

Nexstim

Laaja raportti

28.9.2023 08:00



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

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde
res.

Kasvuaihiot odottavat lähtölaukausta

Nexstim on terveysteknologiayhtiö, jonka magneettistimulaatiolaitteistoja käytetään vaativien aivoleikkausten suunnittelussa ja neurologisten sairauksien ja -häiriöiden hoidossa. Yhtiö on teknologisesti edistynyt niche-toimija suurilla megatrendien tukemilla markkinoilla. Nexstim on kaupallistamisessa vielä varhaisessa vaiheessa ja tavoittelee kestäväää positiivista tulosta. Osakkeen arvostus nojaa vahvasti tulevaisuuden odotuksiin laitteistomyynnin kasvusta, lisenssituottojen tuloutuksesta ja uuden kliinikkaverkostomallin laajentamisesta. Mielestämme osakkeen arvostus on kohtuullinen, mutta ei tarjoa nykytasolla sijoittajille riittävää tuotto-odotusta suhteessa riskeihin. Laskemme Nexstimin osakkeen suosituksen vähennä-tasolle ja tarkistamme tavoitehinnan 3,0 euroon (aik. 3,6 €) perustuen nousseeseen rahoitusriskiin ja edelleen jatkuvaan tappiollisuuteen.

Arvonluontia laitteistoilla, lisenssituotoilla ja kliinikkaverkostomallilla

Nexstim kehittää ja myy laitteistoja terapiasovelluksiin (64 % liikevaihdosta 2022) vakavan masennuksen ja kivun hoitoon sekä diagnostiikkasovelluksiin (36 %) vaativien aivoleikkausten suunnitteluun. Lisäksi yhtiö on lisensoinut sen teknologiaa, josta se odottaa merkittävää liikevaihtoa tulevina vuosina. Nexstim on myös laajentamassa vielä pienimuotoista yhteistyöklinikoiden palveluverkostoa ja tavoittelee siten osuutta hoitoklinikoiden arvonmuodostuksesta tulevaisuudessa. Yhtiön liiketoimintamallissa on skaalautuvia piirteitä ja potentiaali korkeaan kannattavuuteen. Tämän toteutuminen edellyttää kuitenkin nykyistä suurempaa laitteistomyyntivolyymia, jota Nexstim tavoittelee uudella helppokäyttöisellä ja modulaarisella NBS6-laitteistollaan.

Odotuksissa kasvua eri lähteistä ja voitollisuus 2025 mennessä

Nexstimin tulos kävi voitollisena 2022 kertaluonteisen lisenssitulon tukemana, mutta odotamme tuloksen painuvan uudestaan tappiolliseksi ennen pysyvämpää voitollisuuden saavuttamista vuodesta 2025 alkaen lisenssimaksujen kasvaessa. Vuosina 2023-2026 ennustamme kertaeristä oikaistuna voimakasta kasvua (CAGR 22 %), minkä saavuttaminen edellyttää yhtiöltä laitteistomyynnin kiihdyttämistä, lisenssitulojen toteutumista lähes ennakoarvion mukaisesti sekä onnistunutta kliinikkaverkoston kasvattamista. Ennusteriski on varsin korkea, sillä näkyvyys erityisesti lisenssitulojen toteutumiseen ja kliinikkaverkoston kasvuun on vähäinen. Laitteisto-liiketoiminnan kasvuun riskiä tuo toimialan arviomme mukaan kiristynyt kilpailutilanne niin teknologisen kehityksen kuin kertakäyttöosien hinnoittelunkin suhteen. Pitkällä aikavälillä näemme potentiaalia jopa 20 %:n liikevoittoon korkean myyntikatteen ja lisenssituottojen ajamana, mikäli yhtiö onnistuu kasvustrategiassaan. Kassatilanteen ja kassavirtaennusteidemme pohjalta odotamme osakeantia tai muuta rahoitusjärjestelyä seuraavan vuoden aikana.

Osakkeen hinnoittelu vaikuttaa maltilliselta, mutta riskitaso on korkea ja ennustettavuus vähäistä

Tukeudumme arvonmäärittämisessä EV/S-kertoimiin ja DCF-malliin. Nexstimin 2023e EV/S on 3,5x ja laskee 2024e 2,6x tasolle. Osake on hinnoiteltu neutraalisti omaan historiaansa verrattuna. Listattuihin verrokkiyhtiöihin nähden kertoimet ovat korkeita, joskin nämä verrokkit ovat kannattavuudeltaan Nexstimia selvästi heikompiä. Mielestämme historiallisen arvostuksen, verrokkien ja sektorin yleisen arvostuksen pohjalta neutraali EV/S-kerroin on nykytilanteessa noin 2,5-3,5x (2023e). Kassavirtamalli (DCF) antaa osakkeelle 3,3 euron arvon (aik. 3,6 €). Vaikka osake ei ole kasvu- ja kannattavuusodotuksiin nähden kohtuuttomasti hinnoiteltu, sijoittajat eivät mielestämme saa riittävää tuotto-odotusta korkean riskin kantamisesta tällä hetkellä.

Suositus

Vähennä

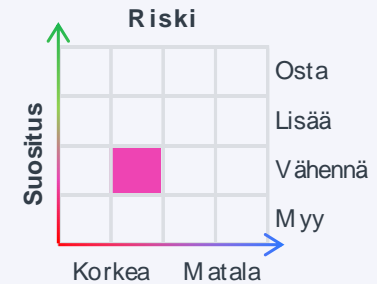
(aik. Lisää)

3,00 EUR

(aik. 3,60)

Osakekurssi:

2,90



Avainluvut

	2022	2023e	2024e	2025e
Liikevaihto	9,5	6,3	8,5	10,7
kasvu-%	49 %	-34 %	35 %	26 %
EBIT oik.	0,8	-1,8	-0,4	0,7
EBIT-% oik.	8,8 %	-28,9 %	-5,2 %	6,4 %
Nettotulos	1,3	-1,9	-0,5	0,6
EPS (oik.)	0,18	-0,26	-0,07	0,08

P/E (oik.)	22,2	neg.	neg.	35,8
P/B	7,1	9,8	13,1	9,6
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
EV/EBIT (oik.)	33,6	neg.	neg.	31,3
EV/EBITDA	21,4	neg.	>100	17,4
EV/Liikevaihto	3,0	3,5	2,6	2,0

Lähde: Inderes

Ohjeistus

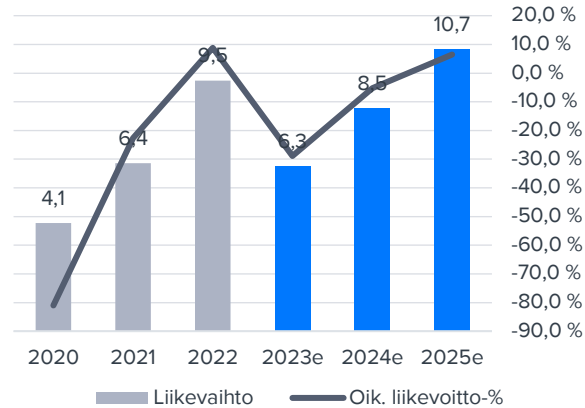
Yhtiö odottaa, että vuonna 2023 yhtiön vertailukelpoinen liikevaihto kasvaa ja että tilikauden käyttökate (liiketulos ennen poistoja) on voitollinen.

Osakekurssi



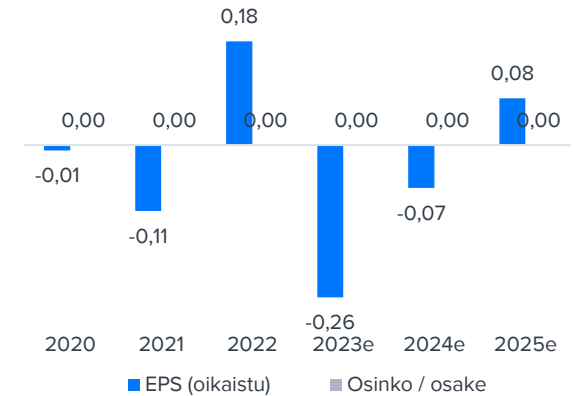
Lähde: Millistream Market Data AB

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 terapialiiketoiminnassa 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	2023e	2024e	2025e
Osakekurssi	2,90	2,90	2,90
Osakemäärä, milj. kpl	7,27	7,27	7,27
Markkina-arvo	21	21	21
Yritysarvo (EV)	22	22	22
P/E (oik.)	neg.	neg.	35,8
P/E	neg.	neg.	35,8
P/B	9,8	13,1	9,6
P/S	3,4	2,5	2,0
EV/Liikevaihto	3,5	2,6	2,0
EV/EBITDA (oik.)	neg.	>100	17,4
EV/EBIT (oik.)	neg.	neg.	31,3
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %

Lähde: Inderes

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus	6-7
Teknologia ja tuotteet	8-11
Liiketoimintamalli	12-15
Toimiala ja kilpailu	16-19
Strategia ja taloudelliset tavoitteet	20-23
Taloudellinen tilanne	24-25
Sijoitusprofiili	26-27
Ennusteet	28-32
Arvonmääritys	33-36
Taulukot	37-39
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	40

Nexstim lyhyesti

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

2000

Perustamisvuosi

2014

Listautuminen First North -markkinapaikalle

9,5 MEUR (+49% vs. 2021)

Liikevaihto 2022 (sis. 3,5 MEUR:n kertaluonteisen lisensointituoton)

0,8 MEUR

Liikevoitto 2022

49% / 51%

Liikevaihdon jakautuminen laitteistot / jatkuva liiketoiminta 2022

39

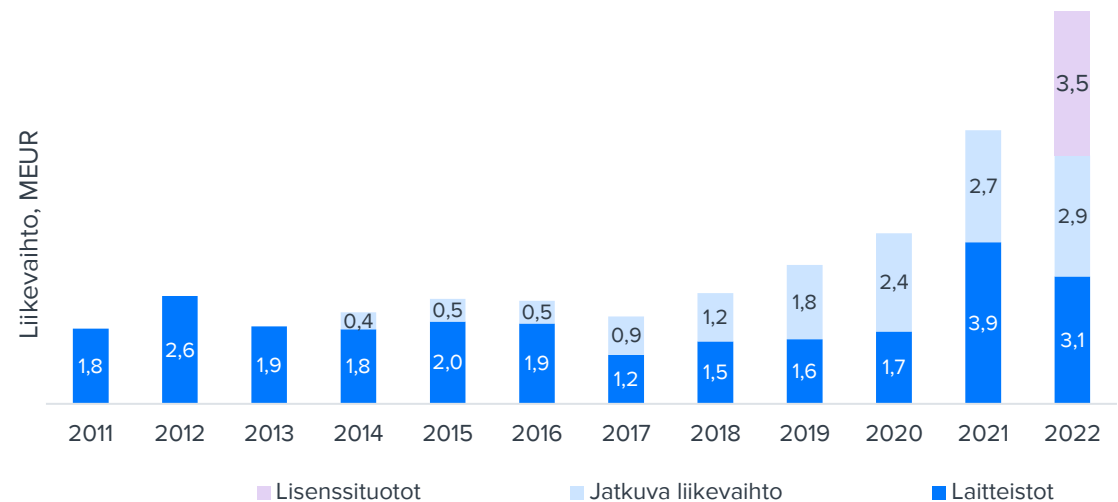
Henkilöstö 2022 lopussa

2000-2019

- 2000 Nexstim perustetaan
- 2009 FDA-hyväksyntä diagnostiikkalaitteistolle aivokuoren liikealueen kartoitukseen
- 2012 FDA-hyväksyntä puhealueen kartoitukseen
- 2014 listautumisanti 15 MEUR
- 2016-2018 Tutkimustulokset eivät puolla terapialaitteiston käyttöä aivohalvauspotilaiden kuntoutuksessa. Kaupallistamisesta tähän käyttöaiheeseen luovutaan.
- 2017 Terapialaitteistolle FDA-hyväksyntä vakavan masennuksen hoitoon
- 2018 Terapialaitteiston myynti alkaa. Yhtiö keskittyy vakavaan masennukseen ja krooniseen kipuun

2020-2023

- 2020 Nexstim uudistaa strategiansa vuosille 2020-2024
- 2021 Taseen vahvistaminen 6,6 MEUR osakeannilla ja ensimmäinen voitollinen puolivuotiskausi
- 2021 Yhteistyöklinikkaverkoston käynnistäminen ja verkostoinvestointeihin liittyvän pääomasijoitusyhtiön perustaminen
- 2022 Nexstim lisensoi teknologiaansa Yhdysvaltojen terapiamarkkinalla Magnus Medicalille
- 2023: FDA-hyväksyntä ja CE-merkintä uuden sukupolven NBS6-laitteistolle vakavan masennuksen hoitoon. Hyväksyntää diagnostiikkasovelluksiin odotetaan 2024.



Yhtiökuvaus

Terveysteknologian käänneystiö rakentaa kasvua laitteistoilla, lisensoinnilla ja palveluilla

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. Diagnostiikkalaitteistot saivat myyntiluvat Euroopassa ja Yhdysvalloissa 2000-luvun lopulla ja 2010-luvun alkupuolella aivokuoren puhe- ja liikealueiden kartoitukseen. Terapialaitteisto lanseerattiin vuonna 2018, jota voidaan käyttää vakavan masennuksen ja kroonisen kivun hoitoon. Viime vuosina kaikkiin sovelluksiin kykenevät yhdistelmälaitteistot ovat hallinneet myyntiä enenevästi. Yhtiön uusiin laitteistoversio, keväällä 2023 lanseerattu NBS6, mahdollistaa eri sovellusten toteuttamisen samalla modulaarisella laitteistolla. NBS6 tulee arviomme mukaan olemaan pidemmällä aikavälillä yhtiö keskeisin ja mahdollisesti ainoa laitteisto. Nexstim sijoittuu markkinoilla korkeimpaan hinta- ja laatukategoriaan perustuen laitteistojen tarkkuuteen ja diagnostiikan ja terapian yhdistäviin laitteistoihin.

Yhtiön arvonmuodostus syntyy kertaluonteisesta laitteistomyynnistä, jatkuvasta palvelutyypisistä laskutuksesta ja teknologian lisensointituotoista.

Lisensointitulot perustuvat Nexstimin vuonna 2022 solmimaan sopimukseen Magnus Medicalin kanssa. Sopimus sisältää 2022 maksetun allekirjoitusmaksun sekä viisivuotisen lisensointikauden, joka on arvoltaan yhtiöiden arvion mukaan 13,5 MEUR ja alkaa Inderesin arvion mukaan H2'24. Lisenssitulot muodostavat Nexstimin kassavirrasta merkittävän osan lisensointikaudella.

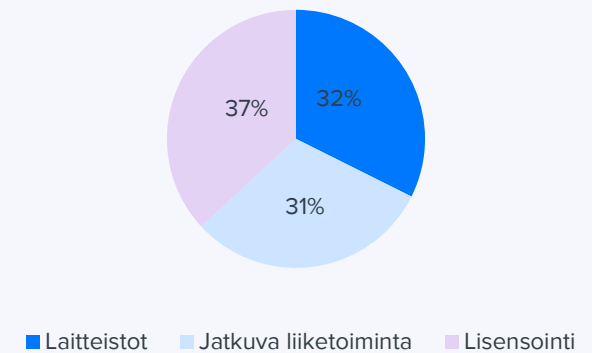
Laitteisto- ja lisenssiliiiketoiminnan ohella kolmannen liiketoiminta-alueen muodostaa yhteistyöklirikoiden verkosto, joita Nexstim tukee palveluyhtiöiden kautta. Verkosto on toistaiseksi hyvin pieni, mutta Nexstimin on kertonut investoivansa toimintaan tulevaisuudessa.

Yhtiön liiketoiminta on ollut historiassa tappiollista kertaluonteisen lisenssimaksun tukemaa vuotta 2022 lukuun ottamatta. Arviomme mukaan yhtiön tulos on nousemassa lähivuosina pysyvämmin voitolliseksi lisenssituottojen tukemana. Nexstim onkin profiililtaan mielestämme kasvu- ja käänneystiö. Potentiaalia Nexstimille tuo korkean myyntikatteen laitteistoliiketoiminta, mikä lisää tuloksen skaalautuvuutta, jos yhtiö onnistuu kasvattamaan laitteistomyyntiään nykytasolta. Klirikaverkostomallilla on arviomme mukaan mahdollista tuottaa defensiivistä ja kassavirtaposiitivista, mutta vähemmän skaalautuvaa liiketoimintaa. Riskien osalta yhtiön kustannusrakenne on toistaiseksi korkea liikevaihdon tasoon ja keskeisiin kilpailijoihin nähden. Näemme laitteistomarkkinalla myös joitain epäterveitä piirteitä suurempien kilpailijoiden hankkiessa markkinaosuuksia aggressiivisesti kannattavuuden kustannuksella.

Nexstimin liiketoiminta-alueet

Laitteistot	Aiemmin erillisten diagnostiikka- ja terapialaitteistojen myynti. Nykyinen suuntaus kohti yhdistelmälaitteistoja.
Jatkuva liiketoiminta	Laitteistojen kertakäyttöosista, huoltosopimuksista ja ohjelmistoista koostuva korkeakatteinen ja defensiivinen liiketoiminta.
Lisensointi	Magnus Medicalin kanssa solmittu arviolta 17 MEUR:n arvoinen teknologian lisensointisopimus.
Klinikka-verkosto	Hoitoja tarjoavien klirikoiden palveluliiketoiminta on nykyisin pientä, mutta Nexstim pyrkii laajentamaan toimintaa

Liikevaihdon jakauma 2022¹⁾



1): Vuonna 2022 yhtiö tuloutti kertaluonteisen lisensointisopimuksen allekirjoitusmaksun 3,5 MEUR.

Liiketoimintamallin tiivistelmä

	Asiakkaat 	Toimintamalli 	Monetisaatio 	Kasvun mahdollisuudet 
 Laitteistot ja jatkuva liikevaihto	<p>Sairaalat, tutkimuslaitokset ja yksityiset klinikat globaalisti. Päämarkkinat Yhdysvalloissa ja EU-alueella.</p> <p>Markkinoiden koko noin 800-1200 MEUR vuodessa.</p>	<p>Laitteistojen myynti oman organisaation ja jakelijoiden yhdistelmämallilla.</p> <p>Jatkuva liikevaihto huoltosopimuksista, käyttölisensseistä ja kertakäyttöösistä.</p>	<p>Kertaluonteinen liikevaihto laitteistomyynnistä.</p> <p>Jatkuva liikevaihto laitteistojen leasing- ja huoltosopimuksista sekä kertakäyttöösistä.</p>	<p>Laitekannan kasvattaminen.</p> <p>Jatkuvan liikevaihdon kasvu käyttöasteita nostamalla ja suuremman laitekannan kautta.</p>
 Lisenssiliiketoiminta	<p>Sairaalat ja klinikat, joissa hoidetaan vakavasta masennuksesta kärsiviä potilaita nopeutetulla TMS-protokollalla. Maantieteellinen fokus ensivaiheessa Yhdysvalloissa.</p>	<p>Kumppanuus Magnus Medicalin kanssa, joka omistaa nopeutetun masennuksen hoitoprotokollan. Viisivuotinen myyntiin perustuva lisenssikausi alkaa laitteistomyynnin alkaessa.</p>	<p>Nexstim on saanut lisensoinnin allekirjoitusmaksun 3,5 MEUR vuonna 2022. Yhtiöt arvioivat loppusopimuksen arvoksi 13,5 MEUR. Odotamme myynnin alkavan H2'24, jolloin myös viisivuotinen lisenssikausi alkaisi.</p>	<p>Nexstim on viitannut mahdollisuuksiin myös uusissa teknologian lisenssiosopimuksissa.</p>
 Yhteistyö-klinikoiden verkosto	<p>Yksityiset klinikat erityisesti Yhdysvalloissa ja Euroopassa.</p>	<p>Nexstim on omistaja tai osakas palveluyhtiössä, joka tukee klinikan toimintaa päivittäisillä toiminnoilla ja asiantuntijapalveluilla. Myös suora sijoitus klinikkaan voi olla mahdollista Euroopassa. Arviomme mukaan defensiivinen ja nopeasti kasvaviksi osoittautunut toimintamalli.</p>	<p>Palveluyhtiö laskuttaa klinikkaa palveluista.</p>	<p>Investoinnit uusiin palveluyhtiöihin.</p>

Teknologia ja tuotteet (1/3)

Transkraniaalinen magneettistimulaatio (TMS)

Transkraniaalinen magneettistimulaatio (TMS) on 1980-luvulla kehitetty menetelmä, jossa kallon ulkopuolisella magneettikelalla tuotetulla sähkökentällä saadaan aikaan aivojen sähköisen toiminnan muutoksia. Teknologia on todistetusti hyödyllinen esimerkiksi vakavan masennuksen hoidossa. Hoito palauttaa aivojen sähköistä toimintaa normaaliin suuntaan ja vähentää masennuksen oireita. Myös esimerkiksi pitkittyneen hermovaurioperäisen kivun hoidossa menetelmän hyödyistä on vahvaa näyttöä. TMS:n etuja muihin hoitoihin verrattuna on lääkettämyy, kajoamattomuus (ei tarvita leikkausta), vähäiset haittavaikutukset ja helppous potilaalle. Haittapuolena on nähdäksemme pitkä ja kallis hoitajakso, joka vähentää hoidon käyttöä ja potentiaalisten potilaiden määrää.

Nexstim on edelleen kehittänyt TMS-menetelmää erityisesti sen kohdennettavuuden, tarkkuuden ja toistettavuuden parantamiseksi.

Nexstimin teknologian käyttö edellyttää ensin magneettiresonanssikuvannuksella (MRI) hankittua tarkkaa kolmiulotteista kuvaa potilaan aivoista. Kuvantamisen kustannukset ovat tyypillisesti noin 300-800 euroa. Kuvantamisen jälkeen aivokuorta voidaan aktivoida TMS:llä.

Nexstimin teknologian vahvuus 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 tarkasti ja aktivoida tai inhiboida juuri halutun aivoalueen.

Nexstimin laitteisto mahdollistaa myös TMS:n visualisoinnin ja sähkökentän muutokset reaaliajassa, kun hoitava henkilö muuttaa magneettikelan paikkaa. Tarkka tieto sähkökentän paikasta ja suunnasta auttaa myös hoidon toistamista samanlaisena hoitokerrasta toiseen. Korkea tarkkuus tukee osaltaan terapiasovellusten vaikuttavuutta ja hyviä leikkaustuloksia diagnostiikkasovelluksissa.

Nexstimin laitteistot on hyväksytty vakavan masennuksen ja kroonisen kivun hoitoon

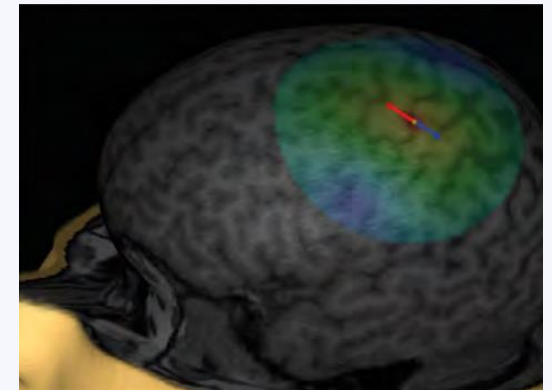
Nexstimillä on viranomaisluvut vakavan masennuksen hoitoon Euroopassa ja Yhdysvalloissa sekä kroonisen kivun hoitoon Euroopassa. TMS-teknologiaa käytetään myös muihin käyttöaiheisiin kuten pakko-oireisen häiriön tai riippuvuuksien hoitoon. Nexstim ei ole tietojemme mukaan hakenut viranomaislupia muihin käyttöaiheisiin, mutta periaatteellista estettä emme käyttöaiheiden laajentamiselle tulevaisuudessa näe.

Vakavasti masentuneilla potilailla on tyypillisesti sähköisesti normaalia epäaktiivisempi vasen etuaivolohko. TMS-hoidossa tätä aluetta aktivoidaan kerran päivässä 4-6 viikon ajan. Hoito vähentää todistetusti masennuksen oireita. Lisäksi hoito voidaan yhdistää psykoterapiaan ja/tai lääkehoitoon mahdollisesti entistä parempien tulosten saavuttamiseksi. Myös kroonisen kivun hoidossa TMS:llä saavutetaan tuloksia tietyillä potilasryhmillä. Toistaiseksi kivun hoito on arviomme mukaan pientä liiketoimintaa verrattuna masennuksen hoitoon.

Kelaa ohjataan pään vieressä ja sähkökentän muutokset nähdään ruudulta



Sähkökenttä visualisoituna aivojen 3D-mallin päällä



Kuvat: Nexstim

Teknologia ja tuotteet (2/3)

Diagnostiikkasovellukset perustuvat aivokuoren puhe- ja liikealueiden kartoitukseen

Nexstimin diagnostiikkasovellukset perustuvat yhtiön Navigated Brain Stimulation (NBS) -teknologiaan. NBS mahdollistaa aivokuoren puhe- ja liikealueiden täsmällisen kartoittamisen, mikä voidaan hyödyntää esimerkiksi aivoleikkausten tai sädehoidon suunnittelussa. Laitteistolla on Yhdysvaltojen (FDA) ja Euroopan (CE-merkintä) viranomaisten hyväksynyt näihin kartoituksiin ainoana TMS-laitetoimittajana, mikä luo Nexstimille vahvan aseman tässä kapeassa markkinassa. Kartoitusta käytetään ensisijaisesti vaativien aivoleikkausten suunnittelussa, jolloin leikkaava kirurgi tai sädehoitoa antava lääkäri saavat tärkeää tietoa näiden alueiden suhteesta aivokasvaimen tai leikattaviin epilepsian kannalta keskeisiin alueisiin. Teknologia johtaa todistetusti parempiin hoitotuloksiin. Laitteistoa käytetään myös tutkimustarkoituksiin yliopistoissa ja tutkimuslaitoksissa, joissa Nexstimillä on käsityksemme mukaan vahva asema perustuen laitteiston korkeaan tarkkuuteen.

NBS6 – modulaarinen yhdistelmälaiteisto

Nexstimin uusi tuote NBS6 on modulaarinen laiteisto, joka kykenee sekä diagnostiikka- että terapiasovelluksiin. Eri sovelluksia voidaan lisätä laitteistoon ohjelmistopäivityksinä, joista asiakas maksaa Nexstimille lisenssimaksuja. Laitteisto tuo siten joustavuutta asiakkaille ja skaalautuvuutta Nexstimin liiketoimintaan jatkuvan korkeakatteisen liikevaihdon myötä. NBS6 eroaa aiemmista laitteistoversioista yhtiön mukaan erityisesti helpokäyttöisyyden osalta.

Nexstim sai NBS6-laitteistolle CE-merkinnän ja FDA-hyväksynnän terapiakäyttöön. Diagnostiikkasovelluksiin yhtiö on kertonut odottavansa hyväksyntöjä vuoden 2024 aikana. Asiakkaat, jotka haluavat molemmat toiminnallisuudet samaan laitteistoon ennen näitä lupia, joutuvat valitsemaan vanhemman sukupolven NBS5+ -yhdistelmälaiteiston. Toisaalta diagnostiikkasovelluksia on mahdollista lisätä NBS6-laitteeseen myöhemmin, jos asiakas ei sitä heti tarvitse. Yhtiö on myynyt diagnostiikkalaitteistojaan vuodesta 2010 lähtien yli 220 laitteistoa maailmanlaajuisesti. Tällä hetkellä suosituin laiteisto on NBS5+, mutta odotamme NBS6:n korvaavan sen melko nopeasti.

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

NBT-terapialaiteisto

Nexstim sai vuonna 2017 FDA:n hyväksynnän terapialaiteistonsa (Navigated Brain Therapy NBT) käyttöön vakavan masennuksen hoidossa ja aloitti myynnin vuonna 2018. Lisäksi Euroopassa yhtiöllä on laitteistolle CE-merkintä vakavan masennuksen ja pitkittyneen hermoperäisen kivun hoitoon. Laitteistojen tärkeimpiä asiakkaita ovat TMS-hoitoa tarjoavat yksityiset klinikat Yhdysvalloissa sekä sairaalat EU-alueella. Odotamme NBS5+ ja NBS6-laitteistojen korvaavan puhtaasti diagnostiikkalaitteistot tulevaisuudessa.

TMS-hoidot siirtynevät hitaasti kohti nopeutettujen protokollien käyttöä

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. Nopeutetuilla protokollilla on arviomme mukaan mahdollista lisätä TMS-hoitojen määriä, sillä potilaiden on helpompi sitoutua viikon kestäväan intensiivisempään hoitoon kuukauden sijasta. Myös tuottavuus kasvaa, kun laitetta voidaan käyttää tehokkaasti 1-2 potilaan hoitoon koko päivän ajan korkealla käyttöasteella.

Nopeutetun Stanfordin yliopiston kehittämän SAINT-masennuksenhoitoprotokollan lisensoi nuori Yhdysvaltalaisyhtiö Magnus Medical. Magnus Medical on tuomassa omaa laitteistoaan markkinoille arviomme mukaan H2'24. Nexstim lisensoi Magnus Medicalille teknologiaansa vuonna 2022 ja pääsee lisenssimaksujen kautta osalliseksi lyhyiden protokollien arvonluonnista.

Nexstim oli myös mukana Kuopion yliopistollisen sairaalan pilottitutkimuksessa, jossa selvitettiin nopeutetun protokolla käyttöä Nexstimin laitteistolla. Pilottitutkimuksen tulokset eivät kuitenkaan viitanneet nopeutetun protokolla selviin hyötyihin lyhyempää hoitokaksota lukuun ottamatta. Uusien protokollien kehittäminen on hidasta ja kliinisten tutkimusten toteutus kallista. Arviommekin Nexstimin hyötyvän nopeutetuista protokollista Magnus Medical –yhteistyön kautta. Emme odota yhtiön panostavan merkittävästi omaan protokollakehitykseen sen hitauden ja kalleuden vuoksi.

Teknologia ja tuotteet (3/3) – Sovellusalueet




	Tarve/ongelma 	Nexstimin ratkaisu 	Nexstimin vahvuudet 	Muuta 
 <p>Diagnostiikka-sovellukset</p>	<p>Vaativa aivosyöpäleikkaus tai sädehoito voi vahingoittaa tärkeitä aivokuoren puhe- tai liikealueita.</p>	<p>Teknologia mahdollistaa aivoalueiden kartoituksen, jolloin tärkeät alueet eivät vahingoitu.</p>	<p>Ainoa kyseistä teknologian tarjoaja, jolla on sekä FDA- että CE-hyväksynät. Ratkaisu tuottaa parempia hoitotuloksia.</p>	<p>Viranomaisilta sekä FDA-hyväksyntä (Yhdysvallat) että CE-merkintä (Eurooppa) puhe- ja liikealueiden kartoitukseen.</p>
	<p>Leikkauksen aikana tapahtuva perinteinen kartoitus lisää komplikaatioiden riskiä.</p>	<p>Kartoitus tehdään kallon ulkopuolelta magneettikentän avulla ilman leikkausta.</p>	<p>Kajoamaton menetelmä parantaa leikkauksen tai sädehoidon tuloksia ja on potilaalle turvallisempi ja miellyttävämpi leikkaukartoitukseen verrattuna.</p>	<p>Yli 220 myytyä laitetta. Laitekanta arviomme mukaan yli 100 kappaletta.</p>
	<p>Lapsille soveltuva ennakkokartoitus puuttuu.</p>	<p>Menetelmä sopii myös lapsipotilaille.</p>		<p>Laitteiston myyntihinta noin 200 000 euroa.</p>
 <p>Terapia-sovellukset</p>	<p>Merkittävä osa vakavasti masentuneista tai kroonisesta kivusta kärsivistä potilaista ei hyödy olemassa olevista hoidoista.</p>	<p>Teknologia mahdollistaa oireiden lieventämisen muuttamalla sairauteen liittyvien aivoalueiden toimintaa.</p>	<p>Kilpailijoita parempi tarkkuus hoidon kohdentamisessa.</p>	<p>Vakavan masennuksen hoitoon FDA-hyväksyntä ja CE-merkintä. Kroonisen neuropaattisen kivun hoitoon CE-merkintä.</p>
	<p>Lääkehoito voi aiheuttaa haittavaikutuksia.</p>	<p>NBT on lääkkeetön, turvallinen ja sen haitat ovat vähäiset.</p>	<p>Hoidon tarkkuus ja toistettavuus.</p>	<p>Laitekanta noin 70 sisältäen terapiasovelluksiin kykenevät yhdistelmälaitteistot.</p> <p>Myyntihinta noin 120 000 euroa.</p>

Hoitopolut Nexstimin laitteistoilla

Leikkausta edeltävä kartoitus diagnostiikkalaitteistolla

-  Potilaan aivoista rakennetaan kolmiulotteinen malli magneettiresonanssikuvannuksen ja Nexstimin ohjelmiston avulla.
-  Hoitava henkilö kohdistaa kolmiulotteisen mallin avulla diagnostiikkalaitteiston luoman sähkökentän halutulle aivokuoren liike- tai puhealueelle. Seurauksena kyseinen aivoalue aktivoituu.
-  Liikettä säätelevä aivokuoren alue saadaan kartoitettua mittaamalla aivokuoren aktivaation kanssa samaan aikaan lihasaktiivisuutta esimerkiksi käsistä.
-  Puhealueen kartoituksessa potilas nimeää näkemiään kuvia samalla, kun aivojen puhealuetta stimuloidaan. Puhealue voidaan tunnistaa kun potilaalle tulee vaikeuksia nimetä näkemiään kuvia stimulaation seurauksena.
-  Kartoituksen jälkeen voidaan tehdä leikkaus tai antaa sädehoito. Diagnostiikkalaitteistolla tehty kartoitus johtaa todistetusti parempiin hoitotuloksiin.

Masennuksen ja kivun hoito terapialaitteistolla

-  Potilaan aivoista rakennetaan kolmiulotteinen malli magneettiresonanssikuvannuksen ja Nexstimin ohjelmiston avulla. Hoito mukautetaan potilaan aivojen rakenteen mukaan.
-  Hoitava henkilö kohdistaa kolmiulotteisen mallin avulla terapialaitteiston 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 15-45 minuuttia hoitoprotokollasta riippuen

Liiketoimintamalli (1/4)

Laitteistojen asiakkaat ovat sairaaloita, klinikoita ja tutkimuslaitoksia

Diagnostiikkaliiketoiminnan asiakkaat ovat tyypillisesti vaativia aivoleikkauksia tekevät ja sädehoitoa antavat sairaalat ja yksityiset klinikat. Laitteistoja käytetään myös tutkimustarkoituksiin esimerkiksi yliopistoissa ja sairaaloiden psykiatrian osastoilla. Diagnostiikkalaitteistojen potentiaalinen asiakaskunta on rajattu ja suhteellisen helposti määriteltävissä: se koostuu EU:ssa ja Yhdysvalloissa noin 1200 sairaalan osastosta tai klinikasta. Yhtiö tiedostaa ja tuntee arviomme mukaan tämän potentiaalisen asiakaskunnan hyvin. Arviomme mukaan Nexstimillä ei ole juuri isoja yksittäisiä asiakkaita, jotka hankkisivat merkittäviä laitteistomääriä, vaan asiakaskunta koostuu pienistä klinikoista yksittäisiä laitteistoja hankkivista sairaaloista ja tutkimuslaitoksista.

Terapialaitteistojen tärkeimpiä asiakkaita ovat psykiatriset sairaalat ja yksityiset klinikat. TMS-hoidon vakuutuskorvattavuus Yhdysvalloissa tekee hoidon hinnan puolesta houkuttelevammaksi ja nostaa Yhdysvallat alan ja yhtiön 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.

Diagnostiikkalaitteistojen myyntihinta on noin 200

000 euroa ja terapialaitteistojen noin 120 000 euroa. Laitteistot muodostaa arviomme mukaan asiakkaille merkittävän investoinnin, johon liittyy harkinnanvaraisuutta. Toimintaympäristön muutos inflaation ja korkojen nousun myötä vaikuttaakin hidastaneen asiakkaiden päätöksentekoa jossain määrin 2022-2023 aikana. Arviomme tämän hidastumisen olevan kuitenkin väliaikaista.

Valmistus, myynti ja jakelu

Nexstim ei valmista laitteitaan itse, vaan käyttää valmistuksessa suomalaista alihankkijaa. Kyseessä on pitkäaikainen yhteistyö, joka on käsityksemme mukaan toiminut hyvin. Käsityksemme mukaan sopimusvalmistus olisi mahdollista siirtää myös toiselle valmistajalle verrattain helposti, jos sille ilmenisi tarvetta.

Nexstim päivitti organisaatiotaan alkuvuodesta 2023 globaaliksi prosessiorganisaatioksi, joka vastaa keskitetysti esimerkiksi maailmanlaajuisesta myynnistä. Aiemmin Nexstimin tytäryhtiöt vastasivat saksankielisessä Euroopassa ja Yhdysvalloissa niiden markkinoiden myynnistä itsenäisemmin. Oma myyntiorganisaatio mahdollistaa Nexstimille tiiviin yhteyden asiakkaisiin avainmarkkinoilla ja erinomaisen myyntikatteen. Toisaalta oma organisaatio kasvattaa yhtiön kiinteitä kuluja.

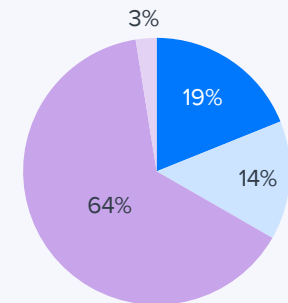
Avainmarkkinoiden ulkopuolella Nexstimin myynti tapahtuu jakelijoiden kautta. Arviomme jakelijoiden kautta tapahtuvan myynnin olevan omaa myyntiä matalakatteisempaa jakelijoiden katteen ollessa arviolta noin 40 %.

Nexstimillä on asiakkaita noin 30 maasta



Kuva: Nexstim

Liikevaihdon (2022: 9,5 MEUR) maantieteellinen jakauma¹



■ Suomi ■ Muu Eurooppa
■ Yhdysvallat ■ Muu maailma

Liiketoimintamalli (2/4)

Toisaalta jakelijoiden käyttö mahdollistaa Nexstimille globaalin myyntiverkoston suhteellisen pienillä kiinteillä kuluilla. Nexstimin laitteistoja onkin käytössä noin 30 maassa ympäri maailmaa. Yhtiöllä on käsittääksemme myös hyvät edellytykset tehdä myyntiä ja koulutusta virtuaalisesti Suomesta käsin.

Laitteistoliiketoiminta nojaa laitteistomyyntiin ja jatkuvaan liikevaihtoon

Yhtiön liikevaihto muodostuu sekä diagnostiikka- että terapia-alueilla laitteistomyynnistä ja jatkuvasta liikevaihdosta. Jatkuva liikevaihto on mielestämme Nexstimin pitkän ajan menestyksen kannalta tärkeämpää ja muodostuu esimerkiksi laitteiden vuokrista, kertakäyttöosista, huolto- ja ylläpitosopimuksista, sekä koulutus- ja tukipalveluista. Laitteistomyynnissä on käsittääksemme kausiluonteisuutta myynnin painottuessa raportointikausien loppupuolille. Arvioimme sekä laitteistomyynnin, että jatkuvan liikevaihdon olevan defensiivistä ja korkeakatteista liiketoimintaa.

Nexstim on TMS-valmistajana verrattain pieni yhtiö ja on myynyt viime vuosina noin 20 laitteistoa vuosittain. Yhtiön laitteistomyynti onkin kohtalaisen keskittyntä ja yksittäisten laitteistomyyntien jaksotus voi vaikuttaa raportointikauden tuloksiin. Laitteistoliiketoiminnan muutosnopeus on arviomme mukaan verrattain hidasta. Teknologinen kehitys tuo kuitenkin muutoksia kilpailukenttään, josta selvimpänä esimerkkinä on mielestämme nopeutettujen hoitoprotokollien tuleva yleistyminen, jossa uusia toimija Magnus Medical vaikuttaa vahvalta.

Diagnostiikassa laitteistomyynti (2022: 2,2 MEUR) on yhtiölle selvästi tärkeämpää jatkuvaan liiketoimintaan

(1,2 MEUR) verrattuna. Tämä johtuu suhteellisesti pienestä kertakäyttöosien tarpeesta. Tilanne on päinvastainen terapiasovelluksissa, jossa laitteistomyynti (2022: 0,8 MEUR) alittaa selvästi jatkuvan liikevaihdon (1,7 MEUR) tason. Jatkuvan liikevaihdon osalta viimeisimmässä H1'23 raportissa oli nähtävissä hintakilpailun tuomaa painetta jatkuvan liikevaihdon kannattavuudessa.

Nexstimillä on satunnaisesti myös projektiluonteista liiketoimintaa räätälöityjen laitteiden myynnin kautta. Esimerkiksi H2'21:llä yhtiö toimitti asiakkailleen kaksi räätälöityä prototyyppilaitteistoa, joiden yhteenlaskettu liikevaihto oli 0,9 MEUR. Käsitteemme mukaan räätälöidyt tuotteet ovat yhtiölle kannattavaa, mutta harvinaista liiketoimintaa.

Teknologian lisensointi tuo korkeakatteista liikevaihtoa lähivuosina

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-laitteistoaan, jota varten he lisensoivat Nexstimin kehittämää teknologiaa. Nexstim sai sopimuksesta yhtiön kokoluokassa merkittävän 3,5 MEUR allekirjoitusmaksun, joka tuloutui 2022. Koko lisensointisopimuksen arvo on yhtiöiden arvion mukaan 17 MEUR, perustuen Magnus Medicalin liiketoimintasuunnitelmaan ja sen toteutumiseen. Myyntiin perustuva lisensointikausi on viisi vuotta ja se alkaa käsitteemme mukaan laitteiston myynnin alkaessa. Odotamme liikevaihtoperusteisten tulojen toteutuvan vuosina 2024-2029. Arvioimme

lisensointitulojen siirtyvän lähes sellaisenaan liikevoitoksi. Lisenssitulojen kassavirta on Nexstimille erityisen merkittävää, sillä laitteistoliiketoiminta on toistaiseksi vielä tappiollista.

Sopimuksen kääntöpuoli on kilpailun rajoitukset Yhdysvaltojen vakavan masennuksen hoitomarkkinalla, jossa Nexstim tulee käsitteemme mukaan keskittymään muihin käyttöaiheisiin kuin masennukseen ja yhteistyöklonikoiden verkoston rakentamiseen siinä vaiheessa kun Magnus Medicalin laitteiden myynti ja sopimuksen mukainen lisensointikausi alkaa.

Kasvua partneriklinikkaverkoston kautta

Nexstim teki loppuvuodesta 2021 ensimmäisen strategisen investoinnin (0,5 MEUR) San Franciscossa toimivan TMS-klinikan palveluyhtiöön. Tulkintamme mukaan kyseessä on Yhdysvaltojen markkinoilla tyypillinen toimintamalli, jossa partnerin tuella klinikan henkilöstö vapautuu keskittymään potilaiden hoitoon. Palveluyhtiö vastaa klinikan potilashoitoon liittymättömästä toiminnasta, kuten potilaiden vastaanottamisesta ja laskuttamisesta ja saa vastaavasti osuuden koko klinikan arvonmuodostuksesta. Käsitteemme mukaan palveluyhtiö voi myös hoitaa vaativampia asiantuntijatehtäviä esimerkiksi hoitojen vakuutuskorvattavuuteen liittyen. Tämä on yhtiölle uusi toimintamalli, jolla se pyrkii lähempään strategiseen yhteistyöhön asiakkaidensa kanssa. Arvioimme tämän olevan yhtiölle jatkossa tärkeä kasvun malli erityisesti Yhdysvalloissa.

Liiketoimintamalli 3/4

Alkuvuodesta 2022 Nexstim kertoi perustaneensa pääomasijoitusyhtiön Yhdysvaltoihin. Käsitksemme mukaan pääomasijoitusyhtiön tarkoitus on kiihdyttää uusien yhteistyöklินิกoiden perustamista erityisesti Yhdysvalloissa, mutta mahdollisesti myös Euroopassa. Nexstim on partneroitunut pääomasijoitusyhtiössä saman klinikan perustajan kanssa, jonka palveluyhtiöön se investoi vuonna 2021. Raportin kirjoitushetkeen mennessä Nexstim ei ole kertonut uusista investoinneista palveluyhtiöihin, vaikka malli on ollut yhtiön strategian painopiste vuodesta 2022 alkaen. Elokuussa 2023 Nexstim kertoi 1,5 MEUR:n lainarahoituksesta, joka voisi arviomme mukaan liittyä lähitulevaisuudessa tehtäviin palveluyhtiöinvestointeihin.

Liiketoiminnassa on skaalautuvuuspotentiaalia, mutta kustannusrakenne on toistaiseksi raskas

Nexstimin kiinteät kustannukset ovat verrattain korkeat myynnin, TK-panostusten ja hallinnollisen työn (sisältäen myyntilupien hakeminen) vaatiessa resursseja. Näiden kustannusten pitäisi arviomme mukaan skaalautua hyvin, mikäli yhtiö onnistuu kasvattamaan laitteistomyyntiään ja jatkuvaa liikevaihtoaan. Myös laitteistoliiketoiminnan erinomainen noin 80 %:n myyntikate tuo skaalautuvuuspotentiaalia. Huomautamme, että mahdollisesti tulevaisuudessa kasvava klinikoiden palveluliiketoiminta on profiililtaan selvästi vähemmän skaalautuvaa kasvun vaatiessa investointeja. Kokonaisuutena Nexstimin kannattavuuspotentiaali on alalle tyypillisesti

korkea, mutta sen saavuttaminen edellyttää liikevaihdon selvää kasvua, jotta kiinteiden kustannusten suhteellinen osuus laskisi.

Laitteistoliiketoiminta ei arviomme mukaan sido merkittävästi pääomaa, joskin TK-kustannukset ovat välttämättömiä pitkän aikavälin kilpailukyvyyn säilyttämiseksi. Nexstimin TK-kulut ovat olleet noin 1-2 MEUR viime vuosina. Klinikoiden palveluverkostoliiketoiminnan pääomaintensiivisyys on tässä vaiheessa vielä epäselvää. Jos malli tarkoittaa olemassa olevien palveluyhtiöiden ostamista, se tulee arviomme mukaan sitomaan Nexstimin kokoluokkaan nähden merkittävästikin pääomia. Toisaalta uusien palveluyhtiöiden rakentaminen asiantuntijoita rekrytoimalla on arviomme mukaan pääomien kannalta kevyt tapa toimia.

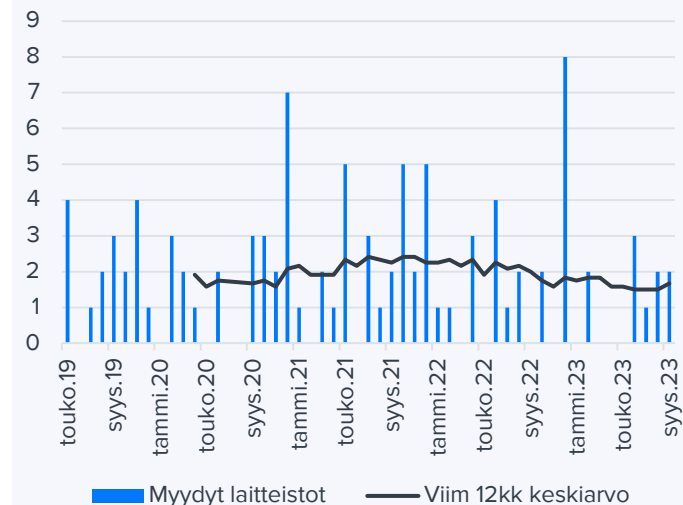
Rahoitusriski on kohonnut viime aikoina

Tuoreimman H1'23-raportin mukaan Nexstimin kassavarat olivat laskeneen 2,1 MEUR:oon vuoden 2022 lopun 4,4 MEUR:sta. Kassa on kulunut odotuksiamme nopeammin ja uuden rahoituskierron todennäköisyys onkin mielestämme noussut viime aikoina. Nexstim on strategiassaan kertonut pyrkivänsä minimoimaan rahoitustarpeet ja H1'23-raportin yhteydessä yhtiöllä ei ollut käynnissä olevia suunnitelmia lisärahoituksen keräämiseksi. Arviomme mukaan rahoituskierron välttäminen edellyttää selvästi nopeutuvaa laitteistomyyntiä H2'23 alkaen. Odottamamme lisenssitulojen käynnistymisen H2'24 pitäisi alkaa osaltaan kohentaa yhtiön kassavirtoja.

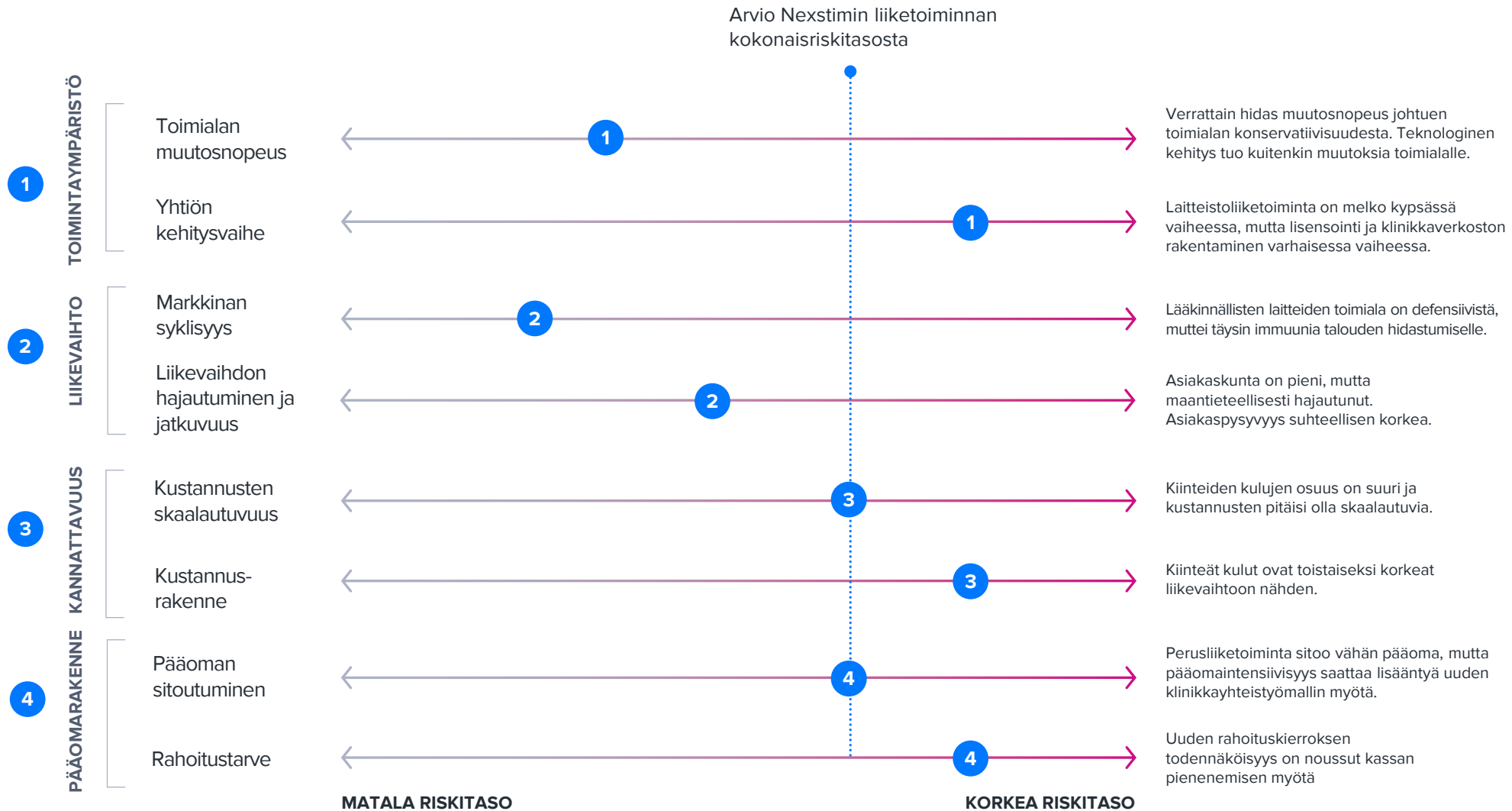
Myyntikate



Mydyt laitteistot, kpl



Liiketoimintamalli (4/4) – riskiprofiili



Toimiala ja kilpailu (1/4)

Diagnostiikkaliiketoiminnan markkinat

Yhtiön arvion mukaan Yhdysvalloissa ja EU-alueella NBS-laitteistojen kokonaismarkkina on noin 1200 laitteistoa, joka vastaisi noin 240 MEUR:n myyntiä, kun keskihinnaksi oletetaan 200 000 euroa. 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.

Arviomme diagnostiikka-liiketoiminnan kokonaispotentiaalista on 45-55 MEUR vuodessa perustuen laitteen 8-10 vuoden käyttöikään ja kertakäyttövälineiden ja palveluiden vuosipotentiaaliin. Diagnostiikkaliiketoiminnan liikevaihto oli vuonna 2022 3,4 MEUR, eli 6,2-7,6 % potentiaalisesta kokonaismarkkinasta. NBS-markkinan vuosikasvun arvioimme olevan 6-10 %. Arvio perustuu TMS-kartoituksen suosion kasvuun suhteessa muihin menetelmiin ja myyntihintojen lievään nousuun. Arviomme 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 lääkärien laitteiden käyttö.

Diagnostiikkamarkkinan kilpailutekijät

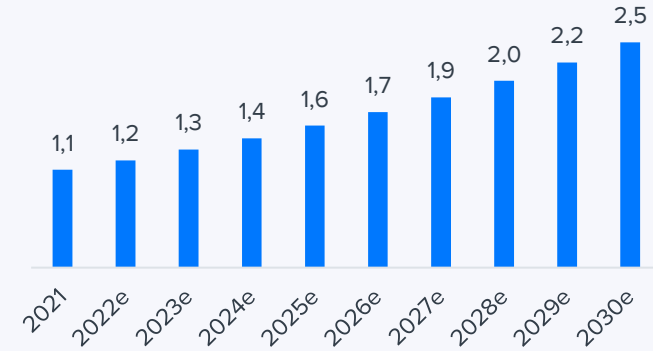
Nexstim on tällä hetkellä käsityksemme mukaan johtava toimittaja aivokuoren puhe- ja liikealueiden kartoitukseen soveltuvassa TMS-teknologiassa. Käsityksemme mukaan NBS-diagnostiikan käyttö

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 arviomme 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.

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 kynnyistä, koska kustannustaakka jakautuu laajemmin.

TMS-laitteistomarkkina, mrd USD



Lähde: Biospace – Transcranial Magnetic Stimulation System Market Size, Growth, Trends, Report 2022 to 2030

Diagnostiikkamarkkina, MEUR



Lähde: Nexstim, Inderesin arvio

Toimiala ja kilpailu (2/4)

Nexstimin asema diagnostiikkamarkkinassa on vahva. Menestyksen tässä liiketoiminnassa ratkaisee mielestämme yhtiön kyky lisätä TMS-teknologian houkuttelevuutta suhteessa muihin ratkaisuihin.

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-laitteistojen ja -palveluiden osuus tästä kokonaismarkkinasta on tällä hetkellä noin 1-2 %. Tällä oletuksella vakavan masennuksen hoidon TMS-markkina on arvoltaan 400-800 MEUR. TMS-laitteistomarkkinan vuosikasvun (CAGR) on arvioitu olevan 9-10 % kuluvan vuosikymmenen aikana (Biospace).

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 maan yliopistosairaaloissa. 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. Kilpailijoiden joukossa Nexstim profiloituu hyvällä kohdennettavuudella, tarkkuudella, mahdollisuudella visualisoida hoidon antamista ja hoidon tuloksia. Näiden kilpailutekijöiden ansiosta Nexstim profiloituu näkemyksemme mukaan laadullisesti ja hinnallisesti markkinoiden premium-toimijoihin. Arvioimme mukaan vakavan masennuksen hoitomarkkinalla on useita toimijoita ja hintakilpailu onkin verrattain kovaa. Toisaalta kilpailu kivun hoidossa on arvioimme mukaan tällä erää vähäisempää.

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 %.

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 (3/4)

Osa TMS-asiakkaista valitsee käsittääksemme Nexstimin laitteistoja edullisempia ja yksinkertaisempia kilpailijoita, jotka mahdollistavat suurten potilasjoukkojen hoitamisen nopeammin ja alhaisemmilla kustannuksilla mahdollisesti hoidon laadusta tinkien. Käsityksemme mukaan Nexstim panostaakin parasta laatua edellyttäviin asiakkaisiin ja on positioitunut yläsegmenttiin.

Kilpailijat TMS-markkinassa

Keskeisiä kilpailijoita ovat pörssilistatut Yhdysvaltalainen Neuronetics ja Yhdysvaltalais-Israeliläinen Brainsway. Näiden lisäksi markkinoilla on joukko pienempiä listaamattomia yhtiöitä. Neuronetics on arviomme mukaan markkinoiden suurin toimija (2022 liikevaihto 65 MUSD). Nexstimillä on arviomme mukaan Neuroneticsiin nähden teknologista etumatkaa, sillä kilpailijalta puuttuu käsityksemme mukaan tuotteestaan sähkökentän navigoitavuus. Brainswayn teknologia poikkeaa jossain määrin muista TMS-yhtiöistä mahdollistamalla aivokuoren syvempien osien stimuloinnin. Nexstimin kilpailuasetelma suhteessa Brainswayhin onkin mielestämme vähemmän suora.

Molempien listattujen kilpailijoiden liiketoiminta on voimakkaasti tappiollista. Tappiollisuus johtuu osittain isoista myynti- ja markkinointipanostuksista. Kilpailijat tavoittelevat markkinaosuuksia arviomme mukaan kannattavuuden kustannuksella erityisesti masennuksen hoidossa. Taloudellisten resurssien osalta Nexstimin mahdollisuus haastaa näitä kilpailijoita myynnissä ja markkinoinnissa on rajattu. Arviomme kuitenkin että Neuroneticsin ja

Brainswayn täytyy tulevaisuudessa alkaa painottaa kannattavuutta aiempaa enemmän, mikä voi muuttaa nykyistä markkinadynamiikkaa edullisemmaksi Nexstimin kannalta.















Osa listaamattomista kilpailijoista kuten MagStim ja Magventure kykenevät teknologisesti hoidon tarkkaan kohdentamiseen MRI-teknologialla. Kyseisillä yhtiöillä on myös tarjolla teknologia liikealueiden kartoitukseen. Lisäksi Ant Neuro -yhtiön visor2-neuronavigaatiotuote mahdollistaa neuronavigaatio-ominaisuuden lisäämisen muiden valmistajien TMS-laitteistoihin. Tuote on yhteensopiva useimpien kelojen ja stimulaatiolaitteiden kanssa. Visor2 mahdollistaa myös puhealueen kartoituksen ja tuo siten TMS-yhtiöille mahdollisuuden laajentaa laitteistonsa ominaisuuksia. Nexstimillä on arviomme mukaan edelleen etua kilpailijoihin nähden, koska sen laitteisto on integroitu sisältäen terapia- ja kartoitussovellukset yhdessä paketissa. NBS6-laitteiston modulaarinen suunnittelu mahdollistaa jatkossa myös eri sovellusten päivittämisen yhteen laitteistoon joustavasti. Kilpailu on kuitenkin arviomme mukaan kiristynyt ja useammalla TMS-valmistajalla on edellytykset tarjota neuronavigaatiota sekä puhe- ja liikealueen kartoitusta. Nexstimillä on arviomme mukaan siten aiempaa enemmän kilpailua myös diagnostiikkasovelluksissa.

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. Nexstim pääsee sopimuksen kautta osaksi nopeutettujen protokollien arvonluontia, mutta menettää sopimukseen kuuluvan kilpailunrajoituksen myötä mahdollisuuksia Yhdysvaltojen vakavan masennuksen hoitomarkkinalla. Kilpailunrajoitukset eivät kuitenkaan koske yhteistyöklินิกoiden verkostoa, joiden kautta Nexstim voi edelleen luoda arvoa masennuksen hoitomarkkinassa Yhdysvalloissa ja muualla maailmassa.

Vakavan masennuksen hoidon ohella TMS-teknologiaa käytetään useisiin muihin käyttöaiheisiin (ks seuraavan sivun kuva), joista yleisin on pakko-oireinen häiriö. Nexstimin toinen hyväksytty (CE-merkintä) terapiakäyttöaihe krooninen kipu erottaa yhtiön tällä hetkellä kilpailijoista. Kivun hoito on arviomme mukaan vielä pieni osa Nexstimin kokonaisuutta, mutta tarjoaa yhtiölle mielestämme vähemmän kilpailun lokeron kasvun tavoittelemiseen. Nexstim ei ole kertonut aikeista laajentua uusiin käyttöaiheisiin, mutta uskomme yhtiön arvioivan mahdollisuuksia jatkuvasti.

Toimiala ja kilpailu 4/4 – TMS-markkinan keskeiset toimijat

Yhtiö 	Laitteisto 	Käyttöaiheet ¹ 	Navigoitavuus 	Kartoitus 
 Nexstim	NBS6	Diagnostiikka: puhe- ja liikealueiden kartoitus (CE&FDA); terapia: MDD ¹ (CE&FDA), neuropaattinen kipu (CE)	MRI & Sähkökenttä	Puhe- ja liikealueet
 ant neuro <small>inspiring technology</small>	Visor2™	Puhe- ja liikealueen kartoitus (CE&FDA) Voidaan yhdistää useimpien muiden valmistajien laitteistoihin.	MRI & Sähkökenttä	Puhe- ja liikealueiden moduuli
 BrainsWay	Deep TMS™ System	MDD, masennukseen liittyvä ahdistus, pakko-oireinen häiriö, tupakkariippuvuus (FDA); kaksisuuntainen mielialahäiriö, trauma- peräinen stressireaktio, skitsofrenia, Alzheimerin tauti, autismi (CE)	Ei	Ei
 CLOUDTMS	CloudTMS Machine	MDD, pakko-oireinen häiriö.	Ei	Ei
 MAG & more	Apollo TMS, PowerMag	MDD	MRI	Ei
 magnusmedical	Ei vielä lanseerattu.	MDD, nopeutettu protokolla	Oletettavasti MRI & sähkökenttä	-
 magstim	Horizon 3.0 Clinical TMS	MDD, pakko-oireinen häiriö, masennukseen liittyvä ahdistus.	MRI	Liikealueet
 MagVenture	MagPro	MDD, pakko-oireinen häiriö (FDA&CE); päihderiippuvuus, masennukseen liittyvä ahdistus; diagnostiikka	MRI	Liikealueet
 Neuronetics	Neurostar	MDD, pakko-oireinen häiriö, masennukseen liittyvä ahdistus (FDA).	Ei	Ei
 SEBERS Medical <small>Because we care</small>	Blossom TMS	MDD (FDA).	Ei	Ei

1) MDD = Major Depressive Disorder (vakava masennus)
Lähde: Inderes

Strategia ja taloudelliset tavoitteet (1/4)

Strategian 2020-2024 päätavoitteet

Nexstimin tavoite on jatkuvan liikevaihdon kasvattaminen olemassa olevan laitekannan ja uusmyynnin kautta perustuen strategiaan kumppanuuksiin. Terapialiiketoiminnassa yhtiön tavoite on kannattava kasvu vakavan masennuksen ja pitkittyneen kivun hoidossa. Nexstim pyrkii myös mahdollistamaan nopeutetun hoitoprotokollan masennuksen hoitoon, minkä katsomme toteutuneeksi Magnus Medicalin kanssa tehdyn lisensiointisopimuksen myötä. Strategian ytimessä on keskittyminen kannattavaan kasvuun ja jatkuvan liiketoiminnan kasvattamiseen.

Strategia nojaa jatkuvan liikevaihdon kasvattamiseen ja kannattavaan kasvuun

Nexstimin strategia perustuu sen navigoitavan TMS-tekniikan käyttöön useissa sovelluksissa. 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 vahvuuksiin teknologiassa ja laitteiston käyttöön useita sovelluksia mahdollistavana teknologia-alustana. Maantieteellisesti yhtiö keskittyy erityisesti Yhdysvaltoihin ja EU-alueeseen.

Erityisenä vahvuusalueena pidämme Nexstimin teknologian mahdollistavaa erinomaista tarkkuutta ja yhtiön vahvaa asemaa diagnostiikka-alueen TMS-toimittajana, joskin kilpailu tällä alueella vaikuttaa lisääntyneen. 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. Nexstim keskittyy erityisesti kehittämään ratkaisuja leikkausta edeltävässä kartoituksessa vaikeille aivokasvain- ja epilepsiapotilaille. Lisäksi yhtiö pyrkii mahdollistamaan aivokasvainten hoitoon liittyvän sädehoidon suunnittelua ja kohdentamista. Yhtiö 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 terapialaitteistojen käyttöön liittyvää korkeakatteista jatkuvaa liikevaihtoa. Nopeutetun protokollan tavoitteiden osalta arvioimme yhtiön luopuneen oman protokolla kehittämisestä tällä erää. Hyödyt nopeutetusta protokollasta tulevat lähitulevaisuudessa lisensiointisopimuksen kautta. 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 pitkään.

Strategian 2020-2024 liiketoimintatavoitteet

Liiketoimintatavoite diagnostiikkasovelluksissa: jatkuvan tulovirran kerryttäminen olemassa olevan vahvan asennuskannan kautta ja myynnin kehittäminen pääasiassa strategisten kumppanuuksien kautta.

Liiketoimintatavoite hoitosovelluksissa: jatkuvan tulovirran optimointi olemassa olevan asennuskannan kautta ja uusien laitteistojen myynnin kannattava kasvu vakavan masennuksen (MDD) ja kroonisen neuropaattisen kivun hoidossa. Uuden liiketoiminnan perustaminen vakavan masennuksen hoitoon, joka perustuu nopeutettuun hoitomenetelmään.

Strategian päätavoitteet 2023

Kannattava vertailukelpoisen liikevaihdon kasvu, johtaen positiiviseen tilikauden käyttökatteeseen (liiketulos ennen poistoja), samalla minimoiden tulevaisuuden pääomatarpeet.

Uuden NBS 6 tuotteen lanseeraus, mahdollistaen helppokäyttöiset laitteistot ja tulevaisuuden lisämoduulien käytön samassa laitteistossa (toteutunut).

Nexstim eksklusiivisten yhteistyökliniikoiden verkoston laajentaminen ensisijaisesti Yhdysvalloissa ja Euroopassa (ei toteutunut).

Lähde: Nexstim

Strategia ja taloudelliset tavoitteet (2/4)

Strategian toimeenpanossa 2023 tavoitteina kannattavuus ja verkoston laajentaminen

Nexstimin strategisina päätavoitteina vuonna 2023 ovat liikevaihdon vertailukelpoinen kasvu (2022: 6 MEUR), kannattavuus käyttökateetasolla ja pääomatarpeiden minimointi. Yhtiön tavoite NBS6-laitteiston lanseeraamisesta 2023 on jo toteutunut. Pidämme fokusta järkevänä matkalla kohti pysyvämpää voitollisuutta ja omistaja-arvon luontia. Liikevaihdon kasvutavoite ei mielestämme ole erittäin vaativa ja yhtiön pitäisi arviomme mukaan yltää tavoitteeseen. Pidemmällä aikavälillä yhtiö tarvitsisi selvää kasvua terveen kannattavuuden saavuttamiseksi. Vuoden 2023 kannattavuustavoite positiivisesta käyttökatteesta puolestaan on mielestämme haastavampi tavoite ja sen saavuttaminen edellyttää mielestämme selvää myynnin kiihtymistä H2'23 alkuvuoteen verrattuna.

Tavoitteisiin 2023 kuuluu myös yhteistyöklินิกoiden verkoston laajentaminen. Verkoston rakentaminen on vielä hyvin varhaisessa vaiheessa. Nexstim kertoi alkuvuodesta 2022 perustaneensa pääomasijoitusyhtiön, jonka tarkoitus on verkostoon investoiminen. Nexstim solmi elokuussa 2023 1,5 MEUR:n lainasopimuksen Nordean kanssa, jota on tarkoitus käyttää strategiaan investointeihin. Arviomme mukaan todennäköisin investointikohde on klinikkaverkoston laajentaminen. Kasvumahdollisuudet ovat yhtiön mukaan erityisesti Yhdysvalloissa ja Euroopassa.

Kirjoitushetkellä ainoa yhteistyöklinin palveluyhtiö toimii Kaliforniassa Yhdysvalloissa.

Jatkuvan liiketoiminnan kasvattaminen

Arviomme mukaan diagnostiikan laitteistokannat 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 yhdistelmälaitteistojen yleistymisen puhtaiden terapialaitteistojen kysynnän jäädessä pienempään osaan. Yhdistelmälaitteistot kasvattavat siten terapiakäyttöön soveltuvaa laitteistokantaa. Arviomme mukaan yhdistelmälaitteet mahdollistavat jatkuvan liikevaihdon kasvattamisen myös terapialiiketoiminnassa ja ovat tärkeässä osassa koko yhtiön strategian toteutusta. Jakuvassa liikevaihdossa on kuitenkin näkynyt painetta viime tulosraporteissa ja yhtiö on kertonut lisääntyneen kilpailun vaikutuksesta esimerkiksi kertakäyttöosien hinnoitteluun.

Jatkuvan liiketoiminnan kasvua rajoittava tekijä puolestaan on Magnus Medicalin kanssa tehtyyn lisensointisopimukseen liittyvät

kilpailunrajoitukset. Arviomme mukaan Nexstimin aktiviteetti vakavan masennuksen markkinoilla Yhdysvalloissa vähenee muutaman vuoden aikajänteellä ja toiminta keskittyy Eurooppaan ja pienemmässä määrin muualle maailmaan.

Strategian tiivistelmä (3/4)



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 yhteistyöklonikkaverkoston perustuvan liiketoimintamallin aloittaminen Yhdysvalloissa
- Teknologian lisensointi tuo kassavirtaa
- Keskittyminen kannattavaan kasvuun ja jatkuvan liiketoiminnan kasvattamiseen

Strategian toteuttamisen avainkohdat

Toteutunut

- Onnistunut nopea siirtyminen masennuksen hoitoon
- Liiketappio pienentynyt selvästi
- Laitteistokannan kasvu tukee jatkuvaa liikevaihtoa
- Yhdistelmälaitteistojen lanseeraus
- Yhteistyöklonikkamallin käynnistys
- Teknologian lisensointi

Lähitulevaisuus 1-2v

- Kannattavan kasvun jatkaminen laitteistokantaa kasvattamalla ja jatkuvaan liiketoimintaan panostamalla erityisesti terapia-alueella
- Strategiset kumppanuudet diagnostiikkaliiketoiminnan kasvattamiseksi
- Yhteistyöklonikkaverkoston laajentaminen painopisteinä Yhdysvallat ja Eurooppa
- Mahdolliset uudet lisensointikumppanuudet terapiamarkkinassa

Seuraavat 5 vuotta

- Yhteistyöklonikkaverkoston laajentaminen
- Uudet käyttöaiheet
- Uudet lisenssisopimukset

Strategia ja taloudelliset tavoitteet (4/4) – SWOT



Vahvuudet

- Kannattavan kasvun tavoittelu, vaikka osa kilpailijoista pyrkii kasvamaan kannattavuuden kustannuksella.
- Jatkuvan liikevaihdon kasvattaminen lisää edelleen defensiivisyyttä.
- Pääomatarpeiden minimointi on mielestämme tärkeää omistaja-arvon kehityksen kannalta.
- Kivunhoito on vähemmän kilpailtu lokero TMS-markkinalla.



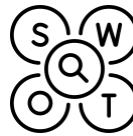
Mahdollisuudet

- Keskipitkällä aikavälillä mahdollisuus saavuttaa pysyvä vakaa kannattavuus.
- Onnistuneet investoinnit klinikkaverkoston toisivat vakaata ja defensiivistä kassavirtaa.
- Teknologian lisensointiin liittyen voi löytyä uusia mahdollisuuksia.
- Uusi NBS6-laitteisto tuo mahdollisuuksia jatkuvan liikevaihdon kasvattamiseen ohjelmistolisenssien kautta.



Heikkoudet

- Pienet resurssit suhteessa kilpailijoihin.
- Näkyvyys liikevaihdon ja tuloksen kehitykseen.
- Kilpailutilanne masennuksen hoidossa ja isompien kilpailijoiden kasvun tavoittelu kannattavuuden kustannuksella.
- Laitteistoliiketoiminnan vielä jatkuva tappiollisuus.



Uhat

- Lisääntyvä kilpailu teknologisen kehityksen myötä.
- NBS6-laitteiston diagnostiikkasovellusten viranomaishyväksynnän viivästymien.
- Magnus Medical -lisenssitulojen jääminen alle odotusten
- Klinikaverkoston kasvattamisen viivästyminen tai epäonnistuneet investoinnit.

Taloudellinen tilanne (1/2)

Toiminta on ollut tappiollista viime vuotta lukuunottamatta

Nexstimin liiketoiminta on ollut sen perustamisesta lähtien tappiollista lukuun ottamatta lisensoinnin 3,5 MEUR:n allekirjoitusmaksun tukemaa vuotta 2022. Historialliset luvut eivät arviomme mukaan kuvasta erityisen hyvin yhtiön tulevaisuutta sen viime vuosien kasvusta ja teknologian lisensointisopimuksesta johtuen. Jatkossa odotamme klinikkaverkoston laajennuksen myös osaltaan muuttavan yhtiön profiilia.

Kulurakenne

Vuonna 2022 yhtiön operatiivisista kuluista 12 % oli materiaaleja ja palveluita, jotka liittyvät tuotteiden valmistamiseen. Nexstim ei valmista laitteitaan itse, vaan käyttää valmistuksessa suomalaista alihankkijaa. Myyntikate on viime vuosina ollut 80 %:n molemmin puolin.

Suurin kuluerä yhtiön operatiivisessa liiketoiminnassa on viime vuosina ollut henkilöstökulut (2019-2022 noin 48 %), 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 35 % on ollut liiketoiminnan muita kuluja, joiden suhteellinen osuus on hieman laskenut viime vuosina. Tämä erä sisältää myyntiin ja

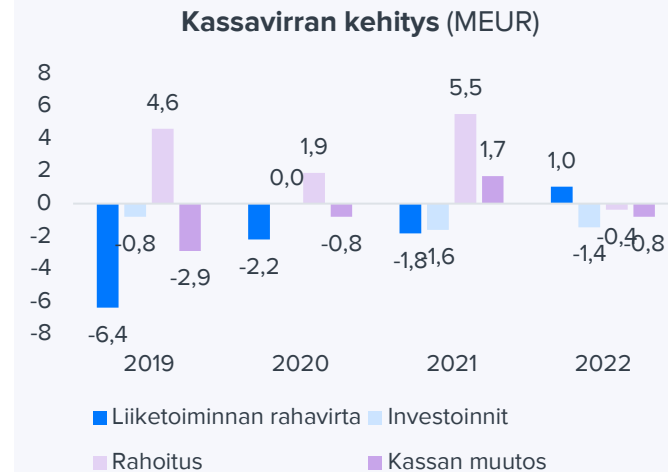
markkinointiin liitännäisiä kuluja, ulkopuolisista tuotekehitysyhteistöistä koituvia kuluja ja tavanomaisia hallintoon liittyviä kuluja. Nämä kuluerät ovat arviomme mukaan pääosin kiinteitä ja siten skaalautuvat liikevaihdon mukana hyvin. Poistot ja arvonalentumiset käsittävät noin 5 % kuluista vähäistä aineellista omaisuutta ja liiketoimintaprofiilia heijastellen. Vuoden 2023 kustannussäästöohjelma laskee kuluja kuluvana vuonna.

Rahavirta ailahtelee lisenssimaksujen myötä

Nexstimin liiketoiminnan kassavirta on ollut negatiivista viime vuosina, mutta kääntyi positiiviseksi vuonna 2022 allekirjoitusmaksun myötä. Investointien ovat omalta osaltaan painaneet vapaata kassavirtaa. Yhtiö on joutunut paikkaamaan vuotavaa liiketoiminnan kassavirtaansa erilaisin rahoitusratkaisuin (merkintäoikeusannit, tuotekehityslainat). Kassavirtaa pitäisi tukea jatkossa viisivuotinen lisensointikausi, jonka odotamme alkavan H2'24. Lisensointikausi alkaa Magnus Medicalin laitteiston myynnin myötä.

Tase on yhtiön profiilin mukainen

Nexstimin H1'23 lopun taserakenne on yhtiön profiili huomioiden odotetun kaltainen (taserakenne seuraavalla sivulla). Aineetonta omaisuutta, joka muodostuu aktivoiduista kehittämismenoista sekä aineettomista oikeuksista, oli 2,1 MEUR. Aktivoidut kehittämismenot ovat kasvaneet ja liittyvät käsityksemme mukaan uuden NBS6-laitteiston kaupallistamiseen.



Taloudellinen tilanne (2/2)

Vastaavasti aineellista omaisuutta on liiketoiminnan luonteen mukaisesti vähän (0,4 MEUR), ja ne koostuvat lähinnä liiketoiminnan käytössä olevista terapialaitteistoista. Sijoituksia osakkuusyhtiöihin yhtiön taseessa oli 0,4 MEUR, joka koostuu strategisesta investoinnista kalifornialaisen yhteistyöklinin palveluyhtiöön.

Vaihto-omaisuutta oli noin 0,4 MEUR, myyntisaamisia 0,4 MEUR sekä taseen toisella puolella ostovelkoja 0,2 MEUR. Varasto ovat pienentyneet, kun yhtiö on käsityksemme mukaan purkanut koronapandemian ja logistiikkahaasteiden vuoksi kasvatettuja varastoja. Saamiset ovat pienentyneet, kun yhtiö on toimittanut myytyjen laitteistojen tilauskirjaa. Lähihistoriassa yhtiön käyttöpääoma on ollut positiivinen.

Kassa voi vaatia vahvistamista

Yhtiön tappiollisen historian ja etupainotteisten tuotekehityspanostusten vuoksi Nexstim on tehnyt useita rahoituskierroksia, joista viimeisin vuonna 2021. Kassatilannetta on parantanut tappioiden pieneneminen ja vuoden 2022 allekirjoitusmaksu, joka vahvisti osaltaan kassaa 3,5 MEUR:lla.

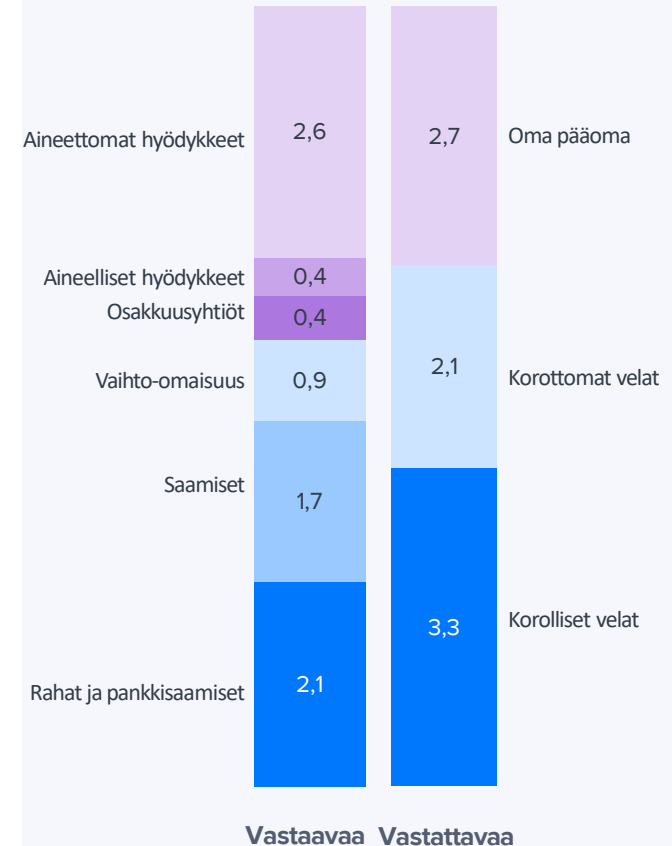
Negatiivisen kassavirran myötä kassantilanne on kuitenkin heikentynyt ja Nexstimin rahavarat olivat H1'23-raportin mukaan 2,1 MEUR. Yhtiö on ohjeistanut positiivista käyttökatetta vuodelle 2023, mikä tarkoittaisi loppuvuotta kohti liiketoiminnan selvää piristymistä. Arvioimme uuden rahoituskierroksen todennäköisyyden nousseen tämän vuoden aikana ja pidämme uuden annin mahdollisuutta kohtalaisena. Hieman pidemmällä aikavälillä kassavirtoja tukevat lisensointitulot,

joiden pitäisi odotustemme mukaan alkaa H2'24 aikana. Kassatilanteeseen vaikuttaa osaltaan elokuussa 2023 myönnetty 1,5 MEUR:n investointilaina, jota ei vielä kirjoitushetkellä ole tietääksemme nostettu. Lainaa voi tiedotteen mukaan käyttää osittain myös käyttöpääomaan.

Taseen vieraan pääoman osalta yhtiöllä oli tilikauden 2021 lopussa noin 3,2 MEUR pitkäaikaista korollista lainaa, joka koostuu tuotekehityslainoista Business Finlandilta. Lyhytaikaista vierasta pääomaa taseessa oli noin 3,6 MEUR.

Mahdollisen annin lisäksi osakekanta voi laimentua jossain määrin optio-ohjelmien kautta. Mikäli yhtiön tällä hetkellä hyväksymät optio-ohjelmat liudentavat osakekantaa täysimääräisesti, osakekanta kasvaa arviomme mukaan noin 8 % vuoteen 2029 mennessä.

Taserakenne vuoden 2021 lopussa



Sijoitusprofiili (1/2)

Nexstim on kasvua tavoitteleva terveysteknologiayhtiö

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 suuren markkinapotentiaalin. Nexstim on vielä kaupallisesti melko varhaisessa vaiheessa, sillä liikevaihto on toistaiseksi ollut vähäistä ja historiassa tulos ja kassavirta ovat olleet negatiivisia. Yhtiön tulos on kuitenkin nousemassa voitolliseksi lisensointitulojen tulemana lähivuosina. Tulospääntöistä huolimatta yhtiö on vielä korkean riskin sijoituskohde eri liiketoimintalueiden vähäisestä ennustettavuudesta johtuen. Myöhemmin yhtiö riskiprofiililla on edellytyksiä laskea, defensiivisten ja skaalautuvien liiketoimintojen kasvattamisessa.

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 vielä.

Näin ollen sijoittajien tulee mielestämme varautua rahoittamaan yhtiötä edelleen tai vaihtoehtoisesti 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 arvonnunna. Uusi malli sisältää mahdollisuuksia, mutta sen toimivuutta ei ole vielä täysin 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.

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. Markkinatilanteessa on mielestämme osittain epäterveitä piirteitä suurempien kilpailijoiden tavoittellessa kasvua kannattavuuden kustannuksella.

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.

Kasvua tavoitteleva yhtiö defensiivisellä toimialalla

2.

Liiketoimintamalli laitteistoihin, yhteistyöklinikkaverkoston laajentamiseen ja lisensointituottoihin

3.

Keskittyminen vaikeisiin aivosairauksiin ja häiriöihin sekä niiden hoitoon ja terapiaan

4.

Toimiala on suuri, defensiivinen ja sitä tukevat vahvat trendit

5.

Kasvun rahoittamiseen liittyy vielä jonkin verran epävarmuutta

Potentiaali



- Suuri kohdemarkkina, jota megatrendit tukevat.
- TMS-hoitojen suosion kasvu lääkehoitoihin nähden.
- Lisensointitulot tuovat kassavirtaa.
- Vahva asema diagnostiikkaliiketoiminnassa.
- Liikevaihto ja kannattavuus ovat kehittyneet oikeaan suuntaan 2019 alkaen.
- Klinikaverkosto voi tuoda kassavirtaposiitivista defensiivistä liiketoimintaa

Riskit



- Terapiamarkkinan kilpailutilanne on haastava.
- Kilpailu diagnostiikassa on lisääntynyt.
- 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)

Mallituksen 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 vuosille 2023-2026 perustuu laitemyynnin, jatkuvan liikevaihdon ja klinikkaverkoston kasvun mallintamiseen. Pidemmällä aikavälillä ennuste perustuu odotettuun markkinakasvuun, markkinoiden ajureihin ja Nexstimin kilpailutekijöihin. Lisenssituottojen osalta arviomme viisivuotista lisensointikautta, jonka odotamme alkavan H2'24 ja päättyvät H2'29.

Näkyvyys laitteistomyyntiin ja jatkuvaan liikevaihtoon on mielestämme kohtalainen, vaikka yhtiö ei annakaan ohjeistusta myynnin odotetusta kehityksestä. Vaikeutta ennustettavuuteen tuo teknologinen kehitys. Nexstimin kannalta olennaista on uuden NBS6-laitteiston tuleva kysyntä. Toisaalta kilpailijoiden teknologinen kehitys ja innovaatiot voivat muuttaa kilpailukenttää merkittävästikin keskipitkällä aikavälillä. Klinikkaverkoston kasvun näkyvyys on vähäistä sen riippuessa oleellisesti epäorgaanisesta kasvusta. Lisenssitulojen arvioinnissa joudumme nojaamaan vahvasti Nexstimin ja Magnus Medicalin yhteiseen arvioon sopimuksen 17 MEUR:n kokonaisarvosta. Lisenssitulot riippuvat käsityksemme mukaan tulevan laitteiston myynnistä, jonka arviointi on haastavaa. Emme myöskään tiedä tehdyn

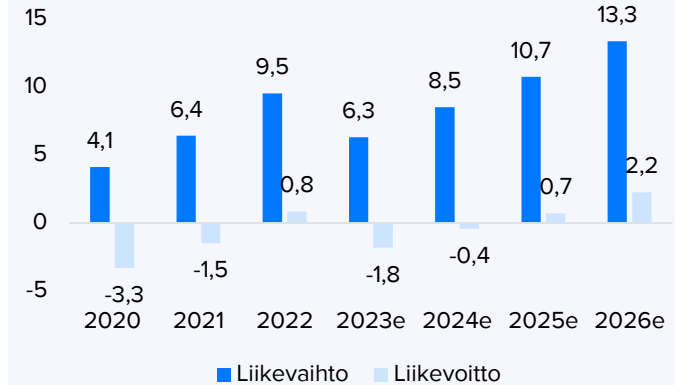
sopimuksen yksityiskohtia.

Liikevaihdon kasvua eri lähteistä

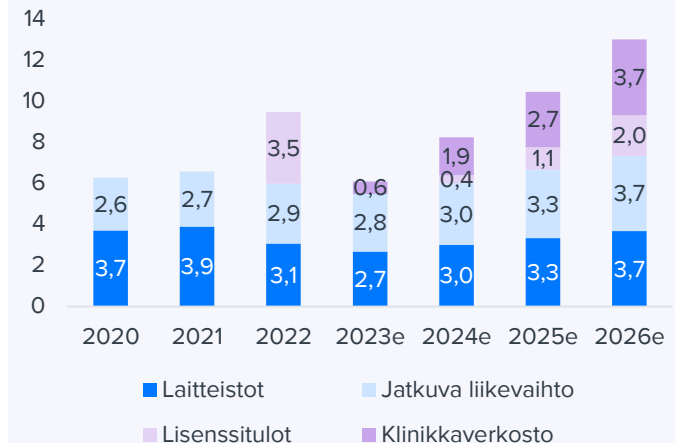
Odotamme kuluvana vuonna 6,3 MEUR:n liikevaihtoa, joka muodostuu pääasiassa laitteistomyynnistä ja jatkuvasta liikevaihdosta sekä pieneltä osin odotukseemme klinikkaverkoston laajentamisesta. Nexstim on ohjeistanut vertailukelpoisen liikevaihdon kasvua edellisvuoteen nähden, kun vertailukauden luvuista oikaistaan kertaluontoinen 3,5 MEUR:n lisenssituotto. Tämä tarkoittaisi yli 6 MEUR:n liikevaihtoa, eli ennusteemme yltää niukasti yhtiön ohjeistukseen. Ohjeistuksen saavuttaminen tarkoittaisi kiihtyvää laitteistomyyntiä loppuvuotta kohti, minkä odotamme yhtiön saavuttavan uuden NBS6-laitteiston myynnin avulla. Laitteistomyynti on tyypillisesti aktiivisempaa vuoden lopulla.

Tulevina vuosina odotamme liikevaihdon kasvavan voimakkaasti, jota ajaa erityisesti lisenssituottojen ja klinikkaverkoston kasvu. Laitteistomyynnin osalta odotamme maltillista etenemistä kilpailutilanteen johdosta. Laitteistomyyntiä tuki vuosina 2020-2021 käsityksemme mukaan terapialaitteiston lanseeraukseen liittyvä myynnin aktiivisuus sekä 2021 vuoden 0,9 MEUR:n räätälöityjen laitteistojen toimitus. Laitteistojen myynti on sittemmin tasaantunut, mutta laitteistokanta on arviomme mukaan yhä kasvussa. Jatkuvan liikevaihdon odotamme kasvavan laitteistokannan kasvun tukemana.

Liikevaihto ja -voitto, MEUR



Liikevaihdon jakautuminen, MEUR



Ennusteet 2/4

Laitteistokannan käyttö tuo jatkuvaa liikevaihtoa kertakäyttöosien kulutuksen ja laitteistojen ongelmatonta käyttöä mahdollistavien huoltosopimusten kautta. Huoltosopimuksia myydään yhtiön mukaan nykyisin lähes kaikkiin laitteistoihin. Myös laitteistojen leasing-sopimukset tuovat jatkuvaa liikevaihtoa. Terapiasovellukset tuovat diagnostiikkaa korkeampaa jatkuvaa liikevaihtoa kertakäyttöosien korkeamman kulutuksen vuoksi. Jatkuvan liikevaihdon kasvua pitäisi arviomme mukaan tukea uuden NBS6-laitteiston lisenssipohjainen käyttömalli.

Lisenssituottojen osalta odotamme yhteensä 14,5 MEUR:n tuottoja, mikä sisältää turvamarginaalia Nexstimin ja Magnus Medicalin arviointiin 17 MEUR:sta. Lisenssituloista on jo toteutunut 3,5 MEUR vuonna 2022, joten odotamme Magnus Medicalin liiketoiminnan kehittymisen mukaan maksettavien lisenssimaksujen olevan kokonaisuudessaan 11 MEUR. Yhtiöiden mukaan lisensointikausi on viisivuotinen ja odotamme kauden alkavan H2'24 perustuen Magnus Medicalin julkisuudessa lausumaan [arvioon](#). Varovaisuus lisenssituottoarviossamme on mielestämme perusteltua, sillä Magnus Medical on vielä kehittämässä laitteistoaan eikä sillä ole vielä myyntiä. Laitteistolla on jo FDA:n 510(k)-hyväksyntä, eli riskiä markkinoille pääsystä ei käsityksemme mukaan kuitenkaan enää ole. Ennustamme lisenssitulojen alkavan pienessä määrin vuonna H2'24 ja kasvavan asteittain huippuunsa 3,2 MEUR:oon vuonna 2028. Arvioimme Nexstimin investoivan lisenssituloista saatavaa kassavirtaa klinikkaverkoston

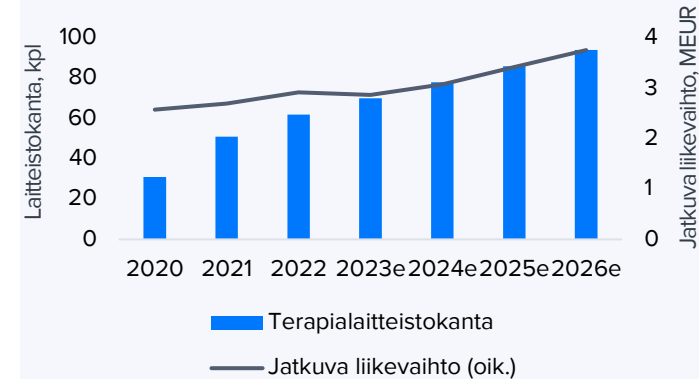
kasvattamiseen.

Pidemmän aikavälin kasvuarviomme nojaa vahvasti klinikkaverkoston osittain epäorgaaniseen kasvattamiseen, jonka odotamme kasvavan jo H2'23 aikana. Nexstim on sopinut 1,5 MEUR:n lainarahoituksesta strategiaan investointeihin, joiden odotamme kohdistuvan klinikkaverkoston lähikuukausien aikana. Näkyvyys klinikkaverkoston kasvuun on kuitenkin heikko.

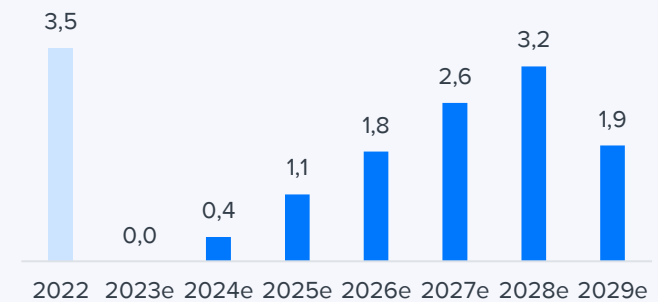
Odotamme tuloskäännettä 2025

Nexstim on ohjeistanut saavuttavansa positiivisen käyttökatteen kuluvana vuonna 2023. Liikevoiton tai pidemmän aikavälin ohjeistusta Nexstim ei anna. Ohjeistus on arviomme mukaan kohtalaisen kunnianhimoinen ja edellyttää liikevaihdon selvää kasvua ja tiukkaa kustannusten hallintaa H2:lla, sillä H1:n käyttökatte oli -1,1 MEUR. Oma odotuksemme on H2'23 käyttökatteen osalta 0,1 MEUR ja liiketuloksen -0,4 MEUR. Huomautamme että näitä raportoituja lukuja kohentavat TK-kulujen taseaktivoinnit, joita yhtiö on tehnyt ja tekee liittyen uuden NBS6-laitteiston kaupallistamiseen. Taseaktivoinnit ovat mielestämme perusteltuja ja asianmukaisia, mutta niiden ansiosta raportoitu tulos näyttää aiempaa positiivisemmalta vaikka kassavirtavaikutusta aktivoinneilla ei olekaan. Vastaavasti pidemmällä aikavälillä poistot kasvavat laskien raportoitua liikevoittoa. Liiketuloksen odotamme kääntyvän voitolliseksi 2025. Tulosta painaa vielä 2023-2024 liikevaihtoon nähden korkea kustannusrakenne.

Terapialaitteistokanta ja jatkuva liikevaihto



Lisensointituotot, MEUR



Ennusteet (3/4)

Kustannusten odotamme kehittyvän maltillisesti

Nexstim on onnistunut puolustamaan myyntikatettaan hyvin viime aikojen inflatorisessa ympäristössä ja odotammekin myyntikatteen säilyvän erinomaisella noin 80 %:n tasolla myös tulevaisuudessa. Henkilöstömäärän odotamme kasvavan maltillisesti nykyisestä. Yhtiöllä oli H1'23 lopussa 37 työntekijää ja odotamme henkilöstön määrän kasvavan 44:n vuoden 2026 loppuun mennessä. Kasvu heijastelee oletustamme erityisesti klinikkaverkoston kasvusta. Arviomme mukaan Nexstimin henkilöstömäärä on muilta osin pääasiassa yhtiön tarpeiden mukainen, eikä merkittäviä rekryointitarpeita ole arviomme mukaan näköpiirissä. Vuoden 2023 henkilöstökustannukset ovat arviomme mukaan normaalia alhaisemmat johtuen osittain kertaluontoisista säästötoimista, joiden emme odota toistuvan täysimääräisinä tulevaisuudessa. Liiketoiminnan muut kulut ovat laskeneet kustannussäästöohjelman myötä. Odotamme näiden kulujen kasvavan nykytasolta maltillisesti, sillä jo saavutetut kustannussäästöt ovat arviomme mukaan osittain pysyviä. Poistojen odotamme olevan aiempia vuosia korkeammalla tasolla johtuen TK-kulujen aktivoimista ja niiden poistoista NBS6-laitteiston myynnin alkamisen myötä.

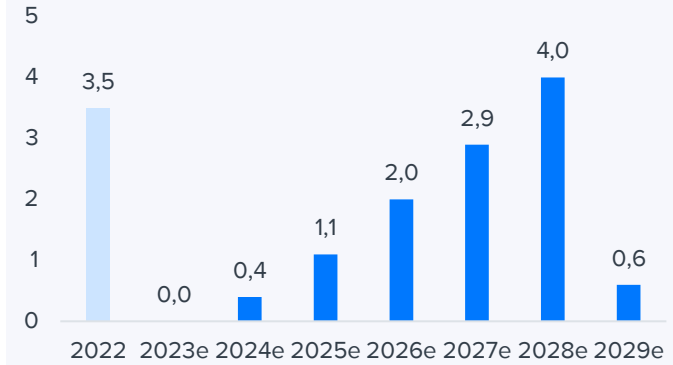
Emme ennusta yhtiön maksavan veroja lähivuosina menneiden tappioiden vähennyskelpoisuudesta johtuen. Rahoituskulut jatkuvat ennusteessamme tasaisella -0,1 MEUR:n tasolla.

Kassa voi vaatia vahvistusta siltarahoituksella

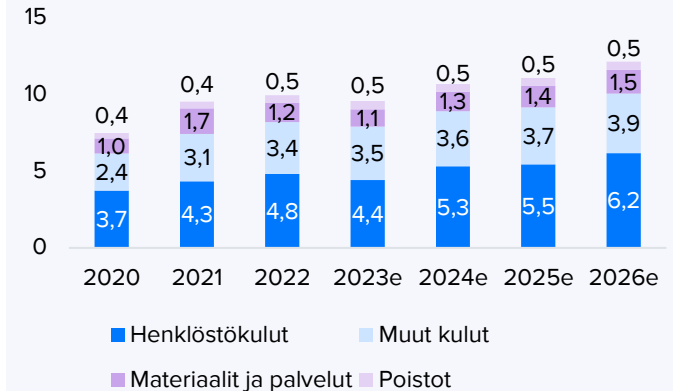
Liiketoiminnan kassavirran odotamme kääntyvän positiiviseksi 2024 alkaen (+0,4 MEUR). Operatiivista kassavirtaa tukee ennusteissamme korkeakatteinen NBS6-laitteistomyynti ja jatkuva liikevaihto. Klinikoiden palveluverkoston odotamme tuottavan positiivista kassavirtaa nopeasti ja lisenssitulojen pitäisi alkaa tuoda kassavirtaa ennusteissamme H2'24 alkaen.

Vuoden 2023 operatiivisen kassavirran odotamme olevan vielä selvästi tappiollinen (-0,9 MEUR). Nexstimin kassavarat H1'23 lopussa olivat 2,1 MEUR. Kassatilanne voikin edellyttää siltarahoitusta siihen saakka kunnes lisensointituotot alkavat tuoda rahavirtaa merkittävässä määrin. Mielestämme yhtiön H2:n aikana sujuva laitteistomyynti onkin rahoitustilanteen osalta erittäin tärkeässä asemassa. Nexstim on kertonut tähän mennessä neljästä laitteistokaupasta, joka on kausiluonteisesti mielestämme melko hyvä suoritus. Kiihtyvää myyntiä tarvitaan kuitenkin vuoden loppua kohti, mikä on kausiluonteisesti yhtiölle sen paras myyntikausi. Investointien osalta Nexstimillä pitäisi mielestämme olla edellytykset tehdä tarvittavat investoinnit jo sovitun 1,5 MEUR:n lainarahoituksen turvin.

Lisensointituotot, MEUR



Kustannukset, MEUR



Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	H1'22	H2'22	2022	H1'23	H2'23e	2023e	H1'24e	H2'24e	2024e	2025e	2026e
Liikevaihto	6,8	2,7	9,5	2,5	3,8	6,3	3,6	4,8	8,5	10,7	13,3
Nexstim	6,8	2,7	9,5	2,5	3,8	6,3	3,6	4,8	8,5	10,7	13,3
Käyttökate	2,5	-1,2	1,3	-1,2	-0,2	-1,4	-0,3	0,5	0,2	1,2	2,7
Poistot ja arvonalennukset	-0,2	-0,3	-0,5	-0,2	-0,2	-0,5	-0,3	-0,3	-0,6	-0,5	-0,5
Liikevoitto ilman kertaeriä	2,3	-1,5	0,8	-1,4	-0,4	-1,8	-0,6	0,2	-0,4	0,7	2,2
Liikevoitto	2,3	-1,5	0,8	-1,4	-0,4	-1,8	-0,6	0,2	-0,4	0,7	2,2
Nexstim	2,3	-1,5	0,8	-1,4	-0,4	-1,8	-0,6	0,2	-0,4	0,7	2,2
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	0,9	-0,4	0,5	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2
Tulos ennen veroja	3,2	-1,9	1,3	-1,4	-0,5	-1,9	-0,7	0,2	-0,5	0,6	2,0
Verot	0,0	0,0	0,0	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	3,2	-1,9	1,3	-1,4	-0,5	-1,9	-0,7	0,2	-0,5	0,6	2,0
EPS (oikaistu)	0,44	-0,26	0,18	-0,20	-0,07	-0,26	-0,10	0,02	-0,07	0,08	0,28
EPS (raportoitu)	0,44	-0,26	0,18	-0,20	-0,07	-0,26	-0,10	0,02	-0,07	0,08	0,28

Ennustemuutokset	2023e	2023e	Muutos	2024e	2024e	Muutos	2025e	2025e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	6,2	6,3	2 %	8,3	8,5	2 %	10,5	10,7	3 %
Liikevoitto	-1,8	-1,8	-1 %	-0,7	-0,4	-36 %	0,4	0,7	79 %
Tulos ennen veroja	-1,9	-1,9	-1 %	-0,8	-0,5	-32 %	0,3	0,6	107 %
EPS (ilman kertaeriä)	-0,27	-0,26	-1 %	-0,11	-0,07	-32 %	0,04	0,08	107 %
Osakekohtainen osinko	0,00	0,00	0 %	0,00	0,00	0 %	0,00	0,00	0 %

Lähde: Inderes

Tase

Vastaavaa	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Pysyvät vastaavat	2,0	3,0	3,1	3,0	3,2
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aineettomat hyödykkeet	1,1	2,1	2,3	2,3	2,4
Käyttöomaisuus	0,4	0,4	0,3	0,2	0,3
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,5	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	8,0	7,3	8,0	8,9	9,8
Vaihto-omaisuus	1,0	0,9	0,3	0,5	0,7
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	1,8	1,9	2,5	3,2	3,9
Likvidit varat	5,2	4,4	5,2	5,2	5,2
Taseen loppusumma	10,0	10,2	11,1	12,0	13,0

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Oma pääoma	3,2	4,1	2,1	1,6	2,2
Osakepääoma	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Kertyneet voittovarot	-51,8	-51,0	-52,9	-53,4	-52,8
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	54,9	55,0	55,0	55,0	55,0
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	3,3	2,6	4,7	5,0	4,5
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	3,3	2,6	4,7	5,0	4,5
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset velat	3,6	3,5	4,2	5,4	6,3
Lainat rahoituslaitoksilta	0,6	0,9	1,2	1,3	1,2
Lyhytaikaiset korottomat velat	2,9	2,7	3,0	4,1	5,1
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	10,0	10,2	11,1	12,0	13,0

Arvonmääritys (1/4)

Arvonluontia laitteistomyynnistä, klinikkaverkostosta ja lisensoinnista

Nexstimin arvonluonti rakentuu mielestämme kolmeen tekijään: 1) laitteistomyyntiin ja jatkuvaan liiketoimintaan, 2) klinikkaverkoston kasvattamiseen ja 3) lisensointituloihin.

Laitteistomyynti on kehittynyt hieman aiempia odotuksiamme hitaammin ja tuleva kasvu riippuu arviomme mukaan vahvasti uuden NBS6-laitteiston menestyksestä. Keväällä FDA-hyväksynnän ja CE-merkinnän terapiakäyttöön saaneesta NBS6-laitteistosta ei vielä ole kauppvoja tiedotettu. On mahdollista, että uuden laitteiston myynti alkaa isommassa mittakaavassa vasta ensi vuoden aikana, kun laitteistolla on myös diagnostiikkasovellusten hyväksynnät. Nexstim tarvitsisi nykyistä suurempaa laitteistomyyntiä, jotta skaalaedut pääsisivät esiin korkean myyntikatteen ja jatkuvan liiketoiminnan kasvun kautta. Tämän hetkiselällä myynnin tasolla toiminta on vielä tappiollista.

Klinikkaverkoston kasvattaminen on Nexstimille tärkeä kasvun lähde tulevina vuosina. Liiketoiminnalla on potentiaalia tuoda liiketoimintaan entistä enemmän defensiivisyyttä ja matalan riskin positiivista kassavirtaa. Näkyvyys tähän liiketoimintaan on kuitenkin vähäinen, sillä kasvu on luonteeltaan pääosin epäorgaanista. Lisenssitulot tuovat yhtiölle arviomme mukaan vuosina 2024-2029 merkittävää kassavirtaa, jonka toteutumisen kokoluokkaan ja ajoitukseen liittyy epävarmuuksia. Lisenssoinnissa on Nexstimin mukaan myös mahdollisuuksia uusiin sopimuksiin tulevaisuudessa.

Jotta liiketoiminnasta tulisi selvästi arvoa luovaa, vaaditaan mielestämme siis laitteistoliiketoiminnan volyyymikasvua, onnistuneita investointeja klinikkaverkostoon ja lisensointitulojen toteutumista lähellä Nexstimin ja Magnus Medicalin odottamaa tasoa viisivuotisella lisensointikaudella.

Arvonmäärityksemme perustuu liikevaihtokertoimiin ja kassavirtalaskelmaan

Nexstimin tappiollisuuden vuoksi emme voi nojata arvonmäärityksessä tuloskertoimiin. Liikevaihtoperusteisesti voimme peilata EV/S-kerrointa tulevaisuuden kasvunäkymiin, kannattavuuspotentiaaliin ja verrokkien sekä toimialan arvostukseen. Ennustettujen kassavirtojen nykyarvoa kuvaava DCF-laskelma on mielestämme myös käyttökelpoinen arvonmääritysmenetelmä sen hinnoittelussa myös riskiä, toisin kuin EV/S-kerroin. Kassavirtojen ennusteriski on kuitenkin korkea.

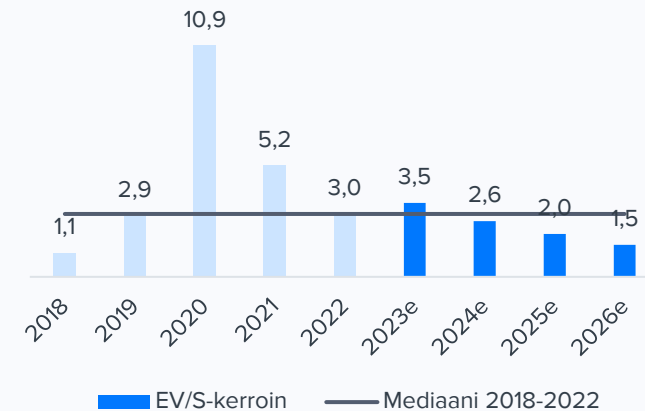
EV/liikevaihto-kerroin on neutraali yhtiön omaan historiaan peilaten

Nexstimin EV/S-kerroin on 2023 ennusteillamme 3,5x. Kerroin laskee ensi vuonna 2,6x:n ja tippuu edelleen pidemmällä tulevaisuudessa, mikäli ennustamamme kasvu toteutuu. Vuosien 2018-2022 mediaani EV/S-kerroin on ollut 3,0x (vaihteluväli 1x-11x). Nykykerroin on siten karkeasti linjassa historialliseen arvostukseen nähden. Historiallisessa tarkastelussa osake on mielestämme neutraalisti tai hieman korkeasti hinnoiteltu, kun otetaan huomioon markkinoiden tuottovaatimuksien voimakas nousu ja risksietokyvyn lasku vuosina 2022-2023.

Arvostustaso	2023e	2024e	2025e
Osakekurssi	2,90	2,90	2,90
Osakemäärä, milj. kpl	7,27	7,27	7,27
Markkina-arvo	21	21	21
Yritysarvo (EV)	22	22	22
P/E	neg.	neg.	35,8
P/B	9,8	13,1	9,6
P/S	3,4	2,5	2,0
EV/Liikevaihto	3,5	2,6	2,0
EV/EBITDA (oik.)	neg.	>100	17,4
EV/EBIT (oik.)	neg.	neg.	31,3
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %

Lähde: Inderes

EV/S-kerroin



Arvonmääritys (2/4)

Verrokkeihin nähden EV/S-kerroin on korkea

Nexstimillä on kaksi selkeää listattua toimialaverrokkia Neuronetics ja Brainsway, jotka ovat kuuluvat TMS-laitteistovalmistajien suurimpiin yhtiöihin. Näiden verrokkien EV/S-kertoimet vuosille 2023-2024 ovat Neuronetics 0,4x ja 0,4x sekä Brainsway 0,8x ja 0,7x. Verrokkiyhtiöiden kertoimet ovat vaihdelleet voimakkaasti ja arviomme mukaan nykyisiä absoluuttisesti alhaisia kertoimia selittää raskas tappiollisuus yhdistettynä yleiseen riskinälän laskuun markkinoilla. Arvioimme Nexstimin kannattavuusnäkyvän näitä verrokkeja paremmaksi, minkä perusteella hyväksymme Nexstimille verrokkeja korkeamman EV/S-kertoimen. Arvostusero on kuitenkin varsin korkea ja mielestämme Nexstimin osake onkin kallis näihin verrokkeihin nähden.

Suhteellisen arvostuksen tarkastelussa hyödynnämme lisäksi sektorin yleistä arvostusta. Global Medical Devices & Supplies -indeksin pitkän aikavälin (2012-2022) mediaani taaksepäin katsova EV/S-kerroin on ollut 4,5x. Sektori-indeksi koostuu suurista, globaaleista, laadukkaista, pääosin Yhdysvaltalaisista terveysteknologian yhtiöistä, jotka mielestämme ansaitsevat arvostuspreemion Nexstimin nähden. Sektorin yhtiöt ovat hyvin kannattavia ja keskimääräinen liikevoittoprosentti on ollut 13,7 %. Nexstimin 2023e EV/S-kerroin painuu 29 % alle sektorin historiallisen mediaaniin.

Mielestämme Nexstim on neutraalisti tai hieman korkeasti hinnoiteltu suhteessa sektorin tämänhetkiseen tasoon nähden ja yliarvostettu sektorin historialliseen keskimääräiseen

arvostukseen nähden.

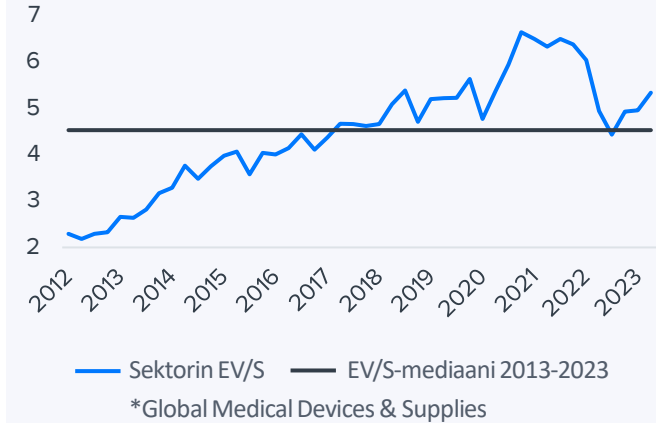
Hyväksyttävät EV/S-kertoimet riippuvat odotetusta liikevaihdon kasvusta. Nexstimin kertaluonteisesta lisenssiuutosta oikaistu liikevaihto on ollut tasaista viime vuodet (2021: 6,4 MEUR; 2022: 6,0 MEUR; 2023e 6,3 MEUR). Tulevaisuudessa ennustamme vahvaa kasvua (2023-2026 CAGR 21,6 %), jonka suhteen näkyvyys on kuitenkin vähäistä. Arviomme mukaan Nexstimin EV/S-kertoimien käypä haarukka on noin 2,5x-3,5x (aik. 3x-4x), kun huomioidaan viime vuosien toteutunut kehitys, tulevat kasvuennusteet ja markkinoiden riskinsietokyvyn lasku viime vuosina.

Nykyarvostuskuluvan vuoden ennusteella on siten haarukan ylälaidalla. Katsomme tässä vaiheessa lähitulevaisuuden ennusteisiin kasvun näkyvyyden ollessa vähäinen. Näkemystämme käyvistä kerroinhaarukasta painaa kasvanut rahoitusriski. Selvästi houkuttelevaksi EV/S-kerroin painuu mielestämme vasta vuonna 2025, jolloin kerroin saavuttaa noin 2x:n tason. Olemme valmiita hyväksymään Nexstimille korkeammat kertoimet, mikäli lisänäyttöjä kannattavasta skaalautuvasta kasvusta kertyy lisää.

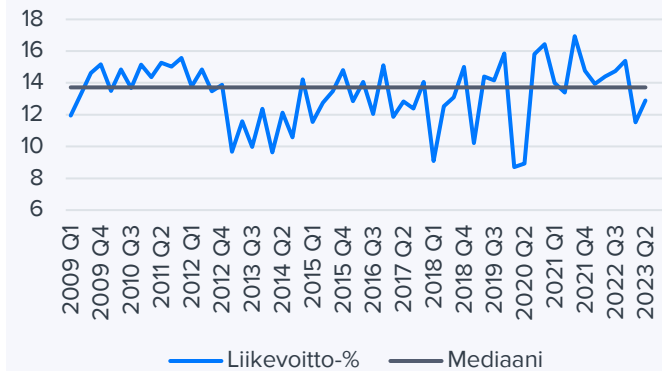
Tulosperusteisesti katse pitää siirtää kauas

Tulosperusteisten kertoimien hyödyntäminen on vielä vaikeaa, koska ennustamme liiketuloksen kääntyvän voitolliseksi vasta 2025. P/E-kerroin laskee maltilliselle 11x tasolle vasta vuonna 2026. Ennusteisiin sisältyy suurta epävarmuutta, joten osakkeen arvostukselle ei mielestämme ole tarjolla mielekästä tulosperusteista tukea tässä vaiheessa.

Sektorin* historiallinen EV/S



Sektorin historiallinen liikevoittoprosentti



Lähde Inderes / Bloomberg

Arvonmääritys (3/4)

Kassavirtalaskelma viittaa osakkeen maltilliseen nousuvaraan

Diskontattu kassavirtalaskelma (DCF) antaa osakkeen nykyarvoksi 3,3 euroa (aik. 3,8 €). Pidämme DCF-mallia Nexstimin arvonmäärityksessä käyttökelpoisena, mutta mallin herkkyyden vuoksi kannustamme sijoittajia vertaamaan mallissa käytettyjä oletuksia omiin arvioihin ja tuottovaatimukseen.

Oman pääoman kustannuksena mallissa olemme käyttäneet 12,3 % ja pääoman keskimääräisenä kustannuksena (WACC) 11,5 % (aik. 10,4 %). Nousut WACC heijastaa päivitettyä näkemystämme osakkeen nousseesta riskitasosta ja markkinoiden selvästi nousseesta tuottovaatimuksesta seurannan aloituksen jälkeen. Riskitasoa nostaa kasvanut rahoitusriski ja aiempia odotuksiamme hitaampi tulostäänne. Myös näkyvyys liiketoiminnan kehitykseen on melko vähäinen. Odotukset pysyvän kannattavuuden saavuttamisesta ja positiiviset kassavirrat lisenssituloista vaikuttavat toisaalta riskitasoa rajaavasti. WACC on mielestämme linjassa muihin saman kehitysvaiheen tappiollisiin lääkekinnallisten laitteiden valmistajiin kuten Optomediin (12,3 %), Bioreteciin (13 %) ja Modulightiin (11 %) nähden.

Terminaalijakson kasvuksi olemme määritelleet 2,5 % heijastellen TMS-markkinan yleisesti hyviä kasvunäkymiä. Liikevoittotasona olemme käyttäneet 20 %, joka on erittäin korkea suhteessa yhtiön historiaan. Perustelemme korkeaa terminaalikannattavuutta yhtiön potentiaalilla

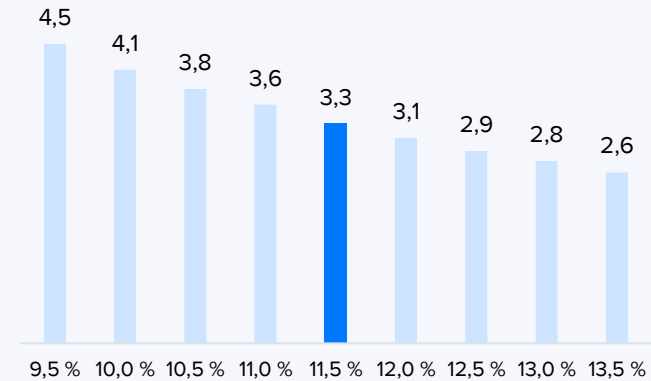
skaalautuvaan kannattavuuteen, korkeaan myyntikatteeseen ja terveysteknologian sektorin historialliseen kannattavuuteen. Sektorin voitolliset suuremmat yhtiöt pääsevät tyypillisesti 20-30 %:n liikevoittomarginaaliin ja Nexstimillä on mielestämme edellytykset hyvin korkeaan kannattavuuteen positiivisessa skenaariossa.

Osakkeen nykyarvosta 60 % perustuu laskelman terminaaliarvoon, eli vuoden 2032 jälkeisiin vapaisiin kassavirtoihin. Luku on verrattain maltillinen ja selittyy lisenssituloilla, jotka toteutuvat kokonaisuudessaan ennen terminaali-jakson alkamista. Huomionarvoista kuitenkin on, että terminaaliarvojen osuus on laskenut kautta linjan 2022-2023 markkinoiden riskinälän laskun myötä. Lisenssituloihin perustuvat kassavirrat eivät kuitenkaan ole luonteeltaan pysyviä, mikä on tärkeää huomioida. Lisäksi niiden realisoitumiseen liittyy paljon epävarmuustekijöitä, joihin yhtiö ei itse voi vaikuttaa.

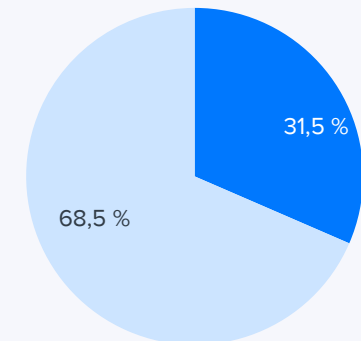
Lisenssitulojen osuus kokonaisuudesta

Arvioimme 2024-2029 tuloutuvien lisenssimaksujen olevan 11 MEUR (Nexstimin arvio 13,5 MEUR) ja tuloutuvan painottuen jakson lopulle. Arvioitujen lisenssitulojen diskontattu nykyarvo on 6,9 MEUR, joka vastaa 32 % yhtiön nykyisestä markkina-arvosta. Lisenssitulojen ulkopuoliselle liiketoimintojen osuudeksi jää tällöin 68 %. Ennustetut lisenssitulot muodostavat siis arvioimme mukaan huomattavan osa Nexstimin tuloksesta ja arvosta.

DCF-arvon herkkyys käytetylle WACC:lle



Lisenssitulojen osuus yritysarvosta



■ Lisenssitulot ■ Muu liiketoiminta

Arvonmääritys (4/4)

Arvostuksen yhteenveto

Osakkeen arvonmääritys on haastava ja osittain ristiriitainen harjoitus. Positiivisiin arvoajureihin lukeutuvat yhtiön kokoluokassa merkittävät odotetut lisensointituotot, uuden NBS6-laitteiston mahdollisesti hyvin sujuva myynti ja mahdollisuus kasvavaan hyväkatteiseen jatkuvaan liikevaihtoon. Lisäksi yhtiöllä on mahdollisuus kasvattaa defensiivistä ja kassavirtaa tuottavaa klinikkaverkostoa tulevaisuudessa epäorgaanisesti. Negatiivisella puolella painetta tuo seurannan aloituksen jälkeen odotuksiamme hitaammin kehittynyt laitteistomyynti, joka nykyisessä kokoluokassaan tuottaa edelleen tappioita ja jota yhtiön olisi tärkeää saada kasvatettua. Haastetta arvonmääritykseen tuo myös vähäinen näkyvyys erityisesti lisenssituottojen että klinikkaverkoston laajennuksen toteutumisen tasoon ja ajoitukseen.

Kassan kuluminen on altistanut yhtiön rahoitusriskille ja perusodotuksemme onkin siltarahoitustyypisen osakeannin tai muun rahoituksen järjestäminen, jotta yhtiö selviää vakaamman positiivisen kassavirran ympäristöön lähivuosien lisenssituottojen myötä. Kassatilanteen ja kassavirtaennusteidemme vuoksi emme odota yhtiön maksavan osinkoa lähivuosina ja osaketuotto muodostuukin arviomme mukaan puhtaasti osakkeen hinnan muutoksista.

Positiivisessa kehityskulussa laitteistomyynti nousisi uudelle korkeammalle tasolle uuden NBS6-laitteiston vetämänä, jolloin yhtiö välttäisi liudentavan rahoitusriskien. Kassavirta kääntyisi selvästi positiiviseksi lisenssitulojen ja onnistuneiden klinikkaverkoston investointien seurauksena. Tässä skenaariossa osaketuotto voisi

arviomme mukaan olla varsin hyvä.

Pessimistisemmässä kehityskulussa NBS6-laitteisto ei tuo merkittävää tasokorotusta myyntiin, jolloin edelleen jatkuva tappiollisuus kuluttaa kassavaroja ja ajaa yhtiön osakekantaa liudentavaan rahoitusjärjestelyyn. Jatkuva laitteistoliiketoiminnan tappiollisuus kumoaisi lisenssi-liiketoiminnan luomaa arvoa keskipitkällä aikavälillä. Tässä skenaariossa tuotto-odotus voi mielestämme olla selvästi negatiivinen.

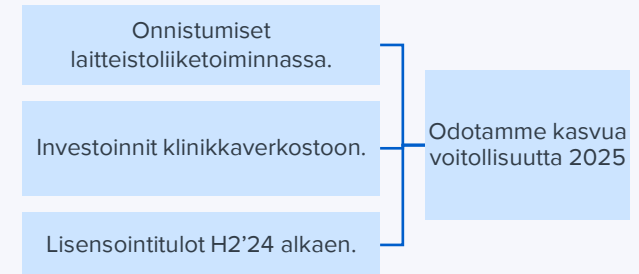
Osakkeen EV/S-kertoimet ovat arviomme mukaan melko neutraalit. Kertoimet edellyttävät kuitenkin kasvua ja voitollisuuden saavuttamista. Suoriin verrokkeihin (Neuronetics ja Brainsway) nähden osake on tällä hetkellä hintava EV/S-kertoimella tarkasteltuna osin ansaitusti. DCF-arvo viittaa osakkeen maltilliseen nousuvara.

Näkemyksemme Nexstimin osakkeen käyvästä arvosta on 2,5-4,0 euroa useisiin menetelmiin perustuen. Ennusteisiin sekä hinnoitteluympäristöön liittyvän korkean epävarmuuden vuoksi pidämme melko laajaa haarukkaa perusteltuna. Osakkeen selvästi korkeampi arvostus edellyttäisi mielestämme lisenssimaksujen tuloutumista yhtiön odottamalla (13,5 MEUR) tasolla sekä laitteistoliikevaihdon ja liikevoiton kasvamisesta ennusteitamme nopeammin. Osakkeen 12 kuukauden tuotto-odotus on näkemyksemme mukaan korkeintaan tuottovaatimuksen tasolla tai hieman sen alle. Nexstimillä on vahvuuksia ja mahdollisuuksia myös ennusteiden ylittämiseen. Tällä hetkellä sijoittaja ei kuitenkaan mielestämme saa riittävää tuotto-odotusta riskien vastapainoksi.

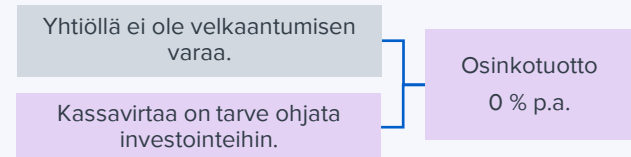
Osaketuoton ajurit 2022-2025

■ Positiivinen ■ Neutraali ■ Negatiivinen

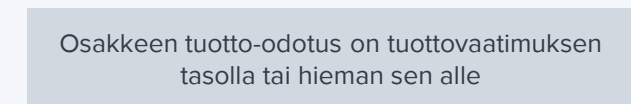
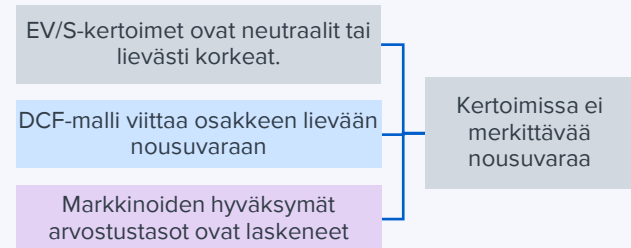
Tulostuoton ajurit



Osinkotuoton ajurit



Arvostuskertoimien ajurit



Arvostustaulukko

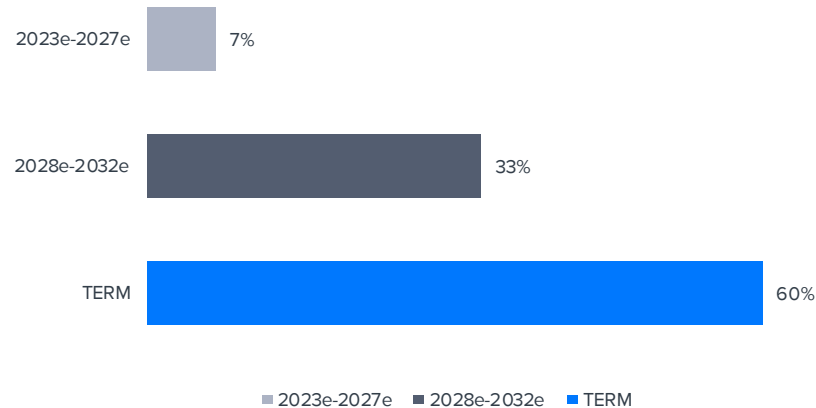
Arvostustaso	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
Osakekurssi	0,60	0,12	0,10	4,78	4,00	2,90	2,90	2,90	2,90
Osakemäärä, milj. kpl	3,25	62,8	439,6	7,27	7,27	7,27	7,27	7,27	7,27
Markkina-arvo	2,0	7,5	43	35	29	21	21	21	21
Yritysarvo (EV)	3,0	9,5	45	33	28	22	22	22	20
P/E (oik.)	neg.	neg.	neg.	neg.	22,2	neg.	neg.	35,8	11,7
P/E	neg.	neg.	neg.	neg.	22,2	neg.	neg.	35,8	11,7
P/B	neg.	neg.	neg.	10,9	7,1	9,8	13,1	9,6	5,3
P/S	0,7	2,3	10,5	5,4	3,1	3,4	2,5	2,0	1,6
EV/Liikevaihto	1,1	2,9	10,9	5,2	3,0	3,5	2,6	2,0	1,5
EV/EBITDA (oik.)	neg.	neg.	neg.	neg.	21,4	neg.	>100	17,4	7,8
EV/EBIT (oik.)	neg.	neg.	neg.	neg.	33,6	neg.	neg.	31,3	9,7
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	25,0 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	2,1 %

Lähde: Inderes

DCF-laskelma

DCF-laskelma	2022	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	48,9 %	-34,2 %	35,2 %	26,3 %	22,3 %	16,0 %	13,0 %	10,0 %	6,0 %	3,0 %	2,5 %	2,5 %
Liikevoitto-%	8,8 %	-28,9 %	-5,2 %	6,4 %	15,6 %	24,0 %	25,0 %	26,0 %	20,0 %	20,0 %	20,0 %	20,0 %
Liikevoitto	0,8	-1,8	-0,4	0,7	2,0	3,6	4,3	4,9	4,0	4,1	4,2	
+ Kokonaispoistot	0,5	0,5	0,6	0,5	0,5	0,5	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	
- Maksetut verot	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,4	-1,0	-0,8	-0,8	-0,8	
- verot rahoituskuluista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	-0,3	0,3	0,1	0,2	0,2	-1,4	-0,3	-0,1	-0,3	-0,2	0,0	
Operatiivinen kassavirta	1,0	-0,9	0,3	1,4	2,8	2,8	4,2	4,5	3,5	3,6	3,9	
+ 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	-1,4	-0,6	-0,6	-0,7	-0,7	-0,8	-0,9	-0,9	-0,5	-0,5	-0,5	
Vapaa operatiivinen kassavirta	-0,4	-1,5	-0,3	0,7	2,1	2,1	3,3	3,6	3,1	3,1	3,4	
+/- 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	-0,4	-1,5	-0,3	0,7	2,1	2,1	3,3	3,6	3,1	3,1	3,4	38,4
Diskontattu vapaa kassavirta		-1,5	-0,2	0,6	1,5	1,3	1,9	1,8	1,4	1,3	1,2	14,0
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		23,2	24,7	24,9	24,3	22,9	21,6	19,7	17,9	16,5	15,2	14,0
Velaton arvo DCF		23,2										
- Korolliset velat		-3,5										
+ Rahavarat		4,4										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
Oman pääoman arvo DCF		24,1										
Oman pääoman arvo DCF per osake		3,3										

Rahavirranjakauma jaksoittain



Pääoman kustannus (WACC)

Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisasaste D/(D+E)	10,0 %
Vieraan pääoman kustannus	5,0 %
Yrityksen Beta	1,76
Markkinoiden riski-premio	4,75 %
Likviditeettipremio	1,50 %
Riskitön korko	2,5 %
Oman pääoman kustannus	12,4 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	11,5 %

Lähde: Inderes

Yhteenveto

Tuloslaskelma	2020	2021	2022	2023e	2024e	Osakekohtaiset luvut	2020	2021	2022	2023e	2024e
Liikevaihto	4,1	6,4	9,5	6,3	8,5	EPS (raportoitu)	-0,01	-0,11	0,18	-0,26	-0,07
Käyttökate	-3,0	-1,0	1,3	-1,3	0,2	EPS (oikaistu)	-0,01	-0,11	0,18	-0,26	-0,07
Liikevoitto	-3,3	-1,5	0,8	-1,8	-0,4	Operat. kassavirta / osake	0,00	-0,25	0,14	-0,13	0,04
Voitto ennen veroja	-4,1	-0,7	1,3	-1,9	-0,5	Vapaa kassavirta / osake	0,00	-0,41	-0,05	-0,21	-0,04
Nettovoitto	-4,1	-0,8	1,3	-1,9	-0,5	Omapääoma / osake	0,00	0,44	0,56	0,30	0,22
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	2020	2021	2022	2023e	2024e	Kasvu ja kannattavuus	2020	2021	2022	2023e	2024e
Taseen loppusumma	6,2	10,0	10,2	11,1	12,0	Liikevaihdon kasvu-%	23 %	56 %	49 %	-34 %	35 %
Oma pääoma	-1,5	3,2	4,1	2,1	1,6	Käyttökateen kasvu-%	-52 %	-66 %	-230 %	-197 %	-114 %
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	Liikevoiton oik. kasvu-%	-49 %	-56 %	-158 %	-317 %	-76 %
Nettovelat	1,6	-1,3	-1,0	0,7	1,1	EPS oik. kasvu-%	-91 %	1121 %	-257 %	-247 %	-72 %
Kassavirta	2020	2021	2022	2023e	2024e	Käyttökate-%	-72,1 %	-15,8 %	13,8 %	-20,4 %	2,1 %
Käyttökate	-3,0	-1,0	1,3	-1,3	0,2	Oik. Liikevoitto-%	-81,0 %	-22,7 %	8,8 %	-28,9 %	-5,2 %
Nettokäyttöpääoman muutos	0,8	-0,6	-0,3	0,3	0,1	Liikevoitto-%	-81,0 %	-22,7 %	8,8 %	-28,9 %	-5,2 %
Operatiivinen kassavirta	-2,2	-1,8	1,0	-0,9	0,3	ROE-%	373,1 %	-96,0 %	36,0 %	-61,8 %	-28,8 %
Investoinnit	0,0	-1,2	-1,4	-0,6	-0,6	ROI-%	-73,1 %	-27,2 %	11,4 %	-23,2 %	-5,5 %
Vapaa kassavirta	-2,2	-3,0	-0,4	-1,5	-0,3	Omavaraisuusaste	-23,5 %	31,9 %	39,8 %	19,4 %	13,4 %
						Nettovelkaantumisaste	-108,1 %	-40,6 %	-23,4 %	33,9 %	68,7 %
Arvostuskertoimet	2020	2021	2022	2023e	2024e						
EV/Liikevaihto	10,9	5,2	3,0	3,5	2,6						
EV/EBITDA (oik.)	neg.	neg.	21,4	neg.	>100						
EV/EBIT (oik.)	neg.	neg.	33,6	neg.	neg.						
P/E (oik.)	neg.	neg.	22,2	neg.	neg.						
P/B	neg.	10,9	7,1	9,8	13,1						
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 (välttämät ja välilliset vahingot), joita tietojen käytöstä voi aiheutua. Raportilla esitettyjen tietojen perustana oleva informaatio voi muuttua nopeastikin. Inderes ei sitoudu ilmoittamaan esitettyjen tietojen/kannanottojen mahdollisista muutoksista.

Tuotetut raportit on tarkoitettu informatiiviseen käyttöön, joten raportteja ei tule käsittää tarjoukseksi tai kehotukseksi ostaa, myydä tai merkitä sijoitustuotteita. Asiakkaan tulee myös ymmärtää, että historiallinen kehitys ei ole tae tulevasta. Tehdessään päätöksiä sijoitustoimenpiteistä, asiakkaan tulee perustaa päätöksensä omaan tutkimukseensa, sekä arvioonsa sijoituskohteen arvoon vaikuttavista seikoista ja ottaa huomioon omat tavoitteensa, taloudellinen tilanteensa sekä tarvittaessa käytettävä neuvonantaja. Asiakas vastaa sijoituspäätöksensä tekemisestä ja niiden taloudellisesta tuloksesta.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Suositushistoria (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
30.5.2022	Vähennä	4,60 €	4,85 €
15.8.2022	Vähennä	4,40 €	4,73 €
8.9.2022	Vähennä	4,40 €	4,06 €
10.1.2023	Vähennä	4,30 €	4,25 €
28.2.2023	Lisää	4,50 €	3,96 €
5.7.2023	Lisää	4,20 €	3,51 €
21.8.2023	Lisää	3,60 €	3,05 €
28.9.2023	Vähennä	3,00 €	2,90 €

Inderes yhdistää pörssiyritykset ja sijoittajat. Asiakkainamme on yli 400 pohjoismaista pörssiyritystä, jotka haluavat palvella sijoittajia tarjoamalla parempaa sijoittajaviestintää. Yhteisöömme kuuluu yli 70 000 aktiivista sijoittajaa.

Yhteiskunnallisena tavoitteenamme on demokratisoida tieto finanssimarkkinoilla.

Rakennamme pörssiyrityksien tarpeisiin ratkaisuja, joiden avulla voidaan tehdä tehokasta ja oikeat kohderyhmät tavoitettavaa sijoittajaviestintää. Liikevaihdostamme suurin osa muodostuu pörssiyrityksiä asiakkailta, joille tarjottavia päätuotteitamme ovat Tilausanalyysi, Virtuaalitapahtumaratkaisut (Flik), Yhtiökokousratkaisut sekä Teknologia- ja IR-ratkaisut.

Sijoittajayhteisölle tarjoamme palveluita, joiden avulla jäsenet voivat oppia ja kehittyä, tutustua muihin sijoittajiin sekä saada ajantasaista tietoa sijoituspäätösten tueksi.

Inderes on listattu Nasdaq First North markkinapaikalla ja toimii Suomessa, Ruotsissa, Norjassa ja Tanskassa.

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.**