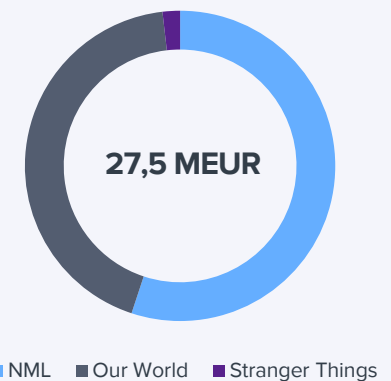
Maaliskuussa 2015 Next Games julkaisi ensimmäisen Compass Point: West -pelinsä (CPW), joka on yhtiön oma peli-IP. CPW keräsi suhteellisen suuren pelaajakunnan, mutta yhtiö huomasi, että oman IP:n skaalaaminen vaatii huomattavan määrän rahoitusta ja panostuksia. CPW:n julkaisun jälkeen Next Games päätti fokuoittaa lisenssipohjaisiin mobiilipeleihin.

NML:n julkaisun aikoihin lokakuussa 2015 yhtiö keräsi noin 9 MEUR:n B-rahoituskerroksen. NML saavutti pian julkaisunsa jälkeen App Storen eniten ladatuimman ilmaispelein tittelin. Peli nousi myös tämän jälkeen tuottavimpien pelien top50 -listalle mm. USA:ssa. Pelillä oli 2016 lopussa noin 16 miljoonaa latausta. Pelin suosion myötä Next Gamesin liikevaihto kasvoi vuonna 2016 220 % ollen 31,1 MEUR.

## Next Gamesin pelit

	Lisenssikumppani	Genre	Julkaisu
	AMC Networks	Vuoropohjainen roolipeli (RPG)	10/2015
	AMC Networks	Sijaintia ja AR-teknologiaa hyödyntävä seikkailupeli	7/2018
	Netflix	Puzzle RPG	12/2020
	Alcon Entertainment	Vuoropohjainen roolipeli (RPG)	Q1/2021e

## Liikevaihto peleittäin 2020e



# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/5

Hieman ennen maaliskuun 2017 listautumistaan Next Games teki toisen yritysostonsa hankkiessaan Lume Gamesin. Tässä taustalla oli käsityksemme mukaan pitkälti Lume Gamesin karttapalveluihin erikoistunut teknologia. Listautumisella yhtiö keräsi noin 30 MEUR:n bruttovarat.

Listautumisen jälkeen Next Gamesin panostukset pelinkehitykseen kasvoivat, mutta samaan aikaan ainoan liikevaihtoa tuovan pelin NML:n liikevaihto kääntyi laskusuuntaan. Tämän myötä liiketoiminta kääntyi selvästi tappiolliseksi ja paineet tulevan Our World -pelin menestyksen osalta kasvoivat.

Our World julkaistiin heinäkuussa 2018. Julkaisun yhteydessä Next Games teki merkittäviä markkinointi-investointeja pelin skaalaamiseksi nopeasti suureen kokoluokkaan päämarkkinoilla USA:ssa ja Euroopan suurimmissa maissa. Ensimmäiset viikot näyttivät lupaavilta, sillä peli nousi useilla markkinoilla latauslistoilla top10:een ja tuottavimpien pelien listoilla top50:een.

Peli ehti saavuttaa noin 625 tuhannen päivittäisen pelaajan määrän (tavoite oli miljoona), kun käyttäjämäärien nousua pelistä havaittiin teknisiä ongelmia. Teknisten ongelmien myötä päivittäisten pelaajien lukumäärä, pelaajien maksuhalukkuus ja tätä kautta pelin tuoma liikevaihto lähtivät laskuun. Massiivisten markkinointi-panostusten teho jäi teknisten ongelmien vuoksi huomattavasti alkuperäisiä arvioita pienemmäksi ja Next Gamesin tappiot syvenivät (2018 EBIT: -16,9 MEUR).

Suurten tappioiden jälkeen Next Gamesin kassatilanne alkoi näyttää heikolta kasvustrategian vaatimiin panostuksiin nähden. Yhtiö toteutti vuoden 2019 aikana kustannussäästöohjelman ja

vahvisti kassatilannettaan 8 MEUR:n merkintäoikeusannilla. Samalla toimintamalleja ja tuotekehitysprosesseja uudistettiin.

Vuosi 2020 on osoittanut kannattavuuskäänteen onnistuneen ja yhtiö ohjeistaa nyt positiivista käyttökatetta. Myös kassatilanne (H1'20: 6,5 MEUR) on saatu vakautettua, mutta merkittävää liikkumavaraa se ei silti tarjoa seuraavien pelien julkaisuun.

Vuosi 2021 tulee olemaan yhtiön kannalta kriittinen ja Stranger Things -pelin julkaisu määrittää yhtiön tarinan seuraavat askeleet. Pelin menestyessä alkaa perusta tulevien vuosien kasvutarinalle näyttää huomattavasti nykyistä vakaammalta. Huonossa skenaariossa yhtiö voi joutua keräämään jälleen lisää pääomaa kasvutarinan seuraavien korttien kääntämiseksi.

## Liiketoimintamalli

### Lisenssipohjaisten mobiilipelien kehitystä

Next Gamesin liiketoimintamalli pohjautuu ilmaiseksi ladattavissa olevien lisenssipohjaisten mobiilipelien kehittämiseen. Valmiin pelin yhtiö julkaisee itse digitaalisissa jakelualustoissa (App Store, Google Play). Alustat veloittavat tällä hetkellä jakelukustannuksena 30 % pelin tuottamasta liikevaihdosta.

F2P-liiketoimintamallin mobiilipeleissä pelin ansainta perustuu pääsääntöisesti pelin sisäisiin ostoksiin, joita pelaajat toteuttavat. Pelin sisäiset ostokset voivat olla esimerkiksi virtuaalivaluutta tai virtuaalisia tavaroita, joilla pelaaja pystyy parantamaan pelikokemusta. F2P-mallille on tyypillistä, että kaikista pelin ladanneista pelaajista lopulta melko pieni osa (noin 2-5 % pelistä

riippuen) konvertoituu maksaviksi asiakkaidiksi. Mobiilipeliyhtiöiden menestykseen vaikuttaakin olennaisesti se, miten hyvin ne onnistuvat hankkimaan ja sitouttamaan paljon rahaa peleihin käyttäviä pelaajia.

Pelien sisäiset ostokset muodostavat suurimman osan Next Gamesin bruttomyyntistä (2019: 94 %). Loput 6 % tulevat pelien sisäisestä mainonnasta. Maantieteellisesti suurin osa liikevaihdosta tulee Pohjois-Amerikasta (2019: 48 %) ja EU-maista (29 %), joissa myös The Walking Dead -sarjan suosio on suurinta.

Next Gamesin pelit pohjautuvat GaaS-malliin, jossa tarkoitus on kehittää pelejä pitkäaikaisena palveluna. Julkaisun jälkeen peliin tehtävillä päivityksillä ja lisäsisällöillä pelaajat pyritään sitouttamaan peleihin pidemmäksi aikaa. Mallin keskiössä on rakentaa jatkuvalla kehityksellä pelisisältöä pelaajille useiksi vuosiksi. Tällöin myös pelistä kertyvä liikevaihto on pidempiaikaista kuin peleistä, joissa pelattavaa sisältöä on ennalta määriteltä määrää.

Tunnettuun viihdebrändiin pohjautuvissa peleissä pelinkehittäjät hyötyvät brändin olemassa olevasta fanikunnasta ja kohdeyleisöstä saatavilla olevasta tiedosta. Lisenssipeleillä on näin ollen lähtökohtaisesti helpompi saada näkyvyyttä rajusti kilpailulla markkinalla, mikä auttaa pelaajahankinnassa ja nostaa todennäköisyyksiä pelin pääsulle eniten tuottavien pelien listoille. Vastineena lisenssistä saatavista hyödyistä Next Games maksaa lisenssinhaltijalle rojaltilmaksuja pelin myynnistä ja mainostuloista. Arvioimme lisenssimaksujen vastanneen viime vuosina karkeasti noin 5-10 % Next Gamesin liikevaihdosta.

## Kumppanit

Brändiomistajat



NETFLIX

Jakelualustat



3. osapuolen työkalut ja palvelut



## Toiminnot

Pelinkehitys



Pelin julkaisu ja ylläpito



Markkinointi ja pelaajahankinta



## Resurssit

GaaS-tekniologia-alusta



Vahvat brändit



Kokenut tiimi



## Liiketoimintaidea

Next Games kehittää brändilisenssien pohjalta ilmaiseksi ladattavia mobiilipelejä free-to-play (F2P) -liiketoimintamallilla.



- Alkuperäiselle viihdetuotteelle uskollinen pelikokemus
- Pelin jatkuva ylläpito ja kehittäminen
- Käyttäjähankinta nojaa vahvasti analytiikkaan
- Oma tekniologia-alusta tuo skaalautuvuutta pelinkehitykseen

## Jakelukanavat



App Store



Google Play

## Pelaajat



- Brändien fanit
- Suurin osa miehiä
- 25-44 -vuotiaita

## Pelien kehitysputki

**Konseptointi ja prototyypaus** 3 peliä

**Esituotanto** -

**Tuotanto** Blade Runner Rogue

**Tekninen testaus** -

**Koemarkkinointi** -

**Live-pelit**



## Kustannusrakenne (2019)

112 hlö (10/2020)  
-42,1 m€ (2019)



Myyntin suorat kulut (43 %)\*



Tuotekehitys (19 %)\*



Myynti ja markkinointi (51 %)\*



Hallinto (8,5 %)\*

## Tulovirrat (2019)

Liikevaihto 34,7 m€  
EBIT -7,4 m€ (2019)

Pelien sisäiset ostokset

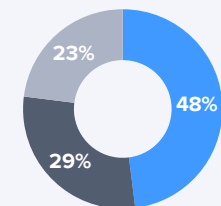


94%

Pelien sisäiset mainokset



6%



■ Pohjois-Amerikka ■ EU-maat ■ Muut



# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 3/5

## Pelikehityksen elinkaari Next Gamesin peleissä

Next Games uudisti tuotekehityksen toimintamallejaan vuonna 2019, missä keskeistä on olemassa olevan teknologian ja ohjelmistokoodin uudelleenkäyttö. Yhtiö on investoinut viime vuosina merkittävästi myös omaan teknologia-alustaan, jonka päälle pelit rakentuvat. Tehdyillä toimenpiteillä tavoitellaan lyhyempiä pelinkehityssyklejä. Next Gamesin pelien kehitysvaiheet voidaan jakaa konseptointiin, esituotantoon, tuotantoon, koemarkkinointiin, julkaisuun sekä ylläpitoon ja kehitykseen.

Konseptointi- tai prototyypivaihe tehdään pienellä tiimillä ja se kestää tyypillisesti joitakin kuukausia. Tässä vaiheessa pelille luodaan konsepti ja pelimekaniikka. Pelikonseptejä esitellään tässä vaiheessa potentiaalisille brändilisenssin omistajille ja lisenssisopimuksen solmimisen jälkeen peli siirtyy esituotantoon.

Esituotantovaihe on kestoiltaan pitkälti samanlainen kuin konseptointivaihe, mutta tiimin koko kasvaa keskikokoiseksi. Esituotannossa määritellään pelinkehityksen suuntaviivat ja varmistetaan kaikkien näkökulmien huomiointi, jotta peli saadaan lopulta kehitettyä palveluksi. Lisäksi on tärkeää varmistaa brändilisenssin omistajan kanssa pelin yhteensopivuus alkuperäisen viihdetuotteen kanssa. Teknologia-, markkinointi- ja analytiikkatiimi otetaan jo varhaisessa vaiheessa mukaan kehitysprosessiin.

Tuotantovaiheessa tapahtuu varsinainen pelinkehitys. Tämä vaihe kestää yleensä 6-12 kuukautta ja työllistää suuren tiimin. Tuotantovaiheessa on tyypillistä prototyypin toteuttamiskelpoisuuden todentaminen

kohteryhmissä ja ulkoisissa pelitesteissä. Näin varmistetaan, että peli herättää kiinnostusta potentiaalisessa pelaajakunnassa.

Ennen pelin globaalia julkaisua se julkaistaan pelattavaksi muutamilla koemarkkinoilla. Tällöin pelin monetisaatiomekanismeja optimoidaan, pelistä löytyviä virheitä korjataan ja peliä kehitetään edelleen pelaajilta saadun palautteen pohjalta. Koemarkkinointivaihe kestää tyypillisesti joitakin kuukausia, jonka jälkeen voidaan edetä varsinaiseen julkaisuun, jos pelin tunnusluvut puoltavat sitä.

Julkaisun aikaan pelinkehityksessä on yhä mukana suuri tiimi, mutta vaiheen kesto riippuu projektikohtaisista suunnitelmista. Julkaisun yhteydessä tehdään tyypillisesti merkittäviä markkinointi-investointeja pelin tunnettuuden lisäämiseksi ja pelaajien hankkimiseksi, mikä rasittaa kannattavuutta etupainotteisesti.

Pelin julkaisu voidaan toteuttaa myös asteittaisen skaalaamisen kautta, kuten Next Games aikoo Stranger Things -pelin osalta tehdä. Asteittaisessa skaalaamisessa peli julkaistaan aluksi tietyillä markkinoilla ja sen tuottamaa kassavirtaa lähdetään investoimaan takaisin käyttäjähankintaan tavoitteena lumipalloehtin tyylisesti kasvattaa pelaajamääriä vaiheittain. Pelin tuottama liikevaihto on siten alussa pienempi, mutta kasvaa asteittain pelin suosion mukaan. Riskit asteittaisessa skaalaamisessa ovat myös massiivista globaalia kertalanseerausta huomattavasti pienemmät

Julkaisun jälkeinen pelin ylläpito ja kehitys on jatkuvaa toimintaa ja se sitoo keskisuuren tiimin taakseen. Next Games tarkkailee jatkuvasti pelin menestystä ja lisää tai vähentää resursseja pelin

suosion ja arvioitujen menestysmahdollisuuksien perusteella.

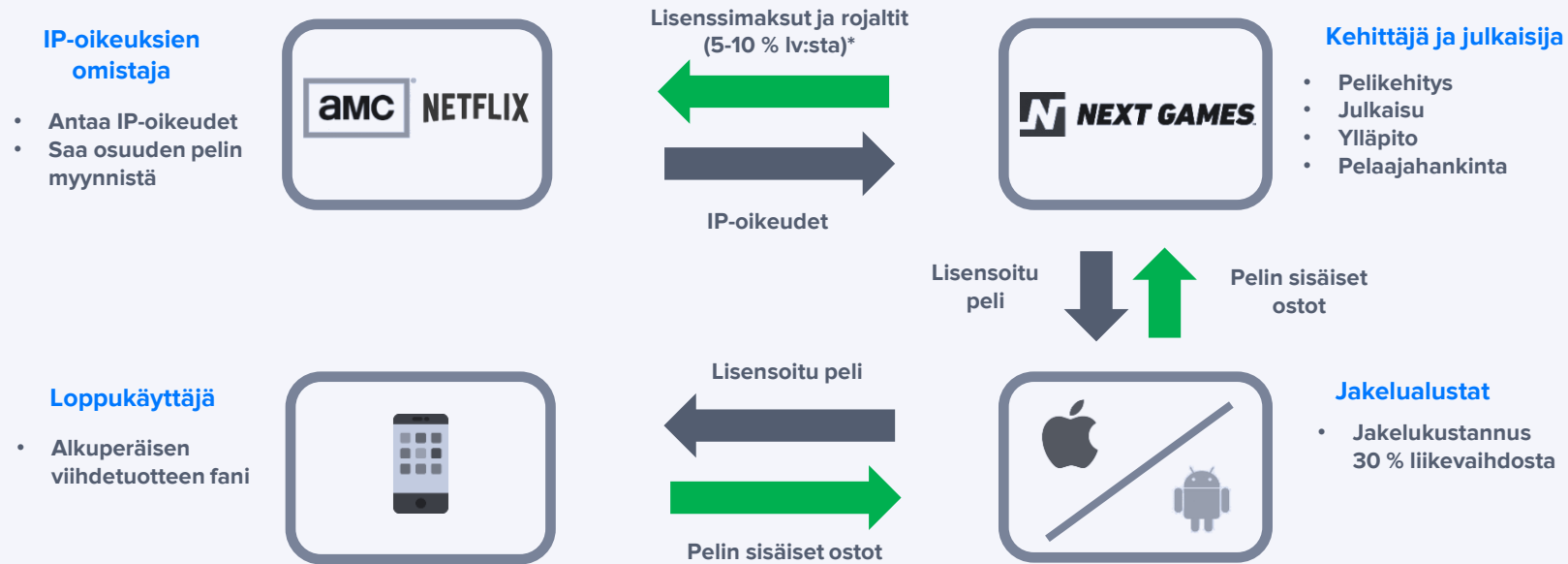
## Mobiilipelien elinkaaret

Mobiilipelien elinkaaret vaihtelevat laajasti pelien laadun mukaan. Tuottavimpien mobiilipelien listoilta löytyy useita pelejä, jotka ovat tällä hetkellä noin 3-5 vuotta vanhoja, osa jopa selvästi yli 5 vuotta. Viime vuosina markkinatrendinä on ollut uusien pelijulkaisujen maksimoinnin sijaan pitää jo julkaistut pelit elinvoimaisena. Mobiilipeliyhtiöt investoivatkin voimakkaasti analytiikkaan, käyttäjähankintaan sekä ylläpitoon ja kehitykseen pitääkseen pelinsä mahdollisimman pitkään elossa.

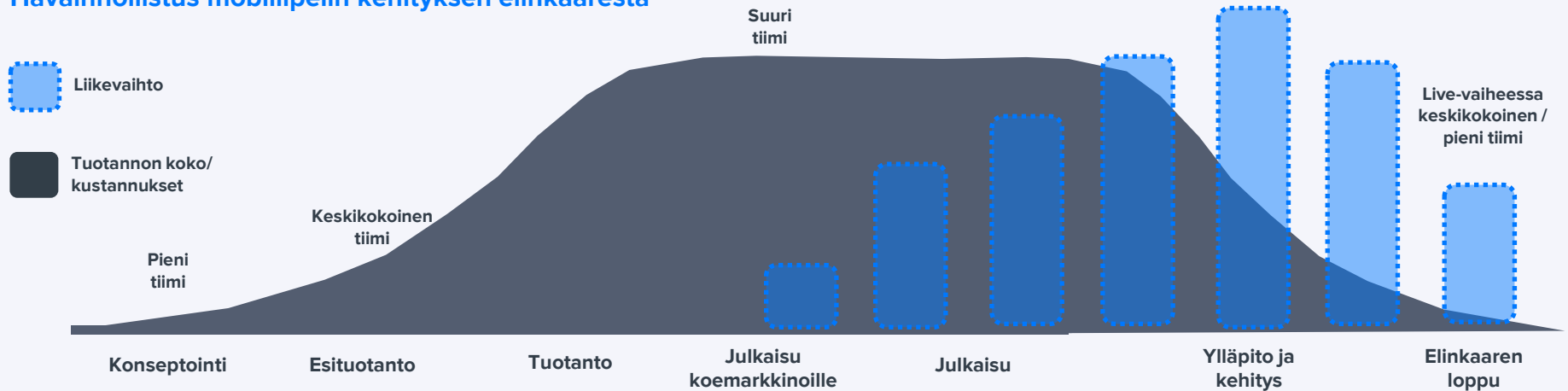
Kilpailun jatkuvasti kiristyessä on yhtiöiden yhä haastavampaa ennakoida peliensä suosiota ja elinkaarta. Esimerkiksi Next Gamesin NML-peli tuotti Q4'16 ja Q1'17 noin 11 MEUR:n liikevaihdon kvartaalissa. Tämän jälkeen liikevaihto kääntyi laskusuuntaan, kun peliin tehdyt sisältöpäivitykset eivät olleet enää yhtä tehokkaita kuin aiemmin ja pelaajien pysyvyys ja tätä kautta päivittäisten pelaajien lukumäärä laskivat. Vuonna 2018 pelin liikevaihto tasaantui kvartaalitasolla noin 5-6 MEUR:oon ja vuonna 2019 noin 4 MEUR:n tasolle.

Pelin suosion selvää ja melko nopeaa laskua olisi ollut hyvin vaikea ennustaa pelin kulta-aikoina vuoden 2016 lopussa ja se kuvastaa hyvin mobiilipelialan haastavuutta niin pelinkehittäjien kuin sijoittajienkin näkökulmasta. Toisaalta NML on tehnyt arviomme mukaan myös vuonna 2020 lähes 4 MEUR:n liikevaihdon kvartaalissa hyvällä kannattavuudella, mikä on osoitus GaaS-mallin pelien pitkistä elinkaarista.

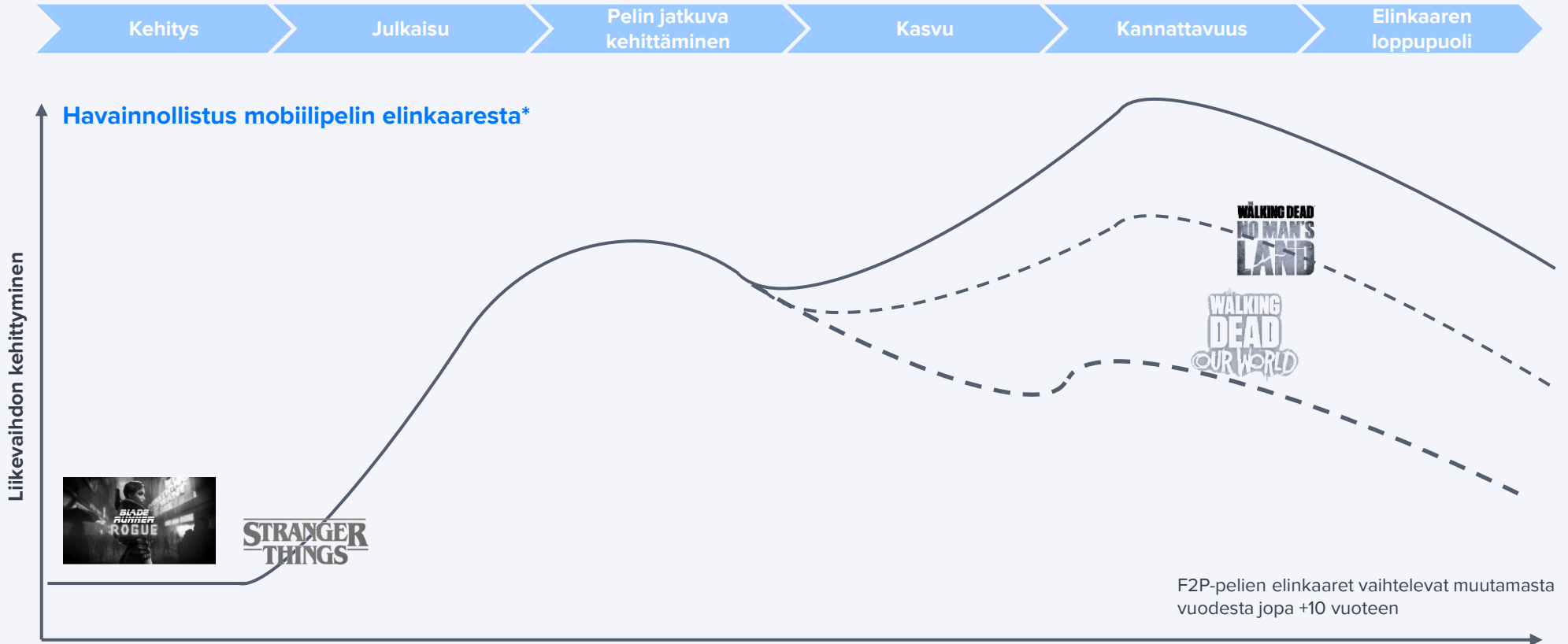
# Next Gamesin arvoketju ja kehitysprosessi



## Havainnollistus mobiilipelin kehityksen elinkaaresta



# Mobiilipelin elinkaari F2P-liiketoimintamallissa



- Pelin kehityskustannukset
- Tekninen testaus
- Koemarkkinointi
- Tukevatko tunnusluvut julkaisua?
- Suuret markkinointipanostukset alkuun tai pelin asteittainen skaalaaminen
- DAU ja MAU kasvuun
- Liikevaihto kasvaa nopeasti
- Kannattavuus negatiivinen
- Peliä kehitetään pelaajista saadun datan pohjalta
- Pelaajakunta vakiintuu (DAU ja MAU laskevat huipusta)
- LTV vs. CPI - jos pelaajan elinkaariarvo korkea, pyritään pelaajakuntaa kasvattamaan edelleen
- Riippuen pelin tunnusluvuista markkinointia joko lisätään tai pienennetään
- Uutta sisältöä tuodaan peliin
- Jos peli ei menesty, pelin live-ylläpito voidaan lopettaa
- Käyttäjähankinnalla ylläpidetään olemassa olevan pelaajakunnan kokoa
- Markkinointipanostusten pienentyessä kannattavuus paranee
- Laadukkaat pelit, joilla pysyvät pelaajakunta, yltyvät erinomaiseen kannattavuuteen
- Markkinointipanostukset lopetetaan/minimoidaan
- Liikevaihto kääntyy laskutrendiin
- Kannattavuus hyvällä tasolla

# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 4/5

## Käyttäjähankinta

Pelaajakunnan ylläpito ja kasvattaminen on keskeinen osa Next Gamesin liiketoimintaa. Pelaajien määrä kunakin hetkenä määrittelee potentiaalisten pelinsisäisten ostosten tekijöiden maksimimäärän. Pelaajakunnan organisaatio kasvattamista tukee tunnettuun IP-oikeuteen pohjautuva pelimaailma. Maksetussa pelaajahankinnassa Next Games soveltaa tarkkaa analyttistä ja datakeskeistä lähestymistapaa, jolla yhtiö optimoi markkinointitoimensa. Next Games jakaa markkinointikanavansa dynaamisiin (esim. sosiaalinen media ja mobiilimainonta) sekä staattisiin kanaviin (esim. ulkomainonta, tv-mainonta ja muut digitaaliset kampanjat).

Yleisesti mobiilipeliyhtiöt mallintavat ja seuraavat jokaisen pelin kohdalla pelaajan elinkaariarvoa (Life-time value, LTV) eli paljonko yksittäinen pelaaja tuottaa keskimäärin liikevaihtoa elinkaarensa aikana. Elinkaariarvot vaihtelevat pelistä toiseen ja yksittäisen pelin pelaajien elinkaariarvo voi muuttua, jos peliin onnistutaan kehittämään uutta houkuttelevaa sisältöä tai ominaisuuksia. Elinkaariarvo voi myös laskea, jos pelin kiinnostavuus jostakin syystä laskee pelaajien keskuudessa. Elinkaariarvoon vaikuttaa siis pelaajien pysyvyys pelissä (retentio) sekä pelaajien maksuhalukkuus.

Jotta maksettua käyttäjähankintaa kannattaa toteuttaa, tulee pelaajan elinkaariarvon olla suurempi kuin yksittäisen pelaajan hankkimisesta aiheutuva kustannus (CPI). Käyttäjähankinnan yksikkökustannukseen vaikuttavat digitaalisten markkinointikanavien hinnat sekä yhtiön omien markkinointitoimenpiteiden tehokkuus.

Käyttäjähankinta on käytännössä kaikille mobiilipeliyhtiöille merkittävä kuluerä ja se vastaa useita kymmeniä prosentteja yhtiöiden liikevaihtoista. Tyypillisesti käyttäjähankintainvestointien takaisinmaksuajan odotetaan olevan noin 3-12kk välillä. Takaisinmaksuaika voi kuitenkin vaihdella huomattavasti pelityypistä ja sen monetisaatioprofiilista riippuen.

Esimerkiksi Our Worldin julkaisun aikaan Next Games pyrki saavuttamaan käyttäjähankinta-investoinneilleen noin 120 päivän takaisinmaksuajan. Pelin teknisten ongelmien myötä pelin LTV kuitenkin laski (pelaajien pysyvyys ja maksuhalukkuus heikkenivät). Tämän myötä peliin tehtyjen 9,6 MEUR:n markkinointi-investointien takaisinmaksuaika oli lopulta 390 päivää.

Next Games käytti vuonna 2019 käyttäjähankintaan 12,4 MEUR eli 36 % liikevaihdostaan. Kokonaisuudessaan myynnin ja markkinoinnin kulut vastasivat 51 % liikevaihdosta. Nykytietojen valossa arvioimme myynnin ja markkinoinnin kulujen olevan lähivuosina noin 35-40 % Next Gamesin liikevaihdosta. Tämä yhdistettynä jakelukanavien 30 %:n jakelukustannukseen sekä IP-oikeuksien lisenssimaksuihin rajoittaa Next Gamesin suhteellisen kannattavuuden (EBIT-%) skaalautumispotentiaalia.

## Pelaajien sitouttaminen

Pelaajien sitouttaminen pelaajahankinnan ohessa mahdollistaa pelaajakunnan kasvun ja sitä kautta potentiaalisten maksavien pelaajien kasvun

peleissä. Next Games pyrkii sitouttamaan pelaajansa järjestämällä peleissä muun muassa kampanjoita, promootioita ja muita säännöllisiä tapahtumia.

Tyypillisesti mobiilipeleissä pelaajien pysyvyysasteet ovat matalia, minkä vuoksi yhtiöt joutuvat investoimaan käyttäjähankintaan merkittäviä summia. Liftoffin raportin (2020) mukaan mobiilipelien keskimääräinen 7 päivän retentioluku on noin 9 % ja 30 päivän retentio 3 %. Retentio kuvaa sitä, kuinka moni päivänä x pelin ladanneista pelaajista pelaa peliä päivänä y. Retentio ei ole täydellinen mittari, mutta luvut kertovat osaltaan siitä, että yleensä merkittävä osa pelin ladanneista pelaajista lopettaa pelaamisen jo ensimmäisen viikon/kuukauden aikana.

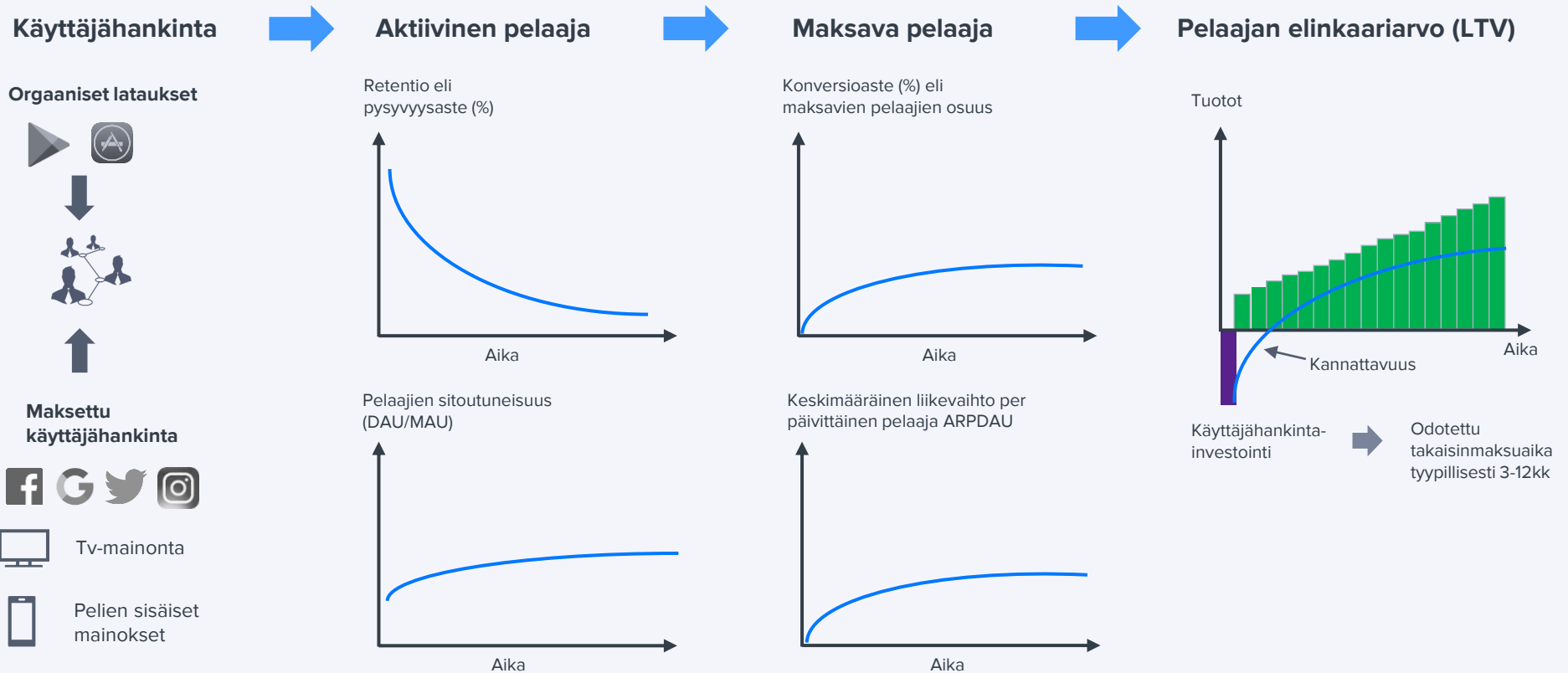
## Monetisaatio

Pelaajakunnan kasvattamisen lisäksi Next Gamesin on tärkeää pitää pelaajat aktiivisina ja konvertoida maksuttomista pelaajista maksavia pelaajia. Pelaajien maksuhalukkuuteen vaikuttaa luonnollisesti yhtiön kyky luoda laadukkaita pelejä ja sisältöä, josta pelaajat ovat valmiita maksamaan.

Tavallisesti hyvin pieni osa mobiilipelin ladanneista pelaajista lopulta tekee pelin sisäisiä ostoksia. Lisäksi maksavista pelaajista suhteellisen pieni prosentti tuo tyypillisesti valtaosan pelien liikevaihdosta. Mobiilipeliyhtiöille onkin tärkeää jo käyttäjähankinnan vaiheessa pyrkiä tunnistamaan kanavia, joista hankitut pelaajat ovat todennäköisemmin maksavia pelaajia ja kohdistaa markkinointitoimenpiteitä näihin kanaviin. Analytiikkavyökykkyudet korostuvat tässä olennaisella tavalla.

# Käyttäjähankinta F2P-liiketoimintamallissa

Havainnollistus hetkellä x pelin ladanneiden pelaajien tunnuslukujen kehityksestä



Ennustemalli pelaajan elinkaariarvosta ohjaa käyttäjähankintainvestointeja.

Käyttäjähankintainvestointeja kannattaa tehdä, kun  $LTV > CPI$ .  
(Elinkaariarvo > kustannus per pelaaja)

Tunnuslukujen kehitykseen vaikuttaa muun muassa:

- Pelin laatu
- Pelin jatkuva kehittäminen uudella sisällöllä
- Pelin monetisaatiomekanismit
- Pelin yhteisöllisyys
- Onnistunut käyttäjähankinta

Käyttäjähankintapanostusten onnistuessa pääoman tuotto voi olla erinomainen.

Käyttäjähankintaan liittyy aina riski, jos LTV muuttuu alkuperäistä oletusta pienemmäksi. Tällöin investointien tuotto voi jäädä heikoksi tai jopa negatiiviseksi.

# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 5/5

## Keskeiset tunnusluvut

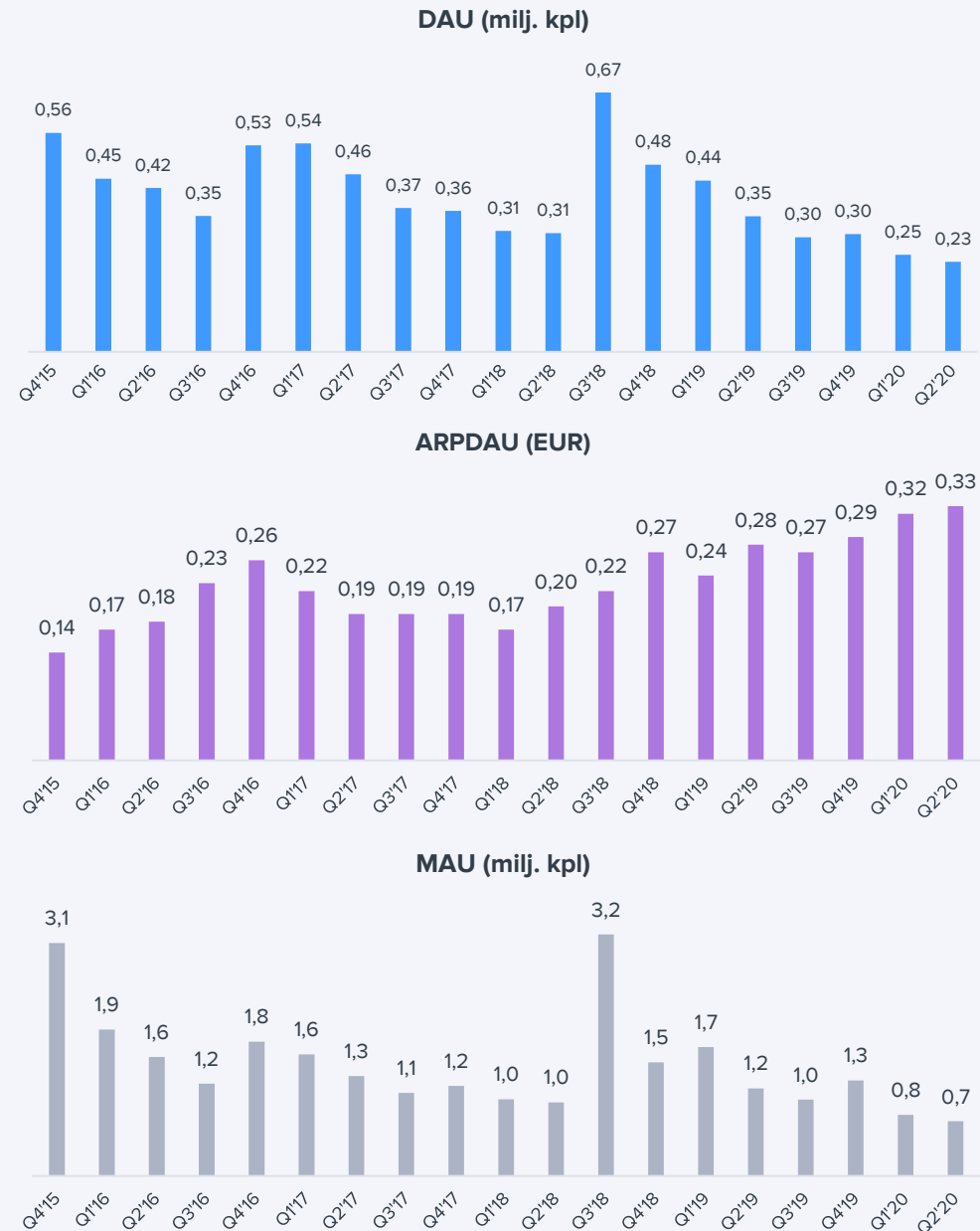
Next Gamesin liiketoimintaa seurattaessa on hyvä ymmärtää ja tarkkailla tiettyjä tunnuslukuja, jotka liittyvät pelaajaverkoston kasvattamiseen, ylläpitämiseen ja monetisoimiseen. Keskeiset Next Gamesin raportoimat tunnusluvut ovat:

**MAU** (Monthly Active Users) tarkoittaa kuukausittaisia aktiivisia käyttäjiä eli yksittäisiä pelin avauksia mobiililaitteilla kuukauden aikana. Next Games käyttää MAU-lukua mitataksaan pelaajaverkostonsa kokoa.

**DAU** (Daily Active Users) eli päivittäiset aktiiviset käyttäjät vastaa vuorokauden aikana avattuja yksittäisiä palvelinyhteyksiä. DAU toimii hyvänä mittarina pelin aktiivisen pelaajakunnan kokoluokan hahmottamiseksi.

**ARPPDAU** (Average Revenue Per Daily Active User) tarkoittaa keskimääräistä liikevaihtoa päivittäistä aktiivista käyttäjää kohden. Tunnusluku lasketaan jakamalla päivittäinen bruttomyynti DAU-luvulla. ARPPDAU kertoo pelin monetisaation tehokkuudesta ja sen muutokset heijastelevat muutoksia mm. pelaajien maksuhalukkuudessa ja päivittäisten pelaajien lukumäärässä. Esimerkiksi kiinnostavan uuden pelisisällön julkaisemisen pitäisi nostaa tunnuslukua. ARPPDAU todennäköisesti nousee myös silloin kun pelin pelaajamäärät laskevat, jolloin innokkaimmat ja luultavimmin peliin rahaa käyttävät pelaajat pysyvät pelin parissa.

## Next Gamesin pelien tunnuslukujen kehitys\*



Lähde: Inderes, \*Our World julkaistiin Q3'18

# Markkinat 1/3

## Globaalin pelimarkkinan koko ja kasvu

Markkinatutkimusyhtiö Newzoo arvioi lokakuussa 2020 julkaistussa raportissaan globaalin pelimarkkinan kasvavan tänä vuonna noin 20 % lähes 175 miljardiin dollariin. Tänä vuonna koronatilanne antaa merkittävää tukea kasvuille, mutta markkinan odotetaan tämän jälkeenkin kasvavan noin 8 %:n vauhtia vuosina 2021-2023.

Maantieteellisesti suurimman markkinan muodostaa Aasian ja Tyynenmeren alue, joka kattaa noin 48 % markkinasta, mistä Kiinan markkina muodostaa noin puolet. Toiseksi ja kolmanneksi suurimmat maantieteelliset alueet ovat Pohjois-Amerikka (26 %) ja Eurooppa (19 %).

Alustoittain jaoteltuna Next Gamesille relevantit mobiililaitteet (älypuhelimet ja tabletit) muodostavat yhdessä 86 miljardin dollarin osuudella noin puolet globaalista pelimarkkinasta. Mobiilipelaaminen on myös edelleen nopeimmin kasvava markkinasegmentti. Newzoo arvioi mobiilipelimarkkinan kasvavan tulevina vuosina kehittyvissä maissa reilun 10 %:n vauhtia ja länsimarkkinoilla hieman tätä hitaammin.

Konsolit ovat toiseksi isoin pelialusta markkinan koon ollessa noin 51 miljardia dollaria vuonna 2020. Konsolimarkkina kasvaa arviolta vajaan 8 %:n vauhtia lähivuosina. PC-pelaaminen on kolmanneksi suosituin alusta 37 miljardin dollarin kokoluokalla ja sen kasvuksi arvioidaan noin 4 %.

## Mobiilipelimarkkina

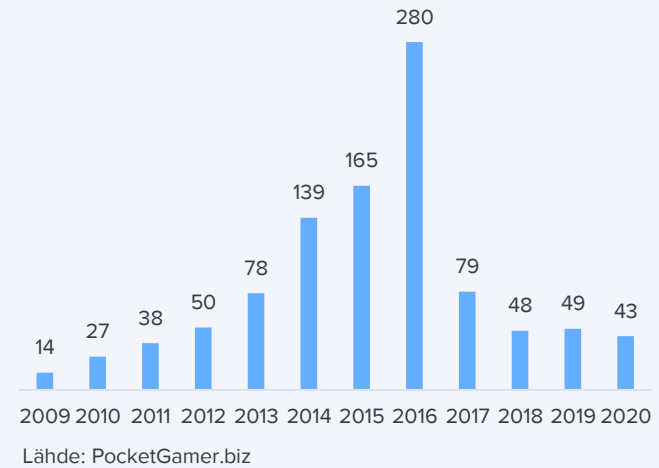
Nykyinen mobiilipelimarkkina käytännössä syntyi vasta vuonna 2007 ensimmäisen iPhone'n julkaisun myötä, jonka jälkeen kasvu on ollut

räjähdysmäistä. Kasvun ajureina ovat toimineet mm. älypuhelimien kasvanut määrä, pelaamisen jatkuva suosion kasvu sekä peleihin käytettyjen rahasummien kasvu. Nykyään etenkin kypsemmillä länsimarkkinoilla kasvu ajaa ensisijaisesti peleihin käytetyn rahamäärän kasvu.

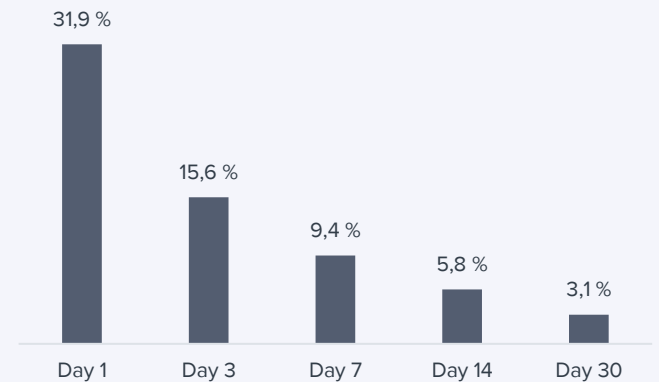
Nopeasti kasvava markkina, missä alalle tulon kynnys on matala, on houkutellut paikalle paljon kilpailua. Mobiilipeliyhtiöiden ja tätä kautta julkaistujen pelien lukumäärä kasvoi viime vuosikymmenellä nopeasti ja vuonna 2016 Applen App Storeen julkaistiin ennätyselliset 280 tuhatta uutta mobiilipeliä. Tämän jälkeen julkaistujen pelien määrä on pudonnut merkittävästi (n. 40-50 tuhatta vuodessa), kun peliyhtiöt ovat ensisijaisesti pyrkineet pitämään pelaajat mahdollisimman pitkään olemassa olevien pelien parissa. Keskimäärin pelaajien pysyvyys mobiilipeleissä on hyvin matala. Liftoffin raportin mukaan keskimäärin noin 3 % pelaajista avaa pelin 30 päivän jälkeen sen lataamisesta.

PocketGamerin mukaan App Storessa oli vuoden 2020 lopussa vajaa miljoona aktiivista mobiilipeliä. Kun uusia pelejä virtaa markkinalle edelleen sadoittain päivässä, on erottuminen markkinalla erittäin haastavaa. Vuosien saatossa kiristynyt kilpailu on johtanut käyttäjähankinnan kustannusten merkittävään nousuun, kun saman pelaajamassan huomiosta kilpailee yhä useampi peli. Tänä päivänä markkinalla erottuminen vaatii joko uniikin ja onnistuneen pelikonseptin luomista ja/tai suuria resursseja laajamittaisen käyttäjähankinnan ja markkinoinnin toteuttamiseen. Tämä suosii kilpailussa vahvoilla resursseilla varustettuja suuria peliyhtiöitä.

## Uusien pelijulkaisujen lukumäärä App Storessa (tuhatta)



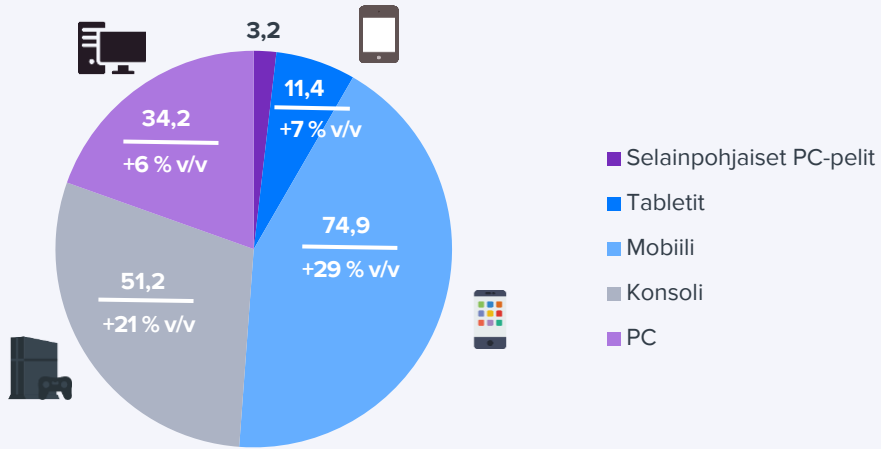
## Pelaajien pysyvyys (retentio) mobiilipeleissä



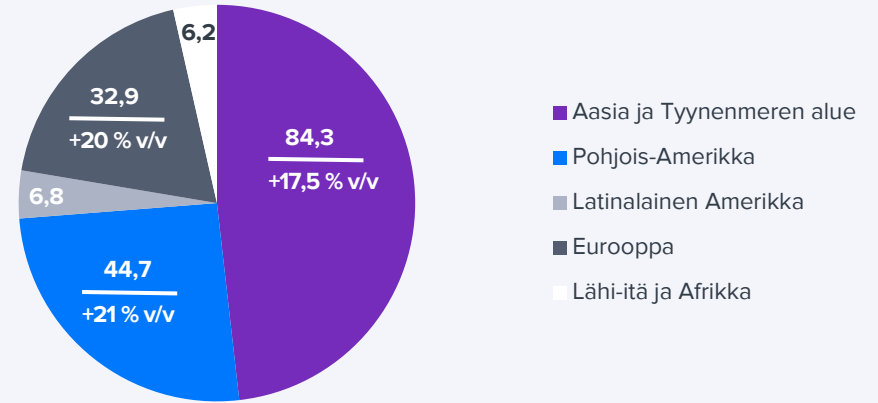
Lähde: Liftoff Mobile Gaming Apps Report 2020

# Markkinat

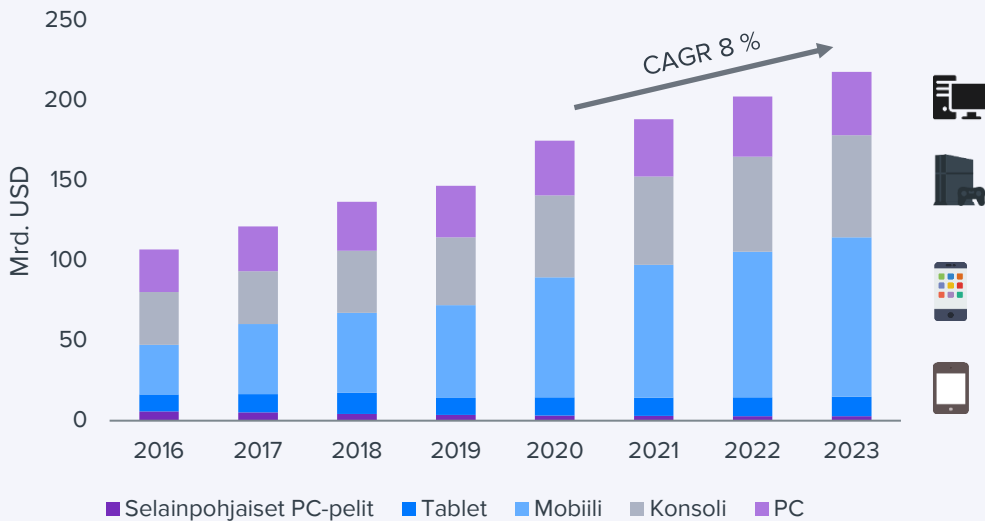
Pelimarkkinat alustoittain 2020 (Yht. 175 mrd. \$)



Pelimarkkinat maantieteellisesti 2020 (mrd. \$)



Pelimarkkinoiden kehitys alustoittain



Lähde: Newzoo, Inderes



# Markkina 2/3

Mobiilipelimarkkinasta ja F2P-liiketoimintamallista houkuttelevan tekee se, että digitaalisten jakelualustojen kautta pelille on mahdollisuus saada hyvin nopeasti globaalisti laaja pelaajakunta. Pelijulkaisun onnistuessa erinomaisesti, se voi elinkaarensa aikana tuottaa satojen miljoonien tai jopa miljardiluokan liikevaihdon kehittäjilleen. Tämä vaatii kuitenkin peliltä nousua tuottavimpien pelien top100-listoille isoimmilla maantieteellisillä markkinoilla ja pysymistä siellä mahdollisimman pitkään. Miljardiluokan liikevaihtoon pääsy vaatii pelin pääsyä lähelle listan kärkisijoja ja pysymistä siellä useamman vuoden ajan.

Pitkäkestoisen menestymisen luominen mobiilipelimarkkinalla on kuitenkin todella vaikeaa ja kilpailu kiristyy edelleen jatkuvasti. Analytiikkayritys App Annie mukaan vuonna 2019 USA:n App Storen ja Google Playn kautta ladattujen mobiilipelin liikevaihdosta 65 %:sta vastasivat top100-listalle päässeet pelit. Lisäksi vain reilu 100 peliä ylsi yli 25 miljoonan dollarin liikevaihtoon länsimarkkinoilla. Nämä luvut kuvaavat osaltaan mobiilipelialan raadollisuutta, missä todennäköisyydet pelin laajamittaiselle menestymiselle ovat todella pienet ja lopulta melko harvalukuinen menestyspelien joukko kerää valtaosan toimialan tuotoista.

## Markkinatrendit

Mobiilipeliala kehittyi nopeasti ja menestyminen nopeasti muuttuvilla markkinoilla vaatii yhtiöiltä muutoskykyä ja nopeutta vastata oikeisiin ja trendeihin. Käymme seuraavaksi lyhyesti läpi muutamia mobiilipelialan trendejä, joista suurimmalla osalla on vaikutusta myös Next

Gamesin liiketoimintaan.

### Markkinan konsolidaatio kiihtyy

Mobiilipelimarkkina on edelleen melko fragmentoitunut, mutta viime vuosina markkinan konsolidaatio on kiihtynyt selvästi. Kiristynyt kilpailu ja kasvanut riippuvuus käyttäjähankinnasta ovat mielestämme keskeiset markkinan konsolidaatiota ajavat trendit. Suurten peliyhtiöiden laajat peliportfoliot pienentävät yksittäiseen peliin liittyviä riskejä. Tällöin myös pelien ristiinmainostaminen omien pelien sisällä on tehokasta. Lisäksi riittävä skaala ja vahvat taloudelliset resurssit helpottavat pelinkehitystä ja käyttäjähankintaa.

Kasvaneiden skaalaetujen vuoksi yhä useampi peliyhtiö on ottanut yritysostot strategiassaan aiempaa keskeisempään rooliin. Listatuista mobiilipeliyhtiöistä esimerkiksi yhdysvaltalainen Zynga sekä ruotsalainen Stillfront ovat viime vuosina tehneet useita yrityskauppoja. Voimakas epäorgaaninen kasvu on palkittu sijoittajien toimesta myös pörssin puolella.

### Lisätty todellisuus (AR) ja sijaintipohjaiset pelit

Kesällä 2016 julkaistun Nianticin Pokemon GO -pelin erittäin kovan suosion myötä useat pelinkehittäjät kiinnostuivat AR:n ja sijaintitietojen potentiaalista mobiilipeleissä. Myös Next Games lähti trendiin mukaan varhaisessa vaiheessa Our World -pelillään. Lisätty todellisuus ja pelaajan sijainnin hyödyntäminen mahdollistavat täysin uudenlaisten pelikonseptien lisäksi myös uusia monetisaatiomahdollisuuksia, kuten sijaintipohjaisia mainoksia. Yksikään toinen peli ei ole kuitenkaan onnistunut vielä toistamaan

Pokemon GO:n kaltaista menestystä.

### Uusien markkinoiden avautuminen

Kehittyvät markkinat ja Aasia muodostavat Next Gamesille mielenkiintoisen mahdollisuuden tulevaisuuden kasvua ajatellen. Esimerkiksi tällä hetkellä Next Games ei operoi maailman suurimmalla mobiilipelimarkkinalla Kiinassa. Next Gamesin NML- ja Our World -pelit on kuitenkin julkaistu Japanissa. Japani on maailman kolmanneksi suurin mobiilipelimarkkina, missä mobiilipeleihin käytetään eniten rahaa pelaajaa kohden. Aasian mobiilipelimarkkinoille laajentuminen on kuitenkin haastavaa ja länsimaisilla peleillä on suhteellisen pieni osuus näillä markkinoilla.

### Kohoavat laatuvaatimukset

Mobiilipelimarkkinoiden voimakas kasvu ja matala alalle tulon kynnys on historiallisesti johtanut siihen, että mobiilipelin laatu on ollut hyvin vaihtelevaa. Nykyiset mobiililaitteet ovat suorituskyvyiltään jo lähes pelikonsolien tasolla ja tämä on mahdollistanut entistä laadukkaampien ja suurempien pelien tuomisen mobiiliin. Esimerkiksi suuren suosion saavuttanutta Epic Gamesin Fortnite-peliä pystyy pelaamaan niin konsolilla, PC:llä kuin mobiililaitteilla. Viime aikoina yhä useampia alkujaan konsolille/PC:lle kehitettyjä peli-IP:itä on alettu tuoda mobiililaitteille (esim. Call of Duty). Pelien laatutason kohotessa myös pelaajien odotukset pelejä kohtaan kasvavat, mikä nostaa rimaa kaikkien pelien osalta. Menestys vaatii siis jatkuvasti enemmän panostuksia laatuun, mikä voi pidentää mobiilipelin kehityssyklejä ja kasvattaa pelien tuotantobudjetteja.

# Markkina 3/3

## Käyttäjähankinnan kustannusten nousu

Mobiilipelien määrän kasvettua ja pelaajien pelattavissa olevan ajan pysyttyä suhteellisen vakiona, on kilpailu pelaajien käytettävissä olevasta ajasta ja rahasta kiristynyt merkittävästi viimeisen 5 vuoden aikana. Erottautuminen satojen tuhansien pelien joukosta on haastavaa ja peliyhtiöt voivat vaikuttaa tähän käytännössä pelien laadulla ja tehokkaalla käyttäjähankinnalla.

Yhä useammat peliyhtiöt käyttävät pelaajahankintaan vuositasolla kymmeniä ja jopa satoja miljoonia euroja. Kasvatavat panostukset käyttäjähankintaan ovat näkyneet käyttäjähankinnan yksikkökustannusten nousuna ja monilla yhtiöillä käyttäjähankintakulujen suhteellinen osuus liikevaihdosta on ollut kasvussa. Koronatilanne laski keväällä hetkellisesti digitaalisten mainoskanavien hintoja, mutta tilanne on sen jälkeen jo normalisoitunut. Pitkällä aikavälillä arvioimme käyttäjähankinnan kustannusten edelleen kasvavan.

## Analytiikan rooli korostuu

Analytiikan rooli mobiilipeliyhtiöiden liiketoiminnassa on erittäin tärkeä ja sen merkitys korostuu jatkuvasti entistä enemmän. Analytiikka mahdollistaa hienovaraisen analyysin ja pelaajakunnan segmentoinnin hyvin pieniin ryhmiin. Täten kehittäjät voivat testata erilaisia pelikokemuksia ja monetisaatiopolkuja pelien sisällä perustuen pelaajien toimintoihin ja ratkaisuihin.

Analytiikan avulla yhtiöt voivat myös optimoida ja tehostaa käyttäjähankintaa. Next Games on investoinut voimakkaasti omaan analytiikka-

alustaansa ja yhtiö on integroinut analytiikan tiukasti osaksi liiketoimintamalliaan.

## Yhteisöllisyyden merkityksen korostuminen peleissä

Käyttäjähankinnan kustannusten noustessa mobiilipeliyhtiöille on entistä tärkeämpää pyrkiä sitouttamaan pelaajat pysymään pelin parissa mahdollisimman pitkään. Peleihin pyritään luomaan yhteisöllisiä elementtejä, jolloin pelaajilla on entistä enemmän syitä palata takaisin peliin. Peliyhtiön näkökulmasta parhaassa tapauksessa peleihin rakennetut yhteisölliset/sosiaaliset elementit luovat pelaajille paineen palata peliin tekemään asioita oman yhteisön vuoksi. Tämä mahdollisesti lisää myös rahankäyttöä peleissä.

## Virtuaalitodellisuus (VR)

Virtuaalitodellisuus (VR) on ollut pelialan trendinä jo pitkään, mutta VR:n läpimurtoa ei ole vielä tapahtunut isommassa mittakaavassa. Toistaiseksi näyttää siltä, että VR-markkina kehittyy vielä hitaasti mobiilipeleissä, vaikka laitekanta on kasvanut viime vuosina edullisten mobiili VR-lasien myötä.

## Applen rajoitukset IDFA-tietojen jakamisessa vaikeuttavat käyttäjähankintaa

Apple aikoo rajoittaa IDFA-tietojen jakamista vuoden 2021 alkupuolella tulevan käyttöjärjestelmäpäivityksen (iOS 14) yhteydessä. IDFA on käyttäjiä yksilöivä tieto, jonka pohjalta mainospalvelut, kuten Facebook, tarjoavat mainostajille mahdollisuuden kohdentaa tarkasti mainontaa. Tämän poistaminen käytöstä, tai käytön rajoittaminen, estäisi mainostajia, kuten

peliyhtiöitä, tekemästä pelaajahankintaa yhtä kohdennetusti kuin nyt. Muutos on herättänyt peliyhtiöissä huolta käyttäjähankinnan kannattavuuden osalta jatkossa. Next Games näkee muutoksen lähtökohtaisesti hyvänä askeleena loppukäyttäjän kannalta, koska se rajoittaa mainosverkkojen markkinoinnin monopolia.

Next Games uskoo, että lisenssipelistrategian avulla yhtiö on hyvin asemoitunut vastaamaan IDFA-muutoksen tuomiin haasteisiin. Tunnettuihin brändeihin pohjautuvien pelien kautta yhtiöllä on jo olemassa oleva yleisö, kohderyhmät sekä keinot tavoittaa heidät tehokkaasti eri kanavien ja menetelmien kautta. Kaikki mainontaan liittyvät rajoitukset myös vahvistavat yhä enemmän olemassa olevan peliyhteisön ja faniyhteisön tärkeyttä.

IDFA-muutoksen lopullisia vaikutuksia mobiilipelimarkkinaan on vielä vaikea ennustaa. Google, Facebook ja muut mainostajat tulevat mahdollisesti tekemään isoja muutoksia toimintatapoihinsa tulevien vuosien aikana. Arvioimme suurimpien peliyhtiöiden pystyvän vastaamaan IDFA-muutokseen parhaiten. Niiden laajat peliportfoliot ja suuret pelaajamäärät helpottavat uusien pelien julkaisua olemassa olevia pelejä markkinointikanavina hyödyntäen. Pienten pelistudioiden voi olla entistä vaikeampi saada näkyvyyttä ja skaalata uusia pelejä markkinoille. Tämä voi entisestään kiihdyttää mobiilipelimarkkinan konsolidaatiota.

# Mobiilipelimarkkinan trendejä ja kilpailutekijät

## Markkinatrendi

AR, VR ja sijaintipohjaiset pelit	Uusia pelialustoja ja teknologioita syntyy
Markkinan konsolidaatio	Suurten yhtiöiden kilpailuedut vahvistuvat skaalan myötä
Kohoavat laatuvaatimukset	Hyvät pelit myyvät enemmän, huonot entistä vähemmän, pelien kehityskustannukset nousevat
Analytiikan rooli korostuu	Kustomoidut pelikokemukset ja monetisaatiopolut, tehokas käyttäjähankinta
Yhteisöllisyyden merkityksen korostuminen peleissä	Tiivis peliyhteisö parantaa pelaajien pysyvyyttä ja maksuhalukkuutta
Kilpailun jatkuva kiristyminen	Erottautuminen markkinalla jatkuvasti vaikeampaa
Käyttäjähankinnan kustannusten nousu	Mobiilipeliyhtiöiden kannattavuuspotentiaali heikkenee
Uusien markkinoiden avautuminen	Markkina kasvaa erityisesti Aasiassa

## Seuraus

## Keskeiset kilpailutekijät

**Pelin ominaisuudet:** 

**Menestyneiden mobiilipelien ominaisuuksiin kuuluvat usein:**

- Sosiaalinen aspekti pelaamisessa
- Strategisten päätösten tekeminen peleissä
- Uusi innovatiivinen tulokulma peliin

**Käyttäjähankinta:** 

**Pelien kasvattaminen edellyttää tehokasta pelaajahankintaa, mikä vaatii:**

- Vahvaa brändiä
- Pelaajien verkostoa
- Analytiikkaosaamista
- Taloudellisia resursseja

**Skaalautuvuus:** 

**Skaalautumisen edellytyksiä ovat:**

- Vahva teknologia-alusta
- Syvälinen analytiikka
- Skaalattavat ylläpitopalvelut

# Strategia

## Strategiset fokusalueet

Next Gamesin kasvustrategian perustana on kehittää mobiilipelejä tunnettujen viihdebrändien pohjalta. Yhtiö on määritellyt strategiassaan neljä seuraavaa fokusaluetta:

### Strategisten kumppanuuksien vahvistaminen:

Next Gamesin visio on olla massaviihdebrändien halutuin yhteistyökumppani. Next Games hallitsee koko arvoketjun pelin konseptoinnista ja kehityksestä julkaisuun ja markkinointiin. Yhtiö tarjoaa kokonaisvaltaista palvelua ja osaamista, jota suurin osa brändien omistajista tarvitsee.

**Aktiivinen brändiportfolion hallinta:** Next Games näkee lisenssipelistrategiansa kilpailuetuna, jolla vastataan nouseviin käyttäjähankinnan kustannuksiin sekä pelien laatuvaatimuksiin.

**Skaalaetujen saavuttaminen pelinkehityksessä yhtenäisellä teknologia-alustalla:** Yhtenäinen infrastruktuuri mahdollistaa jaettujen palvelujen, kuten analytiikan, asiakaspalvelun tai markkinoinnin operoimisen yhtenäistämistä. Teknologia-alusta mahdollistaa myös modulaarisen pelinkehityksen, eli koodin ja toiminnallisuuksien uudelleenkäytön pelien välillä.

**Pelien kehittäminen pelaajat edellä:** Liikevaihdon kasvun saavuttaminen vaatii asiakaslähtöisyyden ja ostokokemuksen kehittämistä yksilöllisten kokemusten avulla. Datan pohjalta erilaisille pelaajille voidaan tarjota räätälöityjä tarjouksia ja ostokokemuksia pelin sisällä.

## Strategia siirtymässä takaisin kasvuvaiheeseen

Vuoden 2017 listautumisen jälkeen Next Games lähti toteuttamaan kunnianhimoista uusiin pelijulkaisuihin nojaavaa kasvustrategiaansa.

Yhtiön organisaatio ja kulurakenne kasvoivat merkittävästi, mutta NML:n liikevaihdon lasku ja Our Worldin epäonnistunut julkaisu olivat selkeitä takaiskuja strategian toteutuksessa. Tämä johti yhtiön kassan kutistumiseen ja yhtiö joutui vuoden 2018 loppupuolella siirtämään fokustaan pelkän kasvun tavoittelusta kannattavuuteen. Vuonna 2019 yhtiö sopeutti kulurakennettaan, uudisti toimintamallejaan ja vahvisti kassaa 8 MEUR:n merkintäoikeusannilla.

Vuosi 2020 on osoittanut kannattavuuskäänteen onnistuneen ja yhtiö ohjeistaa nyt positiivista käyttökattetta. Myös kassatilanne on saatu vakautettua, mutta merkittävää liikkumavaraa se ei silti tarjoa seuraavien pelien julkaisuun. Vuosi 2021 tulee olemaan yhtiön kannalta kriittinen ja Stranger Things -pelin julkaisu määrittää yhtiön strategian seuraavat askeleet. Pelin menestyessä alkaa perusta tulevien vuosien kasvutarinalle näyttää huomattavasti nykyistä vakaammalta. Huonossa skenaariossa yhtiö voi joutua keräämään lisää pääomaa kasvustrategian seuraavien korttien kääntämiseksi.

## Taloudelliset tavoitteet

Next Gamesin uutena keskipitkän aikavälin tavoitteena on saavuttaa 250 MEUR:n vuosittainen liikevaihto sekä ylittää yli 23 %:n käyttökatemarginaaliin ja yli 18 %:n liikevoittomarginaaliin. Aluksi vahvaa kasvua tavoitellaan orgaanisesti, mutta tulevaisuudessa myös yritysostot ovat yhtiön mukaan mahdollisia. Orgaanisen kasvun kiihdyttäminen vaatii merkittäviä markkinointi-investointeja, jonka seurauksena lyhyellä aikavälillä tulostaso jää alle tavoitteiden. Kasvun toteutuessa kannattavuus alkaa kuitenkin parantua skaalaetujen myötä

pitkällä aikavälillä.

Mielestämme kannattavuustavoite on realistisesti saavutettavissa yhtiön tavoittelemassa liikevaihtoskaalassa kypsällä peliportfoliolla. Esimerkiksi verrokkiyhtiö Rovion numerot pitkälti heijastelevat tällä hetkellä tavoitteiden mukaista tasoa. Liikevaihdon osalta tavoite on todella kunnianhimoisen ja mielestämme tässä vaiheessa se heijastelee enemmän yhtiön ja sen hallituksen tahtotilaa voimakkaan kasvun tavoittelemiseksi. Tavoite vaatisi lähes liikevaihdon kymmenkertaistamista vuoden 2020 tasolta. Mielestämme Next Gamesilla on vielä paljon todistettavaa tulevien onnistuneiden pelijulkaisujen kautta ennen kuin liikevaihtotavoite alkaisi näyttää keskipitkällä aikavälillä (3-5v) realistiselta.

Mobiilipelimarkkinan dynamiikan vuoksi tavoite olisi huippuskenaariossa saavutettavissa yhdelläkin pelillä, mutta toimialan äärimmäisen kovan kilpailutilanteen vuoksi menestyspelien luomisen todennäköisyys on hyvin pieni. Siten tavoitteen saavuttaminen vaatisi yhtiöltä todennäköisesti useita vähintään kohtuullisen hyvin menestyviä pelejä. Tämänkaltaisen peliportfolion rakentaminen vaatii vielä reilusti aikaa ja resursseja.

Pitkällä aikavälillä, jos yhtiö onnistuu tuomaan markkinoille useita kaupallisesti menestyviä pelejä, alkaa yksittäisen pelin painoarvo laskea ja liiketoiminnasta tulee huomattavasti vakaampaa. Tämä laskisi selvästi yhtiön liiketoiminnan riskiprofiilia. Vakaa, kassavirtaa tuottava liiketoiminta mahdollistaisi uusien pelien kehittämisen tulorahoituksella ja myös osingonmaksun pitkällä aikavälillä.

# Strategia

2013  
-  
2017

2018  
-  
2020

2021-

## Startupista listayhtiöksi

- Päätös fokuoitetua lisenssipohjaisiin mobiilipeleihin
- Suhteiden luonti lisenssinhaltijoihin
- No Man's Land osoitus yhtiön kyvystä luoda menestyvä mobiilipeli

## Kasvuperustan rakentaminen

- Our World -pelin epäonnistunut julkaisu syventää tappioita ja heikentää kassatilannetta
- Fokus hetkellisesti kasvusta kannattavuuteen
- Investoinnit teknologia-alustaan ja uusien pelien kehitykseen

## Kasvun kiihdyttäminen

- Stranger Things -pelin asteittainen skaalaaminen vuonna 2021
- Blade Runner Rogue -pelin julkaisu pienellä tiimillä
- Uusien peliprojektien käynnistäminen
- Keskipitkän aikavälin (3-5v) tavoitteena:
  - Liikevaihto 250 MEUR
  - EBITDA > 23 %
  - EBIT > 18 %
- Kasvun vaatimat markkinointipanostukset painavat lähivuosina kannattavuutta

## Strategian Must Win Battles

### Toteutunut

- Kustannusrakenteen sopeutus
- Toimintamallien ja tuotekehitysprosessien uudistaminen
- 8 MEUR:n merkintäoikeusanti Q4'19:llä ja kassatilanteen vakauttaminen

### Lähitulevaisuus 1-2v

- Stranger Things -pelin menestys määrittelee yhtiön lähivuosien suunnan
- NML ja Our World tuovat vakaata, asteittain laskevaa kassavirtaa
- Skaalaetujen saavuttaminen pelinkehityksessä yhtenäisellä teknologia-alustalla
- Strategisten kumppanuuksien vahvistaminen brändilisenssien omistajien kanssa
- Aktiivinen peliportfoliohallinta ja pelien kehittäminen pelaajat edellä

### Seuraavat 5 vuotta

- Useiden onnistuneiden pelijulkaisujen myötä peliportfolio huomattavasti hajautetumpi, eikä niin riippuvainen yksittäisen pelin menestyksestä
- Positiivinen kassavirta mahdollistaa liiketoiminnan kasvattamisen tulorahoituksella
- Pitkällä aikavälillä yritysostot mahdollisia strategian onnistuessa
- Optio globaalin hittipelin luomisesta, jolloin mahdollisuus räjähtävään kasvuun

# Taloudellinen tilanne

## Liikevaihdon räjähtävä kasvu taittui listautumisen jälkeen

Next Games listautui pörssiin vuoden 2017 maaliskuussa taustallaan vahvat kasvuluvut, kun sen liikevaihto kasvoi 220 % 31,1 MEUR:oon vuonna 2016 NML:n menestyksen myötä. Vuonna 2017 liikevaihto kasvoi 4 % 32,5 MEUR:oon, mikä oli listautumisen aikaisiin odotuksiin nähden selvä pettymys. Kasvun hyytymisen taustalla oli NML:n liikevaihdon lasku Q4'16-Q1'17 nähdystä huipputasosta, jolloin peli ylsi noin 11 MEUR:n liikevaihtoon kvartaalissa.

Vuonna 2018 liikevaihto kasvoi 9 % 35,2 MEUR:oon. Kasvua tuki Our Worldin julkaisu Q3:lla, mutta NML:n edellisvuotta matalampi liikevaihto painoi kasvua. Vuonna 2019 liikevaihto pysyi vakaana 34,7 MEUR:ssa. Vuonna 2020 live-pelien liikevaihto on jatkanut asteittain laskevalla trendillä ja Next Games ohjeistaa liikevaihtonsa asettuvan 26-28 MEUR:n haarukkaan.

## Historiallisesti heikko tuloskehitys

Next Gamesin listautumisen aikaan oli selvää, että yhtiö panostaa lähivuodet peliportfolionsa rakentamiseen, mikä onnistuessaan mahdollistaa pitkällä aikavälillä kannattavan kasvun. Vuosien 2017-2019 toteutunut kehitys on silti ollut selvästi listautumisen aikaisia odotuksia heikompaa.

Next Gamesin kumulatiivinen liiketappio (IFRS) vuosilta 2016-2019 on noin -31,6 MEUR, josta yli puolet selittyy vuoden 2018 tappioilla. Next Games teki voimakkaita käyttäjähankinta- ja markkinointi-investointeja Our Worldin julkaisun yhteydessä Q3'18:lla. Panostusten jälkeen pelissä ilmenneiden teknisten ongelmien vuoksi päivittäisten pelaajien lukumäärä ja pelaajien

maksuhalukkuus laskivat selvästi. Tämä heijastui suoraan pelistä saatavaan liikevaihtoon ja sitä kautta vuoden 2018 tulokseen (EBIT -16,9 MEUR).

Vuonna 2019 Next Gamesin fokus kääntyi kasvusta kannattavuuteen suurten tappioiden heikennettyä yhtiön rahoitusasemaa. Tammikuussa 2019 yhtiö lopetti jo tuotannossa olleen NBC Universalin peliprojektin. Helmikuussa yhtiö sai 26 henkilön vähennykseen johtaneet yt-neuvottelut päätökseen. Kustannussäästötoimet alkoivat tuottaa tuloksia vuoden 2019 aikana ja liiketappio pieneni -7,4 MEUR:oon.

Vuodelle 2020 Next Games ohjeistaa jo positiivista käyttökatetta ja ennustamme liiketappion olevan -2,8 MEUR. Next Gamesin kannattavuutta painavat vielä panostukset uusiin peleihin. Yhtiön live-pelien kannattavuus eli julkaisuutoiminnan käyttökatte oli H1'20:llä 3,4 MEUR (EBITDA-% 24 %). Julkaisuutoiminnan liikevoitto oli 2,6 MEUR (EBIT-% 18 %).

## Tase ja rahoitusasema

Next Games siirtyi IFRS-kirjanpitoon vuoden 2018 lopussa, mikä toi muutoksia yhtiön taseeseen. Suurimpana yksittäisenä muutoksena oli tuotekehitysmenojen aktivointi, jotka aiemmin näkyivät suoraan kuluina. Vuosina 2018-2019 kehitysmenoja aktivoitiin noin 5 MEUR ja 2,4 MEUR (H1'20: 1,7 MEUR). Kehitysmenot poistetaan 3 vuodessa menoihin liittyvän pelin globaalin julkaisun jälkeen.

Next Gamesin taseen loppusumma oli H1'20 lopussa 33,1 MEUR. Varojen puolella suurimmat erät olivat aineettomat hyödykkeet (11 MEUR), saamiset (5,0 MEUR) ja kassa (6,5 MEUR). Lisäksi taseessa oli liikearvoa (3,3 MEUR) ja aineellisia

hyödykkeitä (4,7 MEUR), josta valtaosa selittyy IFRS 16:n vaikutuksella.

Vastattavaa puolella oma pääoma oli 21,3 MEUR. Korollista velkaa yhtiöllä oli 0,6 MEUR:n Tekeslainan verran. IFRS 16:n myötä vuokrasopimuksista muodostui noin 3,8 MEUR vierasta pääomaa. Loput vastattavaa puolesta koostui saaduista ennakoista (2,0 MEUR), ostoveloista (2,1 MEUR), sekä siirtoveloista ja muista veloista (3,1 MEUR).

Next Gamesin kassa on heikentynyt selvästi listautumisen jälkeen liiketoiminnan tappioiden myötä. Kassa oli vuoden 2017 lopussa noin 26,4 MEUR ja Q2'19 lopussa enää 4,8 MEUR. Q4'19:llä yhtiö toteutti 8 MEUR:n merkintäoikeusannin rahoitusasemansa vahvistamiseksi, mikä dilutoi yhtiö osakekantaa noin 33 %:lla. Vuoden 2020 onnistuneen kannattavuuskäänteen ansiosta kassatilanne (H1'20: 6,5 MEUR) on nyt vakautunut.

## Kustannusrakenne

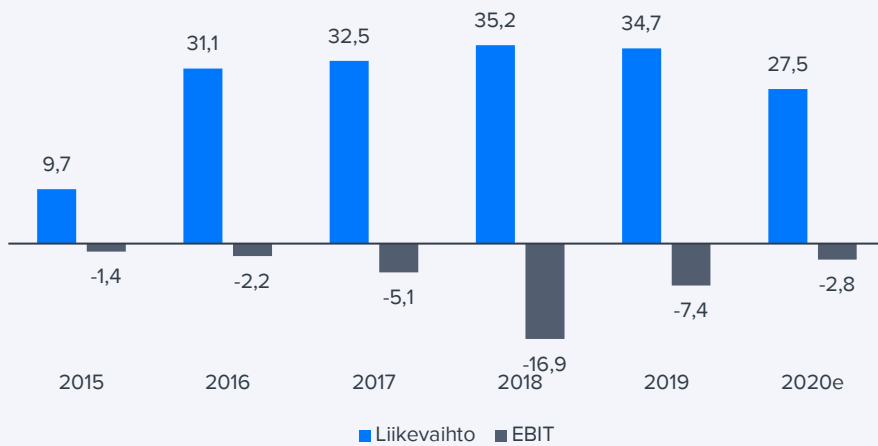
Next Gamesin kulurakenne muodostuu pääosin liikevaihdon mukana muuttuvista kulueristä. Yhtiön bruttokate on vaihdellut 54-60 %:n välillä vuosina 2016-2019, kun liikevaihdesta on vähennetty Applen/Googlen 30 %:n jakelukustannus, lisenssimaksut sekä serverikulut.

Myynnin ja markkinoinnin kustannukset (2019: 51 % lv:sta), josta valtaosa on käyttäjähankintaa, on Next Gamesin suurin kuluerä. Arvioimme näiden kulujen olevan lähivuosina noin 35-40 % Next Gamesin liikevaihdesta ja niiden suhteellinen osuus riippuu uusien pelien skaalaamisvauhdista.

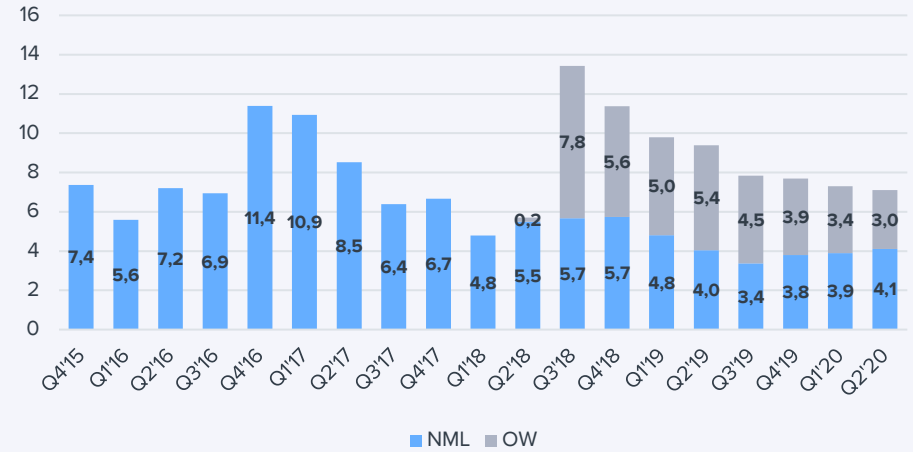
Kulurakenteessa pääosin kiinteitä kustannuksia ovat tuotekehityskustannukset ja hallinnon kustannukset, joiden suhteellinen osuus liikevaihdesta pienenee kasvun mukana.

# Taloudellinen tilanne

## Liikevaihto ja liikevoitto



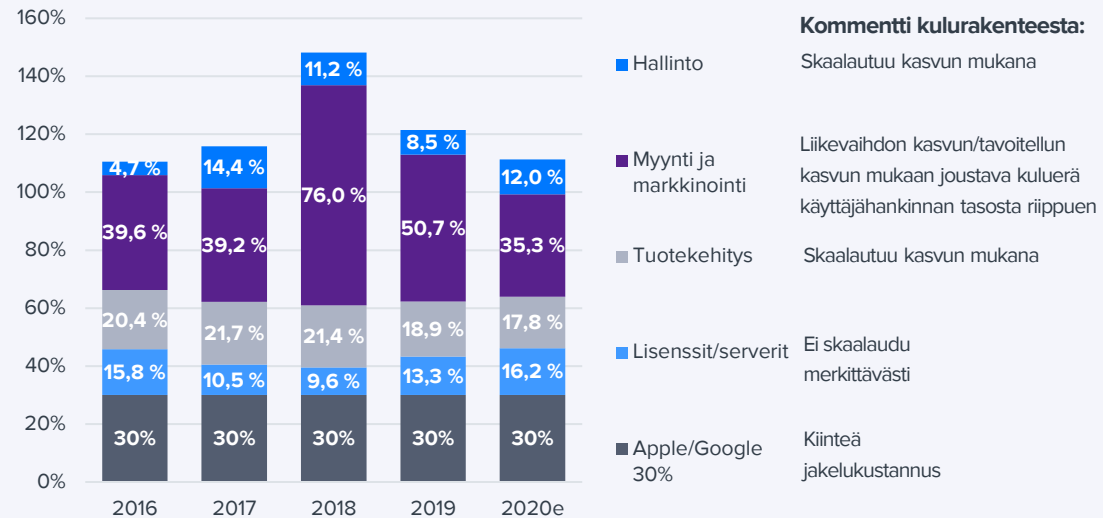
## Liikevaihto kvartaaleittain\*



## Kassatilanne (MEUR)



## Kustannusrakenne %-liikevaihdosta



### Kommentti kulurakenteesta:

Skaalautuu kasvun mukana

Liikevaihdon kasvun/tavoitellun kasvun mukaan joustava kuluerä käyttäjähankinnan tasosta riippuen

Skaalautuu kasvun mukana

Ei skaalaudu merkittävästi

Kiinteä jakelukustannus

Lähde: Inderes \*Q4'19-Q2'20 Inderesin arvioita bruttomyyntin pohjalta

# Sijoitusprofiili

## Korkean riskin kasvuyhtiö

Sijoittajaprofiililtaan Next Games on korkean riskiprofiilin kasvuyhtiö. Yhtiö operoi nopeasti kasvavalla mobiilipelimarkkinalla, jossa markkinatrendit ja liiketoimintamallit kehittyvät edelleen voimakkaasti. Nopeasti kasvava markkina on houkuttelut paikalle myös paljon kilpailua ja pitkäkestoisen menestymisen saavuttaminen toimialalla on hyvin haastavaa.

Viimeisen reilun vuoden aikana Next Gamesin sijoitusprofiili on muuttunut asteittain kriisiyhtiöstä/käänneyhtiöstä takaisin kasvuyhtiöiden lokeroon yhtiön onnistuneen suunnanmuutosprojektin jälkeen. Tämä on näkynyt myös osakkeen arvostuksessa ja markkina on jälleen alkanut hinnoitella osaketta tulevien pelien kasvuodotuksien valossa.

Next Games tavoittelee voimakasta kasvua uusien pelijulkaisujen avulla. Vuosi 2021 tulee olemaan yhtiön kannalta kriittinen ja Stranger Things -pelin julkaisu määrittää yhtiön tarinan seuraavat askeleet. Pelin menestyessä alkaa perusta tulevien vuosien kasvutarinalle näyttää huomattavasti vakaammalta. Huonossa skenaariossa yhtiö voi joutua keräämään jälleen lisää pääomaa kasvutarinan seuraavien korttien kääntämiseksi. Next Gamesin kehitysvaiheesta ja toimialan luonteesta johtuen yhtiön liiketoiminnan riskiprofiili on mielestämme tällä hetkellä Helsingin pörssin korkeimmasta päästä.

Pitkällä aikavälillä, jos yhtiö onnistuu tuomaan markkinoille useita kaupallisesti menestyviä pelejä, alkaa yksittäisen pelin painoarvo laskea ja liiketoiminnasta tulee huomattavasti vakaampaa. Kasvustrategian onnistuessa ja yhtiön edetessä

kohti tavoitteitaan, olisi osakkeessa luonnollisesti merkittävää nousupotentiaalia.

## Potentiaali ja arvoajurit

**Stranger Things -pelin menestys:** Lähivuosien kasvu lähes kokonaan pelin harteilla. Onnistuessaan pelistä tulisi Next Gamesille tärkeä kassavirtaa tuottava tukijalka, jonka turvin kehittää seuraavia menestyspelejä.

**Riittävän kokoluokan saavuttaminen uusilla pelijulkaisuilla:** Yksittäisen peliin liittyvät riskit olisivat tällöin huomattavasti pienemmät. Skaalan myötä kannattavuudella olisi potentiaalia nousta kohti yhtiön tavoittelemia tasoja (EBIT >18 %).

**Lisenssipeleillä erottautuminen markkinalla:** Tunnettu IP luo orgaanisia latauksia ja helpottaa käyttäjähankintaa. Brändilisenssien omistajat tukevat pelien markkinointia. Vastapainona osa pelien tuottamasta liikevaihdosta menee lisenssinhaltijoille.

**Oma teknologia-alusta tuo skaalautuvuutta pelinkehitykseen:** Next Games on viime vuosina panostanut merkittävästi oman teknologia-alustansa kehittämiseen ja uudistanut tuotekehityksensä toimintatapoja. Jaettu alusta ja työkalut mahdollistavat ohjelmistokoodin uudelleenkäytön eri projektien välillä. Tällä voidaan vähentää jokaisen pelin perusteiden kehittämiseen kuluvan ajan ja vaivan määrää.

**Mahdollisuus globaaliin hittipeliin:** Next Games tekee pelejä maailmanlaajuisesti tunnetuista viihdebrändeistä suurten kumppanien, kuten Netflixin kanssa. Erittäin hyvässä skenaariossa uusi pelijulkaisu voi skaalautua nopeastikin miljoonapäiselle pelaajakunnalle, jolloin

tuottopotentiaali olisi merkittävä.

## Keskeiset riskit

### Lähivuosien kasvu Stranger Thingsin harteilla:

Pelin epäonnistunut julkaisu todennäköisesti syventäisi Next Gamesin tappioita ja heikentäisi rahoitusasemaa. Tällöin yhtiö voisi joutua keräämään lisää pääomia, mikä todennäköisesti tarkoittaisi dilutoivaa osakeantia.

**Nykyisten live-pelien odotuksia nopeampi liikevaihdon lasku:** Molemmat The Walking Dead -pelit ovat elinkaareltaan jo kypsässä vaiheessa ja tuottavat Next Gamesille tällä hetkellä hyvää kassavirtaa asteittain laskevalla liikevaihtoprofiililla.

**Tulevien peliprojektien viivästyminen:** Next Gamesilla on kehityspotken alkupäässä tällä hetkellä 3 projektia. Näiden ja muiden tulevien projektien kehittämisellä julkaisuun asti on merkittävä vaikutus yhtiön kasvunäkymiin vuodesta 2022 eteenpäin.

**Markkinan muutosnopeus ja kireä kilpailu:** Menestyspelien ennakoitu ja pitkäkestoisen menestyksen saavuttaminen on hyvin haastavaa.

**Käyttäjähankinnan kustannusten nousu:** Käyttäjähankinta on suuri kuluerä kaikille mobiilipeliyhtiöille ja digitaalisten mainosalustojen hinnat ovat nousseet viime vuosina merkittävästi. Nousevat kustannukset rajoittavat mobiilipeliyhtiöiden kannattavuuspotentiaalia.



# Sijoitusprofiili

1.

**Korkean riskin kasvuyhtiö**

2.

**Nopeasti kasvava markkina**

3.

**Kunnianhimoiset tavoitteet viestivät vahvasta kasvuhaluudesta**

4.

**Stranger Things -pelin menestys määrittelee yhtiön suunnan**

5.

**Taloudellinen asema ei jätä olennaista liikkumavaraa epäonnistumisille**

## Potentiaali



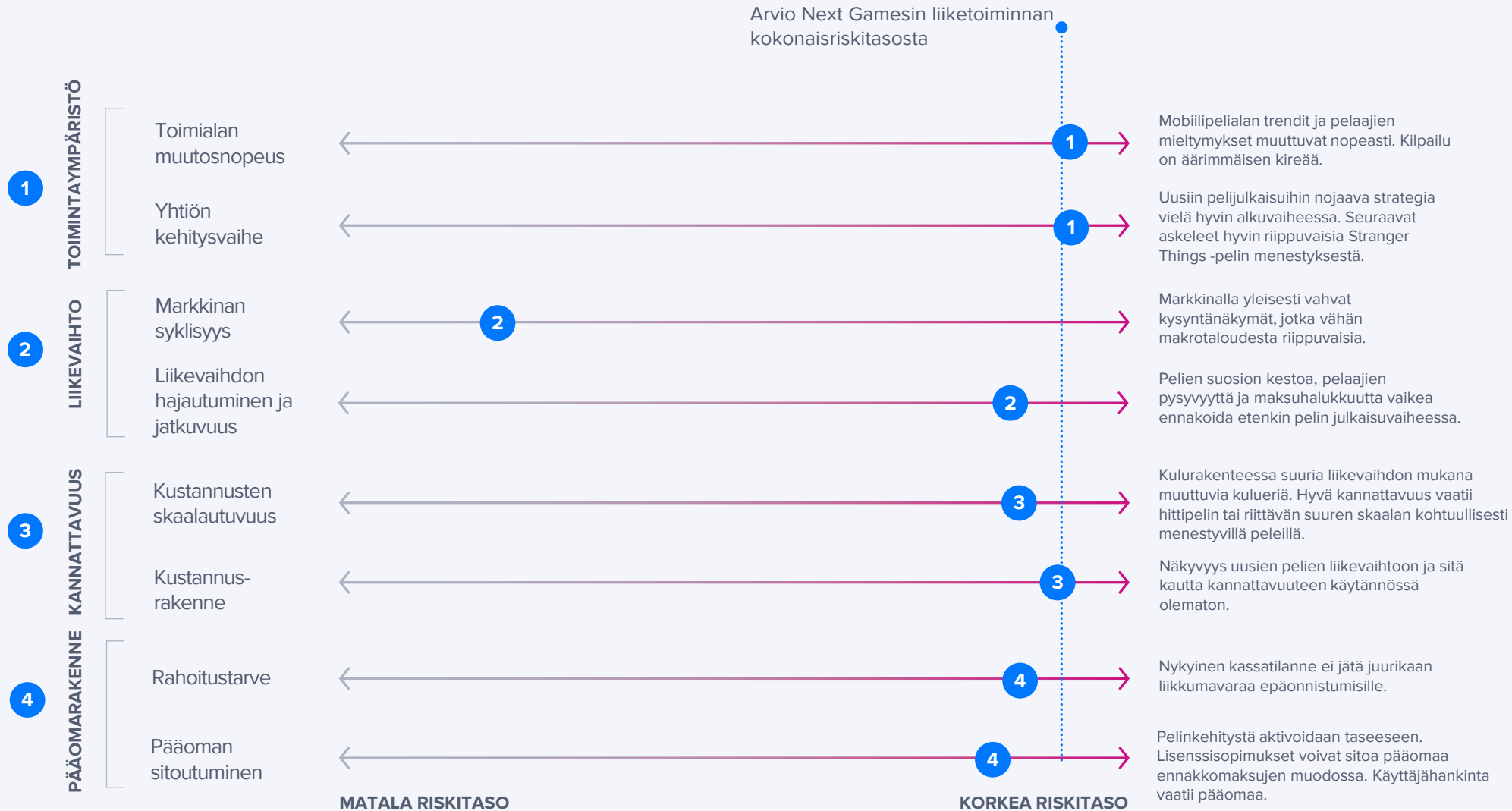
- Uusien pelijulkaisujen menestyminen ja riittävän kokoluokan saavuttaminen
- Lisenssipeleillä helpompi saada näkyvyyttä kilpaillulla markkinalla
- Investoinnit teknologia-alustaan tuovat skaalautuvuutta pelinkehitykseen
- Mahdollisuus globaaliin hittipeliin, mutta todennäköisyys on hyvin pieni

## Riskit



- Lähivuosien kasvu lähes kokonaan Stranger Things -pelin harteilla
- Nykyisten live-pelien suosion odotuksia nopeampi lasku
- Tulevien peliprojektien viivästyminen
- Nopeasti muuttuvat markkinan trendit ja kiristynvä kilpailu
- Käyttäjähankinnan kustannusten nousu

# Liiketoimintamallin riskiprofiili



# Ennusteet ja arvonnääritys 1/4

## Ennusteet

### Ennusteiden lähtökohdat

Näkyvyys Next Gamesin liikevaihtoon ja kannattavuuteen on rajallinen, mikä tekee yhtiön liiketoiminnan ennustamisesta hyvin haastavaa. Tulevien pelien menestystä on vaikea ennakoita, eikä markkinointi/käyttäjähankintapanostusten suuruuteen ole näkyvyyttä, sillä nämä riippuvat myös pelien menestyksestä. Mitä paremmalta pelin tunnusluvut näyttävät, sitä enemmän peliin kannattaa hankkia pelaajia, jos mallinnettu pelaajan elinkaariarvo ylittää käyttäjähankinnan yksikkökustannuksen (LTV > CPI). Edellä mainittujen tekijöiden vuoksi ennusteisiin liittyy huomattavaa ennusteriskiä. Ennusteisiin voi tulla rajujakin muutoksia (ylös- tai alaspäin), kun uusia pelejä julkaistaan ja niiden liikevaihdosta ja kannattavuudesta saadaan uutta informaatiota.

Ennustamme Next Gamesin liikevaihtoa pelien päivittäisten pelaajien lukumäärän (DAU) sekä niiden tuoman keskimääräisen liikevaihdon (ARPDau) kautta. Pelikohtaiset ennusteet löytyvät seuraavan sivun taulukosta.

Ennustamme nykyisten live-pelien (NML ja Our World) jatkavan lähivuosina asteittain laskevalla liikevaihtotrendillä. Blade Runner Rogue -pelin julkaisun odotamme ajoittuvan Q1'21:lle. Pelin live-tiimi tulee Next Gamesin arvion mukaan todennäköisesti olemaan alussa pienempi kuin esimerkiksi NML:ssä. Tämän ja pelin pitkäsi venyneen tuotantovaiheen vuoksi liikevaihto-odotuksemme peliltä ovat tässä vaiheessa matalat.

Vuoden 2021 kasvun suhteen kaikki panokset on ladattu Stranger Things -pelin harteille. Peli on julkaistu ensimmäisillä markkinoilla joulukuussa ja peliä tullaan skaalaamaan asteittain ylöspäin useammilla markkinoilla. Next Games kommentoi marraskuun CMD:llä, että pelin skaalausnopeuden ennustaminen on vielä tässä vaiheessa haastavaa. Pelistä annetut lisätiedot CMD:llä vahvistivat pelissä olevan selvää potentiaalia. Kuitenkin vasta tulevien kuukausien aikana nähdään, miten peli onnistuu murtautumaan kovasti kilpailtuun Puzzle RPG -pelien markkinalle. Tunnetun brändin ja sarjakuvamaisen teeman lisäksi peli pyrkii erottautumaan kilpailussa syvempien pelimekaniikoiden avulla.

Next Gamesilla on lisäksi 3 uutta projektia kolmen eri lisenssinhaltijan kanssa kehityspotken alkupäässä, joista arvioimme mukaan on odotettavissa merkittävämpää liikevaihtoa aikaisintaan vuonna 2022.

Kannattavuuden osalta odotamme bruttokatteen pysyvän lähivuosina vakaana 56 %:ssa. Myynnin ja markkinoinnin kulujen odotamme olevan 35 % liikevaihdosta vuonna 2020 ja osuuden nousevan 42-40 %:iin vuosina 2021-2022 Next Gamesin skaalatessa uusia pelejä ylöspäin. Muiden kulujen (tuotekehitys ja hallinto) suhteellisen osuuden liikevaihdosta ennustamme laskevan voimakkaasti kasvun mukana. Kokonaisuudessaan arvioimme kuitenkin kannattavuuden pysyttelevän lähivuosina matalalla tasolla uusien pelien vaatimien panostusten vuoksi.

Olemme tehneet tämän raportin yhteydessä ennusteisiimme tarkennuksia vain verojen osalta. Arvioimme yhtiön maksettavien tuloverojen

olevan keskipitkällä aikavälillä lähellä nollaa historiassa kertyneistä vähennyskelpoisista tappioista johtuen.

### Vuoden 2020 ennusteet

Next Games ohjeistaa vuodelle 2020 26-28 MEUR:n liikevaihtoa ja positiivista käyttökatetta. Ennusteemme on linjassa näkymien kanssa ja odotamme liikevaihdon laskevan 21 % 27,5 MEUR:oon ja käyttökatteen olevan 1,1 MEUR. Poistot painavat liikevoiton ennusteessamme -2,8 MEUR pakkaselle.

### Lähivuosien ennusteet

Vuonna 2021 ennustamme Stranger Things -pelin julkaisun myötä liikevaihdon kasvavan 66 % 46 MEUR:oon. Pelin julkaisu ja skaalaaminen vaativat panostuksia markkinointiin ja käyttäjähankintaan, jonka vuoksi emme odota kasvun näkyvän vielä erityisen vahvasti kannattavuudessa (2021e EBIT: -1,1 MEUR).

Vuodelle 2022 ennustamme 23 %:n liikevaihdon kasvua Stranger Thingsin ja vielä tuntemattomien seuraavien peliprojektien ajamana. Kasvun myötä ennustamme yhtiön kannattavuuden skaalautuvan asteittain ja liikevoiton kääntyvän ensimmäistä kertaa lievästi positiiviseksi (EBIT-% 2 %).

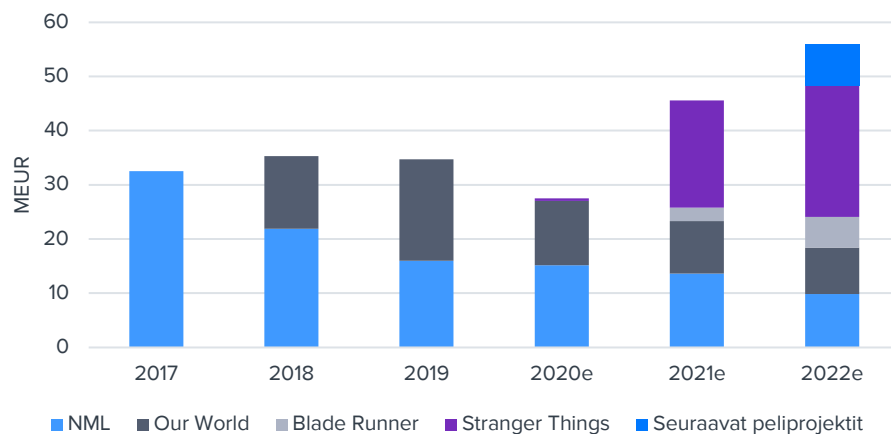
Korostamme, että näkyvyys vuosille 2021-2022 on vielä hyvin rajallinen ja ennusteet tulevat tarkentumaan, kun seuraavista peleistä saadaan julkaisun jälkeen konkreettisia tunnuslukuja. Myöskään vuotta 2022 pidemmälle menevien ennusteiden tarkempi tarkastelu ei ole tässä vaiheessa mielekästä ennen kuin lyhyen aikavälin tilanne selkeytyy.

# Pelikohtaiset ennusteet

Pelikohtainen liikevaihto	2017	2018	2019	Q1'20*	Q2'20*	Q3'20e	Q4'20e	2020e	Q1'21e	Q2'21e	Q3'21e	Q4'21e	2021e	2022e
<b>Liikevaihto (MEUR)</b>	<b>32,5</b>	<b>35,2</b>	<b>34,7</b>	<b>7,3</b>	<b>7,1</b>	<b>6,2</b>	<b>6,9</b>	<b>27,5</b>	<b>9,9</b>	<b>11,1</b>	<b>12,0</b>	<b>12,6</b>	<b>45,6</b>	<b>56,0</b>
NML	32,5	21,9	16,0	3,9	4,1	3,4	3,7	15,1	3,6	3,4	3,3	3,3	13,6	9,9
Our World		13,4	18,7	3,4	3,0	2,7	2,7	11,9	2,6	2,5	2,4	2,2	9,7	8,6
Blade Runner								0,0	0,1	0,4	0,8	1,2	2,5	5,6
Stranger Things							0,5	0,5	3,6	4,8	5,5	5,9	19,8	24,3
Seuraavat peliprojektit														7,6
Tunnusluvut	2017	2018	2019	Q1'20	Q2'20	Q3'20e	Q4'20e	2020e	Q1'21e	Q2'21e	Q3'21e	Q4'21e	2021e	2022e
<b>DAU (MKPL)</b>	<b>0,43</b>	<b>0,59</b>	<b>0,34</b>	<b>0,25</b>	<b>0,23</b>	<b>0,21</b>	<b>0,22</b>	<b>0,22</b>	<b>0,40</b>	<b>0,46</b>	<b>0,49</b>	<b>0,52</b>	<b>0,47</b>	<b>0,52</b>
NML	0,43	0,29	0,19	0,16	0,16	0,14	0,15	0,15	0,15	0,15	0,14	0,14	0,14	0,12
Our World		0,30	0,15	0,08	0,07	0,07	0,07	0,07	0,07	0,06	0,06	0,05	0,06	0,05
Blade Runner									0,01	0,02	0,04	0,06	0,03	0,07
Stranger Things									0,18	0,23	0,25	0,27	0,23	0,28
<b>ARPDau (EUR)</b>														
NML	0,20	0,21	0,23	0,27	0,28	0,27	0,27	0,27	0,26	0,26	0,26	0,26	0,26	0,23
Our World		0,25	0,34	0,45	0,46	0,46	0,46	0,46	0,44	0,44	0,45	0,45	0,45	0,46
Blade Runner									0,20	0,20	0,22	0,22	0,21	0,22
Stranger Things									0,22	0,23	0,24	0,24	0,23	0,24

Lähde: Inderes / Next Games, \*Inderesin arvio bruttomyyntin pohjalta

Liikevaihto peleistään



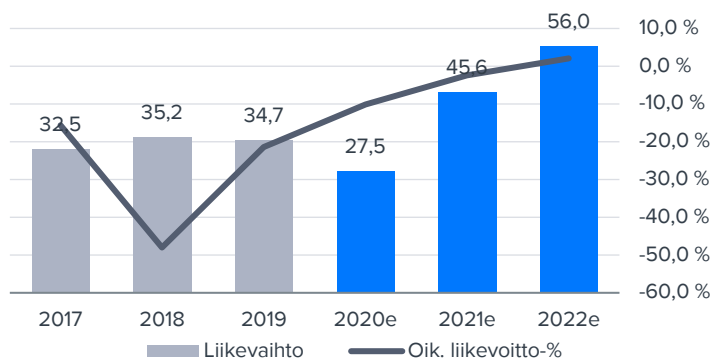
# Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2017	H1'18	H2'18	2018	H1'19	H2'19	2019	H1'20	H2'20e	2020e	2021e	2022e
<b>Liikevaihto</b>	<b>32,5</b>	<b>10,5</b>	<b>24,8</b>	<b>35,2</b>	<b>19,2</b>	<b>15,5</b>	<b>34,7</b>	<b>14,4</b>	<b>13,1</b>	<b>27,5</b>	<b>45,6</b>	<b>56,0</b>
<b>Käyttökate</b>	<b>-4,7</b>	<b>-4,8</b>	<b>-10,4</b>	<b>-15,3</b>	<b>-1,5</b>	<b>-2,0</b>	<b>-3,5</b>	<b>0,3</b>	<b>0,8</b>	<b>1,1</b>	<b>2,8</b>	<b>4,9</b>
Poistot ja arvonalennukset	-0,4	-0,1	-1,5	-1,7	-2,0	-2,0	-4,0	-1,9	-2,0	-3,9	-3,9	-3,7
<b>Liikevoitto ilman kertaeriä</b>	<b>-5,1</b>	<b>-5,0</b>	<b>-12,0</b>	<b>-16,9</b>	<b>-3,5</b>	<b>-3,9</b>	<b>-7,4</b>	<b>-1,6</b>	<b>-1,2</b>	<b>-2,8</b>	<b>-1,1</b>	<b>1,2</b>
<b>Liikevoitto</b>	<b>-5,1</b>	<b>-5,0</b>	<b>-12,0</b>	<b>-16,9</b>	<b>-3,5</b>	<b>-3,9</b>	<b>-7,4</b>	<b>-1,6</b>	<b>-1,2</b>	<b>-2,8</b>	<b>-1,1</b>	<b>1,2</b>
Nettorahoituskulut	-0,5	0,3	-0,1	0,1	-0,2	0,0	-0,2	-0,2	-0,1	-0,3	-0,2	-0,2
<b>Tulos ennen veroja</b>	<b>-6,0</b>	<b>-4,8</b>	<b>-12,1</b>	<b>-16,9</b>	<b>-3,7</b>	<b>-4,0</b>	<b>-7,8</b>	<b>-1,9</b>	<b>-1,3</b>	<b>-3,1</b>	<b>-1,3</b>	<b>1,0</b>
Verot	-0,1	-0,7	-0,4	-1,2	-0,3	-0,2	-0,5	0,1	0,3	0,4	0,3	0,0
Vähemmistöosuudet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Nettotulos</b>	<b>-6,1</b>	<b>-5,5</b>	<b>-12,5</b>	<b>-18,0</b>	<b>-4,0</b>	<b>-4,3</b>	<b>-8,3</b>	<b>-1,8</b>	<b>-1,0</b>	<b>-2,8</b>	<b>-1,1</b>	<b>1,0</b>
<b>EPS (oikaistu)</b>	<b>-0,34</b>	<b>-0,30</b>	<b>-0,68</b>	<b>-0,98</b>	<b>-0,20</b>	<b>-0,21</b>	<b>-0,41</b>	<b>-0,06</b>	<b>-0,04</b>	<b>-0,10</b>	<b>-0,04</b>	<b>0,03</b>
<b>EPS (raportoitu)</b>	<b>-0,34</b>	<b>-0,30</b>	<b>-0,68</b>	<b>-0,98</b>	<b>-0,20</b>	<b>-0,21</b>	<b>-0,41</b>	<b>-0,06</b>	<b>-0,04</b>	<b>-0,10</b>	<b>-0,04</b>	<b>0,03</b>

Tunnusluvut	2017	H1'18	H2'18	2018	H1'19	H2'19	2019	H1'20	H2'20e	2020e	2021e	2022e
<b>Liikevaihdon kasvu-%</b>	4,4 %	-46,1 %	90,3 %	8,6 %	83,5 %	-37,5 %	-1,5 %	-25,1 %	-15,3 %	-20,7 %	65,8 %	22,8 %
<b>Käyttökate-%</b>	-14,4 %	-45,9 %	-42,2 %	-43,3 %	-7,9 %	-12,7 %	-10,0 %	2,3 %	6,0 %	4,1 %	6,2 %	8,7 %
<b>Oikaistu liikevoitto-%</b>	-15,6 %	-47,3 %	-48,3 %	-48,0 %	-18,2 %	-25,5 %	-21,4 %	-11,0 %	-9,2 %	-10,2 %	-2,5 %	2,1 %
<b>Nettotulos-%</b>	-18,9 %	-53,0 %	-50,4 %	-51,2 %	-21,0 %	-27,5 %	-23,9 %	-12,4 %	-7,7 %	-10,2 %	-2,3 %	1,7 %

Lähde: Inderes

Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys



# Ennusteet ja arvonmääritys 2/4

## Arvonmääritys

### Sijoitusnäkemys

Next Gamesin arvo on hyvin riippuvainen tulevien pelijulkaisujen menestyksestä. Heikko näkyvyys tekee liiketoiminnan ennustamisesta todella haastavaa ja ennusteriskit ovat korkeat. Siten yhtiön arvostukselle on vaikea hakea vahvoja tukipisteitä tulevien vuosien ennusteista.

Yhtiön kehitysvaiheesta johtuen tulosohjaisista kertoimista ei saada arvostukselle tukea lähivuosina. Pelkkään liikevaihtokertoimeen nojaaminen on kuitenkin haastavaa, sillä mobiilipelin liikevaihtoa pystyy kasvattamaan käyttäjähankintapainostuksia nostamalla. Käyttäjähankintaa tehdään pelaajan elinkaariarvoon (LTV) pohjautuvien mallien perusteella, ja LTV:n taustalla olevat parametrit (esim. pelaajien pysyvyys ja maksuhalukkuus) voivat muuttua matkan varrella. Siten etenkin uuden pelin kohdalla käyttäjähankinnan kannattavuuteen liittyy näkemyksemme mukaan normaalia enemmän riskejä, ja kasvun luomaa arvoa on vaikea arvioida pelin skaalausvaiheessa.

Next Gamesin historiallinen kehitys ei anna vielä riittäviä perusteita nojata yhtiön kasvustrategian onnistumiseen ja siten pitkän aikavälin potentiaaliin. Heikon näkyvyyden ja korkean riskitason vuoksi osakkeen kurssiliikkeet tulevat olemaan todennäköisesti jatkossakin voimakkaita riippuen siitä, miten markkinat hinnoittelevat riskejä ja odotuksia tulevien pelien osalta osakkeeseen.

Mielestämme yhtiön tämän hetkiseen markkina-arvoon (67 MEUR) on hinnoiteltu riskeihin nähden

liikaa odotuksia tulevilta peleiltä. Toistamme osakkeen myy-suosituksen ja 1,3 euron tavoitehinnan. Negatiivinen näkemyksemme osakkeesta on tämän vuoden peliyhtiöarvossa ollut täysin väärä, mutta vasta ensi vuoden aikana arvostusta päästään kunnolla peilaamaan fundamentteihin Stranger Thingsin julkaisun myötä.

### Arvostuskertoimet ja vertailuryhmä

Ennusteillamme Next Gamesin 2020e-2021e EV/Liikevaihto-kertoimet ovat 2,4x ja 1,5x. Kertoimet ovat nousseet merkittävästi alkuvuoden tasosta (0,6x-0,5x) osakkeen kurssinousun myötä, jonka taustalla on näkemyksemme mukaan erityisesti koko pelisektorin selvästi kohonneet arvostustasot. Myös Next Gamesin onnistunut kannattavuuskäännö on tukenut arvostuksen nousua.

Koronatilanteen tuoma kysynnän kasvu pelaamista kohtaan on heijastunut koko pelisektorin arvostuksiin voimakkaan positiivisesti. Next Gamesin mobiilipeliverrokkien mediaaniarvostus liikevaihtokertoimella mitattuna on yli tuplaantunut maaliskuun alusta. Olemme koostaneet sivulle 33 yhteenvedon verrokkiryhmän kasvu- ja kannattavuusluvuista.

Pääosin moninkertaisesti Next Gamesia suuremmista ja laajemmat peliportfoliot omaavista yhtiöistä koostuvan vertailuryhmän mediaani EV/Liikevaihto-kertoimet vuosille 2020-2021 ovat 2,5-2,0x. Next Gamesia hinnoitellaan vuoden 2020 kertoimella noin 3 %:n ja ensi vuoden kertoimella noin 29 %:n alennuksella suhteessa verrokkiryhmään. Mielestämme Next Gamesia pitäisi hinnoitella tällä hetkellä selvästi verrokkeja

matalammilla kertoimilla johtuen yhtiön pienemmästä kokoluokasta, ohuemmista taloudellisista muskeleista sekä merkittävästä riippuvuudesta yksittäisistä peleistä.

Yksikään vertailuryhmän yhtiöistä ei ole luonnollisesti liiketoiminnaltaan/kehitysvaiheeltaan täysin vertailukelpoinen Next Gamesin kanssa. Liikevaihdon kokoluokaltaan lähimpänä yhtiötä olevia MAG Interactivea ja G5 Entertainmentia hinnoitellaan tälle vuodelle 2,1x ja 2,4x liikevaihtokertoimilla.

Helsingin pörssin toiseen mobiilipeliyhtiö Rovioon nähden (1,2-1,1x) Next Gamesin liikevaihtokertoimet ovat selvästi korkeampia. Preemiota voi perustella Next Gamesin vahvemmalla kasvunäkymällä, mutta vastapainona Rovion taloudellinen asema, kokoluokka sekä peliportfolion laajuus on täysin eri kaliiberia.

Kokonaisuutena pelisektorin vahvat kysyntänäkymät ja korkeat arvostustasot tukevat myös Next Gamesin arvostusta. Mielestämme arvostuksen tulisi kuitenkin tällä hetkellä heijastella vahvemmin yhtiön kasvuun liittyvää merkittävää epävarmuutta.

# Ennusteet ja arvonmääritys 3/4

## Osakkeen kehityksen suhteen piirrettävissä hyvin erilaisia skenaarioita 12kk tähtämällä

Olemme havainnollistaneet Next Gamesin osakkeen haastavaa hinnoitteludynamiikkaa kolmen skenaarion avulla. Käytämme muuttujina vuoden 2021 liikevaihtoa sekä yhtiölle hyväksyttävää liikevaihtokerrointa, joista molemmat ovat riippuvaisia seuraavien pelien menestyksestä. Laskelman yksinkertaistamiseksi olemme oletaneet nettokassan pysyvän vakiona ennusteisimme pohjautuvan perusskenaarion tasolla, vaikka heikossa/hyvässä skenaariossa kassatilanne todennäköisesti olisi jonkin verran heikompi/parempi.

Heikossa skenaariossa seuraavat pelijulkaisut eivät lähde liikkeelle odotetusti ja liikevaihdon kasvu (+15 %) jää odotuksiin nähden vaisuksi. Tämä heijastuisi todennäköisesti myös osakkeen arvostuskertoimiin negatiivisesti, ja olettamalla liikevaihtokertoimen painuvan takaisin lähemmäs alkuvuodesta nähtyjä tasoja, olisi osakkeessa yli 60 % laskuvaraa. Heikko skenaario ei huomioi tuolloin todennäköisesti syvenevien tappioiden myötä mahdollisesti tarvittavaa uutta omaa pääomaa ja siitä aiheutuvaa osakekannan diluutiota.

Ennusteeseemme pohjautuvassa perusskenaariossa oletamme liikevaihdon kasvavan 66 % ja liikevaihtokertoimen olevan 1,0x tasolla, mikä olisi suunnilleen samalla tasolla kuin Roviolla. Mielestämme Next Gamesia pitäisi hinnoitella tällä hetkellä verrokkeja matalammilla kertoimilla johtuen yhtiön pienemmästä kokoluokasta, ohuemmista taloudellisista

muskeleista sekä merkittävästä riippuvuudesta yksittäisistä peleistä. Myös perusskenaariossa osakkeen tuotto-odotus jää selvästi negatiiviseksi. Tämän valossa osakemarkkinalla on tällä hetkellä meidän näkemykseemme nähden hyvin poikkeavat odotukset Next Gamesin kasvusta ja/tai hyväksyttävästä arvostustasosta.

Hyvässä skenaariossa oletamme Stranger Things -pelin lähtevän ensi vuonna todella merkittävään kasvuun ja liikevaihdon kasvavan 136 %. Vahvan kasvun luoman positiivisen sentimentin myötä oletamme liikevaihtokertoimen (1,5x) olevan lähempänä verrokkiryhmää. Tässä skenaariossa osakkeessa olisi edelleen reilusti nousuvaraa (+47 %).

Vuonna 2021	Heikko	Perus	Hyvä
<b>Liikevaihto MEUR</b>	32	46	65
<b>x kerroin liikevaihto</b>	0,8	1,0	1,5
<b>= Yritysarvo</b>	25	46	98
<b>+Nettokassa</b>	1	1	1
<b>=Markkina-arvo</b>	26	46	98
<b>Osakekurssi 2021</b>	0,9	1,7	3,5
<b>Tuotto</b>	-61 %	-31 %	47 %

# Ennusteet ja arvonmääritys 4/4

## DCF-malli

DCF-malli kuvaa hyvin Next Gamesin arvon herkkyyttä keskeisille muuttujille (kasvu, kannattavuus ja tuottovaatimus). Skenaariosta riippuen Next Gamesille voidaan perustella selvästi nykykurssia matalampi tai korkeampi arvo.

DCF-mallin pohjalla olevat lyhyen aikavälin ennusteet olemme käyneet läpi ennustekappaleessa. Pitkän aikavälin ennusteissa oletamme Next Gamesin liikevaihdon kasvavan vuosina 2023-2027 keskimäärin noin 9 %:n vauhtia ja kannattavuuden olevan keskimäärin noin 7 %:n tasolla. Vuodesta 2028 eteenpäin olemme käyttäneet ikuisuusoletuksena 3 %:n kasvua ja 10 %:n EBIT-%.

Pääoman kustannus (WACC) on asetettu 15 %:iin heijastellen Next Gamesin korkeaa riskiprofiilia. Olemme havainnollistaneet Next Gamesin arvon herkkyyttä tuottovaatimuksen muutoksille oikealla olevassa kuviossa nykyisten ennusteidemme mukaisessa skenaariossa.

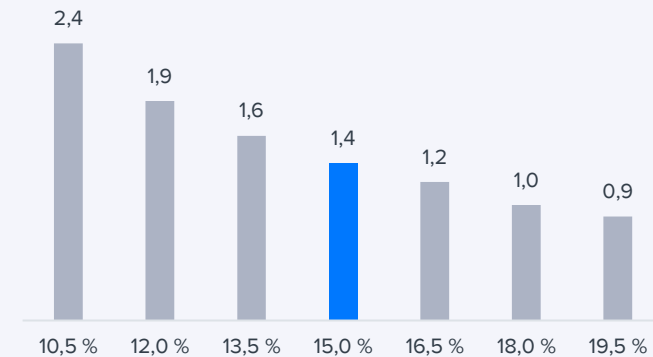
DCF-mallimme mukainen oman pääoman arvo Next Gamesille on 38 MEUR tai 1,36 euroa osakkeelta. Mallin antama arvo on hyvin herkkä tulevien pelien liikevaihdon ja kannattavuuden kehitykselle, mitä havainnollistamme seuraavaksi kahdella esimerkillä.

Jos nykyisiä vuosien 2021-2022 liikevaihtoennusteitamme leikkaa noin 20 %:lla, vuosien 2023-2027 keskimääräiseksi kasvuksi olettaa noin 5 % ja kannattavuusoletuksen laskee

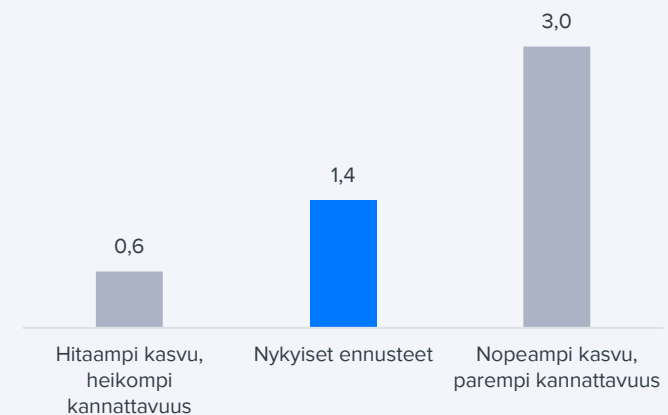
5 %:n tasolle vuodesta 2022 eteenpäin, antaa malli Next Gamesin arvoksi noin 0,6 euroa osakkeelta.

Vastaavasti, jos mallissa olettaa vuosien 2021-2022 liikevaihdon olevan 20 % ennusteitamme korkeammalla, vuosien 2023-2027 keskimääräisen kasvun olevan 15 % ja kannattavuuden olevan 15 %:n tasolla pitkällä aikavälillä, antaa malli Next Gamesin arvoksi 3,0 euroa osakkeelta. Tässä skenaariossa Next Gamesin tuottovaatimus olisi todennäköisesti myös alhaisempi, jolloin yhtiön osakkeelle voitaisiin perustella myös selvästi korkeampi arvo. Esimerkiksi 11 %:n tuottovaatimuksella malli antaisi tällöin noin 5,0 euron osakekohtaisen arvon.

DCF arvo per osake (EUR) eri tuottovaatimuksilla



DCF arvo per osake eri skenaarioissa (WACC = 15 %)





# Vertailuryhmän kasvu ja kannattavuus

Mobiliilipeliyhtiöt	Liikevaihto 2019				Liikevaihdon kasvu-%					
	(MEUR)	2015	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e	
Zynga Inc	1 179	11 %	-3 %	16 %	5 %	71 %	45 %	22 %	6 %	
G5 Entertainment AB (publ)	117	48 %	34 %	120 %	28 %	-15 %	14 %	15 %	11 %	
Glu Mobile Inc	367	12 %	-20 %	43 %	28 %	14 %	33 %	10 %	11 %	
Stillfront Group AB (publ)	187	90 %	71 %	862 %	45 %	50 %	110 %	32 %	12 %	
MAG Interactive AB (publ)	16	-	73 %	-1 %	-9 %	-17 %	25 %	15 %	10 %	
Com2uS Corp	363	85 %	18 %	-1 %	-5 %	-2 %	8 %	29 %	10 %	
GungHo Online Entertainment Inc	833	-11 %	-27 %	-18 %	0 %	16 %	-13 %	0 %	-7 %	
Rovio Entertainment Oyj	289	-10 %	35 %	55 %	-5 %	5 %	-1 %	4 %	7 %	
Ten Square Games SA	57	-10 %	35 %	55 %	-5 %	5 %	110 %	23 %	14 %	
<b>Mediaani</b>	<b>289</b>	<b>11 %</b>	<b>34 %</b>	<b>43 %</b>	<b>0 %</b>	<b>5 %</b>	<b>25 %</b>	<b>15 %</b>	<b>10 %</b>	
<b>Keskiarvo</b>	<b>379</b>	<b>27 %</b>	<b>24 %</b>	<b>126 %</b>	<b>9 %</b>	<b>14 %</b>	<b>37 %</b>	<b>17 %</b>	<b>8 %</b>	
<b>Next Games (Inderes)</b>	<b>35</b>	<b>-</b>	<b>220 %</b>	<b>4 %</b>	<b>9 %</b>	<b>-2 %</b>	<b>-21 %</b>	<b>66 %</b>	<b>23 %</b>	

Lähde: Thomson Reuters, Capital IQ, Inderes

	EBIT-%								
	2015	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e	
Zynga Inc	-24 %	-13 %	3 %	1 %	19 %	22 %	22 %	23 %	
G5 Entertainment AB (publ)	7 %	8 %	9 %	10 %	5 %	13 %	13 %	15 %	
Glu Mobile Inc	-2 %	-37 %	-30 %	-3 %	9 %	12 %	16 %	18 %	
Stillfront Group AB (publ)	6 %	27 %	13 %	26 %	28 %	30 %	32 %	33 %	
MAG Interactive AB (publ)	28 %	14 %	-6 %	-9 %	-9 %	9 %	12 %	12 %	
Com2uS Corp	38 %	37 %	38 %	30 %	27 %	24 %	27 %	28 %	
GungHo Online Entertainment Inc	47 %	42 %	37 %	29 %	30 %	28 %	29 %	27 %	
Rovio Entertainment Oyj	-	9 %	11 %	11 %	7 %	17 %	14 %	14 %	
Ten Square Games SA	-	-	4 %	16 %	26 %	33 %	36 %	36 %	
<b>Mediaani</b>	<b>7 %</b>	<b>11 %</b>	<b>9 %</b>	<b>11 %</b>	<b>19 %</b>	<b>22 %</b>	<b>22 %</b>	<b>23 %</b>	
<b>Keskiarvo</b>	<b>14 %</b>	<b>11 %</b>	<b>9 %</b>	<b>12 %</b>	<b>16 %</b>	<b>21 %</b>	<b>22 %</b>	<b>23 %</b>	
<b>Next Games (Inderes)</b>	<b>-73 %</b>	<b>-7 %</b>	<b>-16 %</b>	<b>-48 %</b>	<b>-21 %</b>	<b>-10 %</b>	<b>-2 %</b>	<b>2 %</b>	

Lähde: Thomson Reuters, Capital IQ, Inderes

# Vertailuryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E	
				2020e	2021e	2020e	2021e	2020e	2021e	2020e	2021e
Zynga Inc	9,79	8454	8318	20,6	16,6	19,3	15,7	4,5	3,7	25,7	22,8
G5 Entertainment	414,20	350	339	19,5	16,3	11,3	9,7	2,4	2,1	23,6	20,1
Glu Mobile	9,73	1390	1130	20,7	14,4	19,2	13,9	2,5	2,3	24,2	19,0
Rovio Entertainment	5,64	446	327	6,5	7,7	5,3	6,2	1,2	1,1	10,9	14,7
MAG Interactive	26,40	66	56					2,1	1,9		
Stillfront Group	1026,0	3179	3335	27,1	19,1	20,6	14,4	8,1	6,1	46,9	29,8
Com2uS Corp	153000,0	1468	974	10,4	7,2	9,5	7,0	2,5	2,0	17,4	12,7
GungHo Online Entertainment	2767,0	2083	1424	7,0	6,8	6,5	6,7	1,9	1,9	11,2	10,8
IGG Inc	8,12	1038	769	4,1	4,6	3,3	3,8	1,4	1,3	5,9	7,2
Ten Square Games SA	503,00	851	822	17,6	13,2	17,4	13,0	5,9	4,8	21,2	14,9
<b>Next Games (Inderes)</b>	<b>2,39</b>	<b>67</b>	<b>66</b>	<b>-23,7</b>	<b>-59,2</b>	<b>58,8</b>	<b>23,4</b>	<b>2,4</b>	<b>1,5</b>	<b>-24,0</b>	<b>-63,5</b>
<b>Keskiarvo</b>				<b>14,8</b>	<b>11,8</b>	<b>12,5</b>	<b>10,0</b>	<b>3,3</b>	<b>2,7</b>	<b>20,8</b>	<b>16,9</b>
<b>Mediaani</b>				<b>17,6</b>	<b>13,2</b>	<b>11,3</b>	<b>9,7</b>	<b>2,5</b>	<b>2,0</b>	<b>21,2</b>	<b>14,9</b>
<b>Erotus-% vrt. mediaani</b>						<b>420 %</b>	<b>140 %</b>	<b>-3 %</b>	<b>-29 %</b>		

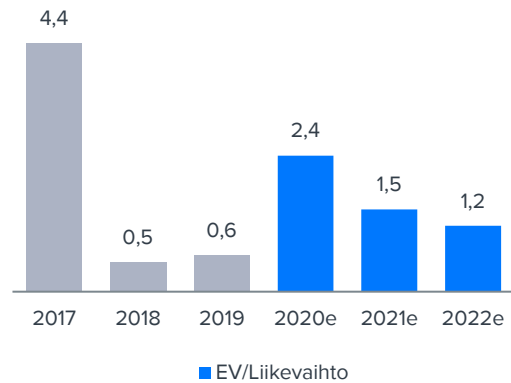
Lähde: Thomson Reuters / Inderes. Huomautus: Inderesin käyttämä markkina-arvo ei ota huomioon yhtiön hallussa olevia omia osakkeita.

# Arvostus yhteenveto

Arvostustaso	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Osakekurssi	9,23	1,06	0,89	<b>2,39</b>	<b>2,39</b>	<b>2,39</b>
Osakemäärä, milj. kpl	18,2	18,5	20,3	<b>28,0</b>	<b>28,0</b>	<b>28,0</b>
Markkina-arvo	168	20	25	<b>67</b>	<b>67</b>	<b>67</b>
Yritysarvo (EV)	143	18	22	<b>66</b>	<b>66</b>	<b>65</b>
P/E (oik.)	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	<b>70,1</b>
P/E	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	<b>70,1</b>
P/Kassavirta	16,1	neg.	16,6	neg.	>100	<b>58,1</b>
P/B	4,3	0,9	1,1	<b>3,3</b>	<b>3,5</b>	<b>3,4</b>
P/S	5,2	0,6	0,7	<b>2,4</b>	<b>1,5</b>	<b>1,2</b>
EV/Liikevaihto	4,4	0,5	0,6	<b>2,4</b>	<b>1,5</b>	<b>1,2</b>
EV/EBITDA (oik.)	neg.	neg.	neg.	<b>58,8</b>	<b>23,4</b>	<b>13,3</b>
EV/EBIT (oik.)	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	<b>56,5</b>
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0,0 %	0,0 %	<b>0,0 %</b>	<b>0,0 %</b>	<b>0,0 %</b>
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %	<b>0,0 %</b>	<b>0,0 %</b>	<b>0,0 %</b>

Lähde: Inderes

EV/Liikevaihto



# DCF-laskelma

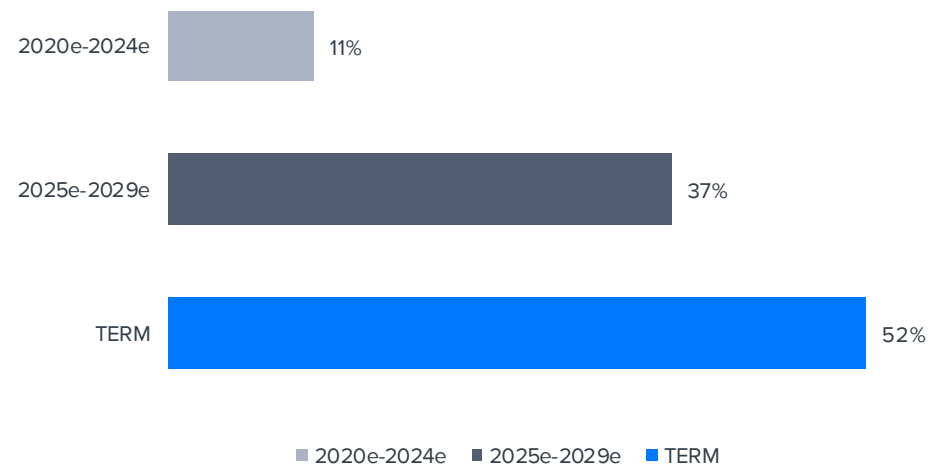
DCF-laskelma	2019	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	TERM
<b>Liikevoitto</b>	<b>-7,4</b>	<b>-2,8</b>	<b>-1,1</b>	<b>1,2</b>	<b>3,1</b>	<b>4,1</b>	<b>5,2</b>	<b>6,4</b>	<b>7,8</b>	<b>8,9</b>	<b>9,2</b>	
+ Kokonaispoistot	4,0	3,9	3,9	3,7	3,8	3,8	3,8	3,8	3,8	3,7	3,7	
- Maksetut verot	-0,1	0,3	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-1,8	-1,8	
- verot rahoituskuluista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	0,3	-0,1	0,2	-0,1	-0,1	0,2	0,2	0,1	0,2	0,1	0,1	
<b>Operatiivinen kassavirta</b>	<b>-3,2</b>	<b>1,3</b>	<b>3,2</b>	<b>4,8</b>	<b>6,7</b>	<b>8,0</b>	<b>9,2</b>	<b>10,4</b>	<b>11,7</b>	<b>11,0</b>	<b>11,2</b>	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-3,3	-3,0	-3,1	-3,6	-3,6	-3,6	-3,6	-3,6	-3,6	-3,6	-3,6	
<b>Vapaa operatiivinen kassavirta</b>	<b>-6,5</b>	<b>-1,7</b>	<b>0,1</b>	<b>1,2</b>	<b>3,1</b>	<b>4,4</b>	<b>5,6</b>	<b>6,8</b>	<b>8,1</b>	<b>7,4</b>	<b>7,6</b>	
+/- Muut	8,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	1,5	-1,7	0,1	1,2	3,1	4,4	5,6	6,8	8,1	7,4	7,6	65,0
<b>Diskontattu vapaa kassavirta</b>		<b>-1,7</b>	<b>0,1</b>	<b>0,9</b>	<b>2,0</b>	<b>2,5</b>	<b>2,7</b>	<b>2,9</b>	<b>3,0</b>	<b>2,4</b>	<b>2,1</b>	<b>18,3</b>
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		35,4	37,1	37,0	36,1	34,1	31,6	28,8	25,9	22,9	20,5	18,3
<b>Velaton arvo DCF</b>		<b>35,4</b>										
- Korolliset velat		-4,8										
+ Rahavarat		7,7										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
<b>Oman pääoman arvo DCF</b>		<b>38,1</b>										
<b>Oman pääoman arvo DCF per osake</b>		<b>1,36</b>										

## Pääoman kustannus (wacc)

Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	0,0 %
Vieraan pääoman kustannus	5,0 %
Yrityksen Beta	1,50
Markkinoiden riski-premio	4,75 %
Likviditeettipremio	5,90 %
Riskitön korko	2,0 %
<b>Oman pääoman kustannus</b>	<b>15,0 %</b>
<b>Pääoman keskim. kustannus (WACC)</b>	<b>15,0 %</b>

Lähde: Inderes

## Rahavirranjakauma jaksoittain



# Tase

Vastaavaa	2018	2019	2020e	2021e	2022e
<b>Pysyvät vastaavat</b>	<b>22,8</b>	<b>21,7</b>	<b>20,9</b>	<b>20,0</b>	<b>19,9</b>
Liikearvo	3,3	3,3	3,3	3,3	3,3
Aineettomat hyödykkeet	10,3	10,6	10,6	10,1	10,3
Käyttöomaisuus	6,7	5,3	4,4	4,1	3,8
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	0,4	0,2	0,1	0,1	0,1
Muut pitkäaikaiset varat	0,4	1,1	1,1	1,1	1,1
Laskennalliset verosaamiset	1,6	1,2	1,3	1,3	1,3
<b>Vaihtuvat vastaavat</b>	<b>13,6</b>	<b>12,9</b>	<b>9,3</b>	<b>10,7</b>	<b>12,1</b>
Vaihto-omaisuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	6,3	5,2	4,1	6,4	7,8
Likvidit varat	7,3	7,7	5,1	4,3	4,2
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>36,5</b>	<b>34,6</b>	<b>30,1</b>	<b>30,7</b>	<b>32,0</b>

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2018	2019	2020e	2021e	2022e
<b>Oma pääoma</b>	<b>22,9</b>	<b>22,8</b>	<b>20,0</b>	<b>19,0</b>	<b>19,9</b>
Osakepääoma	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Kertyneet voittovarot	-31,1	-38,9	-41,7	-42,7	-41,8
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	53,9	61,7	61,7	61,7	61,7
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Pitkäaikaiset velat</b>	<b>4,7</b>	<b>3,7</b>	<b>3,3</b>	<b>2,5</b>	<b>1,5</b>
Laskennalliset verovelat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lainat rahoituslaitoksilta	4,7	3,7	3,3	2,5	1,5
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Lyhytaikaiset velat</b>	<b>8,9</b>	<b>8,1</b>	<b>6,8</b>	<b>9,2</b>	<b>10,5</b>
Lainat rahoituslaitoksilta	1,2	1,2	1,0	1,0	1,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	7,7	7,0	5,8	8,2	9,5
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>36,5</b>	<b>34,6</b>	<b>30,1</b>	<b>30,7</b>	<b>32,0</b>

# Yhteenveto

Tuloslaskelma	2018	2019	2020e	2021e	Osakekohtaiset luvut	2018	2019	2020e	2021e
Liikevaihto	35,2	34,7	27,5	45,6	EPS (raportoitu)	-0,98	-0,41	-0,10	-0,04
Käyttökate	-15,3	-3,5	1,1	2,8	EPS (oikaistu)	-0,98	-0,41	-0,10	-0,04
Liikevoitto	-16,9	-7,4	-2,8	-1,1	Operat. kassavirta / osake	-0,78	-0,16	0,05	0,12
Voitto ennen veroja	-16,9	-7,8	-3,1	-1,3	Vapaa kassavirta / osake	-1,11	0,07	-0,06	0,00
Nettovoitto	-18,0	-8,3	-2,8	-1,1	Omapääoma / osake	1,24	1,12	0,72	0,68
Kertaluontoiset erät	0,0	0,0	0,0	0,0	Osinko / osake	0,00	0,00	0,00	0,00

Tase	2018	2019	2020e	2021e	Kasvu ja kannattavuus	2018	2019	2020e	2021e
Taseen loppusumma	36,5	34,6	30,1	30,7	Liikevaihdon kasvu-%	9 %	-2 %	-21 %	66 %
Oma pääoma	22,9	22,8	20,0	19,0	Käyttökateen kasvu-%	226 %	-77 %	-132 %	151 %
Liikearvo	3,3	3,3	3,3	3,3	Liikevoiton oik. kasvu-%	234 %	-56 %	-62 %	-60 %
Nettovelat	-1,4	-2,8	-0,8	-0,8	EPS oik. kasvu-%	190 %	-58 %	-76 %	-62 %
					Käyttökate-%	-43,3 %	-10,0 %	4,1 %	6,2 %
<b>Kassavirta</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020e</b>	<b>2021e</b>	Oik. Liikevoitto-%	-48,0 %	-21,4 %	-10,2 %	-2,5 %
Käyttökate	-15,3	-3,5	1,1	2,8	Liikevoitto-%	-48,0 %	-21,4 %	-10,2 %	-2,5 %
Nettokäyttöpääoman muutos	1,0	0,3	-0,1	0,2	ROE-%	-58,0 %	-36,3 %	-13,0 %	-5,4 %
Operatiivinen kassavirta	-14,4	-3,2	1,3	3,2	ROI-%	-49,3 %	-26,9 %	-11,1 %	-4,8 %
Investoinnit	-11,1	-3,3	-3,0	-3,1	Omavaraisuusaste	65,3 %	67,8 %	66,5 %	61,9 %
Vapaa kassavirta	-20,4	1,5	-1,7	0,1	Nettovelkaantumisaste	-6,2 %	-12,4 %	-4,2 %	-4,2 %

Suurimmat omistajat	%-osakkeista	Arvostuskertoimet	2018	2019	2020e	2021e
Ovaskainen Jari	26,4 %	EV/Liikevaihto	0,5	0,6	2,4	1,5
IDG Ventures USA III, L.P.	4,3 %	EV/EBITDA (oik.)	neg.	neg.	58,8	23,4
Hiitola Kalle	3,5 %	EV/EBIT (oik.)	neg.	neg.	neg.	neg.
Achrén Joakim	3,4 %	P/E (oik.)	neg.	neg.	neg.	neg.
Jumisko Jaakko	2,8 %	P/B	0,9	1,1	3,3	3,5
Achrén Mikael	2,5 %	Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %

Lähde: Inderes

# Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

Raporteilla esitettävä informaatio on hankittu useista eri julkisista lähteistä, joita Inderes pitää luotettavina. Inderesin pyrkimyksenä on käyttää luotettavaa ja kattavaa tietoa, mutta Inderes ei takaa esitettyjen tietojen virheettömyyttä. Mahdolliset kannanotot, arviot ja ennusteet ovat esittäjiensä näkemyksiä. Inderes ei vastaa esitettyjen tietojen sisällöstä tai paikkansapitävyydestä. Inderes tai sen työntekijät eivät myöskään vastaa raporttien perusteella tehtyjen sijoituspäätösten taloudellisesta tuloksesta tai muista vahingoista (välittömät ja välilliset vahingot), joita tietojen käytöstä voi aiheutua. Raportilla esitettyjen tietojen perustana oleva informaatio voi muuttua nopeastikin. Inderes ei sitoudu ilmoittamaan esitettyjen tietojen/kannanottojen mahdollisista muutoksista.

Tuotetut raportit on tarkoitettu informatiiviseen käyttöön, joten raportteja ei tule käsittää tarjoukseksi tai kehotukseksi ostaa, myydä tai merkitä sijoitustuotteita. Asiakkaan tulee myös ymmärtää, että historiallinen kehitys ei ole tae tulevasta. Tehdessään päätöksiä sijoitustoimenpiteistä, asiakkaan tulee perustaa päätöksensä omaan tutkimukseensa, sekä arvioonsa sijoituskohteen arvoon vaikuttavista seikoista ja ottaa huomioon omat tavoitteensa, taloudellinen tilanteensa sekä tarvittaessa käytettävä 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 osavuositarkastusten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvon mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmäärittymenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmäärittymenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

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

Osta	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on erittäin houkutteleva
Lisää	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on houkutteleva
Vähennä	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on heikko
Myy	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on erittäin heikko
	Osakkeen 12 kuukauden riskikorjatun kokonaistuotto-odotuksen yllä esitettyjen määritelmien mukainen arviointi on yhtiökohtaisia 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 analytikoilla tai Inderesin työntekijöillä ei voi olla 1) merkittävän taloudellisen edun ylittäviä omistuksia tai 2) yli 1 %:n omistusosuuksia missään tutkimuksen kohteena olevissa yhtiössä. Inderes Oy voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoitavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oy:n omistukset esitetään yksilöitynä mallisalkussa. Inderes Oy:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin laatineen analytikon palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oy:llä ei ole investointipankkiliiketoimintaa.

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

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

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

## Suositushistoria (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
13.6.2017	Lisää	8,50 €	7,50 €
17.7.2017	Lisää	8,50 €	7,41 €
4.9.2017	Lisää	12,50 €	12,00 €
3.11.2017	Vähennä	10,50 €	10,81 €
13.12.2017	Vähennä	9,00 €	9,00 €
31.1.2018	Vähennä	7,70 €	8,04 €
30.4.2018	Vähennä	5,40 €	5,60 €
27.6.2018	Myy	5,60 €	7,75 €
23.7.2018	Myy	5,90 €	7,42 €
28.8.2018	Vähennä	4,30 €	4,44 €
5.11.2018	Myy	2,00 €	2,40 €
7.12.2018	Vähennä	1,20 €	1,26 €
11.1.2019	Vähennä	2,00 €	2,07 €
18.2.2019	Vähennä	1,40 €	1,40 €
29.4.2019	Vähennä	1,40 €	1,42 €
4.6.2019	Vähennä	1,20 €	1,19 €
29.7.2019	Vähennä	1,50 €	1,54 €
26.9.2019	Vähennä	0,88 €	0,93 €
4.11.2019	Vähennä	0,82 €	0,85 €
1.3.2020	Myy	0,70 €	0,77 €
31.8.2020	Myy	1,10 €	1,58 €
26.11.2020	Myy	1,30 €	2,52 €
21.12.2020	Myy	1,30 €	2,39 €

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

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

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

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

### Inderes Oy

Itämerentori 2  
00180 Helsinki  
+358 10 219 4690

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



STARMINE  
ANALYST AWARDS  
FROM REFINITIV



THOMSON REUTERS  
ANALYST AWARDS



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



Mikael Rautanen  
2014, 2016, 2017, 2019



Sauli Vilén  
2012, 2016, 2018, 2019, 2020



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



Petri Kajaani  
2017, 2019, 2020



Joni Grönqvist  
2019, 2020



Erkki Vesola  
2018, 2020



Petri Gostowski  
2020



Atte Riikola  
2020



Olli Koponen  
2020



**Analyysi kuuluu  
kaikille.**