

Nexstim

Seurannan aloitus

30.5.2022 20:00



Antti Siltanen
+358 45 119 6869
antti.siltanen@inderes.fi

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde
res.

Tuloskäännettä stimuloimassa

Aloitamme uudelleen Nexstimin seurannan vähennä-suosituksella ja 4,6 euron tavoitehinnalla. Nexstim on terveysteknologiayhtiö, jonka magneettistimulaatiolaitteita käytetään vaativien aivoleikkausten suunnittelussa ja neurologisten sairauksien ja -häiriöiden hoidossa. Yhtiö on teknologisesti edistynyt niche-toimija suurilla megatrendien tukemilla markkinoilla. Nexstim on kaupallistamisessa vielä verrattain varhaisessa vaiheessa, mutta suuret tappiot ovat jäämässä historiaan. Osakkeen arvostus nojaa vahvasti tulevaisuuden odotuksiin erityisesti jatkuvan liikevaihdon kasvusta. Sijoittaja joutuukin kantamaan riskiä odotusten realisoitumisesta. Mielestämme arvostus on kohtuullinen, mutta ei tarjoa nykytasolla sijoittajille riittävää tuotto-odotusta suhteessa edelleen korkeaan riskiprofiiliin. Osake sopii mielestämme korkeaa riskiä sietävällä, kärsivälliselle kasvusijoittajalle.

Arvonluonnin ydin on jatkuvassa liikevaihdossa

Nexstim kehittää ja myy laitteistoja kahdella liiketoiminta-alueella: 1) diagnostiikkalaitteistoja käytetään pääosin sairaaloissa vaativien aivoleikkausten suunnittelussa ja 2) terapialaitteistoja käytetään yksityisillä klinikoilla ja sairaaloissa esimerkiksi vakavan masennuksen ja kivun hoidossa. Nexstimin liikevaihto muodostuu kolmesta lähteestä, joista kertakäyttöisistä ja palveluista muodostuva jatkuva liikevaihto on yhtiölle keskeisintä sen skaalautuvuuden ja kannattavuuden vuoksi. Lisäksi yhtiö myy laitteita ja saa tuloja teknologian lisensoinnista. Nexstim on myös perustumassa Yhdysvaltoihin yhteistyöklonikoiden palveluverkostoa ja tavoittelee osuutta niiden arvonmuodostuksesta. Yhtiön arvonluonti nojaa erittäin kannattavan ja skaalautuvan liikevaihdon kasvun varaan, joka edellyttää erityisesti terapia- ja yhdistelmälaitekannan kasvua. Liikevaihtoon ja erityisesti kassavirtaan vaikuttavat merkittävät lisenssimaksut, joita tuloutuu 3,5 MEUR lisenssointisopimuksen allekirjoitusmaksuna 2022 ja lisäksi arvioimme mukaan yhteensä 10 MEUR vuosina 2024-2029.

Odotuksissa erittäin epätasaista kasvua ja pysyvä kannattavuuskäänne

Yhtiö on ollut tappiollinen koko historiansa ajan. Sen tase on kuitenkin terve vuoden 2021 osakeannin, liikevaihdon kasvun ja kulukontrollin ansiosta. Odotamme tuloksen kääntyvän voitolliseksi tänä vuonna kertaluonteisen lisenssimaksun tukemana. Pysyvää voitollisuutta odotamme vuonna 2024 alkaen erityisesti jatkuvan liikevaihdon kasvun ja erinomaisen, yli 80 % myyntikatteen tukemana. Vuosina 2022-2025 CAGR-kasvuksi ennustamme 20 % vuosittaisten kasvuprosenttien vaihdella huomattavasti lisenssitulojen mukaan. Yhtiön kannattavuus skaalautuu tehokkaasti kasvun mukana. Pitkällä aikavälillä Nexstimillä onkin edellytykset nousta yli 20 % liikevoittotasolle huippukannattavan jatkuvan liikevaihdon kasvun ajamana, mikäli yhtiö onnistuu kasvustrategiaassaan.

Osakkeeseen on hinnoiteltu sisään enemmän onnistumisia kuin riskejä

Tukeudumme arvonmäärittämisessä EV/S-kertoimiin, verrokkianalyysiin ja DCF-malliin. Nexstimin 2022e EV/S on 3,1x (ilman lisenssituloja 4,7x) ja nousee 2023e 3,8x tasolle, kun lisenssimaksuja ei tuloudu. Mielestämme Nexstimin historiallisen arvostuksen, verrokkien ja sektorin yleisen arvostuksen pohjalta neutraali EV/S-kerroin on nykytilanteessa noin 3-4x (2022e). Kassavirtamallimme (DCF) antaa osakkeelle 4,75 euron arvon. Epävarmat lisenssitulot muodostavat valtaosan tämän vuosikymmenen ennustetuista kassavirroista ja selittävät 27 % osakkeen nykyarvosta. Vaikka osake ei ole kasvu- ja kannattavuusodotuksiin nähden kohtuuttomasti hinnoiteltu, sijoittajat eivät mielestämme saa riittävää korvausta korkean riskin kantamisesta tuotto-odotuksen muodossa.

Suositus

Vähennä

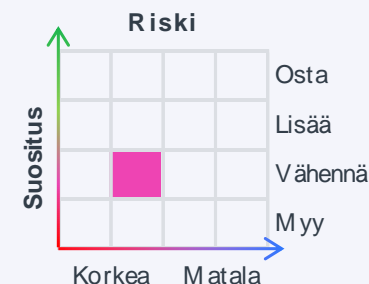
(aik. -)

4,60 EUR

(aik. -)

Osakekurssi:

4,85



Avainluvut

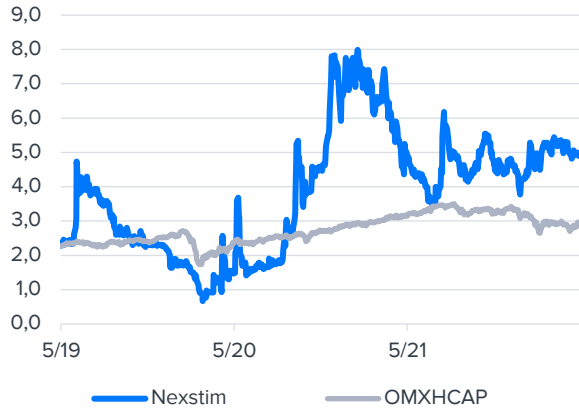
	2021	2022e	2023e	2024e
Liikevaihto	6,4	10,4	8,6	10,4
kasvu-%	56 %	63 %	-17 %	21 %
EBIT oik.	-1,5	2,3	-0,1	1,2
EBIT-% oik.	-22,7 %	21,6 %	-1,3 %	11,0 %
Nettotulos	-0,8	2,2	-0,2	1,1
EPS (oik.)	-0,11	0,30	-0,03	0,14
P/E (oik.)	neg.	16,4	neg.	33,5
P/B	10,9	6,6	6,9	5,7
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
EV/EBIT (oik.)	neg.	14,3	neg.	27,6
EV/EBITDA	neg.	11,9	97,9	20,1
EV/Liikevaihto	5,2	3,1	3,8	3,0

Lähde: Inderes

Ohjeistus

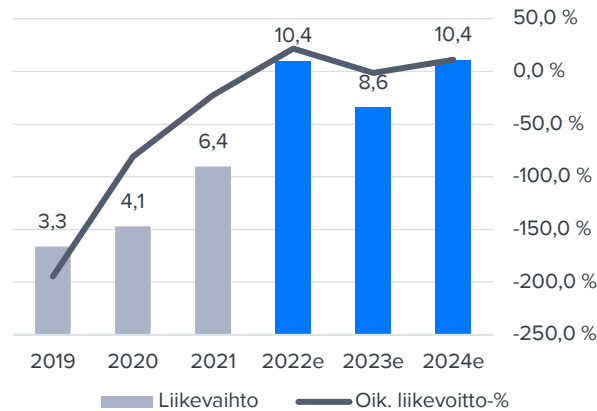
Yhtiö kertoo 2022 strategiseksi tavoitteikseen jatkaa kannattavaa liikevaihdon kasvua, saavuttaa ensimmäinen liikevoittollinen tilikausi samalla minimoiden tulevaisuuden pääomatarpeet ja laajentaa yhteistyöklonikoiden verkostoa erityisesti Yhdysvalloissa.

Osakekurssi



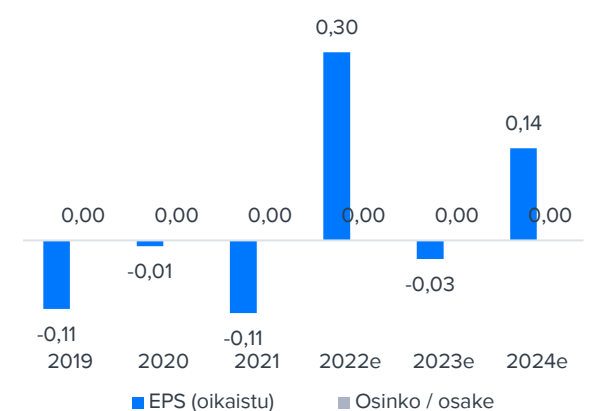
Lähde: Refinitiv

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



Arvoajurit

- Kasvava markkina ja taustalla vaikuttavat megatrendit
- Laitekannan kasvu ajaa kannattavaa ja skaalautuvaa jatkuvaa liikevaihtoa
- Lisensointisopimus tuo vahvaa kassavirtaa kuluvalla vuosikymmenellä
- Arvonluontimahdollisuudet yhteistyöklินิกoiden verkoston kasvattamisessa



Riskitekijät

- Kova kilpailu terapialiiketoiminassa voi syödä kasvua ja katteita
- Lisenssimaksujen ajoitukseen ja tasoon liittyy merkittävää epävarmuutta
- Yhtiö voi jäädä jälkeen kilpailijoista, jos nopeiden hoitoprotokollien kehitys epäonnistuu
- Yhtiön resurssit ovat pienet kilpailijoihin nähden
- Uusien osakeantien mahdollisuutta ei voida sulkea pois

Arvostustaso	2022e	2023e	2024e
Osakekurssi	4,85	4,85	4,85
Osakemäärä, milj. kpl	7,27	7,27	7,27
Markkina-arvo	35	35	35
Yritysarvo (EV)	32	33	32
P/E (oik.)	16,4	neg.	33,5
P/E	16,4	neg.	33,5
P/Kassavirta	17,7	neg.	27,8
P/B	6,6	6,9	5,7
P/S	3,4	4,1	3,4
EV/Liikevaihto	3,1	3,8	3,0
EV/EBITDA (oik.)	11,9	97,9	20,1
EV/EBIT (oik.)	14,3	neg.	27,6
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %

Lähde: Inderes

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus	6-8
Teknologia ja tuotteet	9-10
Liiketoimintamalli	11-14
Toimiala ja kilpailu	15-17
Strategia ja taloudelliset tavoitteet	18-20
Taloudellinen tilanne	21-23
Sijoitusprofiili	24-25
Ennusteet	26-30
Arvonmääritys	31-35
Taulukot	36-40
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	41

Nexstim lyhyesti

Nexstim on lääkkiteknologiayritys, joka pyrkii mahdollistamaan vaikeiden aivosairauksien ja -häiriöiden yksilöllisen ja tehokkaan diagnostiikan ja hoidon. Yhtiön laitteita käytetään aivoleikkausten suunnitteluun sekä vakavan masennuksen ja pitkittyneen kivun hoitoon.

2000

Perustamisvuosi

2014

Listautuminen First North -markkinapaikalle

6,4 MEUR (+56 % vs. 2020)

Liikevaihto 2021

+34 % 2018-2021

Liikevaihdon keskimääräinen kasvu

58% / 42%

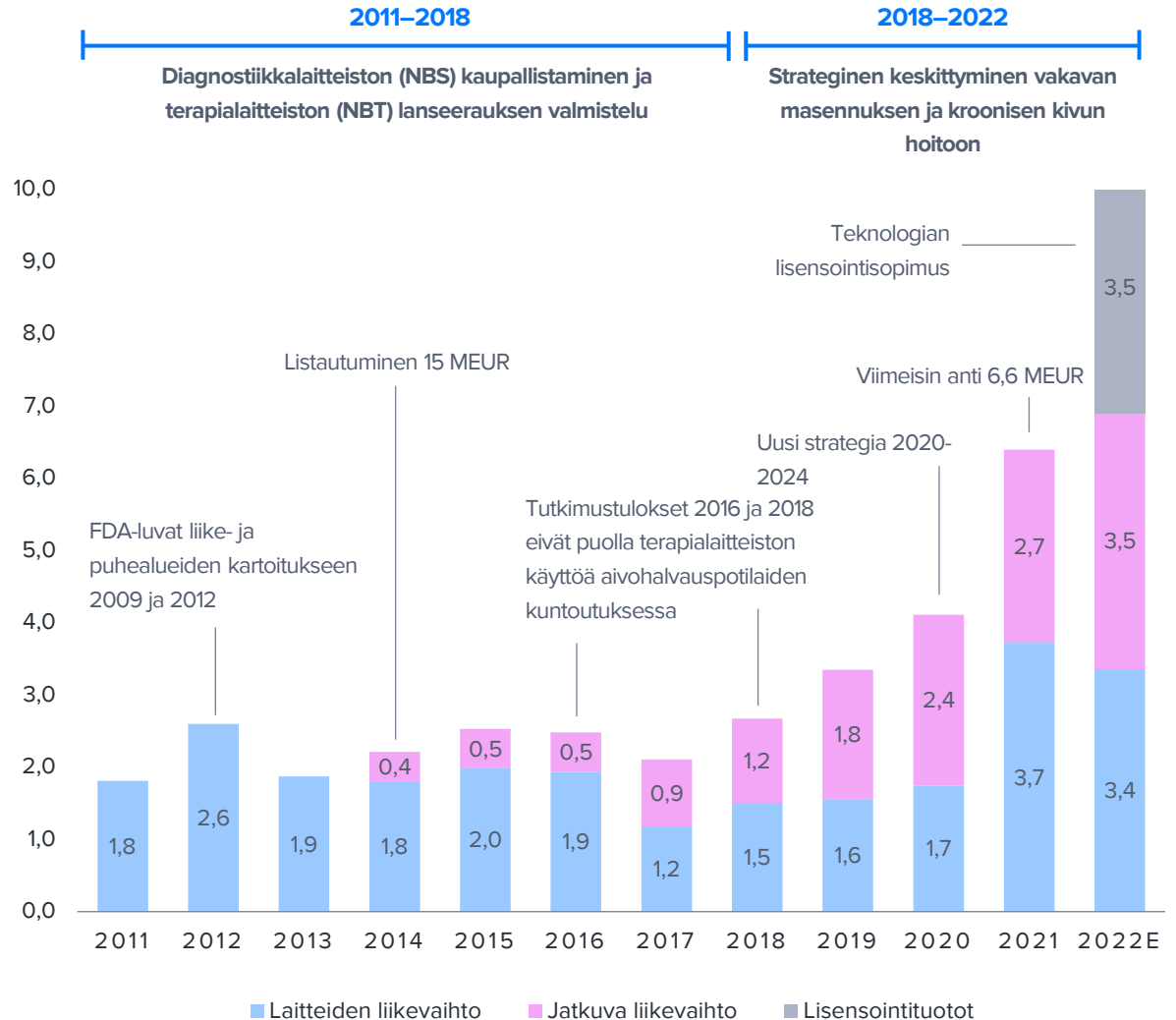
Liikevaihdon jakautuminen laitteet / jatkuva liiketoiminta 2021

-1,45 MEUR (-23 % liikevaihdesta)

Liikevoitto 2021

34

Henkilöstö 2021 lopussa



Yhtiökuvaus

Tiivistetty yhtiökuvaus

Nexstim on suomalainen kansainvälisillä markkinoilla toimiva terveysteknologiayhtiö, jonka tuotteet mahdollistavat aivokuoren toiminnallisten alueiden kartoituksen ja halutun aivoalueen tarkan stimuloinnin sähkökentän avulla. Yhtiö on perustettu 2000 ja se listautui Nasdaq First North -listalle 2014. Nexstimin missiona on mahdollistaa vaikeiden aivosairauksien ja -häiriöiden yksilöllinen ja tehokas diagnostiikka ja hoito.

Nexstimin liiketoiminta jakaantuu diagnostiikka- (Navigated Brain Stimulation NBS) ja terapia (Navigated Brain Therapy NBT) -liiketoimintoihin. Yhtiö on hiljattain alkanut tarjota asiakkailleen myös yhdistelmälaitteistoja, jotka sisältävät sekä NBS- että NBT-toiminnallisuudet. Nexstimillä on asiakkaita noin 30 maassa. Pidemmällä tähtäimellä Nexstim pyrkii laajentamaan laitteistojensa käyttöaiheita tutkimuksen kautta.

Yhtiön arvonmuodostus syntyy kertaluontoisesta laitemyynnistä, jatkuvasta palvelutyypisistä laskutuksesta ja teknologian lisensointituotoista. Yhtiö sijoittuu markkinoilla korkeimpaan hinta- ja laatukategoriaan perustuen osin ainutlaatuisiin teknologisiin ominaisuuksiin. Yhtiön päämarkkinoita ovat EU-alue ja Yhdysvallat. Nexstim on siirtymässä Yhdysvalloissa uuteen liiketoimintamalliin, joka perustuu tiiviiseen yhteistyön aivosairauksien hoitoa tarjoavien klinikoiden kanssa.

NBS-diagnostiikkaliiketoiminta

Nexstimin NBS-laitteistolla tehtävää kartoitusta käytetään esimerkiksi ennen vaativia aivoleikkauksia, kun kasvaimen arvioidaan

sijaitsevan lähellä aivojen toiminnallisia alueita, kuten raajojen liikkeistä tai puheentuotannosta vastaavia alueita. NBS-laitteiston tuottaman tiedon avulla kirurgi osaa varoa vahingoittamasta näitä tärkeitä alueita. Yhtiö on myynyt NBS-diagnostiikkalaitteitaan vuodesta 2010 ja laitteita on tähän mennessä myyty globaalisti yli 210 kappaletta. Arviomme mukaan laitteen myyntihinta on noin 200 000 euroa, joten kyseessä on suhteellisen merkittävä investointi ja asiakaskunta on rajattu. NBS-laitteiden tyypillisiä asiakkaita ovat tutkimuslaitokset ja aivoleikkauksia tekevät sairaalat. Nexstim on ainoa toimija tässä hyvin erikoistuneessa laitemarkkinassa.

NBT-terapialiiketoiminta

NBT-laitteistolla voidaan hoitaa esimerkiksi vakavaa masennusta tai pitkittyntä hermovaurioperäistä kipua. NBT-terapialaitteita on myyty hoitokäyttöön vuodesta 2018 lähtien arviomme mukaan 35-40 kappaletta. Laitteen hinta on noin 120 000 euroa, mutta asiakas voi myös vuokrata laitteen ilman alkuinvestointia.

Tyypillisiä asiakkaita ovat aivosairauksia hoitavat klinikat erityisesti Yhdysvalloissa ja Yliopistosairaalat Euroopassa. NBT-terapialaitteita käytetään vakavan masennuksen ja pitkittyneen kivun hoitoon aktivoimalla sairauden kannalta keskeisiä aivojen alueita. Nexstim pyrki aiemmin kaupallistamaan NBT-terapialaitteistoa aivohalvauspotilaiden kuntoutukseen, mutta kehitys epäonnistui epäsuotuisten tutkimustulosten myötä 2018, jonka jälkeen yhtiö keskittyi nykyisiin terapia-alueisiin.

Keskeisiä tapahtumia

- 2000** Yhtiö perustetaan kaupallistamaan navigoitavaa transkraniaalista magneettistimulaatio-tekniologiaa
- 2009** Yhdysvaltojen viranomainen myöntää FDA-luvan aivojen liikealueiden kartoitukseen
- 2012** Nexstim saa FDA-luvan puhealueiden kartoitukseen
- 2014** Yhtiö kerää 15 MEUR listautumisannissa
- 2017** NBT-laitteistolle myönnetään FDA-lupa vakavan masennuksen hoitoon
- 2018** NBT-laitteiston kaupallistaminen aivohalvauspotilaiden kuntoutukseen epäonnistuu
- 2018** NBT-laitteiston kaupallinen myynti alkaa. Yhtiö keskittyy vakavaan masennukseen ja krooniseen kipuun
- 2020** Nexstim uudistaa strategiansa vuosille 2020-2024
- 2021** Taseen vahvistaminen 6,6 MEUR osakeannilla ja ensimmäinen voitollinen puolivuotiskausi
- 2022** Yhtiö lisensoi teknologiaansa Yhdysvaltojen terapiamarkkinalla

Yhtiön liiketoiminnan perusteet

	Tarve/ongelma 	Nexstimin ratkaisu 	Nexstimin vahvuudet 	Muuta 
NBS Diagnostiikka- liiketoiminta ja - laitteet	Vaativa aivosyöpäleikkaus tai sädehoito voi vahingoittaa tärkeitä aivokuoren puhe- tai liikealueita.	Teknologia mahdollistaa aivoalueiden kartoituksen, jolloin tärkeät alueet eivät vahingoitu.	Ainoa kyseistä teknologian tarjoaja, jolla on sekä FDA- että CE-hyväksynät. Ratkaisu tuottaa parempia hoitotuloksia.	Viranomaisilta sekä FDA-hyväksyntä (Yhdysvallat) että CE-merkintä (Eurooppa) puhe- ja liikealueiden kartoitukseen.
	Leikkauksen aikana tapahtuva perinteinen kartoitus lisää komplikaatioiden riskiä.	Kartoitus tehdään kallon ulkopuolelta magneetikentän avulla ilman leikkausta.	Kajoamaton menetelmä parantaa leikkauksen tai sädehoidon tuloksia ja on potilaalle turvallisempi ja miellyttävämpi leikkauksetuotukseen verrattuna.	Yli 210 myytyä laitetta. Laitekanta arviomme mukaan noin 100 kappaletta.
	Lapsille soveltuva ennakkokartoitus puuttuu.	Menetelmä sopii myös lapsipotilaille.		
NBT Terapialiike- toiminta ja - laitteet	Merkittävä osa vakavasti masentuneista tai kroonisesta kivusta kärsivistä potilaista ei hyödy olemassa olevista hoidoista.	Teknologia mahdollistaa oireiden lieventämisen muuttamalla sairauteen liittyvien aivoalueiden toimintaa.	Kilpailijoita parempi tarkkuus hoidon kohdentamisessa.	Vakavan masennuksen hoitoon FDA-hyväksyntä ja CE-merkintä. Kroonisen neuropaattisen kivun hoitoon CE-merkintä.
	Lääkehoito voi aiheuttaa haittavaikutuksia.	NBT on lääkkeetön, turvallinen ja sen haitat ovat vähäiset.	Hoidon tarkkuus ja toistettavuus.	Laitekanta noin 35-40 kappaletta.
Yhdistelmä- laitteet	Osa asiakkaista tarvitsee laitteeseen sekä diagnostiikka- että terapiaominaisuudet.	Nexstim tarjoaa molemmat ominaisuudet sisältävää uutta laitteistoa sekä mahdollisuutta päivittää vanha diagnostiikkalaitteisto terapiaominaisuudella.	Nexstim on ainoa yhdistelmälaitteita tarjoava yritys.	FDA-hyväksyntä NBS5+ -yhdistelmälaitteelle. CE-merkintää ei nykyisin vaadita erikseen yhdistelmälaitteelle. Laitekanta noin 20 kappaletta.

Hoitopolut Nexstimin laitteilla

Leikkausta edeltävä kartoitus NBS-diagnostiikkalaitteella



Potilaan aivoista rakennetaan kolmiulotteinen malli magneettiresonanssikuvannuksen ja Nexstimin ohjelmiston avulla.



Hoitava henkilö kohdistaa kolmiulotteisen mallin avulla NBS-laitteen luoman sähkökentän halutulle aivokuoren liike- tai puhealueelle. Seurauksena kyseinen aivoalue aktivoituu. Liikealueen aktivaatio saa aikaan mitattavan vasteen esimerkiksi käden lihaksessa. Puhealueen aktivaatio vaikeuttaa puheen normaalia tuottamista.



Liikettä säätelevä aivokuoren alue saadaan kartoitettua mittaamalla NBS-aktivaation aikaan saamaa lihasaktiivisuutta esimerkiksi käsistä tai jaloista.



Puhealueen kartoituksessa potilas nimeää näkemäänsä kuvia samalla, kun aivojen puhealuetta aktivoidaan. Puhealue voidaan tunnistaa kun potilaalle tulee vaikeuksia nimetä näkemäänsä kuvia NBS-aktivaation seurauksena.



Kartoituksen jälkeen voidaan tehdä leikkaus tai antaa sädehoito. NBS-laitteella tehty kartoitus johtaa todistetusti parempiin hoitotuloksiin.

Masennuksen ja kivun hoito NBT-terapialaitteella



Potilaan aivoista rakennetaan kolmiulotteinen malli magneettiresonanssikuvannuksen ja Nexstimin ohjelmiston avulla. Hoito mukautetaan potilaan aivojen rakenteen mukaan.



Hoitava henkilö kohdistaa kolmiulotteisen mallin avulla NBT-laitteen luoman sähkökentän oikealle alueelle.



Hoito toistetaan hoitoprotokolla mukaan. Esimerkiksi vakavaa masennusta hoidetaan kerran päivässä joka arkipäivä 4-6 viikon ajan.

Hoidon aikana

- Potilas on tajuissaan ja voi liikkua
- Hoito on lähes kivuton ja haittavaikutukset harvinaisia
- Kesto
 - Liikealueen kartoitus n 1 tunti
 - Puhealueen kartoitus useita tunteja
 - Masennuksen ja kivun hoitokerta 20-60 minuuttia

Teknologia ja tuotteet (1/2)

Transkraniaalinen magneettistimulaatio (TMS)

Transkraniaalinen magneettistimulaatio (TMS) on 1980-luvulla kehitetty menetelmä, jossa kallon ulkopuolisen magneettikelan tuottama sähkökenttä saa aikaan aivojen sähköisen toiminnan muutoksen. Teknologia on todistetusti hyödyllinen esimerkiksi vakavan masennuksen hoidossa, jossa masennuspotilailla tyypillisesti epäaktiivista aivokuoren vasenta etuotsalohkoa stimuloidaan. Hoito palauttaa aivojen sähköistä toimintaa normaalin kaltaiseksi ja vähentää masennuksen oireita. Myös pitkittyneen hermovaurioperäisen kivun hoidossa menetelmän hyödyistä on vahvaa näyttöä. Nexstim on edelleen kehittänyt TMS-menetelmää erityisesti sen kohdennettavuuden, tarkkuuden ja toistettavuuden parantamiseksi.

Nexstimin teknologia

Nexstimin teknologian käyttö edellyttää ensin magneettiresonanssikuvannuksella (MRI) hankittua tarkkaa kolmiulotteista kuvaa potilaan aivoista. Kuvantamisen kustannukset ovat tyypillisesti noin 500 euroa, joka osaltaan heikentää yhtiön hintakilpailukykyä niihin kilpailijoihin nähden, joiden teknologia ei vaadi kuvantamista. Toisaalta näiden kilpailijoiden teknologian kohdennettavuus ja tarkkuus ei ole Nexstimin tasolla. Kuvantamisen jälkeen aivokuorta voidaan aktivoida TMS:llä.

Nexstimin teknologian erikoisuus ja kilpailijoista erottava tekijä on sähkökentän navigoitavuus. Yhtiön laitteilla voidaan määrittää sähkökentän

paikka, suunta ja voimakkuus reaaliajassa. Kun kolmiulotteinen MRI-kuva aivoista yhdistetään sähkökentän mittaustietoihin, hoitohenkilökunta voi kohdentaa hoidon millintarkasti ja aktivoida juuri halutun aivoalueen.

Nexstimin laitteisto mahdollistaa myös hoidon visualisoinnin ja sähkökentän muutokset reaaliajassa, kun hoitava henkilö muuttaa magneettikelan paikkaa. Tarkka tieto sähkökentän paikasta ja suunnasta auttaa myös hoidon toistamista samanlaisena hoitokerrasta toiseen. Nämä ominaisuudet voivat johtaa parempiin hoitotuloksiin ja lisätä asiakaskysyntää.

Laitteet

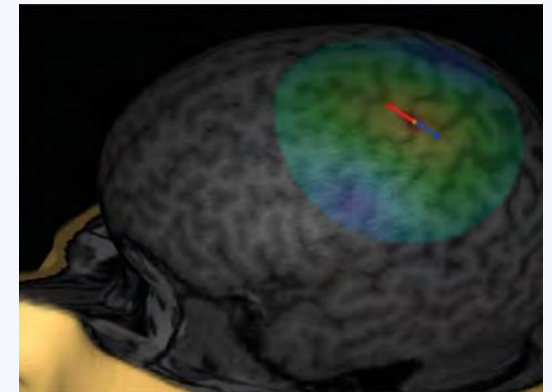
NBS-diagnostiikkalaitteisto

Nexstimin diagnostiikkaliiketoiminta perustuu yhtiön Navigated Brain Stimulation (NBS) -teknologiaan. NBS mahdollistaa aivokuoren puhe- ja liikealueiden täsmällisen kartoittamisen. Laitteistolla on Yhdysvaltojen (FDA) ja Euroopan (CE-merkintä) viranomaisten hyväksynyt näihin käyttöaiheisiin ainoana TMS-laitetoimittajana. Kartoitusta käytetään ensisijaisesti vaativien aivoleikkausten suunnittelussa, jolloin leikkaava kirurgi tai sädehoitoa antava lääkäri saavat tärkeää tietoa näiden alueiden suhteesta aivokasvaimeen tai leikattaviin epilepsian kannalta keskeisiin alueisiin. NBS-teknologia johtaa todistetusti parempiin hoitotuloksiin, luoden yhtiön asiakkaille kannustimen laitteiston käyttöön.

Kelaa ohjataan pään vieressä ja sähkökentän muutokset nähdään ruudulta



Sähkökentän paikka, voimakkuus ja suunta aivojen 3D-mallin päällä



Kuvat: Nexstim

Teknologia ja tuotteet (2/2)

Yhtiö on myynyt NBS-laitteistoaan vuodesta 2010 ja tähän mennessä yhtiö kertoo myyneensä yli 210 laitetta maailmanlaajuisesti. Tyypillisiä asiakkaita ovat vaativia aivosyöpä- ja epilepsialeikkauksia tekevät ja sädehoitoa antavat sairaalat.

NBS-laitteistoja käytetään myös tutkimustarkoituksiin yliopistoissa ja tutkimuslaitoksissa. Käsityksemme mukaan Nexstim on ainoa TMS-teknologiaa tuottava yritys tällä sovellusalueella, jolla on sekä FDA että CE-luvat. Yhtiöllä on siten hyvin vahva asema tässä kapeassa segmentissä.

NBT-terapia-laitteisto

Nexstim sai vuonna 2017 Yhdysvaltojen lääkintäviranomaisen FDA:n hyväksynnän laitteistonsa käyttöön vakavan masennuksen hoidossa ja aloitti myynnin vuonna 2018. Lisäksi Euroopassa yhtiöllä on laitteistolle CE-merkintä vakavan masennuksen ja pitkittyneen hermoperäisen kivun hoitoon. Yhtiön laitekanta on tällä hetkellä käsityksemme mukaan 35-40 laitetta. NBT-alueen tärkeimpiä asiakkaita ovat TMS-hoitoa tarjoavat yksityiset klinikat Yhdysvalloissa sekä sairaalat EU-alueella.

Vakavasti masentuneilla potilailla on tyypillisesti sähköisesti normaalia epäaktiivisempi vasen etuaivolohko. TMS-hoidossa tätä alutta aktivoidaan kerran päivässä 4-6 viikon ajan. Hoito vähentää todistetusti masennuksen oireita. Lisäksi hoito voidaan yhdistää psykoterapiaan ja/tai läikehoitoon mahdollisesti entistä parempien tulosten saavuttamiseksi.

NBT-hoidon etuja muihin hoitoihin verrattuna on lääkkeettömyys, kajoamattomuus (ei tarvita leikkausta), vähäiset haittavaikutukset ja helppous potilaalle. Haittapuolena on nähdäksemme pitkä ja kallis hoitajakso, joka vähentää hoidon käyttöä ja potentiaalisten potilaiden määrää.

Yhdistelmä-laitteet

Nexstim on hiljattain alkanut tarjota asiakkailleen mahdollisuutta lisätä terapiatoiminnallisuus NBS-laitteisiin ohjelmistopäivityksen avulla. Yhdysvalloissa näiden yhdistelmä-laitteiden myynti vaati uuden FDA-luvan. Luvan saatuaan yhtiö lanseerasi lokakuussa 2021 Yhdysvalloissa yhdistelmä-laitteen NBS5+ -nimellä.

Käsityksemme mukaan yhdistelmä-laitteita käytetään sairaaloissa ja tutkimuslaitoksissa yhteiskäytössä useiden osastojen kesken, jolloin laitteen hankinnan kynnys madaltuu ja käyttöasteet nousevat. Yhdistelmä-laitteita voidaan käyttää myös klinikoilla potilaiden diagnosointiin ja hoitamiseen.

Yhdistelmä-laitteiden myynti Yhdysvalloissa ja laitteiden päivitys muualla maailmassa on lähtenyt vauhdilla liikkeelle. Uskommekin yhdistelmä-laitteiden korvaavan puhtaiden NBS-laitteiden myyntiin suurelta osin tulevaisuudessa. Yhdistelmä-laitteiden kasvava kanta kasvattaa yhtiölle tärkeää terapia-käyttöä ja siihen liittyvää jatkuvaa liikevaihtoa.

Nopeutetut hoitoprotokollat ovat terapia-liiketoiminnan tulevaisuutta

Hiljattain julkaistun [tutkimuksen](#) mukaan nopeutetulla vakavan masennuksen hoitoprotokollalla, jossa potilas saa useita hoitokertoja päivässä viikon ajan, saavutetaan vastaavia tuloksia kuin nykyisellä 4-6 viikkoa kestäväällä hoitokaksolla. Kyseisen Stanfordin yliopiston kehittämän SAINT-protokollan lisensoi Magnus Medical. Nopeutetuilla protokollilla on tulkintamme mukaan mahdollista lisätä TMS-hoitojen määriä, sillä potilaiden on helpompi sitoutua viikon kestävään intensiivisempään hoitoon kuukauden sijasta. Myös tuottavuus kasvaa, kun laitetta voidaan käyttää tehokkaasti 1-2 potilaan hoitoon koko päivän ajan korkealla käyttöasteella.

Nexstim lisensoi Magnus Medicalille teknologiaansa ja pääsee lisenssimaksujen kautta osalliseksi lyhyiden protokollien arvonluonnista. Yhtiö pyrkii lisäksi kehittämään omaa nopeutettua protokollaa yhdessä Kuopion yliopistollisen keskussairaalan kanssa. Tutkimuksen tuloksia odotetaan kesällä 2022. Protokollan kehitys vie kuitenkin aikaa, sillä mahdollisten myönteisten tulosten jälkeen vaaditaan vielä laajoja ja kalliita lisätutkimuksia ennen mahdollista protokollan hyväksymistä. Arviomme mukaan Nexstim saa luvan nopeutetun protokollan käyttöön laitteillaan aikaisintaan 2024, mikäli tutkimustulokset ovat myönteisiä. Protokollan kehityksen onnistuminen parantaisi Nexstimin asemaa kilpailijoihin nähden ja voisi lisätä laitemyyntiä.

Liiketoimintamalli (1/2)

Asiakkaat

NBS-liiketoiminnan asiakkaat ovat tyypillisesti vaativia aivoleikkauksia tekevät ja sädehoitoa antavat sairaalat ja yksityiset klinikat. Laitteistoja käytetään myös tutkimustarkoituksiin esimerkiksi yliopistoissa ja sairaaloiden psykiatrian osastoilla. NBS-laitteistojen potentiaalinen asiakaskunta on rajattu ja suhteellisen helposti määriteltävissä: se koostuu EU:ssa ja Yhdysvalloissa noin 1200 sairaalan osastosta tai klinikasta. Yhtiö tiedostaa ja tuntee tämän potentiaalisen asiakaskunnan hyvin.

NBT-laitteiden tärkeimpiä asiakkaita ovat psykiatriset sairaalat ja yksityiset klinikat. TMS-hoidon vakuutuskorvattavuus Yhdysvalloissa tekee hoidon hinnan puolesta houkuttelevammaksi ja nostaa Yhdysvallat tärkeimmäksi markkinaksi. Euroopassa asiakaskenttä on pirstaloituneempi vaihtelevien kansallisten käytäntöjen ja vakuutuskorvattavuuden vaihtelevuuden vuoksi. Masennuksen ja kivun hoidossa asiakkailla on valittavanaan useita TMS-teknologiaa toimittavia yhtiöitä.

Valmistus, myynti ja jakelu

Nexstim ei valmista laitteitaan itse, vaan käyttää valmistuksessa suomalaista alihankkijaa. Yhtiö on näkemysksemme mukaan verrattain riippuvainen kumppanistaan, koska alihankkijaa olisi näkemysksemme mukaan suhteellisen hankala korvata. Toisaalta kyseessä on pitkäaikainen yhteistyö, joka on toiminut hyvin.

Nexstimillä on myyntiorganisaatiossaan kaksi alueellista tytäryhtiötä. Saksan tytäryhtiö hoitaa yhtiön tuotteiden myyntiä ja asiakaspalvelua saksankielisessä Euroopassa. Toinen tytäryhtiö toimii Yhdysvalloissa. Oma myyntiorganisaatio mahdollistaa Nexstimille tiiviin yhteyden asiakkaisiin avainmarkkinoilla ja erinomaisen myyntikatteen. Toisaalta oma organisaatio kasvattaa yhtiön kiinteitä kuluja.

Saksankielisen Euroopan ja Yhdysvaltojen ulkopuolella Nexstimin myynti tapahtuu jakelijoiden kautta. Arvioimme jakelijoiden kautta tapahtuvan myynnin olevan omaa myyntiä matalakatteisempaa jakelijoiden katteen ollessa arviolta noin 40 %. Toisaalta jakelijoiden käyttö mahdollistaa Nexstimille globaalien myyntiverkoston suhteellisen pienillä kiinteillä kuluilla. Yhtiöllä on käsittääksemme myös hyvät edellytykset tehdä myyntiä ja koulutusta virtuaalisesti Suomesta käsin.

Liikevaihto muodostuu laitemyynnistä ja jatkuvasta liiketoiminnasta

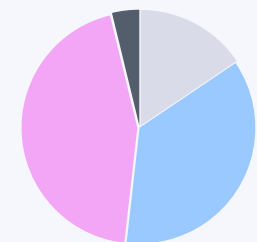
Yhtiön liikevaihto muodostuu sekä NBS- että NBT-liiketoiminta-alueilla laitemyynnistä ja jatkuvasta liikevaihdosta. Jatkuva liikevaihto on Nexstimin pitkän ajan menestyksen kannalta tärkeämpää ja muodostuu esimerkiksi laitteiden vuokrista, kertakäyttöosista, huolto- ja ylläpitosopimuksista, sekä koulutus- ja tukipalveluista. Laitemyynnissä on käsittääksemme lievää kausiluonteisuutta myynnin painoutuessa raportointikausien loppupuolelle.

Nexstimillä on asiakkaita noin 30 maasta (oranssit maat)



Kuva: Nexstim

Liikevaihdon maantieteellinen jakauma



■ Suomi ■ Muu Eurooppa
■ Pohjois-Amerikka ■ Muut

Liiketoimintamalli (2/2)

NBS-alueella laitemyynti (2021: 2,8 MEUR) on yhtiölle selvästi tärkeämpää jatkuvaan liiketoimintaan (2021: 0,9 MEUR) verrattuna. Tämä johtuu suhteellisesti pienestä kertakäyttöosien tarpeesta. Tilanne on päinvastainen NBT-alueella, jossa laitteistomyynti (2021: 0,9 MEUR) alittaa selvästi jatkuvan liiketoiminnan (1,8 MEUR) liikevaihdon. Asiaa selittää potilaskäynteihin liittyvä suuri kertakäyttöosien kulutus. NBT-alueen jatkuvan liiketoiminnan odotetaan olevan yhtiön keskeinen kasvun ja arvon ajuri tulevaisuudessa.

Yhtiöllä on satunnaisesti myös projektiluonteista liiketoimintaa räätälöityjen laitteiden myynnin kautta. Esimerkiksi H2'21:llä yhtiö toimitti asiakkailleen kaksi räätälöityä protolaitteistoa, joiden yhteenlaskettu liikevaihto oli 0,9 MEUR. Käsitksemme mukaan räätälöidyt tuotteet ovat yhtiölle kannattavaa, mutta harvinaista liiketoimintaa. Pitkäjänteistä kasvua räätälöityjen laitteiden varaan on hankala rakentaa.

Maantieteellisesti yhtiön liikevaihdosta tuli vuonna 2021 Yhdysvalloista 44 %, Euroopasta 36 %, Suomesta 16 % ja muualta maailmasta 4 %. Käsitksemme mukaan Yhdysvallat on myös tulevaisuudessa yhtiön päämarkkina sekä erittäin suuren koon että vakuutuskorvattavuuksien takia.

[Teknologian lisensoinnista kolmas liikevaihdon lähde](#)

Nexstim kertoi alkuvuodesta 2022 lisensoineensa teknologiaansa uudelle alan toimijalle Magnus Medicalille. Magnus Medical lisensoi 2021 nopeutetun masennuksen hoitoprotokollan Stanfordin yliopistolta ja kehittää tällä hetkellä omaa TMS-laitettaan, jota varten he lisensoivat Nexstimin

kehittämää NBT-laitteiston teknologiaa. Nexstim sai sopimuksesta yhtiön kokoluokassa merkittävän 3,5 MEUR allekirjoitusmaksun, joka tuloutuu 2022. Koko lisensointisopimuksen arvo on yhtiön arvion mukaan 17 MEUR, perustuen Magnus Medicalin liiketoimintasuunnitelmaan ja sen toteutumiseen. Lisenssimaksu toteutuminen voi siten ylittää tai alittaa Nexstimin arvion. Odotamme liikevaihtoperusteisten tulojen toteutuvan vuosina 2024-2029. Sopimukseen liittyvää kassavirta on Nexstimille merkittävä. Sopimuksen kääntöpuoli on kilpailun rajoitukset Yhdysvaltojen vakavan masennuksen hoitomarkkinalla, jossa Nexstim tulee käsitksemme mukaan keskittymään muihin käyttöaiheisiin kuin masennukseen, yhdistelmälaitteiden myyntiin ja yhteistyöklirikoiden verkoston rakentamiseen siinä vaiheessa kun Magnus Medicalin laitteiden myynti ja sopimuksen mukainen lisensointikausi alkaa.

[Kasvua partneriklinikakaverkoston kautta](#)

Nexstim teki loppuvuodesta 2021 ensimmäisen strategisen investoinnin (0,5 MEUR) San Franciscossa toimivan klinikan palveluyhtiöön. Tulkintamme mukaan kyseessä on Yhdysvaltojen markkinoilla tyypillinen toimintamalli, jossa partnerin tuella klinikan henkilöstö vapautuu keskittymään potilaiden hoitoon. Nexstim palveluyhtiön kautta vastaa klinikan potilashoitoon liittymättömästä toiminnasta ja saa vastaavasti osuuden koko klinikan arvonmuodostuksesta. Tämä on yhtiölle uusi toimintamalli, jolla se pyrkii lähempään strategiseen yhteistyöhön asiakkaidensa kanssa. Arvioimme tämän olevan yhtiölle jatkossa pääasiallinen kasvun malli Yhdysvalloissa liittyen

terapialiiketoimintaan.

Alkuvuodesta 2022 Nexstim kertoi perustaneensa pääomasijoitusyhtiön Yhdysvaltoihin. Käsitksemme mukaan pääomasijoitusyhtiön tarkoitus on kiihdyttää uusien yhteistyöklirikoiden perustamista Kaliforniassa 2022 alkaen ja myöhemmin muualla Yhdysvalloissa. Nexstim on partneroitunut pääomasijoitusyhtiössä saman klinikan kanssa, jonka palveluyhtiöön se investoi vuonna 2021.

[Rajalliset investointipanokset käytetään tuotekehitykseen ja partneroitumiseen](#)

Nexstimin taloudellinen tilanne on parantunut vuonna 2021 tehdyn osakeannin (6,6 MEUR), alkuvuodesta 2022 allekirjoitetun lisensointisopimuksen (3,5 MEUR) ja liiketoiminnan tappioiden pienentymisen kautta. Yhtiöllä on kuitenkin pienen kokonsa vuoksi rajalliset resurssit investointeihin.

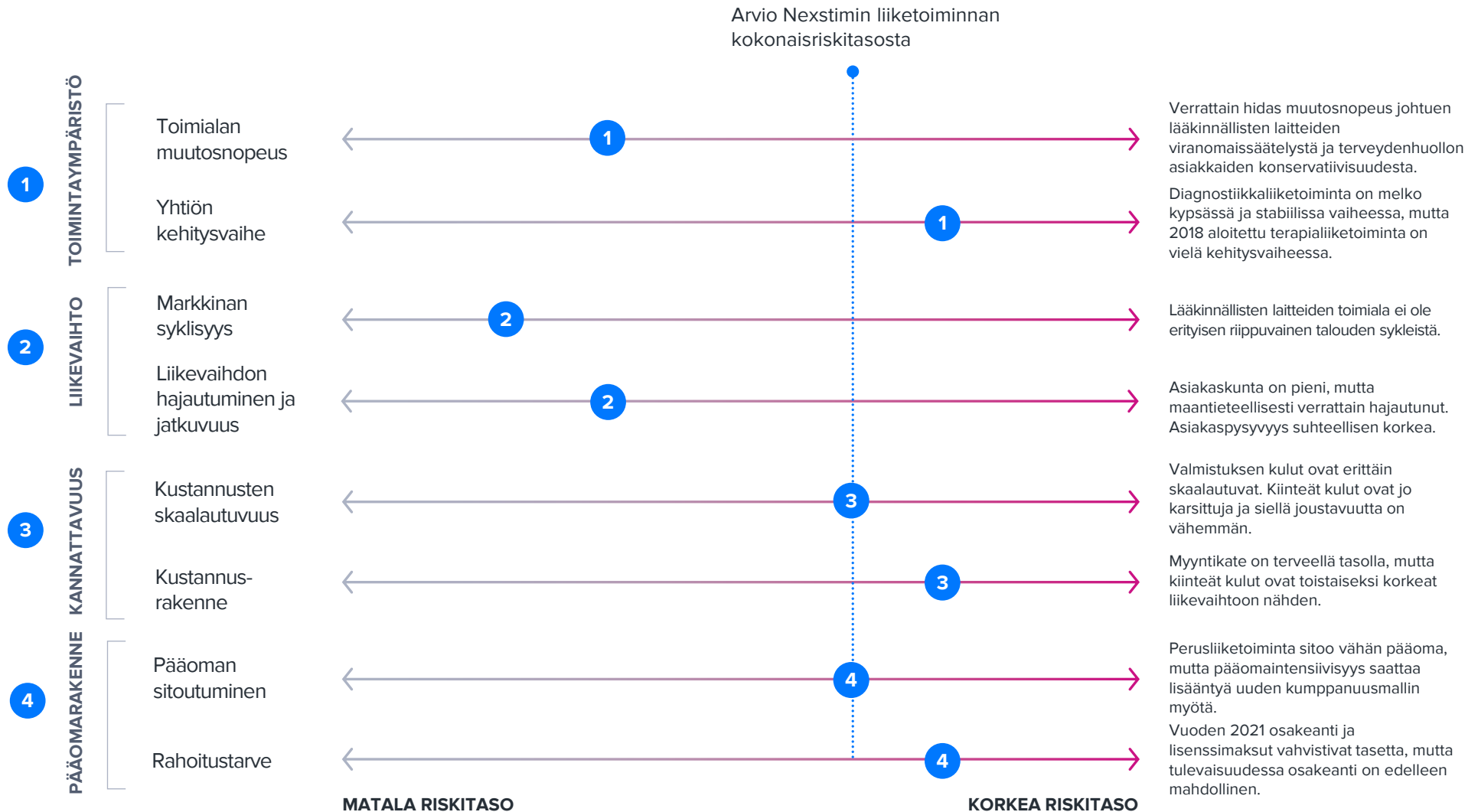
Yhtiö on käyttänyt vuosittain tuotekehitykseen arviomme mukaan 1-2 MEUR. Kustannukset vaihtelevat jonkin verran riippuen esimerkiksi hankkeiden kehitysvaiheista ja mahdollisten räätälöityjen tuotteiden kehittämisestä.

Yhtiö investoi pääasiassa tuotekehitykseen sekä arviomme mukaan kasvavassa määrin yhteistyöklirikakaverkoston rakentamiseen Yhdysvalloissa. Odotamme investointien kohdistuvan verkoston kasvattamiseen ensisijaisesti Kaliforniassa ja myöhemmin muualla Yhdysvalloissa kuluvalle strategiakaudella, joka päättyy 2024.

Liiketoimintamallin tiivistelmä

	Asiakkaat 	Myynti ja jakelu 	Monetisaatio 	Kasvun mahdollisuudet 
NBS Diagnostiikka-liiketoiminta ja -laitteet	<p>Sairaalat ja tutkimuslaitokset globaalisti. Päämarkkinat Yhdysvalloissa ja EU-alueella.</p> <p>Markkinoiden koko noin 45-55 MEUR vuodessa.</p>	<p>Suoramyynti emoyhtiön sekä Saksan ja Yhdysvaltojen tytäryhtiöiden kautta. Myynti muualla maailmassa jakelijaverkoston kautta.</p>	<p>Kertaluonteinen liikevaihto laitteista pääosassa.</p> <p>Jatkuva liikevaihto kertakäyttöosista ja huoltosopimuksista</p>	<p>Yli 90 % potentiaalisista sairaaloista ja tutkimuslaitoksista ei vielä käytä NBS-laitteistoa.</p> <p>Laitekannan käyttöasteen nosto.</p>
NBT Terapialiiketoiminta ja -laitteet	<p>Perusterveydenhuolto, psykiatriset sairaalat ja klinikat pääasiassa Yhdysvalloissa ja EU-alueella.</p> <p>Markkinoiden koko noin 800-1200 MEUR vuodessa.</p>	<p>Suoramyynti emoyhtiön ja tytäryhtiöiden kautta. Myynti muualla maailmassa jakelijaverkoston kautta.</p> <p>Yhteistyöklินิกoiden verkosto rakenteilla Yhdysvalloissa.</p>	<p>Kertaluonteinen liikevaihto laitteista.</p> <p>Jatkuva liikevaihto laitevuokrista, kertakäyttöosista ja huoltosopimuksista.</p> <p>Osuus yhteistyöklinnikkaverkoston lisäarvosta palveluyhtiöiden kautta.</p>	<p>Laitekannan kasvattaminen.</p> <p>Jatkuvan liikevaihdon kasvu käyttöasteita nostamalla ja suuremman laitekannan kautta.</p> <p>Yhteistyöklinnikkaverkoston kasvattaminen Yhdysvalloissa.</p>
Yhdistelmä-laitteet	<p>Sairaalat, tutkimuslaitokset ja TMS-keskukset erityisesti Yhdysvalloissa ja EU-alueella.</p>	<p>Suoramyynti emoyhtiön ja tytäryhtiöiden kautta. Myynti muualla maailmassa jakelijaverkoston kautta.</p>	<p>Kertaluonteinen liikevaihto laitteista.</p> <p>Jatkuva liikevaihto laitevuokrista, kertakäyttöosista ja huoltosopimuksista.</p>	<p>Yhdistelmä-laitteet lisäävät kokonaislaitemyyntiä.</p> <p>Kasvava terapiakäyttöön soveltuva laitekanta johtaa suurempaan jatkuvaan liikevaihtoon.</p>

Liiketoimintamallin riskiprofiili



Toimiala ja kilpailu (1/3)

Diagnostiikkaliiketoiminnan markkinat

Yhtiön arvion mukaan Yhdysvalloissa ja EU-alueella NBS-laitteistojen kokonaismarkkinapotentiaali on noin 1200 laitetta, joka vastaa 240 MEUR:n myyntiä. Arvioimme NBS-laitteen keskimääräiseksi käyttöikäksi 8-10 vuotta, jolloin vuositasolla markkinan arvo olisi 24-30 MEUR. Tämän lisäksi yhtiö arvioi laitteisiin liittyvien kertakäyttövälineiden ja palvelujen potentiaalin olevan 24 MEUR vuosittain.

Inderesin arvio diagnostiikka-liiketoiminnan kokonaispotentiaalista on 45-55 MEUR vuodessa perustuen laitteen 8-10 vuoden käyttöikään ja kertakäyttövälineiden ja palveluiden vuosipotentiaaliin. NBS-liiketoiminnan liikevaihto oli vuonna 2021 3,7 MEUR, eli 6,7-8,2 % potentiaalisesta kokonaismarkkinasta. Sijoittajan on hyvä kuitenkin huomata, että vuonna 2021 Nexstimin liikevaihto sisälsi kaksi räätälöityä laitetta, joiden liikevaihto oli 0,9 MEUR. Arvioimme Nexstimin normalisoidun NBS-liikevaihdon olevan tällä hetkellä 4-6 % potentiaalisesta kokonaismarkkinasta.

NBS-markkinan vuosikasvun arvioimme olevan 6-10 %. Arvio perustuu TMS-kartoituksen suosion kasvuun suhteessa muihin menetelmiin ja myyntihintojen lievään nousuun. Arvioimme mukaan tietoisuus NBS-laitteiston hyödyistä on kasvussa käyttäjäkunnan keskuudessa, mikä tukee laitteistojen myyntiä. Tietoisuuden lisääntymistä tukevat jatkuvasti julkaistavat uudet tutkimukset NBS-laitteilla ja mielipidevaikuttajien (key opinion

leaders) kuten huippusairaaloiden lääkärin laitteiden käyttö.

Diagnostiikkamarkkinan kilpailutekijät

Nexstim on tällä hetkellä käsityksemme mukaan johtava toimittaja aivokuoren puhe- ja liikealueiden kartoitukseen soveltuvassa TMS-teknologiassa. Kilpailijoilla ei ole vastaavia viranomaishyväksyntöjä ja teknologian mahdollistamaa tarkkuutta. Käsityksemme mukaan NBS-diagnostiikan käyttö on kasvussa vaihtoehtoisin menetelmiin kuten leikkauksen aikana tehtävään kartoitukseen verrattuna. Suosion kasvu perustuu menetelmän tarkkuuteen, turvallisuuteen, kajoamattomuuteen (ei vaadi leikkausta) ja helppouteen potilaan näkökulmasta.

NBS-laitteiden avulla diagnosoidaan vakavasti sairaita potilaita, joille tehdään vaativia leikkauksia. Käsityksemme mukaan asiakaskunta vaatii laitteilta ensisijaisesti huippuominaisuuksia kuten kohdentamisen tarkkuutta ja luotettavuutta. Näihin vaatimuksiin Nexstim vastaa arvioimme mukaan hyvin.

Laitteiden hinta on laatu- ja luotettavuustekijöiden jälkeen näkemyksemme mukaan pienempi asiakkaiden päätöksiin vaikuttava tekijä. Emme kuitenkaan usko, että Nexstimillä on mahdollisuuksia tehdä merkittäviä hinnankorotuksia. Uskomme, että Nexstim on tässä omassa asiakaskentässään löytänyt oikean tasapainon laitteen hinnan ja jatkuvan liikevaihdon välillä NBS-laitteistojen melko pitkän myyntihistorian aikana.

NBS-markkinapotentiaali



1200 potentiaalista sairaalaa ja klinikkaa EU:ssa ja Yhdysvalloissa.



Yksi laitteisto asiakasta kohti keskihinnalla 200 000 euroa. Laitteen käyttöikä 8-10 vuotta



Kertakäyttövälineet ja palvelut 24 MEUR vuodessa.



Markkinan kokonaispotentiaali 45-55 MEUR vuodessa. Kasvu 6-10 %.

Lähde: Nexstim ja Inderes

Toimiala ja kilpailu (2/3)

Nexstim on hiljattain alkanut tarjota asiakkailleen mahdollisuutta käyttää NBS-laitteistoa myös terapiasovelluksiin. Tämä tapahtuu uuslaitemyynnin kautta tai tekemällä jo myytyyn NBS-laitteeseen terapiaohjelmistopäivitys. Arvioimme tämän lisännen laitteiston kiinnostavuutta, sillä sairaaloilla ja tutkimuslaitoksilla on entistä paremmat mahdollisuudet saada organisaatioistaan lisää sisäisiä käyttäjiä. Suurempi käyttäjäkunta madaltaa hankinnan kynnyksiä, koska kustannustaakka jakautuu laajemmin.

Nexstimin asema diagnostiikkamarkkinassa on vahva. Menestyksen tässä liiketoiminnassa ratkaisee mielestämme yhtiön kyky lisätä TMS-teknologian houkuttelevuutta suhteessa muihin ratkaisuihin. Arvioimme mukaan teknologian houkuttelevuus on kasvussa tarjoten siten yhtiölle hyvät mahdollisuudet kasvuun lähivuosina.

Terapiatoimiala – vakava masennus

Nexstim keskittyy terapia-liiketoiminnassaan erityisesti vakavan masennuksen ja kroonisen hermovaurioperäisen kivun hoitosovelluksiin. TMS-terapiamarkkinan pitkän aikavälin kasvussa keskeistä on mahdollisten nopeutettujen protokollien läpilyönti, joka lisäisi TMS-teknologian suhteellista houkuttelevuutta.

Yhtiö arvioi, että Yhdysvalloissa ja EU-alueella on 5,9 miljoonaa vakavaa masennusta sairastavaa henkilöä, jotka olisivat oikeutettuja saamaan TMS-hoitoa. Yhtiö arvioi markkinan euromääräiseksi kooksi 40 miljardia euroa. Inderesin arvion mukaan TMS-hoitojen osuus tästä

kokonaismarkkinasta on tällä hetkellä noin 2-3 %. Tällä oletuksella vakavan masennuksen hoidon TMS-markkina on arvoltaan 800-1200 MEUR. Arvioimme TMS-hoitomarkkinan kasvavan 10-15 % lähivuosina, eli selvästi muuta vakavan masennuksen hoitomarkkinaa nopeammin.

Terapiatoimiala – krooninen kipu

Kroonisesta hermovaurioperäisestä kivusta kärsii Yhdysvalloissa ja EU-alueella noin 9,6 miljoonaa ihmistä. Yli puolet potilaista ei saa tyydyttävää lievitystä tarjolla olevista hoidoista. Arvioimme TMS-teknologian olevan vielä marginaalisessa asemassa kroonisen kivun hoidossa. Pitkällä aikavälillä uskomme kohtalaisen vahvan tutkimusnäytön tukevan tämän hoitotyypin yleistymistä. Kipua hoidetaan TMS-laitteilla globaalisti melko vähän. Suomi on tällä alueella edelläkävijä ja Nexstimin laitteita käytetäänkin kivun hoitoon kaikissa yliopistosairaloissa. Yhtiöllä on sovellukselle tällä hetkellä ainoastaan CE-merkintä, joten Yhdysvalloissa laitteistoa ei voi vielä markkinoida kivun hoitoon. Seuraamme markkinan kehitystä, mutta kivun hoidon merkitys Nexstimille lähivuosina on vielä mielestämme vähäinen.

Terapiatoimialan kilpailutekijät

Nexstimin tavoite päästä johtoasemaan aivohalvauksen TMS-kuntoutuksessa kariutui epäsuotuisiin tutkimustuloksiin vuonna 2018. Tämän jälkeen yhtiö käänsi fokuksen terapia-liiketoiminnassa masennukseen, jossa tutkimusnäyttö TMS:n tehosta on vahvaa, mutta jossa toisaalta on useita kilpailijoita.

Vakavan masennuksen hoitomarkkina



Potilaiden hoidon kokonaismarkkina 40 mrd. euroa.



TMS-hoitojen osuus kokonaismarkkinasta 2-3 %.



Markkinan kokonaispotentiaali 800-1200 MEUR.

Kasvu 10-15 %.

Kroonisen kivun hoitomarkkina



Noin 6-7 miljoonaa potilasta Yhdysvalloissa ja Euroopassa ei saa riittävää apua nykyisistä hoidoista.



TMS-hoitojen osuus kokonaismarkkinasta vielä marginaalinen.

Lähde: Nexstim ja Inderes

Toimiala ja kilpailu (3/3)

Kilpailijoiden joukossa Nexstim profiloituu parhaalla kohdennettavuudella, tarkkuudella, mahdollisuudella visualisoida hoidon antamista ja hoidon tuloksia. Näiden kilpailutekijöiden ansiosta Nexstim profiloituu näkemyksemme mukaan laadullisesti ja hinnallisesti markkinoiden kärkitoimijoihin.

Arviomme mukaan vakavan masennuksen hoitomarkkinalla on useita toimijoita ja hintakilpailu onkin verrattain kovaa. Osa TMS-klinikoista valitsee käsittääksemme Nexstimin laitteistoja edullisempia ja yksinkertaisempia kilpailijoita, jotka mahdollistavat suurten potilasjoukkojen hoitamisen nopeammin ja alhaisemmillä kustannuksilla mahdollisesti hoidon laadusta tinkien. Käsitksemme mukaan Nexstim panostaakin parasta laatua edellyttäviin asiakkaisiin ja on positioitunut yläsegmenttiin.

Kilpailijat masennuksen TMS-markkinassa

Tärkeimpiä kilpailijoita ovat pörssilistatut Yhdysvaltalainen Neuronetics ja Yhdysvaltalais-Israelilainen Brainsway. Näiden lisäksi on joukko pienempi listaamattomia yhtiöitä. Neuronetics on arvioimme mukaan listaamattoman Cloud TMS:n ohella markkinoiden suurin toimija. Listattujen kilpailijoiden teknologiat eivät mahdollista hoidon tarkkaa kohdentamista, mutta laitteet ovat toisaalta yksinkertaisempia ja mahdollisesti edullisempia kuin Nexstimin laitteet. Brainswayn teknologia poikkeaa jossain määrin muista kilpailijoista mahdollistamalla aivokuoren syvempien osien stimuloinnin. Osa listaamattomista kilpailijoista kykenee teknologisesti hoidon kohdentamiseen.

Näiden kilpailijoiden teknologia on kuitenkin käsityksemme mukaan epätarkempaa Nexstimiin verrattuna.

Molempien listattujen kilpailijoiden liiketoiminta on voimakkaasti tappiollista. Tappiollisuus johtuu osittain isoista markkinointipanostuksista, joiden osalta Nexstimin resurssit ovatkin huomattavasti kilpailijoita pienemmät.

Uutena toimijana markkinoille on tulossa hiljattain perustettu Magnus Medical, jolla on näkemyksemme mukaan edellytyksiä tulla vahvaksi toimijaksi Yhdysvaltojen TMS-markkinalla masennuksen hoidossa muutaman vuoden aikajänteellä. Magnus Medical on lisensoinut hiljattain Stanfordin yliopiston kehittämän nopean protokollan masennuksen hoitoon. Yhtiö on kehittää myös omaa laitteistoaan ja lisensoi tätä varten teknologiaa Nexstimiltä alkuvuodesta 2022. Yhtiöiden välinen lisensointisopimus on Nexstimin arvion mukaan kokonaisarvoltaan 17 MEUR, josta 3,5 MEUR allekirjoitusmaksu realisoituu 2022. Muilta osin lisenssitulot riippuvat Magnus Medicalin tulevan liiketoiminnan kehityksestä.

Sopimukseen liittyy myös kilpailunrajoituksia, jotka rajoittavat yhtiöiden suoraa kilpailua Yhdysvaltojen TMS-markkinoilla masennuksen hoidossa. Sopimus rajoittaa Nexstimin omaa liiketoimintaa masennuksen hoitomarkkinassa Yhdysvalloissa. Kilpailunrajoitukset eivät kuitenkaan koske yhteistyöklินิกoiden verkostoa, joiden kautta Nexstim voi edelleen luoda arvoa masennuksen hoitomarkkinassa.

Taloudellinen asema suhteessa kilpailijoihin

Listatuista kilpailijoista Neuroneticsin 2021 liikevaihto oli 55,3 MUSD ja liikevoitto -27,6 MUSD ja Brainswayn luvut vastaavasti 29,7 MUSD ja -5 MUSD. Magnus Medical on kerännyt pääomasijoittajilta 25 MUSD. Magnus Medical on vasta kehittämässä omaa laitteistoaan, joten emme odota yhtiön tekevän liikevaihtoa ennen vuotta 2024.

Muista listaamattomista kilpailijoista tietojen saanti on vaikeaa, mutta käsityksemme on, että lähes kaikkien liiketoiminta on tällä hetkellä tappiollista.

Kilpailija	Hoidon kohdennus
Apollo TMS	MRI-kohdennus
Brainsway	-
Cloud TMS	-
Magnus Medical	Kyllä – teknologia ei tiedossa
MagStim	Linjakohdennus
MagVenture	Linja- ja MRI-kohdennus
Neuronetics	-
Nexstim	MRI ja Sähkökenttä

Strategia ja taloudelliset tavoitteet (1/2)

Strategian 2020-2024 päätavoitteet

Nexstimin tavoite on jatkuvan liikevaihdon kasvattaminen olemassa olevan laitekannan ja uusmyynnin kautta perustuen strategisiin kumppanuuksiin. Terapialiiketoiminnassa yhtiön tavoite on kannattava kasvu vakavan masennuksen ja pitkittyneen kivun hoidossa. Nexstim pyrkii myös mahdollistamaan nopeutetun hoitoprotokollan masennuksen hoitoon. Strategian ytimessä on keskittyminen kannattavaan kasvuun ja jatkuvan liiketoiminnan kasvattamiseen.

Strategia nojaa jatkuvan liikevaihdon kasvattamiseen ja kannattavaan kasvuun

Nexstimin strategia perustuu sen navigoitavan TMS-teknologian käyttöön useissa käyttösovelluksissa. Yhtiö keskittyy diagnostiikka- ja terapia-alueille, joissa sen teknologiasta on mitattavaa hyötyä potilaille ja asiakkaiden liiketoiminnalle. Yhtiö asemoi itsensä strategiassaan TMS-markkinan premium-tason toimijaksi perustuen teknologiajohtajuuteen ja laitteiston käyttöön useita sovelluksia mahdollistavana teknologia-alustana. Maantieteellisesti yhtiö keskittyy erityisesti Yhdysvaltoihin ja EU-alueeseen.

Erityisenä vahvuusalueena pidämme Nexstimin teknologian mahdollistavaa kilpailijoita parempaa tarkkuutta ja yhtiön vahvaa asemaa diagnostiikka-alueen TMS-toimittajana. Strategian toteuttamista hidastavina tekijöinä pidämme yhtiön pieneen kokoon liittyvää resurssien vähäisyyttä, joka näkyy esimerkiksi kilpailijoita pienempinä myynti- ja

markkinointiresursseina.

Diagnostiikka-liiketoiminnan strategia

Nexstimin strategia diagnostiikka-alueella on kasvattaa NBS-laitteiden käyttöön liittyvää jatkuvaa liikevaihtoa. Kasvua edistetään kasvattamalla jo asennetun laitteiston käyttöasteita ja toisaalta kasvattamalla laitekantaa uusmyynnillä.

Yhtiö pyrkii kehittämään edelleen teknologiaansa aivokuoren puhe- ja liikealueiden kartoituksessa. Yhtiö keskittyy erityisesti kehittämään ratkaisuja leikkausta edeltävässä kartoituksessa vaikeille aivokasvain- ja epilepsiapotilaille. Lisäksi yhtiö pyrkii mahdollistamaan aivokasvainten hoitoon liittyvän sädehoidon suunnittelua ja kohdentamista. Nexstim pyrkii partneroitumaan tulevaisuuden tutkimuksien osalta johtavien sairaaloiden ja yliopistojen kanssa.

Terapia-liiketoiminnan strategia

Nexstim keskittyy erityisesti vakavan masennuksen ja pitkittyneen neuropaattisen (eli hermovauriooperäisen) kivun hoitoon. Yhtiön tavoitteena on optimoida NBT-laitteistojen käyttöön liittyvää korkeakatteista jatkuvaa liikevaihtoa.

Nexstim pyrkii myös edistämään nopeutetun TMS-protokollan käyttöä vakavan masennuksen hoidossa. Käsityksemme mukaan yhtiö tavoittelee käyttöaiheen laajennusta sairaalahoidossa olevien potilaiden hoitoon. Mielestämme tämän tavoitteen realisoituminen on mahdollista aikaisintaan 2024

ja voi onnistuessaan lisätä laitemyyntiä ja jatkuvaa liikevaihtoa. Yhtiö pyrkii myös uusiin käyttöaiheisiin kroonisen kivun hoidossa tukemalla alan tutkimuksia. Nämä hankkeet ovat mielestämme tärkeitä yhtiön pitkän aikavälin menestykselle, mutta konkreettisia tuloksia joudutaan odottamaan mahdollisesti vuosia.

Strategian toimeenpanossa tavoitteina klinikkaverkoston laajentaminen ja jatkuvan liikevaihdon kasvu

Nexstimin kasvustrategia Yhdysvalloissa on aiemmin perustunut tytäryhtiön kautta tapahtuvaan suoramyyntiin. Kasvu on jäänyt kuitenkin kilpailuilla vakavan masennuksen markkinoilla vaisuksi (2020-2021 kahdeksan myytyä NBT-laitetta/vuosi). Yhtiö onkin painottanut Yhdysvaltojen liiketoimintamalliaan kumppanimallia kohti.

Nexstim pyrkii lähivuosina kasvattamaan yhteistyöklินิกoiden verkostoaan. Verkoston rakentaminen on kuitenkin vielä hyvin varhaisessa vaiheessa. Yhtiö kertoi alkuvuodesta 2022 perustaneensa pääomasijoitusyhtiön, jonka tarkoitus on verkoston laajentaminen. Lisäksi Nexstim on tähän mennessä tehnyt 0,5 MEUR sijoituksen Kaliforniassa sijaitsevan psykiatrisen klinikan palveluyhtiön loppuvuodesta 2021. Odotamme yhtiön etenevän klinikkaverkoston rakentamisessa ensisijaisesti Kaliforniassa ja sen jälkeen lähivuosina muilla Yhdysvaltojen painopistealueilla Texasissa sekä maan koillis- ja kaakkoisosissa.

Strategia ja taloudelliset tavoitteet (2/2)

Toinen Nexstimin lähiajan tavoite on jatkuvan liikevaihdon kasvattaminen ja pääomatarpeiden minimoiminen. Pidämme fokusta järkevänä matkalla kohti pysyvämpää voitollisuutta ja omistaja-arvon luontia. Jatkuva liiketoiminta on yhtiölle hyvin kannattavaa, mutta vaatii nykyistä suuremman laite- ja käyttäjäkannan voitollisuuden saavuttamiseksi.

Taloudelliset tavoitteet

Nexstim ei anna numeerisia taloudellisia tavoitteita tai ohjeistusta. Yhtiö kertoo tavoittelevansa 2020-2024 strategiakaudella jatkuvan liiketoiminnan kasvattamista ja kannattavan kasvun jatkamista. Vuoden 2022 tavoitteekseen yhtiö kertoo lisäksi voitollisen tilikauden (liikevoittotasolla).

Meneillään olevalla strategiakaudella odotamme Nexstimin kasvattavan merkittävästi korkeakatteista jatkuvaa liikevaihtoa ja laajentavan yhteistyöklินิกoiden verkostoaan sekä Kaliforniassa että muualla Yhdysvalloissa. Taloudellisesti yhtiöllä on edellytykset saavuttaa kannattavuus myös ilman lisenssituloja.

Jatkuvan liiketoiminnan kasvattaminen

Arvioimme mukaan NBS-laitekannat ovat kasvussa strategiakauden aikana vähittäin lisääntyvän asiakaskysynnän tukemana. Yhtiöllä on lisäksi mahdollisuuksia edistää laitekannan keskimääräistä käyttöastetta. Molemmat tekijät vaikuttavat korkeakatteisen jatkuvan liikevaihdon kasvuun diagnostiikka-alueella. Jatkuva

liikevaihto on diagnostiikassa kuitenkin suhteellisen pienessä roolissa, koska laitteiden käyttöön liittyy vähemmän vuokrasopimuksia ja kertakäyttöosien kulutusta.

Terapia-liiketoiminnan puolella jatkuvan liiketoiminnan kasvua tukee erityisesti yhdistelmälaitteiden yleistymisen puhtaiden NBT-laitteiden kysynnän jäädessä pienempään osaan. Yhdistelmälaitteet mahdollistavat terapiasovellusten käytön myös NBS-laitteilla ja kasvattavat siten terapiakäyttöön soveltuvaa laitekantaa. Arvioimme mukaan yhdistelmälaitteet mahdollistavat jatkuvan liikevaihdon kasvattamisen myös terapialiiketoiminnassa ja ovat tärkeässä osassa koko yhtiön strategian toteutusta.

Jatkuvan liiketoiminnan kasvua rajoittava tekijä puolestaan on Magnus Medicalin kanssa tehtyyn lisensointisopimukseen liittyvät kilpailunrajoitukset. Arvioimme mukaan Nexstimin aktiviteetti vakavan masennuksen markkinoilla Yhdysvalloissa vähenee muutaman vuoden aikajänteellä ja toiminta keskittyy Eurooppaan ja pienemmässä määrin muualle maailmaan.

Voitollisuus jää vielä väliaikaiseksi

Nexstim on kertonut, että Magnus Medicalin kanssa tehty teknologian lisensointisopimus sisältää noin 3,5 MEUR allekirjoitusmaksun, joka tuloutuu vuoden 2022 aikana. Allekirjoitusmaksun ja liiketoiminnan positiivisen kehityksen vuoksi pidämme tavoitetta liikevoitollisen tilikauden saavuttamisesta lähes

varmana. Oleellisempi kysymys mielestämme on, pystyykö yhtiö nostamaan liiketuloksensa lähivuosina kestävästi voitolliseksi ilman merkittäviä lisenssimaksuja. Arvioimme mukaan tulos putoaa jälleen tappiolliseksi 2023 lisenssimaksujen puuttumisen vuoksi ja pysyvämpi voitollisuus saavutetaan 2024 alkaen.

Strategian tiivistelmä



Diagnostiikan kaupallistaja ja terapisovelluksen kehittäjä

- Yhtiön on myynyt NBS-diagnostiikkalaitteistoaan 2010 lähtien
- Terapialiiketoimintaa rakennettiin aivohalvauksen jälkeiseen kuntoutukseen, joka olisi ollut yhtiölle kilpailijoista erottava sovellus
- Odottamattomien tutkimustulosten myötä yhtiö joutui luopumaan suunnitelmistaan aivohalvauksen kuntoutukseen liittyen

Suunnan muuttaminen vakavan masennuksen hoitoon

- Aivohalvauksosovelluksen epäonnistuttua Nexstim suuntasi terapialiiketoiminnan vakavan masennuksen ja kroonisen kivun hoitoon
- Kilpailu näillä hoitomarkkinoilla on huomattavasti kovempaa
- Yhtiö toi NBT-laitteiston markkinoille 2018
- NBS-laitteiston myynti jatkui tasaisena

Uusi strategiakausi

- Yhdistelmälaitteiden lanseeraus lisää laitteiden kysyntää ja nostaa terapialiiketoiminnan jatkuvan liikevaihdon potentiaalia
- Uuden yhteistyöklinnkaverkostoon perustuvan liiketoimintamallin aloittaminen Yhdysvalloissa
- Teknologian lisensointi tuo kassavirtaa
- Keskittyminen kannattavaan kasvuun ja jatkuvan liiketoiminnan kasvattamiseen

Strategian toteuttamisen avainkohdat

Toteutunut

- Onnistunut nopea siirtyminen masennuksen hoitoon
- Liikevaihto kääntynyt kasvu-uralle ja liiketappio pienentynyt selvästi
- Jatkuva liiketoiminta kasvussa laitekannan kasvun myötä
- Yhdistelmälaitteiden lanseeraus

Lähitulevaisuus 1-2v

- Kannattavan kasvun jatkaminen laitekantaa kasvattamalla ja jatkuvaan liiketoimintaan panostamalla erityisesti terapia-alueella
- Yhteistyöklinnkaverkostoon lanseeraus ensin Kaliforniassa ja myöhemmin muualla Yhdysvalloissa ja maailmassa

Seuraavat 5 vuotta

- Yhteistyöklinnkaverkostoon laajentaminen muualle Yhdysvaltoihin ja muualla maailmassa
- Nopeutettujen hoitoprotokollien edistäminen vakavan masennuksen hoitoon
- Uusi hoidon käyttöaihe sairaalahoidossa olevien potilaiden hoitamiseen

Taloudellinen tilanne (1/3)

Toiminta on ollut tappiollista kehitysvaiheesta johtuen

Nexstimin liiketoiminta on ollut sen perustamisesta lähtien tappiollista. Yhtiön pörssiäival on vaatinut osakkeenomistajilta kärsivällisyyttä, sillä yhtiö on joutunut tekemään useita rahoituskiirroksia rahoittaakseen liiketoimintaansa. Historialliset luvut eivät arviomme mukaan kuvasta erityisen hyvin yhtiön tulevaisuutta sen viime vuosien kasvusta ja teknologian lisensoinnista johtuen.

Kulurakenne

Nexstimin liiketoiminta on vielä kehitysvaiheessa ja se heijastuu yrityksen kulurakenteeseen. Viime vuosina noin 13 % yhtiön operatiivisista kuluista on ollut materiaaleja ja palveluita, jotka liittyvät tuotteiden valmistamiseen ja ovat luonnollisesti volyymin mukana muuttuvia. Nexstim ei valmista laitteitaan itse, vaan käyttää valmistuksessa suomalaista alihankkijaa.

Suurin kuluerä yhtiön operatiivisessa liiketoiminnassa on viime vuosina ollut henkilöstökulut (2018-2021 noin 47 %), joiden arviomme mukaan tulisi skaalautua suhteellisen hyvin liikevaihdon kasvun mukana. Kasvun toteutuessa yhtiö joutunee panostamaan jonkin verran lisää resursseja myyntiin, joka osaltaan hidastaa skaalautuvuutta. T&K-henkilöstöä ei arviomme mukaan tarvita merkittävästi lisää, vaikka volyymit kasvaisivatkin.

Operatiivisista kuluista keskimäärin noin 37 % on ollut liiketoiminnan muita kuluja, joiden

suhteellinen osuus on hieman laskenut viime vuosina. Tämä erä sisältää myyntiin ja markkinointiin liitännäisiä kuluja, ulkopuolisista tuotekehitysyhteistöistä koituvia kuluja ja tavanomaisia hallintoon liittyviä kuluja. Nämä kuluerät ovat arviomme mukaan pääosin kiinteitä ja siten skaalautuvat liikevaihdon mukana hyvin. Poistot ja arvonalentumiset käsittävät noin 5 % kuluista vähäistä aineellista omaisuutta ja liiketoimintaprofilia heijastellen.

Rahavirta kehitty parempaan suuntaan

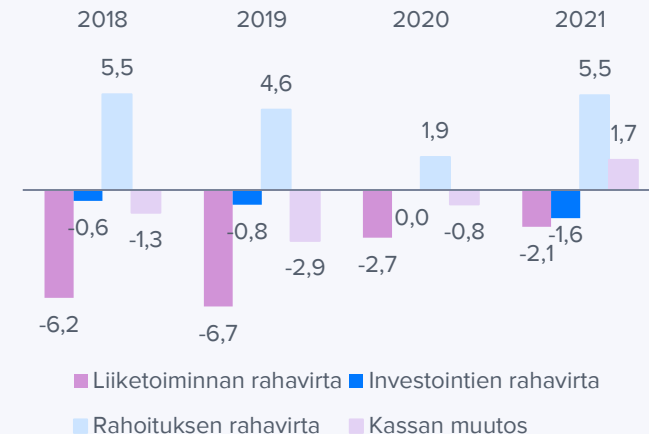
Nexstimin liiketoiminnan kassavirta on ollut raskaasti negatiivista (noin -6 MEUR) vuosina 2018-2019. Investointien myötä vapaa kassavirta on ollut vielä voimakkaammin negatiivista. Viimeisen parin vuoden aikana tulosparannuksen myötä myös liiketoiminnan rahavirtaa on pystytty kohentamaan, vaikkakin se on edelleen vuosina 2020-2021 yli 2 MEUR negatiivinen. Yhtiö on joutunut paikkaamaan vuotavaa liiketoiminnan kassavirtaansa erilaisin rahoitusratkaisuilla (merkintäoikeusannit, tuotekehityslainat). Kassavirtaa parantaa 2022 saatava lisensoinnin allekirjoitusmaksun ja odotuksemme vuosina 2024-2029 toteutuviista Magnus Medicalin maksamista lisenssituloista.

Nexstim on nostanut varastojensa tasoa väliaikaisesti globaalien logistiikkahaasteiden vuoksi. Oletamme tästä johtuvan käyttöpääoman nousun väliaikaiseksi ja käyttöpääoman kasvavan tulevaisuudessa samassa suhteessa liikevaihdon kanssa.

Kulurakenne (operatiivisista kuluista)



Kassavirran kehitys (MEUR)



Taloudellinen tilanne (2/3)

Tase on yhtiön profiilin mukainen

Nexstimin tilikauden 2021 lopun taserakenne on yhtiön profiili huomioiden odotetun kaltainen (taserakenne seuraavalla sivulla). Aineetonta omaisuutta, joka muodostuu aktivoituista kehittämismenoista sekä aineettomista oikeuksista, oli 1,12 MEUR. Kehittämismenot liittyvät pääosin yhtiön jo kaupallistettujen tuotteiden jatkokehitykseen. Aineettomat oikeudet käsittävät lisäksi patenteja.

Vastaavasti aineellista omaisuutta on liiketoiminnan luonteen mukaisesti vähän (0,44 MEUR), ja ne koostuvat lähinnä liiketoiminnan käytössä olevista NBT-laitteistoista. Sijoituksia osakkuusyhtiöihin yhtiön taseessa oli 0,45 MEUR, joka koostuu strategisesta investoinnista kalifornialaisen yhteistyökliniikan palveluyhtiöön.

Käyttöpääomaa yhtiöllä oli 2,17 MEUR, josta vaihto-omaisuutta oli noin 1 MEUR, myyntisaamisia 1,44 MEUR sekä taseen toisella puolella ostovelkoja 0,26 MEUR. Myyntisaamisia nosti vuoden lopussa myydyt laitteet, joiden toimitus tapahtuu vuoden 2022 puolella. Lähihistoriassa yhtiön käyttöpääoma on ollut positiivinen.

Tilikauden 2021 luvuissa vaihto-omaisuus on arviomme mukaan tavanomaista korkeampi yhtiön varauduttua Covid-19-pandemiaan liittyviin logistiikkahaasteisiin kasvattamalla varastoa väliaikaisesti. Muita saamisia taseessa oli noin 0,41 MEUR ja rahoja sekä pankkisaamisia noin 5,2 MEUR.

Ei akuuttia tarvetta kassan vahvistamiseksi

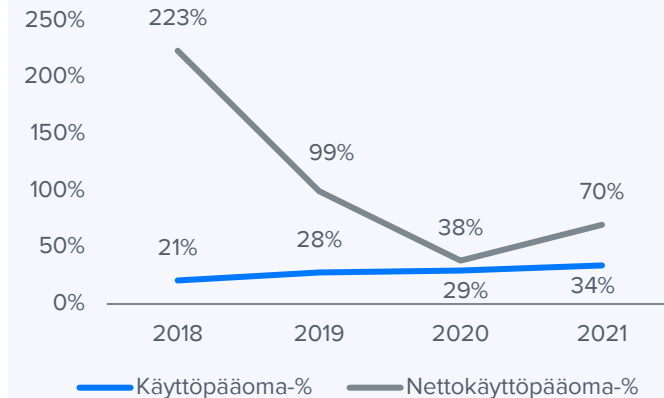
Yhtiön historiassa sen liiketoiminnan oltua raskaasti tappiollista alhaisesta liikevaihdosta suhteessa kulurakenteeseen ja etupainotteisista tuotekehityspanostuksista johtuen. Liiketoiminta onkin ollut ennemminkin kassavirtaa kuluttavaa kuin tuottavaa ja yhtiön rahoitustilanne on ollut ajoittain tukala.

Kuitenkaan merkittävää kassakriisiä ei tilikauden 2021 lopun tilinpäätöstietojen valossa ole, sillä lyhytaikaisten saamisten ja rahavarojen suhde lyhytaikaiseen vieraaseen pääomaan eli quick-ratio on noin 2. Tätä lukua voidaan pitää yhtiön maksuvalmiutta arvioitaessa hyvänä. Keväällä 2021 järjestetyn 6,6 MEUR:n merkintäoikeusannin myötä 2021 taseen staattinen kassatilanne on hyvä ja yhtiö kykenee täyttämään lyhyen aikavälin velvoitteensa. Huomautamme kuitenkin, että osakeanti tulevaisuudessa on mahdollinen, mikäli yhtiö kasvattaa investointejaan voimakkaasti esimerkiksi Yhdysvaltojen yhteistyökliniikoiden verkoston kasvattamiseen.

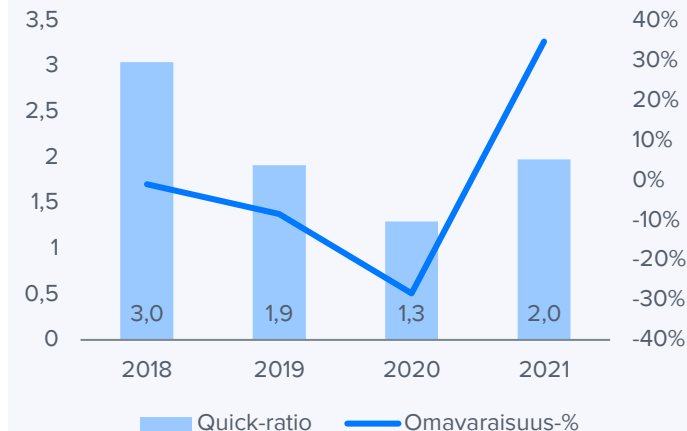
Tappiolliset vuodet näkyvät taseessa

Oma pääomaa taseessa oli tilikauden 2021 lopussa 3,2 MEUR. Yhtiön omavaraisuusaste nousi 34,7 %:iin (2020: -28,3 %). Yhtiön omavaraisuusaste on ollut viime vuosina negatiivinen raskaasti tappiollisesta liiketoiminnasta johtuen. Tilikauden 2021 oman pääoman kasvu ja sen myötä omavaraisuusasteen vahvistuminen johtuivat pääosin keväällä 2021 järjestetystä 6,6 MEUR:n merkintäoikeusannista.

Pääoman sitoutuminen suhteessa liikevaihtoon



Maksuvalmius ja vakavaraisuus



Käyttöpääoma: vaihto-omaisuus + myyntisaamiset - ostovelat
Nettokäyttöpääoma: lyhytaik. varat - lyhytaik. velat

Taloudellinen tilanne (3/3)

Tämä näkyy sijoitetun vapaan pääoman rahaston lisäyksenä, joka oli kokonaisuudessaan tilikauden 2021 lopussa noin 55 MEUR.

Nexstimin ja sen tuotteiden ollessa aiemmin pääosin kehitysvaiheessa on yhtiön liiketoiminta vaatinut merkittäviä etupainotteisia panostuksia. Tämän takia liiketoiminta on ollut pitkään tappiollista, joka näkyy aikaisempien tilikausien tappioina omassa pääomassa (kertyneet voittovarat: -51 MEUR). Tämän johdosta yhtiö on joutunut keräämään uutta rahoitusta useita kertoja elinkaarensa aikana.

Taseen vieraan pääoman osalta yhtiöllä oli tilikauden 2021 lopussa noin 3,3 MEUR pitkäaikaista korollista lainaa, joka koostuu tuotekehityslainoista Business Finlandilta. Näiden lainojen suhteen on huomionarvoista, että Business Finland jätti perimättä osan aiemman vastaavan lainan pääomasta ja koroista. Syy oli lainan kohdistuminen epäonnistuneeseen kehitysprojektiin liittyen aivohalvauspotilaiden kuntoutussovelluksen kehittämiseen. Lyhytaikaista vierasta pääomaa taseessa oli noin 3,6 MEUR.

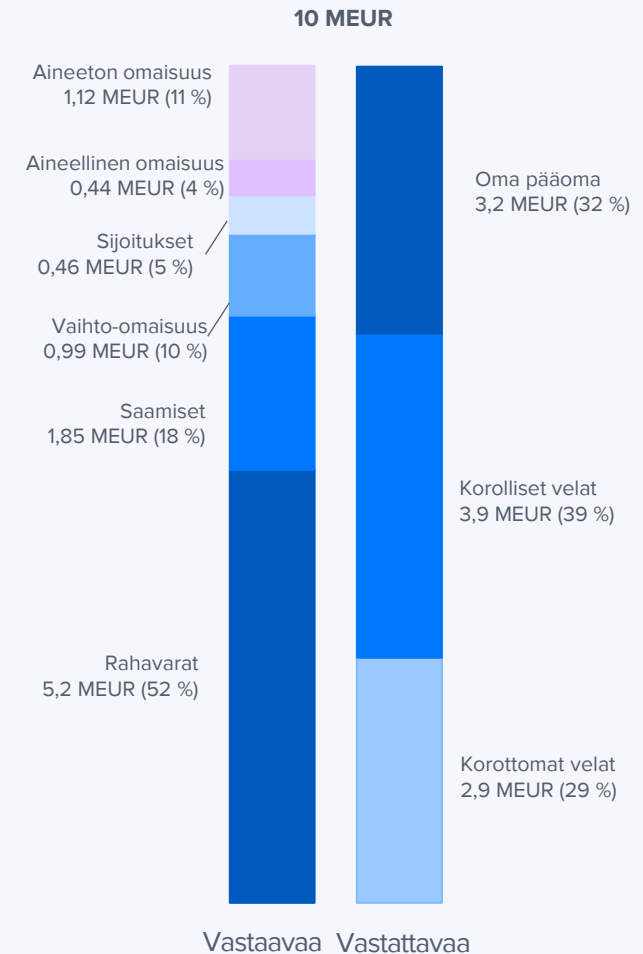
Omistusosuusvetoisia rahoitusratkaisuja

Nexstimin osakkeenomistajien omistusosuudet ovat laimentuneet historiassa useiden omistusosuuspohjaisten rahoitusratkaisuiden vuoksi. Myös jatkossa sijoittajan on hyvä tiedostaa se mahdollisuus, että omistusosuus voi laimentua yhtiön mahdollisesti tarvitessa rahoittaa liiketoimintaa osakeannin avulla.

Mahdollisen annin lisäksi osakekanta voi laimentua jossain määrin optio-ohjelmien kautta. Mikäli yhtiön

tällä hetkellä hyväksymät optio-ohjelmat liudentavat osakekanta täysimääräisesti, osakekanta kasvaa arviomme mukaan noin 8 % vuoteen 2029 mennessä.

Taserakenne vuoden 2021 lopussa



Sijoitusprofiili (1/2)

Nexstim on korkeariskinen kasvuyhtiö sijoittajien suosimalta sektorilta

Sijoittajille Nexstim profiloituu selkeästi kasvuyhtiöksi defensiivisellä terveysteknologian sektorilla, jossa se asemoituu vaikeiden aivosairauksien segmenttiin. Toimialaa tukevat houkuttelevat pidemmän ajan fundamentit ja trendit, ja yhtiölle toimiala tarjoaa erittäin suuren markkinapotentiaalin. Nexstim on vielä melko varhaisessa vaiheessa, sillä liikevaihto on toistaiseksi ollut vähäistä ja historiassa tulos ja kassavirta ovat olleet negatiivisia. Vaikka Nexstimin kasvu on kiihtymään päin ja yhtiön tuloskin on nousemassa positiiviseksi, yhtiö on vielä korkean riskin sijoituskohde sijoittajien perspektiivistä. Myöhemmin yhtiö riskiprofiililla on edellytyksiä laskea, sillä Nexstimin liiketoiminta perustuu osin matalariskisiin sekä skaalautuviin jatkuviin tuottoihin. Matalariskisempään vaiheeseen yhtiö voi kypsyä kuitenkin vasta muutamien vuosien päästä.

Kasvuyhtiölle tyypillisesti Nexstim tarvitsee pääomia kasvun luomiseen (sis. investoinnit kulurakenteeseen ja aineettomaan omaisuuteen), joten osinkoa yhtiöstä ei ole lähivuosina odotettavissa. Näin ollen sijoittajien mahdollinen tuotto tulee Nexstimissä muodostumaan osakkeen hinnan muutoksesta. Lisäksi historiallisesti yhtiö on tarvinnut kasvun rahoittamiseen ulkoisia pääomia myös omistajiltaan, eikä lisärahoituksen tarvetta voi mielestämme sulkea kokonaan pois vielääkään. Näin ollen sijoittajien tulee mielestämme varautua

rahoittamaan yhtiötä edelleen tai vastaavasti hyväksyä riski osakesarjan laimentumisesta.

Positiiviset arvoajurit ja mahdollisuudet

Nexstimin kohdetoimiala on huomattavan suuri yhtiön liikevaihtoon nähden ja sisältää merkittäviä kasvun mahdollisuuksia. Lisäksi TMS-hoitojen odotetaan valtaavan hitaasti alaa muilta hoidoilta, joka tukee yhtiön kasvumahdollisuuksia.

Nexstimin laitekanta on kasvussa erityisesti yhdistelmälaitteiden myynnin tukemana. Tämä luo pohjaa tulevaisuudessa hyvin skaalautuvan ja kannattavan jatkuvan liikevaihdon kasvulle. Yhtiön kannalta erityisen potentiaalinen luo terapialiiketoimintaan liittyvän jatkuvan liikevaihdon kasvu. Nexstim on myös todistanut, että sen teknologian lisensointiin liittyy liiketoimintamahdollisuuksia, jotka voivat luoda lisäkassavirtaa tulevaisuudessa.

Nexstim on rakentamassa uutta liiketoimintamallia Yhdysvalloissa, joka perustuu osuuteen yhteistyöklonikoiden arvonluonnista. Uusi malli sisältää mahdollisuuksia, mutta sen toimivuutta ei ole vielä todistettu.

Pitkällä aikavälillä yhtiöllä on mahdollisuus laajentua uusiin käyttöaiheisiin (eli indikaatioihin), esimerkiksi sairaalahoidossa oleviin vakavasti masentuneisiin potilaisiin. Indikaatioiden laajentumisen lisäksi onnistuminen nopeutettujen protokollien kehittämisessä voi kasvattaa Nexstimin saavutettavissa olevaa kohdemarkkinaa selvästi.

Riskit ja uhat

Kilpailu terapialaitteissa on kovaa ja yhtiön kasvu voi jäädä ennusteita alhaisemmalle alhaiselle tasolle. Tämä johtaisi jatkuvan liikevaihdon odotuksia vaisumpaan kasvuun ja hidastaisi yhtiön kannattavuuskäännettä. Nexstimillä on myös pienet resurssit suhteessa kilpailijoihin erityisesti myynnin ja markkinoinnin suhteen.

Nexstim voi epäonnistua uuden yhteisklinikoihin perustuvan liiketoimintamallin luonnissa. Arviomme mukaan klonikkaverkoston kasvattaminen vaatii myös onnistuessaan yhtiön kokoon nähden melko suuria investointeja. Investoinnit puolestaan nostavat uuden osakeannin todennäköisyyttä.

Uusien käyttöaiheiden tutkiminen on keskeistä Nexstimin pitkän aikavälin menestykselle, mutta nämä vaativat pitkäaikaista ja epävarmaa tutkimusta. Mahdollinen epäonnistuminen heikentäisi terapialiiketoiminnan pitkän aikavälin potentiaalia.

Sijoitusprofiili (2/2)

1. Kasvuyhtiö defensiivisellä toimialalla

2. Liiketoimintamalli nojaa laitemyyntiin, jatkuvaan liikevaihtoon ja lisensointituottoihin

3. Keskittyminen vaikeisiin aivosairauksiin ja häiriöihin sekä niiden hoitoon ja terapiaan

4. Toimiala on suuri, defensiivinen ja sitä tukee useat vahvat trendit

5. Kasvun rahoittamiseen liittyy vielä jonkun verran epävarmuutta

Potentiaali



- Suuri kohdemarkkina, jota megatrendit tukevat.
- TMS-hoitojen suosion kasvu lääkehoitoihin nähden.
- Yhdistelmälaitteet lisäävät kannattavaa jatkuvaa liiketoimintaa.
- Vahva asema diagnostiikkaliiketoiminnassa.
- Liikevaihto ja kannattavuus ovat kehittyneet oikeaan suuntaan 2019 alkaen.
- Partnerimalli voi onnistuessaan saada terapialiiketoiminnan kasvuun.

Riskit



- Keskipitkällä aikavälillä terapiamarkkinan kilpailutilanne on haastava.
- Yhtiö on pienikokoinen kustannusrakenteeseen ja investointitarpeisiin nähden.
- Uusien käyttöaiheiden kehittäminen vaatii pitkäaikaista ja epävarmaa tutkimusta. Mahdollinen epäonnistuminen heikentää terapialiiketoiminnan pitkän aikavälin potentiaalia.
- Mahdolliset annit heikentävät sijoittajan tuotto-odotusta.

Ennusteet (1/4)

Ennusteiden taustat

Nexstimin pitkän aikavälin taloudellinen menestys riippuu keskeisimmin liikevaihdon kasvusta. Yhtiön kulurakenne on raskas nykyiseen liikevaihdon tasoon nähden, jolloin korkeasta myyntikatteesta huolimatta liikevoitto on jäänyt toistaiseksi selvästi tappiolliseksi. Liikevaihtoennusteemme vuosina 2022-2025 perustuu laitemyynnin, jatkuvan liikevaihdon ja lisensointitulojen mallintamiseen. Pidemmällä aikavälillä ennuste perustuu odotettuun markkinakasvuun, markkinoiden ajureihin ja Nexstimin kilpailutekijöihin.

Liikevaihdon ennustamisessa erityisen tärkeää on korkeakatteisen ja skaalautuvan jatkuvan liikevaihdon kasvu terapia-alueella. Siinä onnistuminen edellyttää yhtiön kykyä kasvattaa laitekantaa selvästi ja edistää laitekannan korkeaa käyttöastetta.

Nexstim ei kerro NBS-laitteiston laitekannan kokoa, mikä tuo haasteita jatkuvan liiketoiminnan ennustamiseen diagnostiikka-liiketoiminnassa. Olemme arvioineet laitekannan kooksi noin 100 laitetta. Terapialiiketoiminnan osalta yhtiö raportoi NBT-laitteiden ja yhdistelmälaitteiden yhteenlasketun laitekannan. Yhdistelmälaitteet ovat tulleet vasta hiljattain markkinoille ja niiden käyttöastetta terapiasovelluksiin on vielä vaikea arvioida tässä vaiheessa. Yhtiön kannalta onkin tärkeää, että yhdistelmälaitteita käytettäisiin terapiasovelluksiin mahdollisimman paljon. Ennusteissamme yhdistelmälaitteita käytetään terapiakäyttöön noin 40 % laitteen käyttöajasta.

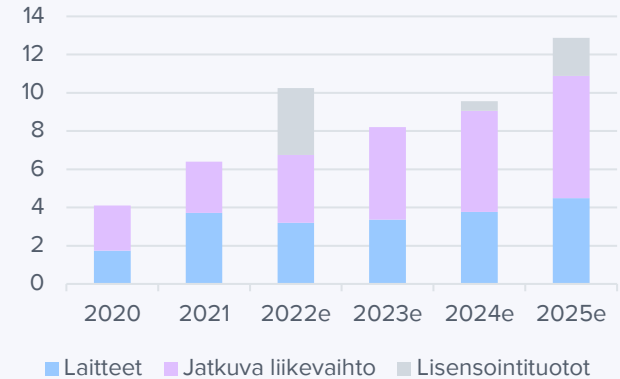
Laitemyynnistä tuleva liikevaihto on

ennusteissamme selvästi jatkuvaa liikevaihtoa pienemmässä roolissa. Tämä johtuu siitä, että odotamme laitekannan ja sen tuottaman jatkuvan liikevaihdon kasvavan laitemyyntiä nopeammin.

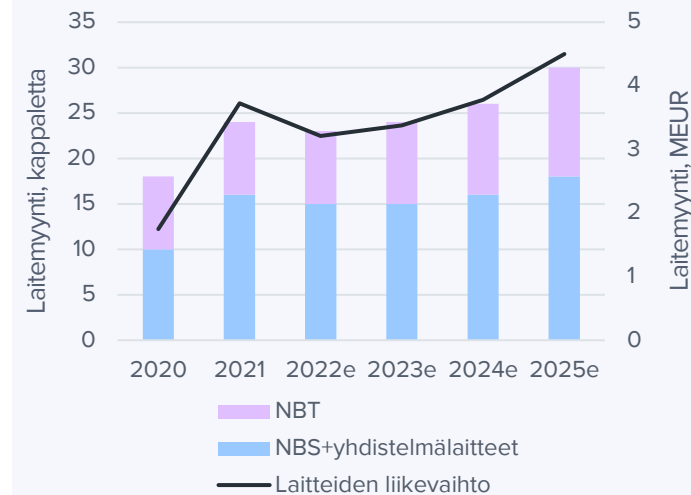
NBS-, ja yhdistelmälaitteiden myynnin odotamme jatkuvan lähivuosina hyvin sujuneen vuoden 2021 tasolla ja kasvavan hieman sen yli. NBT-laitteiden myynti on puolestaan ollut alkuvaiheen 2018-2019 jälkeen verrattain vaisua myynnin jäädessä kahdeksaan kappaleeseen per vuosi 2020-2021. Mielestämme NBT-laitteiden kysyntään on syytä suhtautua tässä vaiheessa konservatiivisesti kilpailutilanteesta ja tulevista lisenssisopimukseen liittyvistä myynnin rajoituksista johtuen.

Kolmantena tekijänä liikevaihdon ennustamisessa laitemyynnin ja jatkuvan liikevaihdon lisäksi ovat lisenssitulot. Ennusteemme perustuu jo varmistuneeseen 3,5 MEUR:n allekirjoitusmaksuun, joka tuloutuu H1'22, ja Magnus Medicalin liiketoiminnan kehittymisen mukaan maksettaviin lisenssimaksuihin. Nexstim on arvioinut tulevien lisenssimaksujen (poislukien allekirjoitusmaksu) alkavan noin kolmen vuoden kuluessa, lisenssikauden kestävän viisi vuotta ja lisenssimaksujen olevan 13,5 MEUR. Lisenssimaksuennusteissamme käytämme ~25 % turvamarginaalia yhtiön omaan arvioon nähden. Varovaisuus on mielestämme perusteltua, sillä Magnus Medical on vasta kehittämässä laitteistoaan eikä sillä ole vielä myyntiä. Ennustamme lisenssitulojen alkavan pienessä määrin vuonna 2024 ja kasvavan asteittain huippuunsa 2,5 MEUR:n 2028-2029.

Liikevaihdon jakautuminen (MEUR)



Laitemyynti



Ennusteet (2/4)

Neljäs tulonlähde yhtiölle muodostuu mahdollisesti tulevaisuudessa osuudesta yhteistyöklินิกoiden verkoston arvonmuodostuksesta. Koska tähän liittyvien investointien kokoa tai ajoitusta on mahdotonta ennustaa, emme sisällytä niitä ennusteisiimme ennen niiden toteutumista.

Näkemyksemme mukaan Nexstim toimii defensiivisellä toimialalla eikä yhtiö ole voimakkaasti makrotalouden kehityksestä riippuvainen. Olemmekin olettaneet yleisen talouskehityksen vaikutuksiksi ennusteissamme ainoastaan hieman korkeamman inflaation tuleville vuosille.

Kuluva vuosi 2022

Odotamme Nexstimin liikevaihdon olevan 10,4 MEUR (2021: 6,4 MEUR), josta laitemyynnin ja jatkuvan liikevaihdon osuus on 6,9 MEUR. Toteutuessaan kasvu edellisvuoteen olisi 62,6 %. Kuluvan vuoden ennusteisiin vaikuttaa voimakkaasti teknologian lisensointiin liittyvä 3,5 MEUR:n allekirjoitusmaksu, jonka odotamme tuloutuvan H1'22:n aikana. Oletamme allekirjoitusmaksun kasvattavan liikevoittoa täysimääräisesti. Liikevoitto nousee ennusteissamme allekirjoitusmaksun tukemana 2,3 MEUR:n, joka on 22,5 % liikevaihdosta (2021: -22,7 %). Kassavirran arvioimme vastaavan pitkälti tuloslaskelmaa. Positiivinen kassavirta vahvistaa myös yhtiön tasetta.

Emme ennusta yhtiön maksavan veroja lähivuosina menneiden tappioiden vähennyskelpoisuudesta johtuen. Rahoituskulut

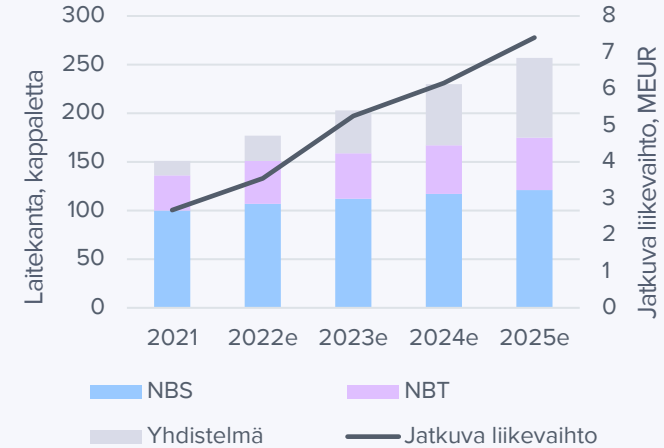
jatkuvat ennusteessamme tasaisella -0,1 MEUR:n tasolla. Osakekohtaiseksi tulokseksi ennustamme 0,30 euroa. Emme huomio ennusteessamme vaikeasti ennustettavia rahoitustuottoja. Rahoitustuotot riippuvat EUR/USD -suhteesta ja voivat olla määrältään huomattavia johtuen suurista konsernin sisäisistä lainoista Yhdysvaltojen tytäryhtiölle. Kassavirtavaikutusta tällä erällä ei kuitenkaan ole, joten sijoittajien kannalta erällä ei ole suurta merkitystä.

Nexstimin ohjeistus on, että vuonna 2022 yhtiön liikevaihto jatkaa kasvua ja että tilikauden liiketulos on voitollinen. Tarkempaa numeerista ohjeistusta yhtiö ei ole antanut. Lisäksi Nexstim on kertonut vuoden 2022 strategisiksi tavoitteikseen yhteistyöklินิกoiden verkoston kasvattamisen erityisesti Yhdysvalloissa. Verkoston rakentaminen alkoi 2021 investoinnilla erään klinikan palveluyhtiöön (0,5 MEUR). Emme sisällytä näitä mahdollisia uusia investointeja ennusteisiimme, sillä niiden ajoitusta ja kokoa on vaikea ennustaa. Tässä mielessä ennusteemme päivittyvät yhtiön uusien investointien mukana.

Laitemyynti on odotuksissamme edellisvuoden tasolla

Laitemyynnin osalta vuosi on alkanut verrattain hitaasti, sillä neljän ensimmäisen kuukauden aikana yhtiö on kertonut kolmesta myydyistä laitteesta. Laitteiden myynti painottuu tyypillisesti raportointikausien lopulle, joten hitaalla alkuvuodella ei ole ollut merkittävää vaikutusta koko vuoden ennusteisiimme.

Laitekanta ja jatkuva liikevaihto



Lisensointitulot (Inderesin ennuste)

Lisenssimaksu	MEUR
2022	3,5
2023	0
2024	0,5
2025	1,25
2026	1,75
2027	2,25
2028	2,5
2029	2,5

Ennusteet (3/4)

Koko vuoden osalta odotamme kappalemääräisen laitemyynnin olevan vuoden 2021 tasolla, jolloin myytiin 16 NBS- ja 8 NBT laitetta. NBS-laitteista valtaosa on arviossamme yhdistelmälaitteita, jotka sisältävät mahdollisuuden myös terapiasovelluksiin.

Jatkuvan liikevaihdon odotamme kehittyvän tasaisesti perustuen laitekannan kasvuun ja laskutusasteen maltilliseen nousuun. Myyntikate säilyy ennusteissamme korkeana erityisesti jatkuvan liikevaihdon kasvun tukemana.

Maltillista kasvua vuosina 2023-2025

Ennustamme liikevaihdon kasvavan 13,2 MEUR:n 2025 mennessä, mikä tarkoittaa keskimäärin noin 8,3 %:n kasvua vuosittain (2023-2025 CAGR-%). Lisenssimaksuista oikaistu jatkuva liikevaihto kasvaa kuitenkin 19,9 % vuosittain (CAGR). Kasvun tärkeimpänä ajurina toimii terapia-liiketoiminnan jatkuva liikevaihto, joka perustuu kasvavaan NBT- ja yhdistelmälaitekantaan. Liikevaihto-ennusteeseemme vaikuttaa myös oleellisesti Magnus Medicalilta saatavat lisenssitulot, joka perustuu odotukseen käynnistyneestä liiketoiminnasta. Emme odota lainkaan lisenssituloja vuonna 2023, minkä takia ennakoimme liikevaihdon laskevan selvästi.

Myyntikatteessa ennustamme jo entuudestaan korkeaan tasoon lievää parannusta (2025: 84 %) erittäin korkeakatteisen jatkuvan liiketoiminnan siivittämänä. Kulujen osalta odotamme yhtiön keskittyvän edelleen kustannusten tiukkaan hallintaan, joka heijastuu odotuksina hitaasta henkilöstön kasvusta ja tarkasta kulujen hallinnasta.

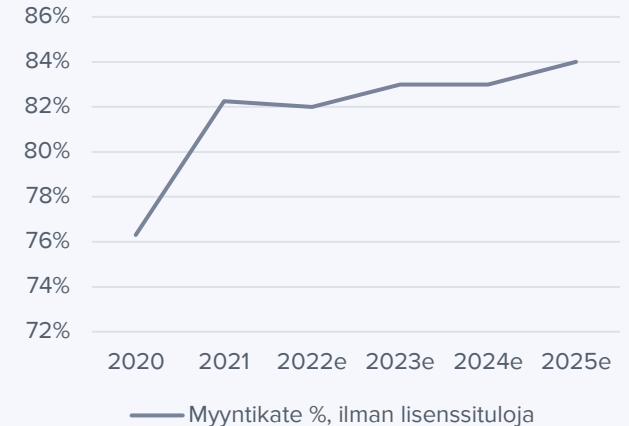
Ennustamme Nexstimin liikevoiton kääntyvän jälleen niukasti tappiolle vuonna 2023, kun lisenssituloja ei ole odotettavissa. Tämän jälkeen odotamme jälleen positiivista kehitystä. Liikevoitto vuonna 2025 on ennusteessamme 3,3 MEUR, eli 25,3 % liikevaihdosta. Lisenssituloista oikaistun liikevoiton arvioimme olevan 2,1 MEUR. Verojen suhteen odotamme vähennyskelpoisten tappioiden vuoksi veroprosentiksi 0 % ja rahoituskulujen olevan -0,1 MEUR. Näin ollen vuoden 2025 osakekohtainen tulos nousee 0,44 euroon osittain lisenssitulojen siivittämänä.

Liikevaihdon ja -voiton kasvun ajurina toimii erityisesti jatkuva liikevaihto, jota tukee kaikkien laitetyyppien kannan kasvu sekä maltillisessa määrin laitteiden ja palveluiden hintojen korotukset. Jatkuvan liikevaihdon osalta yhdistelmälaitteet ovat keskeisessä asemassa, sillä ne kasvattavat oleellisesti terapiasovelluksiin kykenevien laitteiden kantaa. Terapiasovellukset tuottavat suurempaa jatkuvaa liikevaihtoa diagnostiikkasovelluksiin verrattuna hoitojen vaatiessa suurempaa kertakäyttöosien käyttöä.

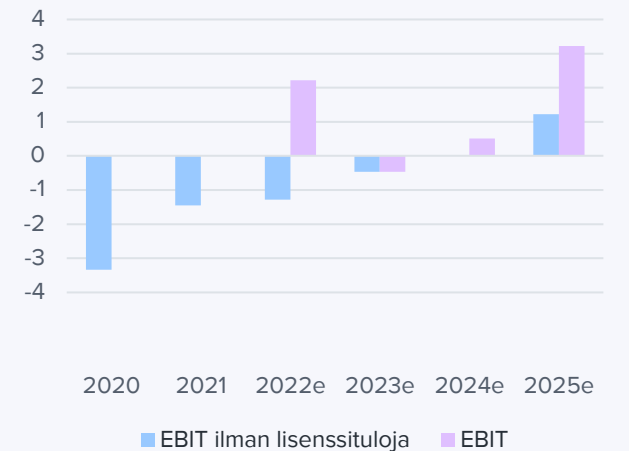
Laitemyynnissä ennustamme maltillista kasvua

NBS-laitteita myytiin 16 kappaletta vuonna 2021, mutta viime vuosina laitteita on myyty noin kymmenen vuodessa. Näkemyksemme mukaan kysyntää tukee NBS-tekniikan tunnettuuden ja suosion kasvu asiakkaiden keskuudessa sekä mahdollisuus ostaa yhdistelmälaitteita. Odotamme NBS-laitteiden kysynnän pysyvän vahvan vuoden 2021 tasolla ja kasvavan hieman sen yli vuoteen 2025 mennessä.

Myyntikate



Liikevoitto (MEUR)



Ennusteet (4/4)

NBT-laitteita on myyty vuodesta 2018 huippumyynnin ollessa 17 kappaletta vuonna 2019. Viimeiset kaksi vuotta laitteita on myyty kahdeksan kappaletta vuodessa. Odotamme laitteiden vuotuisen myynnin kasvavan maltillisesti 12 myytyyn laitteeseen vuoteen 2025 mennessä. Kasvua rajoittaa jossain määrin lisensointisopimukseen liittyvät kilpailun rajoitukset, jotka rajoittavat NBT-laitteiden myyntiä Yhdysvaltojen masennuksen hoidon markkinoilla.

Pitkän aikavälin ennuste 2026-2030

On selvää, että näkyvyys vuosiin 2026-2030 on tällä hetkellä erittäin heikko. Pitkän aikavälin ennusteemme luovat pohjan kassavirtamallillemme, minkä takia avaamme ennusteiden perusteita tässä

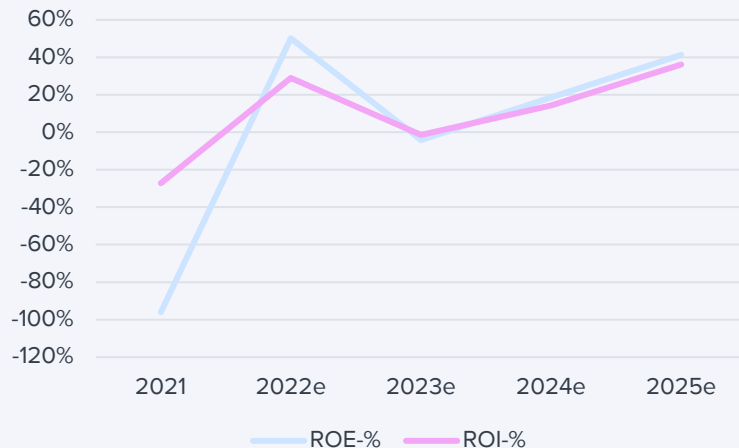
lyhyesti. Lisäksi merkittävää Nexstimin kohdalla ovat oletukset yhtiölle merkittävistä lisenssimaksuista, jotka ovat vielä kaukana tulevaisuudessa.

Ennustamme Nexstimin liikevaihdon kasvuksi 6-14 % vuosina 2026-2030 ja terminaalikasvuksi 3 %. Yhtiön pitkän aikavälin kasvun ajureina toimivat lisenssimaksut, TMS-markkinan yleinen kasvu, yhtiön panostukset nopeiden hoitoprotokollien kehittämiseen ja yhtiön mahdollinen onnistuminen uudessa käyttöaiheessa liittyen vaikeiden aivosairauksista ja -häiriöistä kärsivien sairaalahoidossa olevien potilaiden hoitoon.

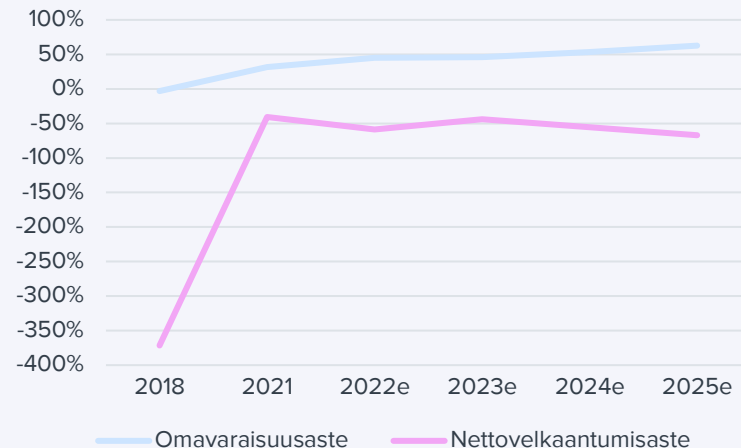
Kannattavuuden suhteen odotamme liikevoittomarginaalin saavuttavan 28 %:n huippunsa vuosina 2027-2028 lisenssimaksujen siivittämänä.

Liikevaihtoprosentti laskee hieman 2030 odotetun lisenssikauden ja -maksujen päättymisen myötä. Liikevoiton terminaaliarvoksi oletamme 20 % perustuen yhtiön liikevaihdon kasvuun, vahvaan bruttokatteeseen ja kulujen skaalautuvuuteen. Tähän liittyvä epävarmuus on kuitenkin hyvin korkea.

Oman- ja sijoitetun pääoman tuotto



Omavaraisuus- ja nettovelkaantumisasteet



Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	H1'21	H2'21	2021	H1'22e	H2'22e	2022e	H1'23e	H2'23e	2023e	2024e	2025e
Liikevaihto	3,0	3,4	6,4	7,0	3,4	10,4	4,3	4,3	8,6	10,4	13,2
Nexstim	3,0	3,4	6,4	7,0	3,4	10,4	4,3	4,3	8,6	10,4	13,2
Käyttökate	-0,7	-0,3	-1,0	3,3	-0,6	2,7	0,2	0,2	0,3	1,6	3,8
Poistot ja arvonalennukset	-0,2	-0,3	-0,4	-0,2	-0,2	-0,5	-0,2	-0,2	-0,5	-0,4	-0,5
Liikevoitto ilman kertaeriä	-0,9	-0,5	-1,5	3,1	-0,8	2,3	-0,1	-0,1	-0,1	1,2	3,3
Liikevoitto	-0,9	-0,5	-1,5	3,1	-0,8	2,3	-0,1	-0,1	-0,1	1,2	3,3
Nexstim	-0,9	-0,5	-1,5	3,1	-0,8	2,3	-0,1	-0,1	-0,1	1,2	3,3
Osuus osakkuusyhtiöiden tuloksesta	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettorahoituskulut	0,1	0,7	0,7	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
Tulos ennen veroja	-0,8	0,1	-0,7	3,0	-0,9	2,2	-0,1	-0,1	-0,2	1,1	3,2
Verot	-0,1	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	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
Nettotulos	-0,9	0,1	-0,8	3,0	-0,9	2,2	-0,1	-0,1	-0,2	1,1	3,2
EPS (oikaistu)	-0,13	0,02	-0,11	0,42	-0,12	0,30	-0,01	-0,01	-0,03	0,14	0,44
EPS (raportoitu)	-0,13	0,02	-0,11	0,42	-0,12	0,30	-0,01	-0,01	-0,03	0,14	0,44

Tunnusluvut	H1'21	H2'21	2021	H1'22e	H2'22e	2022e	H1'23e	H2'23e	2023e	2024e	2025e
Liikevaihdon kasvu-%	83,3 %	37,6 %	55,5 %	136,5 %	-0,9 %	62,6 %	-38,3 %	26,6 %	-17,1 %	21,0 %	25,9 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	-50,8 %	-63,3 %	-56,4 %	-440,2 %	49,1 %	-255,1 %	-101,8 %	-93,1 %	-105,0 %	-1119,9 %	188,7 %
Käyttökate-%	-24,7 %	-8,1 %	-15,8 %	47,1 %	-17,4 %	26,0 %	3,9 %	3,9 %	3,9 %	15,1 %	28,8 %
Oikaistu liikevoitto-%	-30,5 %	-16,0 %	-22,7 %	43,9 %	-24,0 %	21,6 %	-1,3 %	-1,3 %	-1,3 %	11,0 %	25,3 %
Nettotulos-%	-32,0 %	3,3 %	-13,0 %	43,2 %	-25,5 %	20,7 %	-2,5 %	-2,5 %	-2,5 %	10,1 %	24,5 %

Lähde: Inderes

Arvonmääritys (1/5)

Arvonluontia jatkuvasta liikevaihdosta

Nexstimin arvonluonti rakentuu keskipitkällä aikavälillä erityisesti terapialiiketoiminnan jatkuvan liikevaihdon varaan. Tämän potentiaalin realisoituminen vaatii nykyisen absoluuttisesti pienen laitekannan voimakasta kasvua. Suurempi laitekanta mahdollistaa korkeakatteisen ja skaalautuvan jatkuvan liiketoiminnan kasvun, joka toteutuessaan puolestaan mahdollistaa pysyvän voitollisuuden. Oleellista terapialiiketoiminnan jatkuvan liikevaihdon kasvussa ovat yhdistelmälaitteet, joiden ansiosta terapiakäyttöön soveltuva laitekanta on kasvanut nopeasti. Yhdistelmälaitteiden käyttöaste terapiasovelluksissa on vielä epäselvää ja se tulee osaltaan vaikuttamaan voimakkaasti ennusteiden toteutumiseen. Laitemyynti ja diagnostiikkaliiketoiminta tuovat tärkeää täydennystä arvonluontiin, mutta pitkällä aikavälillä niiden suhteellinen merkitys yhtiölle pienenee.

Lisäväriä sijoitustarinaa tuo lisensointisopimusten tuloutuminen, joka tämän hetken näkymillä muodostaa merkittävän osan yhtiön lähivuosien kassavirroista. Seuraamme lisäksi mielenkiinnolla, miten yhtiö onnistuu yhteistyöklินิกoiden verkoston rakentamisessa ja miten lisensointisopimukseen liittyvät kilpailurajoitukset vaikuttavat terapialaitteiden myyntiin ja sitä kautta laitekannan ja jatkuvan liikevaihdon kehitykseen.

Arvonmäärityksemme perustuu neutraaliin ennusteskenaarioon, jossa kumulatiivinen vuosittainen kasvu (CAGR) on 20 % vuosina 2022-2025. Liikevoitto kääntyy ennusteissamme

pysyvästi voitolliseksi 2024 jatkuvan liiketoiminnan ja lisenssitulojen ajamana.

Arvostuskertoimet ovat lähivuosille kireitä, mutta maltillistuvat muutamassa vuodessa

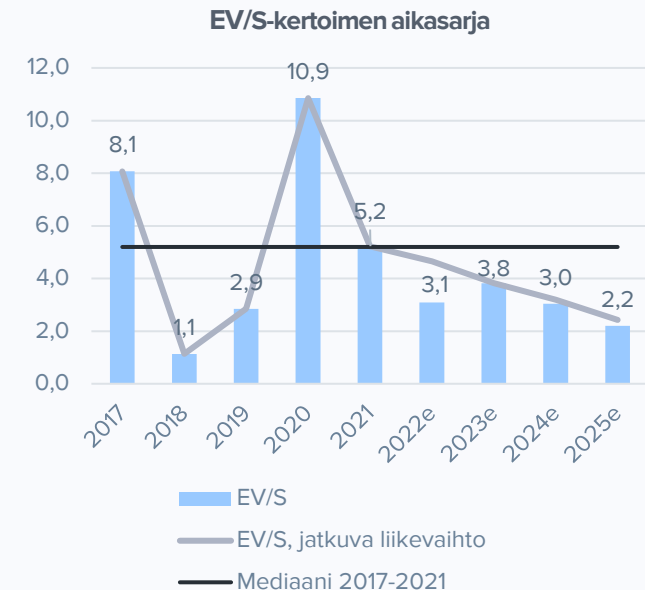
Nexstimin tulos vaihtelee voimakkaasti lähivuosina lisensointimaksujen mukaan, joten painotamme arvonmäärityksessä liikevaihtoperusteista EV/S-tunnuslukua. Arvioimme tunnuslukuja myös lisenssituloista puhdistetun jatkuvan liiketoiminnan pohjalta. Arvostuskertoimet nojaavat vahvasti tulevaisuuden ennustettuun kasvuun ja lisenssitulojen toteutumiseen, joihin liittyy merkittäviä epävarmuuksia.

EV/liikevaihto: vertailu historiaan

Nexstimin historiallinen EV/S-tunnusluku on vaihdellut voimakkaasti johtuen markkina-arvon heilunnasta ja kassatilanteen vaihteluista. Tappiot ovat heikentäneet tasetta ja toisaalta osakeannit ovat ajoittain vahvistaneet sitä. Vuosien 2017-2021 mediaani EV/S-kerroin oli absoluuttisesti korkea 5,2x. Vuoden 2022 ennusteilla EV/S laskee 3,1x:n. Vertailukelpoisempi lisenssituloista oikaistu kerroin on 4,7x ja 2023e EV/S on 3,8x, jolloin emme odota lisenssituloja. Nexstimin arvostusta tukee liikevaihdon kasvunäkymät ja hyvän myyntikatteen mahdollistama korkea kannattavuuspotentiaali. Pidämme kuitenkin nykyisiä EV/S-kertoimia korkeahkoina siihen nähden, että Nexstimillä on vielä vähän näyttöjä kestävästi kannattavasta kasvusta. Yhtiön riskiprofiiliin ja tuloskasvunäkymiin perustuen pidämme noin EV/S 3-4x tasoa perusteltuna kertoimena Nexstimille.

Arvostustaso	2022e	2023e	2024e
Osakekurssi	4,85	4,85	4,85
Osakemäärä, milj. kpl	7,27	7,27	7,27
Markkina-arvo	35	35	35
Yritysarvo (EV)	32	33	32
P/E (oik.)	16,4	neg.	33,5
P/E	16,4	neg.	33,5
P/Kassavirta	17,7	neg.	27,8
P/B	6,6	6,9	5,7
P/S	3,4	4,1	3,4
EV/Liikevaihto	3,1	3,8	3,0
EV/EBITDA (oik.)	11,9	97,9	20,1
EV/EBIT (oik.)	14,3	neg.	27,6
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %

Lähde: Inderes



Arvonmääritys (2/5)

Riskipreemiot varsinkin korkeiden arvostuskertoimien kasvu-yhtiöillä ovat nousseet viimeisen vuoden aikana voimakkaasti, joten historialliseen EV/S 5x arvostukseen palaaminen vaatisi lähtökohtaisesti korkoympäristön ja sijoittajasentimentin voimakasta muutosta. Yhtiö saavuttaa arviomme neutraalista EV/S-kertoimesta liiketoiminnan kasvun myötä 2023 (EV/S 3,8x).

EV/liikevaihto: suhteellinen tarkastelu

Olemme tarkastelleet järkevää EV/S-kerrointa myös suhteessa verrokkiryhmään sekä mielestämme relevanttiin sektoriin. Käyttämämme verrokkiryhmä koostuu kahdesta Yhdysvaltoihin listatusta TMS-toimittajasta ja Nexstimin suorasta kilpailijasta (Neuronetics ja Brainsway) sekä pohjoismaisista terveysteknologian yhtiöistä. Neuronetics ja Brainsway ovat raskaasti tappiollisia tällä hetkellä ja oletettavasti myös tulevina vuosina. Osa pohjoismaisista verrokeista on pysyvämmän kannattavia ja osa on vasta saavuttamassa kannattavuuden. Erilaiset kannattavuus- ja kasvuprofiilit heijastuvat yhtiöille hyväksyttävään arvostustasoon, mutta verrokkiryhmä heijastelee arviomme mukaan riskiprofiililtaan kohtuullisesti Nexstimia. Näin ollen pystymme suhteellisen tarkastelun kautta hahmottamaan viitekehystä myös Nexstimin arvostukselle.

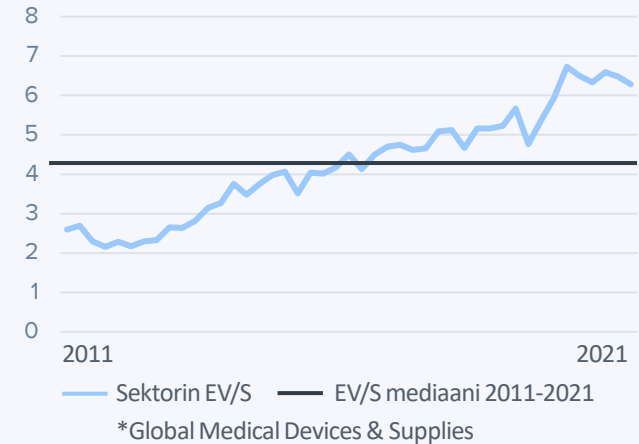
Vuoden 2022e EV/S:n perusteella Nexstimin arvostus on noin verrokkien tasalla, mutta lisenssimaksusta oikaistuna ero kääntyy

yliarvostukseksi. Erityisesti vuoden 2022 osalta oikaisu on mielestämme relevantti suuren allekirjoitusmaksun takia. Vuoden 2023 kertoimilla puolestaan Nexstim (3,8x) on noin 10 % yliarvostettu verrokkiryhmään (3,5x) nähden.

Vertailussa Neuroneticsin ja Brainsway'n Nexstim on EV/S-luvulla selvästi verrokkejaan kalliimpi (molemmat EV/S noin 0,5x). Eroa selittää verrokkien suurilla osakeanneilla vahvistetut taseet, jatkuva raskas tappiollisuus ja varsinkin Neuroneticsin voimakas kurssilasku, jotka kaikki vaikuttavat EV-komponenttia laskevasti. Brainswaylle ennustetaan 2022-2023 vuosittain 22 % (CAGR) ja Neuroneticsille vastaavasti 15 %:n kasvua. Yhtiöiden taloudellinen tilanne ja heikko kannattavuusnäkyvä tekevät vertailusta vaikeaa. Mielestämme Nexstim ansaitsee näihin verrokkeihin nähden korkeamman EV/S-kertoimen paremman kannattavuusnäkyvän ansiosta.

Hyväksyttävät EV/S-kertoimet riippuvat odotetusta liikevaihdon kasvusta. Nexstimin ennustettu 2022 kasvu on 62,6 % ja CAGR 2022-2023 15,9 %. Vuoden 2022 poikkeuksellisella kasvulla Nexstim sijoittuu korkeimpaan neljännekseen ja on CAGR-kasvun perusteella verrokkien (2022-2023 CAGR 16,6 %) tasolla. Verrokkiryhmään verrattuna Nexstim on arviomme mukaan melko neutraalisti arvostettu.

Sektorin* historiallinen EV/S



Lähde Inderes / Bloomberg

Arvonmääritys (3/5)

Suhteellisen arvostuksen tarkastelussa hyödynnämme lisäksi sektorin yleistä arvostusta. Global Medical Devices & Supplies -indeksin pitkän aikavälin (2011-2021) mediaani EV/S-kerroin on ollut 4,2x. Sektori-indeksi koostuu suurista, laadukkaista, pääosin Yhdysvaltalaisista terveysteknologian yhtiöistä, jotka mielestämme ansaitsevat arvostuspreemion Nexstimiin nähden. Nexstimin 2022e EV/S-kerroin painuu 26 % alle sektorin historiallisen mediaanin, mutta jatkuvasta liiketoiminnasta laskettu EV/S 4,7x ylittää vertailuluvun selvästi.

Mielestämme Nexstim on neutraalisti tai hieman korkeasti hinnoiteltu suhteessa sektorin yleiseen tämänhetkiseen tasoon nähden ja yliarvostettu sektorin historialliseen arvostukseen nähden. Yliarvostusta selittää osin sektorin riskipreemioiden trendinomainen lasku viime vuosikymmenellä, jossa tapahtui viime vuonna voimakas käänne.

Tulosperusteisesti katse pitää siirtää kauas

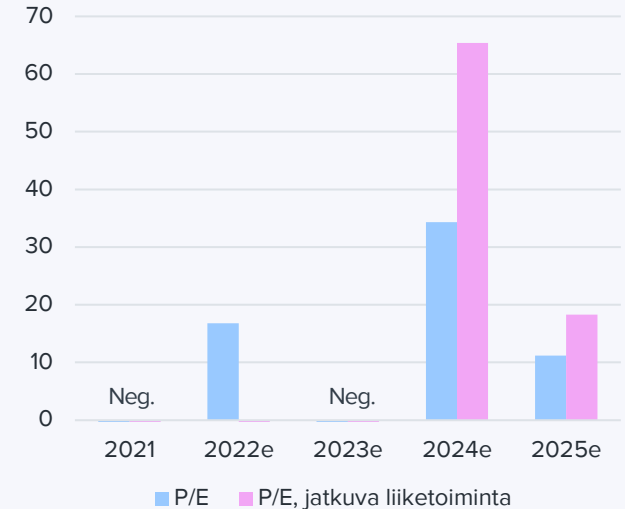
Tulosperusteisten kertoimien hyödyntäminen on vielä vaikeaa, koska Nexstimin tulos vaihtelee lähivuosina voimakkaasti lisenssitulojen ja tuloskäänteiden edistymisen mukana. Tulosperusteisen arvostuksen kannalta katseet täytyykin suunnata pitkälle vuoden 2025 ennusteisiin. Jatkuvaan liiketoimintaan perustuva P/E nousee positiiviseksi 2024 ja on noin 11x vuonna 2025. Ennusteiden toteutuessa Nexstimille voitaisiin hyväksyä noin 20-25x P/E-kerroin. Hyväksymämme arvostushaarukka perustuu Nexstimin hyvään kannattavuuspotentiaaliin sekä

sektorin historialliseen arvostustasoon (2017-2021 mediaani eteenpäin katsova P/E 22,5x). Tässä skenaariossa Nexstimin osakekurssi voisi nousta vuoteen 2025 mennessä 82-127 %, mikä tarkoittaisi noin 16-23 %:n vuosituottoa (CAGR). Korkeat luvut ovat kuitenkin hämääviä, koska lisenssitulot eivät oletettavasti jatku sopimuskauden jälkeen. Pelkästään jatkuvan liiketoiminnan P/E-luku olisi vuoden 2025 ennusteillamme 18x, jolloin hahmoteltu nousupotentiaali P/E-kertoimeen 20-25x olisi vain 10-37 % (CAGR-tuotto 2-8 %). Näin ollen tulosperusteisesti Nexstim ei mielestämme ole houkuttelevasti hinnoiteltu ilman ennusteitamme selvästi voimakkaampaa tuloskasvua. Osakkeelle ei näkemyksemme mukaan ole näköpiirissä tukea osinkotuotosta.

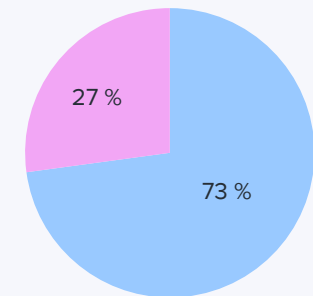
Lisenssitulojen arvo kokonaisuudesta

Lisenssointisopimus koostuu jo varmistuneesta 3,5 MEUR:n allekirjoitusmaksusta ja Magnus Medicalin liiketoimintasuunnitelmaan perustuvista maksuista, joiden arvioimme olevan 10 MEUR ja tuloutuvan 2024-2029 painottuen jakson lopulle. Arvioidujen lisenssitulojen diskontattu nykyarvo on 9,8 MEUR, joka vastaa 27 % yhtiön nykyisestä markkina-arvosta. Soveltamamme diskonttoron perusteita on avattu tarkemmin DFC-mallin yhteydessä. Lisenssituloista puhdistetulle ydinliiketoiminnalle jää tällöin markkina-arvoksi 25,2 MEUR. Jatkuvaan liiketoiminnan yritysarvolla laskettuna 2025 EV/S-kertoimeksi muodostuu 1,8x ja P/E-luvuksi 18x. Ennustetut lisenssitulot muodostavat siis arvioimme mukaan huomattavan osa Nexstimin tuloksesta ja arvosta.

P/E-luvun kehitys



Jatkuvaan liiketoimintaan ja lisenssointi osuus Nexstimin nykyarvosta



■ Jatkuva liiketoiminta ■ Lisenssointitulot

Arvonmääritys (4/5)

Kassavirtalaskelma (DCF)

Diskontattu kassavirtalaskelma (DCF) antaa ennusteessamme osakkeelle 4,75 euron arvon. Pidämme DCF-mallia Nexstimin arvonmäärityksessä käyttökelpoisena, mutta mallin herkkyyden vuoksi kannustamme sijoittajia vertaamaan mallissa käytettyjä oletuksia omiin arvioihin ja tuottovaatimukseen.

Laskelman taustalla olevat kasvu- ja kannattavuusennustemme on avattu Ennusteet-kappaleessa. Ennusteemme mukaan Nexstimin tapauksessa valtaosa yhtiön vapaista kassavirroista saavutetaan vuoden 2025 jälkeen, mikä lisää mallin herkkyyttä käytetyille oletuksille. Lisäksi 2025-2029 kassavirrat nojaavat myös vahvasti Magnus Medicalilta saataviin lisenssimaksuihin, jotka ovat vaikeita ennustaa ja voivat ylittää tai alittaa ennusteemme selvästi.

Oman pääoman kustannuksena mallissa olemme käyttäneet 10,6 % ja pääoman keskimääräisenä kustannuksena 10,0 % maltillisella 10 %:n velkaantumisasteella. Käyttämämme pääomankustannus heijastaa näkemystämme Nexstimin keskimääräistä korkeammasta riskitasosta, missä taustalla on yhtiön suhteellinen varhainen kehitysvaihe (ensimmäinen voitollinen tulos tapahtumassa 2022) sinänsä pitkästä historiasta huolimatta. Odotukset pysyvän kannattavuuden saavuttamisesta ja positiiviset kassavirrat lisenssituloista vaikuttavat toisaalta riskitasoa rajaavasti.

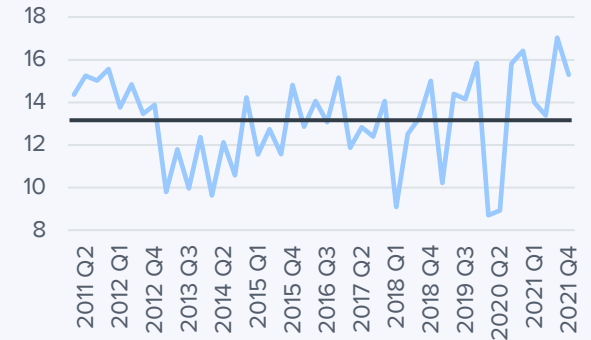
Terminaalijakson kasvuksi olemme määritelleet 3 %

heijastellen TMS-markkinan yleisesti hyviä kasvunäkymiä. Liikevoittotasona olemme käyttäneet 20 %, joka on erittäin korkea suhteessa yhtiön historiaan. Perustelemme korkeaa terminaalikannattavuutta yhtiön potentiaalilla skaalautuvaan kannattavuuteen, korkeaan myyntikatteeseen ja terveysteknologian sektorin historialliseen kannattavuuteen. Sektorin liikevoiton mediaani jää 13,4 %:n tasolle, mutta voitolliset suuremmat yhtiöt pääsevät tyyppillisesti 20-30 %:n marginaaliin ja Nexstimillä on mielestämme edellytykset hyvin korkeaan kannattavuuteen positiivisessa skenaariossa. Ennusteessamme Nexstim yltää korkeimmilla 28 %:n liikevoittomarginaaliin lisenssitulojen tukemana.

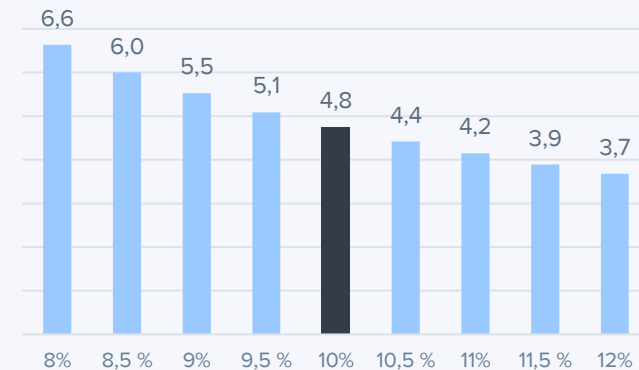
Nexstimin osakkeen nykyarvosta 55 % perustuu laskelman terminaaliarvoon, eli vuoden 2031 jälkeisiin vapaisiin kassavirtoihin. Luku on verrattain maltillinen ja selittyä lisenssituloilla, jotka toteutuvat kokonaisuudessaan ennen terminaalijakson alkamista. Lisenssituloihin perustuvat kassavirrat eivät kuitenkaan ole luonteeltaan pysyviä, mikä on tärkeää huomioida. Lisäksi niiden realisoitumiseen liittyy paljon epävarmuustekijöitä, joihin yhtiö ei itse voi vaikuttaa.

Vuosien 2022-2026 kassavirroilla selittyy 20 % nykyarvosta. Näistä kassavirroista huomattava osuus tulee 2022 tuloutuvasta 3,5 MEUR:n allekirjoitusmaksusta ja jatkuvan liiketoiminnan osuus vapaista kassavirroista jää vähäiseksi.

Sektorin historiallinen liikevoittoprosentti



Osakekurssin herkkyys käytetylle WACC:lle DCF-mallissa



Arvonmääritys (5/5)

Arvostuksen yhteenveto

Nexstimin osaketuoton keskeinen ajuri tulevina vuosina on liikevaihdon kasvu, kannattavuuden paraneminen ja lisenssituottojen toteutuminen. Emme odota yhtiön maksavan osinkoa lähivuosina. Arvostuskertoimet ovat arviomme mukaan melko kireät varsinkin, kun huomioimme viimeisen vuoden aikana tapahtunut kasvuyhtiöiden merkittävän riskipreemioiden kasvun. Nexstimin kaltaisten kasvuyhtiöiden hinnoittelu on muuttunut voimakkaasti, kun sijoittajien tuottovaatimukset ovat nousseet voimakkaasti korkeana pysyneen inflaation nostettua markkinakorkoja. Tämä on aiheuttanut voimakasta painetta erityisesti yhtiöihin, joiden arvo perustuu kaukana tulevaisuudessa oleviin kassavirtoihin.

Näkemyksemme Nexstimin osakkeen käyvistä arvosta on 4-5 euroa useisiin menetelmiin perustuen. Ennusteisiin sekä hinnoittelu ympäristöön liittyvän korkean epävarmuuden vuoksi pidämme melko laajaa haarukkaa perusteltuna. Näkemyksen muodostuksessa keskeistä on arvostustaso suhteessa yhtiön omaan, Pohjoismaisten verrokkien ja terveysteknologian sektorin historialliseen arvostukseen.

Tuloksen tappiollisuuden ja epävakauden vuoksi keskitymme erityisesti EV/S-tunnuslukuun, jolle arvioimme käyväksi kertoimeksi on 3-4x. Verrokkianalyysin perusteella osake on lievästi yliarvostettu ja saamme käyväksi arvoksi noin 4,2-5 euroa. DCF-laskelma puolestaan antaa osakkeen arvoksi 4,75 euroa. Osakkeen selvästi korkeampi

arvostus edellyttäisi mielestämme lisenssimaksujen tuloutumista yhtiön odottamalla korkeammalla (17 MEUR) tasolla sekä jatkuvan liikevaihdon ja liikevoiton kasvamisesta ennusteitamme nopeammin. Osakkeen 12 kuukauden tuotto-odotus on näkemyksemme mukaan korkeintaan tuottovaatimuksen tasolla tai hieman sen alle.

Jatkuvan liikevaihdon kasvu ratkaisee tulevaisuudessa

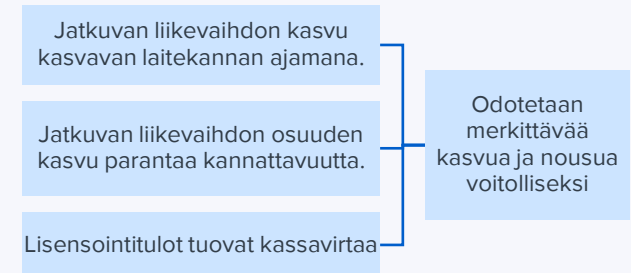
Yhtiön kuluva vuoden liikevaihdon kasvu ja kannattavuus tulee olemaan vahvaa. Myös kassavirrat ovat hyvällä tasolla allekirjoitusmaksun tuloutumisen vuoksi. Arvonmäärityksessä katseemme on kuitenkin tulevissa vuosissa, jolloin lisenssimaksuihin tulee 1-2 väli vuotta ja jatkuvan liiketoiminnan kannattavuus on vielä alhaisella tasolla. Pitkän aikavälin ennusteiden toteutumisen epävarmuus lisää sijoittajan riskiä.

Seuraamme Nexstimin kehitystä erityisesti terapialaitekannan (NBT- ja yhdistelmälaitteet) kasvun ja yhteistyöklirikoiden verkoston rakentamisen suhteen. Terapialiiketoimintaan liittyvä jatkuva liikevaihto on liikevaihdon määrän ja kannattavuuden vuoksi keskeistä yhtiön menestykselle keskipitkällä ja pitkällä aikavälillä. Klinikaverkoston rakentamisessa onnistuminen voi mahdollistaa Nexstimille uuden defensiivisen liiketoiminnan tukijalan. Nexstimillä on vahvuuksia ja mahdollisuuksia myös ennusteiden ylittämiseen. Tällä hetkellä sijoittaja ei kuitenkaan mielestämme saa riittävää tuotto-odotusta riskien vastapainoksi.

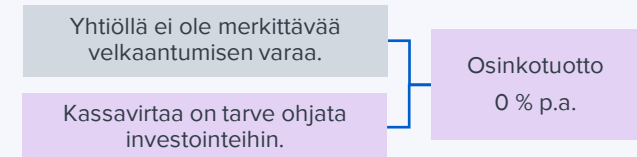
Osaketuoton ajurit 2022-2025

■ Positiivinen ■ Neutraali ■ Negatiivinen

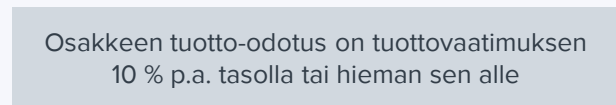
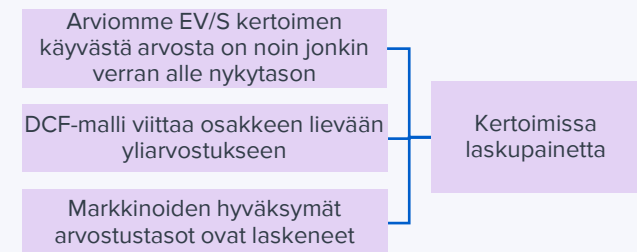
Tulostuoton ajurit



Osinkotuoton ajurit



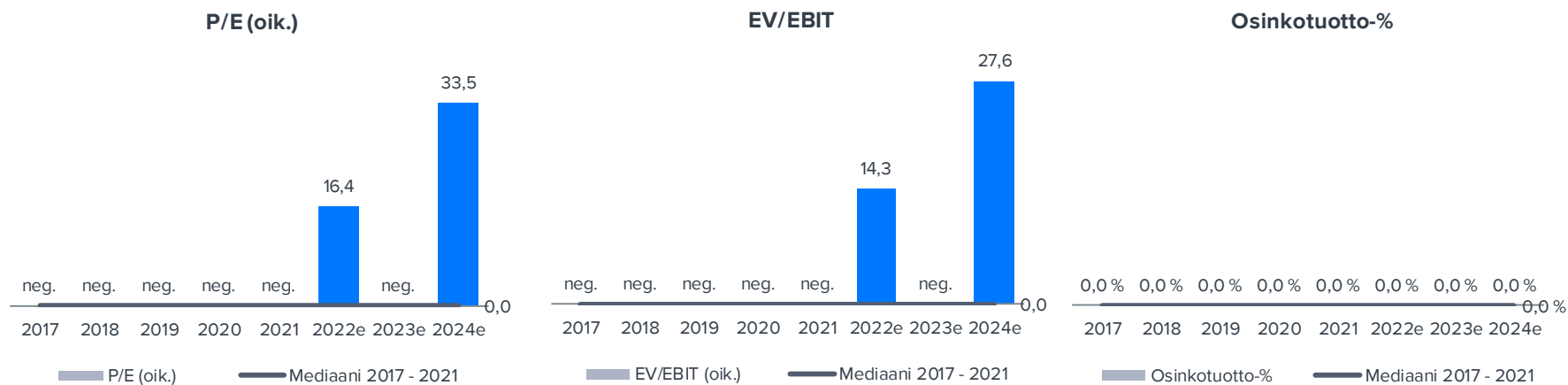
Arvostuskertoimien ajurit



Arvostustaulukko

Arvostustaso	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
Osakekurssi	0,28	0,60	0,12	0,10	4,78	4,85	4,85	4,85	4,85
Osakemäärä, milj. kpl	93,2	3,25	62,8	439,6	7,27	7,27	7,27	7,27	7,27
Markkina-arvo	26	2,0	7,5	43	35	35	35	35	35
Yritysarvo (EV)	21	3,0	9,5	45	33	32	33	32	29
P/E (oik.)	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	16,4	neg.	33,5	10,9
P/E	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	16,4	neg.	33,5	10,9
P/Kassavirta	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	17,7	neg.	27,8	11,7
P/B	4,7	neg.	neg.	neg.	10,9	6,6	6,9	5,7	3,7
P/S	9,9	0,7	2,3	10,5	5,4	3,4	4,1	3,4	2,7
EV/Liikevaihto	8,1	1,1	2,9	10,9	5,2	3,1	3,8	3,0	2,2
EV/EBITDA (oik.)	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	11,9	97,9	20,1	7,6
EV/EBIT (oik.)	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	14,3	neg.	27,6	8,7
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %

Lähde: Inderes



Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
				2022e	2023e	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e
Brainsway Ltd	1117,00	103	52	49,6				0,5	0,4					
Neuronetics Inc	2,42	72	29					0,5	0,4					
Ambu A/S	95,36	2664	2854	74,5	38,6	37,7	24,5	4,5	3,8	91,6	55,8	0,3	0,5	5,8
C Rad AB	45,20	132	121	38,7	19,0	29,3	16,4	3,6		56,8	26,7			5,6
Elekta AB (publ)	76,70	2604	2853	18,0	14,8	10,9	9,5	2,1	1,9	24,9	20,3	2,9	3,4	3,3
Getinge AB	284,40	6738	6806	13,7	12,2	10,2	9,3	2,4	2,3	20,5	18,2	1,7	1,9	2,8
Irras AB	1,30	10	5					1,0	0,4					
Medistim ASA	241,50	438	432	32,2	23,8	27,5	21,0	8,6	7,4	36,0	31,0	1,8	2,0	10,4
Optomed Plc	4,04	62	64					4,1	3,4					3,7
Vitrolife AB	281,40	3555	3750	59,6	44,4	38,9	31,9	12,6	10,8	84,9	60,5	0,4	0,5	2,5
Xvivo Perfusion AB	243,00	680	651	297,8	119,3	111,6	65,0	17,5	13,0	211,7	130,6			5,5
	281,40	3555	3750	59,6	44,4	38,9	31,9	12,6	10,8	84,9	60,5	0,4	0,5	2,5
Nexstim (Inderes)	4,85	35	32	14,3	-292,1	11,9	97,9	3,1	3,8	16,4	-165,6	0,0	0,0	6,6
Keskiarvo				74,3	40,7	38,1	26,2	6,0	4,8	76,4	50,5	1,2	1,4	4,7
Mediaani				49,1	38,6	33,5	22,8	4,1	3,5	70,8	43,4	1,0	1,2	3,7
Erotus-% vrt. mediaani				-71 %	-856 %	-65 %	330 %	-24 %	10 %	-77 %	-481 %	-100 %	-100 %	76 %

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

DCF-laskelma

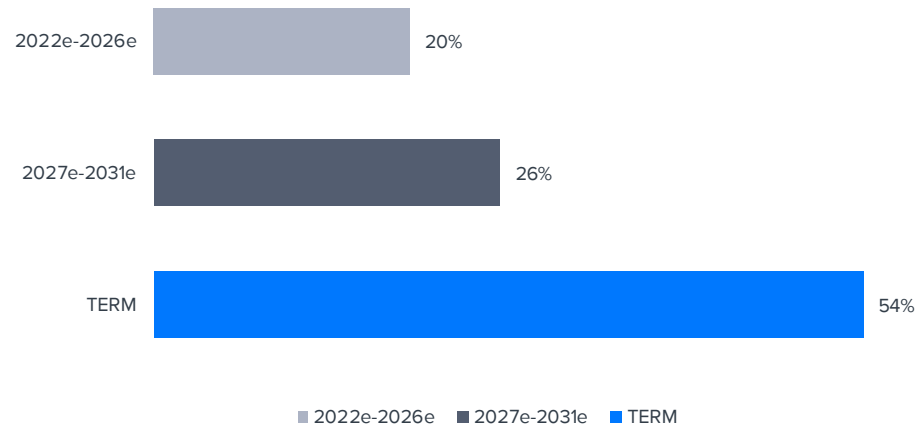
DCF-laskelma	2021	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	TERM
Liikevoitto	-1,5	2,3	-0,1	1,2	3,3	3,9	4,7	5,2	5,5	4,2	4,3	
+ Kokonaispoistot	0,4	0,5	0,5	0,4	0,5	0,4	0,5	0,5	0,6	0,5	0,6	
- Maksetut verot	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,5	-1,1	-0,8	-0,9	
- verot rahoituskuluista	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	-0,6	-0,2	-0,5	0,3	-0,1	-0,2	0,0	-0,4	-0,3	-0,3	-0,1	
Operatiivinen kassavirta	-1,8	2,5	-0,2	1,9	3,7	4,1	5,1	4,7	4,7	3,6	4,0	
+ 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	-1,2	-0,5	-0,6	-0,6	-0,7	-0,7	-0,8	-0,9	-0,9	-1,2	-1,0	
Vapaa operatiivinen kassavirta	-3,0	2,0	-0,8	1,3	3,0	3,4	4,4	3,9	3,9	2,4	3,0	
+/- Muut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	-3,0	2,0	-0,8	1,3	3,0	3,4	4,4	3,9	3,9	2,4	3,0	45,0
Diskontattu vapaa kassavirta		1,9	-0,7	1,0	2,1	2,2	2,6	2,1	1,9	1,0	1,2	18,0
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		33,2	31,4	32,0	31,1	28,9	26,7	24,2	22,1	20,2	19,2	18,0
Velaton arvo DCF		33,2										
- Korolliset velat		-3,9										
+ Rahavarat		5,2										
- Vähemmistöosuus		0,0										
- Osinko/pääomapalautus		0,0										
Oman pääoman arvo DCF		34,5										
Oman pääoman arvo DCF per osake		4,8										

Pääoman kustannus (wacc)

Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	10,0 %
Vieraan pääoman kustannus	5,0 %
Yrityksen Beta	1,50
Markkinoiden riski-premio	4,75 %
Likviditeettipremio	1,50 %
Riskitön korko	2,0 %
Oman pääoman kustannus	10,6 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	10,0 %

Lähde: Inderes

Rahavirran jakauma jaksoittain



Tase

Vastaavaa	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Pysyvät vastaavat	0,9	2,0	2,1	2,3	2,4
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aineettomat hyödykkeet	0,3	1,1	1,2	1,4	1,5
Käyttöomaisuus	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,5	0,5	0,5	0,5
Muut sijoitukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verosaamiset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vaihtuvat vastaavat	5,4	8,0	9,7	8,8	9,2
Vaihto-omaisuus	0,4	1,0	1,0	1,0	0,8
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	1,5	1,8	2,5	2,6	3,1
Likvidit varat	3,5	5,2	6,2	5,2	5,2
Taseen loppusumma	6,2	10,0	11,8	11,1	11,6

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Oma pääoma	-1,5	3,2	5,4	5,1	6,2
Osakepääoma	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Kertyneet voittovarot	-49,9	-51,8	-49,6	-49,9	-48,8
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	48,3	54,9	54,9	54,9	54,9
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	3,9	3,3	2,2	2,1	1,2
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	3,9	3,3	2,2	2,1	1,2
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset velat	3,8	3,6	4,2	3,8	4,2
Lainat rahoituslaitoksilta	1,2	0,6	0,8	0,8	0,6
Lyhytaikaiset korottomat velat	2,7	2,9	3,4	3,0	3,6
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	6,2	10,0	11,8	11,1	11,6

Yhteenveto

Tuloslaskelma	2019	2020	2021	2022e	2023e	Osakekohtaiset luvut	2019	2020	2021	2022e	2023e
Liikevaihto	3,3	4,1	6,4	10,4	8,6	EPS (raportoitu)	-0,11	-0,01	-0,11	0,30	-0,03
Käyttökate	-6,2	-3,0	-1,0	2,7	0,3	EPS (oikaistu)	-0,11	-0,01	-0,11	0,30	-0,03
Liikevoitto	-6,5	-3,3	-1,5	2,3	-0,1	Operat. kassavirta / osake	-0,10	0,00	-0,25	0,34	-0,03
Voitto ennen veroja	-6,8	-4,1	-0,7	2,2	-0,2	Vapaa kassavirta / osake	-0,11	0,00	-0,41	0,27	-0,11
Nettovoitto	-6,8	-4,1	-0,8	2,2	-0,2	Omapääoma / osake	-0,01	0,00	0,44	0,74	0,71
Kertaluontoiset erät	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	Osinko / osake	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Tase	2019	2020	2021	2022e	2023e	Kasvu ja kannattavuus	2019	2020	2021	2022e	2023e
Taseen loppusumma	7,7	6,2	10,0	11,8	11,1	Liikevaihdon kasvu-%	25 %	23 %	56 %	63 %	-17 %
Oma pääoma	-0,7	-1,5	3,2	5,4	5,1	Käyttökateen kasvu-%	4 %	-52 %	-66 %	-368 %	-88 %
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	Liikevoiton oik. kasvu-%	3 %	-49 %	-56 %	-255 %	-105 %
Nettovelat	2,0	1,6	-1,3	-3,1	-2,3	EPS oik. kasvu-%	-94 %	-91 %	1121 %	-359 %	-110 %
Kassavirta	2019	2020	2021	2022e	2023e	Käyttökate-%	-185,7 %	-72,1 %	-15,8 %	26,0 %	3,9 %
Käyttökate	-6,2	-3,0	-1,0	2,7	0,3	Oik. Liikevoitto-%	-194,7 %	-81,0 %	-22,7 %	21,6 %	-1,3 %
Nettokäyttöpääoman muutos	-0,2	0,8	-0,6	-0,2	-0,5	Liikevoitto-%	-194,7 %	-81,0 %	-22,7 %	21,6 %	-1,3 %
Operatiivinen kassavirta	-6,4	-2,2	-1,8	2,5	-0,2	ROE-%	1312,0 %	373,1 %	-96,0 %	50,3 %	-4,1 %
Investoinnit	-0,6	0,0	-1,2	-0,5	-0,6	ROI-%	-96,5 %	-73,1 %	-27,2 %	29,0 %	-1,4 %
Vapaa kassavirta	-7,0	-2,2	-3,0	2,0	-0,8	Omavaraisuusaste	-9,7 %	-23,5 %	31,9 %	45,2 %	46,4 %
						Nettovelkaantumisaste	-271,7 %	-108,1 %	-40,6 %	-58,7 %	-44,0 %
Arvostuskertoimet	2019	2020	2021	2022e	2023e						
EV/Liikevaihto	2,9	10,9	5,2	3,1	3,8						
EV/EBITDA (oik.)	neg.	neg.	neg.	11,9	97,9						
EV/EBIT (oik.)	neg.	neg.	neg.	14,3	neg.						
P/E (oik.)	neg.	neg.	neg.	16,4	neg.						
P/B	neg.	neg.	10,9	6,6	6,9						
Osinkotuotto-%	0,0 %	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 kehoitukseksi 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 suositus myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään 2-4 kertaa vuodessa yhtiöiden osavuosikatsausten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvon mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmääritysmenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmääritysmenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

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

Inderesin tutkimusta laatineilla analytikoilla tai Inderesin työntekijöillä ei voi olla 1) merkittävän taloudellisen edun ylittäviä omistuksia tai 2) yli 1 %:n omistusosuuksia missään tutkimuksen kohteena olevissa yhtiöissä. 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 analytiikon palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oy:llä ei ole investointipankkiliiketoimintaa.

Inderes tai sen yhteistyökumppanit, joiden asiakkuuksilla voi olla taloudellinen vaikutus Inderesiin, voivat liiketoiminnassaan pyrkiä toimeksiantosuhteisiin eri liikkeeseenlaskijoiden kanssa Inderesin tai sen yhteistyökumppanien tarjoamien palveluiden osalta. Inderes voi siten olla suorassa tai epäsuorassa sopimussuhteessa tutkimuksen kohteena olevaan liikkeeseenlaskijaan. Inderes voi yhdessä yhteistyökumppaneineen tarjota liikkeeseen laskijoille 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
30.5.2022	Vähennä	4,60 €	4,85 €

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

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

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

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

Inderes Oyj

Itämerentori 2
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

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



STARMINE
ANALYST AWARDS
FROM REFINITIV



THOMSON REUTERS
ANALYST AWARDS



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



Mikael Rautanen
2014, 2016, 2017, 2019



Sauli Vilén
2012, 2016, 2018, 2019, 2020



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



Olli Koponen
2020



Joni Grönqvist
2019, 2020



Erkki Vesola
2018, 2020



Petri Gostowski
2020



Atte Riikola
2020

**Analyysi kuuluu
kaikille.**