

Nexstim

Yhtiöraportti

20.10.2024 18.01 EEST



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

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde
res.

Hengähdystauko komeiden tuottojen jälkeen

Nexstim kertoi perjantaina Intiassa saadusta lisenssistä, mikä tarkoittaa viranomaisen myyntilupaa NBS5-laitteistolle uudella markkinalla. Olemme nostaneet keskipitkän ja pitkän aikavälin ennusteitamme uuden markkina-avauksen perusteella, joskin näkyvyys Intian markkinaon erittäin vähäinen. Osakkeen kurssi on yli kaksinkertaistunut edellisen H1-päivityksen jälkeen, mikä on laskenut tulevaisuuden tuotto-odotusta ennustenostoista huolimatta. Nostamme tavoitehintamme 4,0 euroon (aik. 3,4) uuden markkina-avauksen myötä ja laskemme suosituksemme myy-tasolle (aik. lisää) kurssinousun heikentämän tuotto/riski-suhteen vuoksi.

Uusi markkina tuo pitkän aikavälin potentiaalia, vaikka näkyvyyttä ei juuri olekaan

Nexstim ei ole antanut aiemmin viitteitä Intian markkinan tavoittelusta, joten uutinen tuli meille positiivisena yllätyksenä. Lisenssi koskee NBS5-laitteiston diagnostiikka- ja terapiasovelluksia, mutta ei uusinta NBS6-laitteistoa. Yhtiö ei toistaiseksi ottanut kantaa laitteiston jakeluun, joten ensimmäiset kaupat voivat vaatia vielä jakelusopimuksen solmimisen. Arviomme mukaan todennäköisimpiä asiakkaita Nexstimille väkirikkaassa maassa ovat yliopistosairaalat, jotka voisivat käyttää Nexstimin tarkkuudeltaan ja hinnoittelultaan yläsegmenttiin sijoittuvaa laitteistoa sekä tutkimus- että hoitokäyttöön. Potentiaalia suuresta maasta luonnollisesti löytyy. Toisaalta esimerkiksi Australian rooli on jäänyt Nexstimille marginaaliseksi isosta potentiaalista huolimatta. Menestys Euroopan ja Yhdysvaltojen ydinmarkkinoiden ulkopuolella ei olekaan missään nimessä varmaa.

Uutiset Sinaptica-yhteistyöstä määrittelevät vahvasti sijoitustarinan etenemistä lyhyellä aikavälillä

Nexstim kertoi kesällä aiesopimuksesta Sinaptica Therapeutics -yhtiön kanssa Alzheimerin taudin hoitoon liittyen. Jos varsinainen sopimus solmitaan, olisi sen ensimmäinen vaihe Nexstimille 6 MEUR:n arvoinen. Summa perustuu Nexstimin tekemään laitteiston kehitystyöhön, 20 laitteiston toimittamiseen Sinapticalle vaiheen III kliiniseen tutkimukseen, sekä muista mahdollisista tuloista kuten allekirjoitusmaksusta. Sinapticalla on meneillään käsityksemme mukaan rahoituskierros, jonka onnistuminen tarvittaneen ennen lopullisen sopimuksen viimeistelyä. Ennusteissamme sopimus solmitaan jo tämän vuoden puolella, joskin aikataulu voi venyä ensi vuodelle tai jäädä myös kokonaan toteutumatta.

Ennusteisiin nostoja uuden markkina-avauksen myötä

Nostamme keskipitkän ja pitkän aikavälin ennusteitamme maltillisesti uuteen ja yllättäväänkin markkina-avaukseen perustuen. Liikevaihtoennusteemme nousee vuonna 2026 3 % ja siitä eteenpäin 5 %. Kasvun vaikutus valuu myös tuloriveille korkean myyntikatteen tukemana. Ennustenostomme ovat tässä vaiheessa verrattain maltillisia, sillä näkyvyys Intian TMS-markkinaon ja Nexstimin asemaan siellä on sumea.

Kurssinousu heikentänyt tuotto/riski-suhdetta

Osakurssi on yli kaksinkertaistunut edelliseen H1-päivitykseemme nähden, mikä on heikentänyt tuotto/riski-suhdetta. EV/S-kerroin 3,7x vuodelle 2025 on korkeahko ja sisältää jo oletuksia Sinaptica-sopimuksen solmimisesta ja sen myötä tulevasta Nexstimin kokoluokassa merkittävästä liikevaihdosta. DCF-malli antaa osakkeelle noin 4 euron arvon. Osake onkin kurssinousun jäljiltä mielestämme turhan korkealle arvostettu kasvu- ja kannattavuuspotentiaaliin sekä epävarmuuksiin nähden. Sinaptica-sopimus tulee todennäköisesti liikuttelemaan ennusteitamme, arvostuskuvaa ja osakekurssia voimakkaasti suuntaan tai toiseen seuraavien kuukausien aikana.

Suositus

Myy

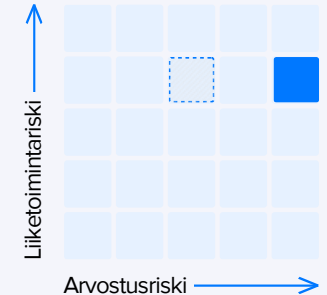
(aik. Lisää)

4,00 EUR

(aik. 3,40 EUR)

Osakekurssi:

6,00



Avainluvut

| | 2023 | 2024e | 2025e | 2026e |
|-----------------------|---------|-------|-------|--------|
| Liikevaihto | 7,2 | 9,1 | 11,9 | 14,1 |
| kasvu-% | -24 % | 26 % | 30 % | 19 % |
| EBIT oik. | -1,2 | 0,0 | 1,0 | 1,9 |
| EBIT-% oik. | -16,9 % | 0,0 % | 8,2 % | 13,1 % |
| Nettotulos | -1,3 | -0,1 | 0,9 | 1,7 |
| EPS (oik.) | -0,18 | -0,01 | 0,12 | 0,24 |
| P/E (oik.) | neg. | neg. | 50,0 | 25,2 |
| P/B | 6,9 | 16,0 | 12,1 | 8,2 |
| Osinkotuotto-% | 0,0 % | 0,0 % | 0,0 % | 1,0 % |
| EV/EBIT (oik.) | neg. | >100 | 44,6 | 22,2 |
| EV/EBITDA | neg. | 55,5 | 26,8 | 17,2 |
| EV/Liikevaihto | 3,1 | 4,9 | 3,7 | 2,9 |

Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

Yhtiö odottaa liiketoimintaennusteiden perusteella, että vuonna 2024 yhtiön vertailukelpoinen liikevaihto kasvaa ja liiketulos paranee.

Sijoitusprofiili

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 lääkehoitoin nähden.
- Lisensointitulot tuovat kassavirtaa.
- Vahva asema diagnostiikkaliiketoiminnassa.
- Liikevaihto ja kannattavuus ovat kehittyneet oikeaan suuntaan 2019 alkaen.
- Klinikaverkosto voi tuoda kassavirtaposiitivista defensiivistä liiketoimintaa

Riskit



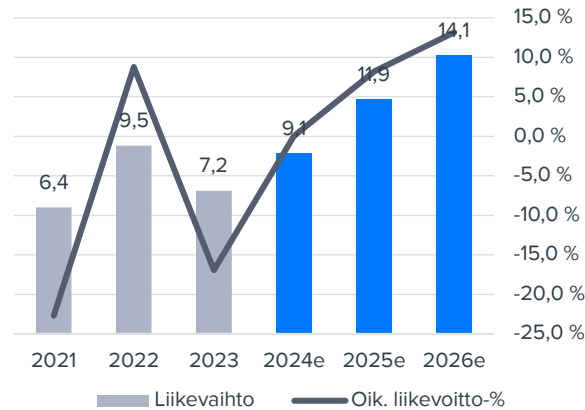
- Terapiamarkkinan kilpailutilanne on haastava.
- Kilpailu diagnostiikassa on lisääntynyt.
- Yhtiö on pienikokoinen kustannusrakenteeseen ja investointitarpeisiin nähden.
- Uusien käyttöaiheiden kehittäminen vaatii pitkäaikaista ja epävarmaa tutkimusta. Mahdollinen epäonnistuminen heikentää terapialiiketoiminnan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

Osakekurssi



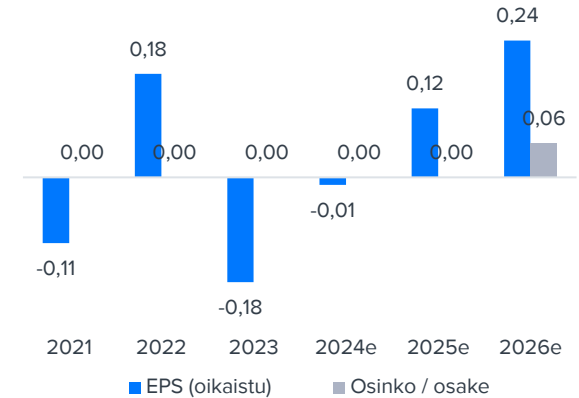
Lähde: Millistream Market Data AB

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

| Arvostustaso | 2024e | 2025e | 2026e |
|-----------------------|-------|-------|--------|
| Osakekurssi | 6,00 | 6,00 | 6,00 |
| Osakemäärä, milj. kpl | 7,27 | 7,27 | 7,27 |
| Markkina-arvo | 44 | 44 | 44 |
| Yritysarvo (EV) | 45 | 43 | 41 |
| P/E (oik.) | neg. | 50,0 | 25,2 |
| P/E | neg. | 50,0 | 25,2 |
| P/B | 16,0 | 12,1 | 8,2 |
| P/S | 4,8 | 3,7 | 3,1 |
| EV/Liikevaihto | 4,9 | 3,7 | 2,9 |
| EV/EBITDA | 55,5 | 26,8 | 17,2 |
| EV/EBIT (oik.) | >100 | 44,6 | 22,2 |
| Osinko/tulos (%) | 0,0 % | 0,0 % | 25,0 % |
| Osinkotuotto-% | 0,0 % | 0,0 % | 1,0 % |

Lähde: Inderes

Ennusteisiin nostoja uuden markkina-avauksen myötä

Ennustemuutokset

- Liikevaihtoennusteemme nousevat keskipitkällä ja myös pitkällä aikavälillä (+5 %) uuden suuren markkinan avautumisen myötä.
- Oletettavasti jakelijan kautta tapahtuva myynti ei sido merkittävästi uutta pääomaa tai nosta operatiivisia kustannuksia, joten kasvun tulosvaikutus on myös selvästi positiivinen.
- Kasvun kulmakertoimen hahmottaminen on kuitenkin erittäin vaikeaa ja ennustevirhe huomattavan suuri heikon näkyvyyden vuoksi.
- Tulevina kuukausina Sinaptica-yhteistyöhön liittyvät uutiset voivat aiheuttaa merkittäviä heilahteluja ennusteisiin ja osakekurssiin.
- Sopimuksen toteutuminen ennakkotietojen mukaan johtaisi todennäköisesti ennustenostoihin, sillä olemme huomioineet sopimuksen toteutumisen riskit täysimääräistä alemmilla ennusteilla.
- Toisaalta sopimuksen toteutumatta jääminen tai merkittävä viivästyminen johtaisi todennäköisesti ennusteleikkauksiin.
- Sinaptica-sopimus tuo siten merkittävää binäärisyyttä Nexstim-sijoitukseen lähikuukausina.

| Ennustemuutokset | 2024e | 2024e | Muutos | 2025e | 2025e | Muutos | 2026e | 2026e | Muutos |
|-----------------------|-------|-------|--------|-------|-------|--------|-------|-------|--------|
| MEUR / EUR | Vanha | Uusi | % | Vanha | Uusi | % | Vanha | Uusi | % |
| Liikevaihto | 9,1 | 9,1 | 0 % | 11,7 | 11,9 | 1% | 13,7 | 14,1 | 3 % |
| Käyttökate | 0,8 | 0,8 | 0 % | 1,6 | 1,6 | 4 % | 2,3 | 2,4 | 4 % |
| Liikevoitto | 0,0 | 0,0 | 0 % | 0,9 | 1,0 | 7 % | 1,8 | 1,9 | 6 % |
| Tulos ennen veroja | -0,1 | -0,1 | 0 % | 0,8 | 0,9 | 8 % | 1,6 | 1,7 | 6 % |
| EPS (ilman kertaeriä) | -0,01 | -0,01 | 0 % | 0,11 | 0,12 | 8 % | 0,22 | 0,24 | 6 % |
| Osakekohtainen osinko | 0,00 | 0,00 | | 0,00 | 0,00 | | 0,00 | 0,00 | |

Lähde: Inderes

Kurssirallissa liioittelun makua

Arvonmääritys perustuu DCF-malliin ja EV/S-kertoimeen

Arvostuskertoimista käytämme Nexstimin arvottamisessa EV/S-kerrointa tuloskerrointen tullessa käyttökelpoiseksi vasta lähivuosina. Keskeinen työkalu on lisäksi kassavirtojen nykyarvoa mallintava DCF-laskelma. Emme odota Nexstimiltä osinkoa lähivuosina, joten sijoittajan tuotto muodostuu osakkeen arvonmuutoksista. Arvonmäärityksen virhemarginaali on ennusteriskin ja liiketoiminnan heikon näkyvyyden vuoksi korkea. Arvostuskertoimet voivatkin muuttua huomattavasti suuntaan tai toiseen, kuten osakkeen historiassa on aiemminkin nähty. Lähitulevaisuudessa binäärisyyttä aiheuttaa Sinaptica-sopimuksen uutisvirta.

DCF-malli viittaa osakkeen olevan yliarvostettu

DCF-malli antaa Nexstimin vapaiden kassavirtojen nykyarvoksi 4,0 euroa osakkeelta. Malli viittaa osakkeen yliarvostukseen viime viikkojen kurssirallin jälkeen. Ennusteiden toteutumiseen liittyy kuitenkin huomattavaa epävarmuutta ja kasvu voi yllättää positiivisestikin. Mallissa käyttämämme pääoman keskimääräinen kustannus WACC 11,5 % heijastelee toisaalta vielä tappiollista liiketoimintaa ja toisaalta potentiaalia korkeaan kannattavuuteen defensiivisellä toimialalla. DCF-malli on hyvin herkkä käytetyille oletuksille etenkin, kun kassavirrat ovat kaukana tulevaisuudessa.

DCF-arvosta 51 % selittyy vuoden 2033 jälkeisellä terminaalijaksolla. Tämä on mielestämme verrattain maltillinen osuus ja selittyy pitkälti Sinapticalta ja Magnus Medicalilta saataviin lähivuosien tuottoihin, jotka toisaalta ovat vielä varsin epävarmalla pohjalla.

EV/S-kerroin on korkeanpuoleinen

Edellisessä [laajassa raportissa](#) hahmottelimme EV/S-kertoimen käyväksi haarukaksi noin 2,5–3,5x. Kluvan vuoden ennusteilla EV/S-kerroin on 4,9x. Lähivuosien 2025–2026 ennusteilla kerroin laskee 3,7x–2,9x:n. Lähimpien verrokkien Neuroneticsin ja Brainsways 2024-kertoimet ovat 0,7x ja 3,7x, mutta verrokkien hyöty arvonmäärityksessä on rajattu, kuten olemme laajassa raportissa kuvanneet. Nexstimin kertoimet ovat mielestämme siedettävät liiketoiminnan kannattavuuspotentiaaliin nähden. Tappiollisuus ja kasvun riskit huomioiden kertoimet ovat kuitenkin kokonaisuutena mielestämme korkeat. Kassan osalta tilanne on kehittynyt vuoden aikana parempaan suuntaan. Toisaalta velkaantuneisuus on kasvanut.

Arvostuskuva kohentunut

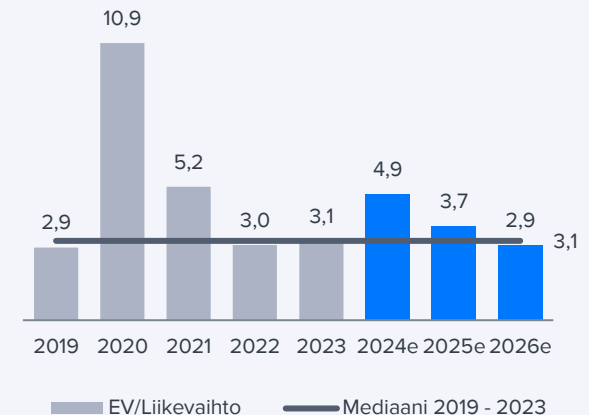
Nexstimin osake on noussut viime päivityksestä merkittävästi. Samalla kasvunäkymissä ei ole tapahtunut vastaavaa nousua, joten riski/tuotto-suhde on heikentynyt. EV/S-kertoimen perusteella osake on kalliin puoleinen kertoimien asettuessa käyvän kerroinhaarukamme yläpuolelle vuosien 2024–2025 ennusteilla. DCF-malli viittaa myös osakkeen olevan turhan kallis tällä hetkellä. Osakkeen riskitaso on mielestämme korkeahko suuren ennusteriskin ja tappiollisuuden vuoksi. Riskin kantamisesta ei mielestämme saa tällä hetkellä riittävää korvausta, joten laskemme suosituksen myy-tasolle. Toisaalta nostamme tavoitehinnan 4,0 euroon Intian markkina-avausta heijastellen.

Nexstimillä on liiketoimintamallinsa ja hyvän myyntikatteen tukemana mahdollisuus ylittää erinomaiseen kannattavuuteen. Jos yhtiö ylittää kasvuennustemme tai ylittää ne, osakkeella on edellytykset hyvään kehitykseen nykyiseltä kurssitasolta.

| Arvostustaso | 2024e | 2025e | 2026e |
|-----------------------|-------|-------|--------|
| Osakekurssi | 6,00 | 6,00 | 6,00 |
| Osakemäärä, milj. kpl | 7,27 | 7,27 | 7,27 |
| Markkina-arvo | 44 | 44 | 44 |
| Yritysarvo (EV) | 45 | 43 | 41 |
| P/E (oik.) | neg. | 50,0 | 25,2 |
| P/E | neg. | 50,0 | 25,2 |
| P/B | 16,0 | 12,1 | 8,2 |
| P/S | 4,8 | 3,7 | 3,1 |
| EV/Liikevaihto | 4,9 | 3,7 | 2,9 |
| EV/EBITDA | 55,5 | 26,8 | 17,2 |
| EV/EBIT (oik.) | >100 | 44,6 | 22,2 |
| Osinko/tulos (%) | 0,0 % | 0,0 % | 25,0 % |
| Osinkotuotto-% | 0,0 % | 0,0 % | 1,0 % |

Lähde: Inderes

EV/Liikevaihto



Arvostustaulukko

| Arvostustaso | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024e | 2025e | 2026e | 2027e |
|-----------------------|-------|-------|-------|-------|-------|----------------|--------------|---------------|---------------|
| Osakekurssi | 0,12 | 0,10 | 4,78 | 4,00 | 2,69 | 6,00 | 6,00 | 6,00 | 6,00 |
| Osakemäärä, milj. kpl | 62,8 | 439,6 | 7,27 | 7,27 | 7,27 | 7,27 | 7,27 | 7,27 | 7,27 |
| Markkina-arvo | 7,5 | 43 | 35 | 29 | 20 | 44 | 44 | 44 | 44 |
| Yritysarvo (EV) | 9,5 | 45 | 33 | 28 | 23 | 45 | 43 | 41 | 40 |
| P/E (oik.) | neg. | neg. | neg. | 22,2 | neg. | neg. | 50,0 | 25,2 | 20,0 |
| P/E | neg. | neg. | neg. | 22,2 | neg. | neg. | 50,0 | 25,2 | 20,0 |
| P/B | neg. | neg. | 10,9 | 7,1 | 6,9 | 16,0 | 12,1 | 8,2 | 6,2 |
| P/S | 2,3 | 10,5 | 5,4 | 3,1 | 2,7 | 4,8 | 3,7 | 3,1 | 2,9 |
| EV/Liikevaihto | 2,9 | 10,9 | 5,2 | 3,0 | 3,1 | 4,9 | 3,7 | 2,9 | 2,7 |
| EV/EBITDA | neg. | neg. | neg. | 21,4 | neg. | 55,5 | 26,8 | 17,2 | 14,1 |
| EV/EBIT (oik.) | neg. | neg. | neg. | 33,6 | neg. | >100 | 44,6 | 22,2 | 17,7 |
| Osinko/tulos (%) | 0,0 % | 0,0 % | 0,0 % | 0,0 % | 0,0 % | 0,0 % | 0,0 % | 25,0 % | 50,0 % |
| Osinkotuotto-% | 0,0 % | 0,0 % | 0,0 % | 0,0 % | 0,0 % | 0,0 % | 0,0 % | 1,0 % | 2,5 % |

Lähde: Inderes

Tuloslaskelma

| Tuloslaskelma | H1'23 | H2'23 | 2023 | H1'24e | H2'24e | 2024e | H1'25e | H2'25e | 2025e | 2026e | 2027e |
|------------------------------------|--------------|-------------|--------------|--------------|-------------|--------------|--------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Liikevaihto | 2,5 | 4,7 | 7,2 | 3,2 | 5,9 | 9,1 | 4,5 | 7,3 | 11,9 | 14,1 | 15,2 |
| Nexstim | 2,5 | 4,7 | 7,2 | 3,2 | 5,9 | 9,1 | 4,5 | 7,3 | 11,9 | 14,1 | 15,2 |
| Käyttökate | -1,1 | 0,6 | -0,5 | -0,5 | 1,3 | 0,8 | -0,6 | 1,5 | 1,6 | 2,4 | 2,9 |
| Poistot ja arvonalennukset | -0,3 | -0,4 | -0,7 | -0,4 | -0,4 | -0,8 | 0,0 | 0,0 | -0,6 | -0,5 | -0,6 |
| Liikevoitto ilman kertaeriä | -1,4 | 0,2 | -1,2 | -0,9 | 0,9 | 0,0 | -0,6 | 1,5 | 1,0 | 1,9 | 2,3 |
| Liikevoitto | -1,4 | 0,2 | -1,2 | -0,9 | 0,9 | 0,0 | -0,6 | 1,5 | 1,0 | 1,9 | 2,3 |
| Nexstim | -1,4 | 0,2 | -1,2 | -0,9 | 0,9 | 0,0 | -0,6 | 1,5 | 1,0 | 1,9 | 2,3 |
| Osuus osakkuusyhtiöiden tuloksesta | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Nettorahoituskulut | -0,1 | 0,0 | -0,1 | -0,1 | -0,1 | -0,1 | 0,0 | 0,0 | -0,1 | -0,1 | -0,1 |
| Tulos ennen veroja | -1,4 | 0,1 | -1,3 | -0,9 | 0,8 | -0,1 | -0,6 | 1,5 | 0,9 | 1,7 | 2,2 |
| 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 | -1,4 | 0,1 | -1,3 | -0,9 | 0,8 | -0,1 | -0,6 | 1,5 | 0,9 | 1,7 | 2,2 |
| EPS (oikaistu) | -0,20 | 0,02 | -0,18 | -0,13 | 0,11 | -0,01 | -0,08 | 0,21 | 0,12 | 0,24 | 0,30 |
| EPS (raportoitu) | -0,20 | 0,02 | -0,18 | -0,13 | 0,11 | -0,01 | -0,08 | 0,21 | 0,12 | 0,24 | 0,30 |

| Tunnusluvut | H1'23 | H2'23 | 2023 | H1'24e | H2'24e | 2024e | H1'25e | H2'25e | 2025e | 2026e | 2027e |
|--------------------------------------|----------|----------|----------|---------|---------|----------|---------|--------|-----------|--------|--------|
| Liikevaihdon kasvu-% | -63,1 % | 73,5 % | -23,9 % | 26,9 % | 25,3 % | 25,9 % | 42,9 % | 23,0 % | 29,9 % | 19,1 % | 7,4 % |
| Oikaistun liikevoiton kasvu-% | -159,5 % | -110,6 % | -246,7 % | -37,7 % | 445,4 % | -100,3 % | -33,4 % | 78,5 % | 30755,3 % | 90,7 % | 23,2 % |
| Käyttökate-% | -43,0 % | 11,6 % | -7,3 % | -14,7 % | 21,5 % | 8,9 % | -12,7 % | 21,2 % | 13,7 % | 17,0 % | 18,9 % |
| Oikaistu liikevoitto-% | -55,4 % | 3,4 % | -16,9 % | -27,2 % | 14,6 % | 0,0 % | -12,7 % | 21,2 % | 8,2 % | 13,1 % | 15,1 % |
| Nettotulos-% | -57,6 % | 2,4 % | -18,3 % | -28,8 % | 13,7 % | -1,1 % | -12,7 % | 21,2 % | 7,4 % | 12,3 % | 14,4 % |

Lähde: Inderes

Tase

| Vastaavaa | 2022 | 2023 | 2024e | 2025e | 2026e |
|--------------------------------|-------------|------------|-------------|-------------|-------------|
| Pysyvät vastaavat | 3,0 | 3,9 | 3,8 | 3,8 | 4,0 |
| Liikearvo | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Aineettomat hyödykkeet | 2,1 | 2,9 | 2,9 | 2,8 | 2,9 |
| Käyttöomaisuus | 0,4 | 0,3 | 0,2 | 0,3 | 0,4 |
| Sijoitukset osakkuusyrityksiin | 0,5 | 0,7 | 0,7 | 0,7 | 0,7 |
| 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 | 7,3 | 5,9 | 6,8 | 7,7 | 9,2 |
| Vaihto-omaisuus | 0,9 | 1,0 | 1,4 | 1,5 | 1,7 |
| Muut lyhytaikaiset varat | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Myyntisaamiset | 1,9 | 3,4 | 2,7 | 3,0 | 3,1 |
| Likvidit varat | 4,4 | 1,5 | 2,7 | 3,2 | 4,4 |
| Taseen loppusumma | 10,2 | 9,9 | 10,6 | 11,5 | 13,2 |

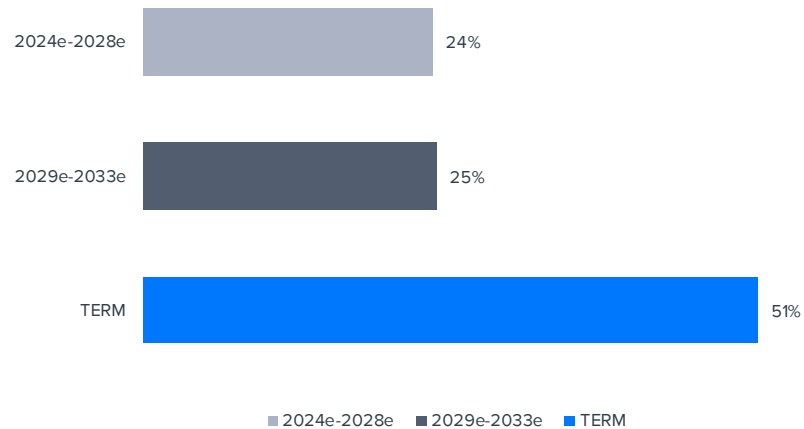
Lähde: Inderes

| Vastattavaa | 2022 | 2023 | 2024e | 2025e | 2026e |
|--------------------------------|-------------|------------|-------------|-------------|-------------|
| Oma pääoma | 4,1 | 2,8 | 2,7 | 3,6 | 5,3 |
| Osakepääoma | 0,1 | 0,1 | 0,1 | 0,1 | 0,1 |
| Kertyneet voittovarot | -51,0 | -52,3 | -52,4 | -51,5 | -49,8 |
| 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 | 55,0 | 55,0 | 55,0 | 55,0 | 55,0 |
| Vähemmistöosuus | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Pitkäaikaiset velat | 2,6 | 3,6 | 3,1 | 2,3 | 1,5 |
| Laskennalliset verovelat | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Varaukset | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Korolliset velat | 2,6 | 3,6 | 3,1 | 2,3 | 1,5 |
| Vaihtovelkakirjalainat | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Muut pitkäaikaiset velat | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Lyhytaikaiset velat | 3,5 | 3,4 | 4,8 | 5,7 | 6,3 |
| Korolliset velat | 0,9 | 0,8 | 1,0 | 0,8 | 0,5 |
| Lyhytaikaiset korottomat velat | 2,7 | 2,6 | 3,8 | 4,9 | 5,8 |
| Muut lyhytaikaiset velat | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Taseen loppusumma | 10,2 | 9,9 | 10,6 | 11,5 | 13,2 |

DCF-laskelma

| DCF-laskelma | 2023 | 2024e | 2025e | 2026e | 2027e | 2028e | 2029e | 2030e | 2031e | 2032e | 2033e | TERM |
|---|-------------|-------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|-------------|
| Liikevaihdon kasvu-% | -23,9 % | 25,9 % | 29,9 % | 19,1% | 7,4 % | 12,0 % | 10,0 % | 8,0 % | 6,0 % | 3,0 % | 2,5 % | 2,5 % |
| Liikevoitto-% | -16,9 % | 0,0 % | 8,2 % | 13,1% | 15,1 % | 16,0 % | 18,0 % | 19,0 % | 20,0 % | 20,0 % | 20,0 % | 20,0 % |
| Liikevoitto | -1,2 | 0,0 | 1,0 | 1,9 | 2,3 | 2,7 | 3,4 | 3,8 | 4,3 | 4,4 | 4,5 | |
| + Kokonaispoistot | 0,7 | 0,8 | 0,6 | 0,5 | 0,6 | 0,6 | 0,7 | 0,6 | 0,6 | 0,6 | 0,6 | |
| - Maksetut verot | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | -0,3 | -0,7 | -0,7 | -0,8 | -0,9 | -0,9 | |
| - verot rahoituskuluista | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | |
| + verot rahoitustuotoista | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | |
| - Käyttöpääoman muutos | -1,7 | 1,5 | 0,7 | 0,6 | -0,7 | 0,4 | 0,1 | 0,1 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | |
| Operatiivinen kassavirta | -2,2 | 2,4 | 2,4 | 3,0 | 2,1 | 3,4 | 3,4 | 3,7 | 4,1 | 4,1 | 4,2 | |
| + 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 | -1,5 | -0,6 | -0,7 | -0,7 | -0,8 | -0,9 | -0,9 | -0,5 | -0,5 | -0,5 | -0,7 | |
| Vapaa operatiivinen kassavirta | -3,7 | 1,8 | 1,7 | 2,3 | 1,4 | 2,6 | 2,6 | 3,3 | 3,5 | 3,7 | 3,5 | |
| +/- Muut | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | |
| Vapaa kassavirta | -3,7 | 1,8 | 1,7 | 2,3 | 1,4 | 2,6 | 2,6 | 3,3 | 3,5 | 3,7 | 3,5 | 42,5 |
| Diskontattu vapaa kassavirta | | 1,7 | 1,5 | 1,9 | 1,0 | 1,7 | 1,5 | 1,7 | 1,7 | 1,6 | 1,3 | 16,3 |
| Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta | | 31,8 | 30,1 | 28,7 | 26,8 | 25,8 | 24,1 | 22,6 | 20,9 | 19,2 | 17,7 | 16,3 |
| Velaton arvo DCF | | 31,8 | | | | | | | | | | |
| - Korolliset velat | | -4,4 | | | | | | | | | | |
| + Rahavarat | | 1,5 | | | | | | | | | | |
| -Vähemmistöosuus | | 0,0 | | | | | | | | | | |
| -Osinko/pääomapalautus | | 0,0 | | | | | | | | | | |
| Oman pääoman arvo DCF | | 28,9 | | | | | | | | | | |
| Oman pääoman arvo DCF per osake | | 4,1 | | | | | | | | | | |

Rahavirran jakauma jaksoittain



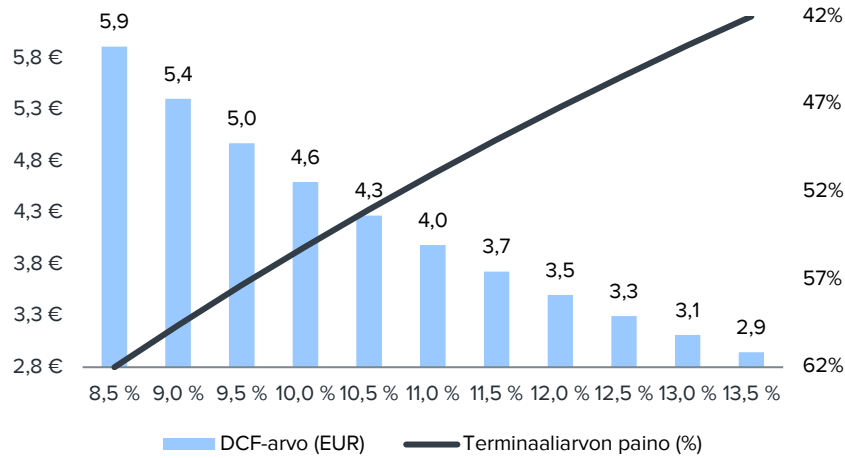
Pääoman kustannus (WACC)

| | |
|---|---------------|
| Vero-% (WACC) | 20,0 % |
| Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E) | 10,0 % |
| Vieraan pääoman kustannus | 5,0 % |
| Yrityksen Beta | 1,63 |
| Markkinoiden riski-preemio | 4,75 % |
| Likviditeettipreemio | 1,50 % |
| Riskitön korko | 2,5 % |
| Oman pääoman kustannus | 11,7 % |
| Pääoman keskim. kustannus (WACC) | 11,0 % |

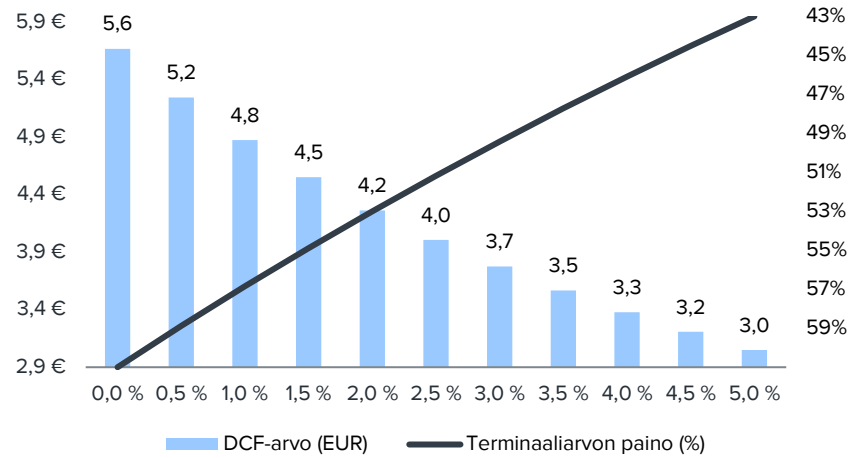
Lähde: Inderes

DCF:n herkkyysskalkelmat ja avainoletukset graafeina

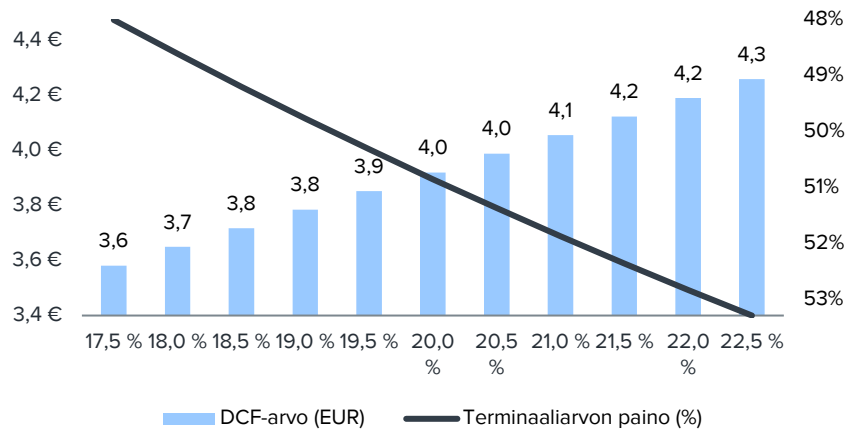
DCF-arvon herkkyys muutoksille WACC-%:ssa



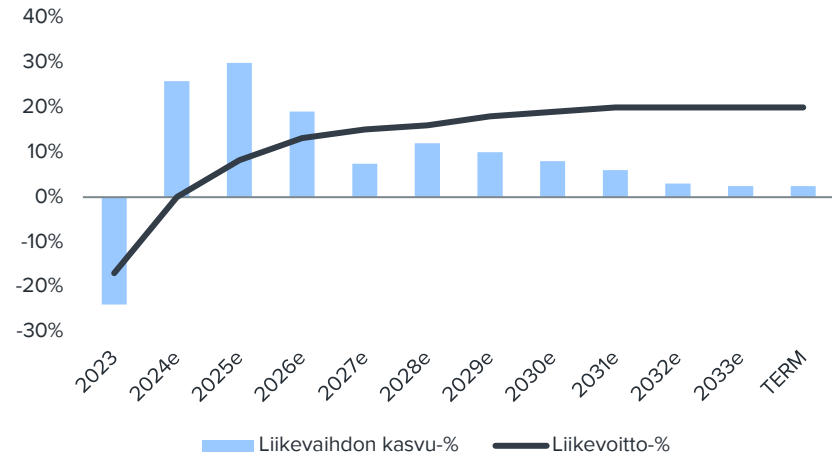
DCF-arvon herkkyys muutoksille riskittömässä korossa



DCF-arvon herkkyys muutoksille terminaalin liikevoittomarginaalissa (EBIT-%)



DCF-laskelman kasvu- ja kannattavuusoletukset



Lähde: Inderes. Huomaa, että terminaaliarvon paino (%) on esitetty käänteisellä asteikolla selkeyden vuoksi.

Yhteenveto

| Tuloslaskelma | 2021 | 2022 | 2023 | 2024e | 2025e | Osakekohtaiset luvut | 2021 | 2022 | 2023 | 2024e | 2025e |
|---------------------------|-------------|-------------|-------------|----------------|--------------|------------------------------|-------------|-------------|-------------|---------------|----------------|
| Liikevaihto | 6,4 | 9,5 | 7,2 | 9,1 | 11,9 | EPS (raportoitu) | -0,11 | 0,18 | -0,18 | -0,01 | 0,12 |
| Käyttökate | -1,0 | 1,3 | -0,5 | 0,8 | 1,6 | EPS (oikaistu) | -0,11 | 0,18 | -0,18 | -0,01 | 0,12 |
| Liikevoitto | -1,5 | 0,8 | -1,2 | 0,0 | 1,0 | Operat. kassavirta / osake | -0,25 | 0,14 | -0,31 | 0,32 | 0,32 |
| Voitto ennen veroja | -0,7 | 1,3 | -1,3 | -0,1 | 0,9 | Vapaa kassavirta / osake | -0,41 | -0,05 | -0,51 | 0,24 | 0,23 |
| Nettovoitto | -0,8 | 1,3 | -1,3 | -0,1 | 0,9 | Omapääoma / osake | 0,44 | 0,56 | 0,39 | 0,37 | 0,49 |
| 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 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024e | 2025e | Kasvu ja kannattavuus | 2021 | 2022 | 2023 | 2024e | 2025e |
| Taseen loppusumma | 10,0 | 10,2 | 9,9 | 10,6 | 11,5 | Liikevaihdon kasvu-% | 56 % | 49 % | -24 % | 26 % | 30 % |
| Oma pääoma | 3,2 | 4,1 | 2,8 | 2,7 | 3,6 | Käyttökateen kasvu-% | -66 % | -230 % | -140 % | -254 % | 100 % |
| Liikearvo | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | Liikevoiton oik. kasvu-% | -56 % | -158 % | -247 % | -100 % | 30755 % |
| Nettovelat | -1,3 | -1,0 | 3,0 | 1,4 | -0,2 | EPS oik. kasvu-% | 1121 % | -257 % | -201 % | -93 % | -1002 % |
| Kassavirta | 2021 | 2022 | 2023 | 2024e | 2025e | Käyttökate-% | -15,8 % | 13,8 % | -7,3 % | 8,9 % | 13,7 % |
| Käyttökate | -1,0 | 1,3 | -0,5 | 0,8 | 1,6 | Oik. Liikevoitto-% | -22,7 % | 8,8 % | -16,9 % | 0,0 % | 8,2 % |
| Nettokäyttöpääoman muutos | -0,6 | -0,3 | -1,7 | 1,5 | 0,7 | Liikevoitto-% | -22,7 % | 8,8 % | -16,9 % | 0,0 % | 8,2 % |
| Operatiivinen kassavirta | -1,8 | 1,0 | -2,2 | 2,4 | 2,4 | ROE-% | -96,0 % | 36,0 % | -38,5 % | -3,5 % | 27,6 % |
| Investoinnit | -1,2 | -1,4 | -1,5 | -0,6 | -0,7 | ROI-% | -27,2 % | 11,4 % | -16,6 % | 0,0 % | 14,5 % |
| Vapaa kassavirta | -3,0 | -0,4 | -3,7 | 1,8 | 1,7 | Omavaraisuusaste | 31,9 % | 39,8 % | 28,6 % | 25,7 % | 31,2 % |
| | | | | | | Nettovelkaantumisaste | -40,6 % | -23,4 % | 105,6 % | 50,1 % | -5,2 % |
| Arvostuskertoimet | 2021 | 2022 | 2023 | 2024e | 2025e | | | | | | |
| EV/Liikevaihto | 5,2 | 3,0 | 3,1 | 4,9 | 3,7 | | | | | | |
| EV/EBITDA | neg. | 21,4 | neg. | 55,5 | 26,8 | | | | | | |
| EV/EBIT (oik.) | neg. | 33,6 | neg. | >100 | 44,6 | | | | | | |
| P/E (oik.) | neg. | 22,2 | neg. | neg. | 50,0 | | | | | | |
| P/B | 10,9 | 7,1 | 6,9 | 16,0 | 12,1 | | | | | | |
| 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 käytettävää neuvonantajia. Asiakas vastaa sijoituspäätöksensä tekemisestä ja niiden taloudellisesta tuloksesta.

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

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen 12 kuukauden kokonaistuotto-odotukseen (sis. kurssinousu ja osingot) ja huomioi Inderesin näkemyksen tuotto-odotukseen liittyvästä riskistä. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituksiin 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 tehdyin arviot 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 sijoitavassa 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 sijoitavassa 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 € |
| 26.9.2023 | Vähennä | 3,00 € | 2,89 € |
| 3.1.2024 | Lisää | 3,00 € | 2,69 € |
| 28.2.2024 | Lisää | 3,00 € | 2,40 € |
| 28.4.2024 | Lisää | 3,00 € | 2,26 € |
| 10.6.2024 | Lisää | 4,00 € | 3,64 € |
| 12.6.2024 | Vähennä | 3,40 € | 3,38 € |
| 19.8.2024 | Lisää | 3,40 € | 2,95 € |
| 21.10.2024 | Myy | 4,00 € | 6,00 € |

Inderesin tehtävä on yhdistää sijoittajat ja pörssiyritykset. Asiakkainamme on yli 400 pörssiyritystä, jotka haluavat palvella omistajiaan ja sijoittajayhteisöä tarjoamalla parempaa sijoittajaviestintää. Sijoittajayhteisöömme kuuluu yli 70 000 aktiivista osakesijoittamisesta kiinnostunutta jäsentä.

Inderesin yhteiskunnallisena tavoitteena on demokratisoida sijoittajatieta. Uskomme sijoittajien yhtäläisiin mahdollisuuksiin saada tietoa, jonka avulla säästää ja sijoittaa tulevaisuuteensa.

Pörssiyrityksille tuotamme ratkaisuja, joiden avulla toteuttaa tehokasta ja avointa sijoittajaviestintää. Inderesin tuotetarjooma kattaa kaikki keskeiset pörssiyrityksen sijoittajaviestinnän tarvitsemat ratkaisut. Päätuotteitamme ovat osakeanalyysi, IR-tapahtumat, IR-ohjelmistot ja yhtiökokoukset.

Sijoittajayhteisölle tarjoamme palveluita, joiden avulla yhteisön jäsenet voivat kehittyä paremmiksi sijoittajiksi, verkostoitua muiden sijoittajien kanssa sekä saada ajantasaista tietoa sijoituspäätösten tueksi.

Inderes on listattu Nasdaq First North -markkinapaikalle ja se toimii Suomessa, Ruotsissa, Tanskassa ja Norjassa.

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.**