

# Nexstim

## Yhtiöraportti

28.4.2024 20:16



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

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde  
res.

# Kausiluonteisesti rauhallinen alku vuodelle

Nexstim julkaisi perjantaina Q1-liiketoimintakatsauksen. Yhtiö kertoi toimittaneensa kauden aikana 2 NBS-laitteistoa. Toimitukset olivat hieman odotuksiamme alhaisemmalla tasolla kausiluonteisesti hiljaisena alkuvuonna. Laskemme lähivuosien ennusteitamme maltillisesti uusien tietojen perusteella. Osakkeen arvostuskuvassa ei ole tapahtunut oleellisia muutoksia. Osake on edullisesti hinnoiteltu, mutta myös riskit ovat koholla heikon näkyvyyden ja kireähkön rahoitustilanteen vuoksi. Toistamme osakkeen lisää-suosituksen ja tavoitehinnan 3,0 euroa.

## Kausiluonteisesti hiljaisella Q1:llä toimitettiin kaksi NBS-laitteistoa

Nexstim raportoi tuloksensa puolivuositain ja täydentää tietoja kehityksestään Q1- ja Q3-liiketoimintakatsauksilla. Katsauksissa ei raportoida taloudellisia lukuja, mutta yhtiö kertoo kaudella tehtyjen laitteistotoimitusten määrät. Nexstim kertoi toimittaneensa kaudella kaksi NBS-laitteistoa, mikä on linjassa tiedotettujen laitteistokauppojen kanssa. H1 on yhtiölle kausiluonteisesti hiljaisempaa aikaa, sillä sairaaloiden ja tutkimuslaitosten hankinnat painottuvat tyypillisesti vuoden loppuun. Tilausmäärissä on huomattavaa heiluntaa sillä Q4'23:lla nähtiin ennätysellinen tilausmäärä ja nyt puolestaan tilausten nopea jäähtyminen. H1:n sujuminen kasvun merkeissä olisi yhtiölle tärkeää rahavarojen riittävyyden kannalta.

## Näkymissä kasvua vuodelle 2024

Nexstimin odottaa vuodelta 2024 vertailukelpoisen liikevaihdon kasvua (2023: 7,2 MEUR) ja liiketuloksen paranemista (2023: -1,2 MEUR). Tavoite pitäisi olla mielestämme helpohkosti saavutettavissa, sillä kasvava laitteistokanta kasvattaa jatkuvan liikevaihdon osuutta, mikä puolestaan tuo helposti ennustettavaa laitteistokaupoista riippumatonta liikevaihtoa. Laitteistojen keskihinta on myös arviomme mukaan nousussa uuden NBS6-laitteiston korvattessa vanhempaa NBT-laitteistoa.

## Ennusteissa maltillisia tarkistuksia alaspäin myyntimäärien perusteella

Alkuvuoden laitteistomyynti on sujunut hieman odotuksiamme maltillisemmin, joten laskemme liikevaihtoennusteitamme kuluvalle vuodelle maltilliset 3 %. Laitteistomyynnin sujuminen vaikuttaa laitteistokannan kasvuun ja sitä kautta myös tulevien vuosien liikevaihtoon, joten laskemme myös 2025-2026 vuosien ennusteita marginaalisesti. Tulevina vuosina liikevaihdon keskeinen ajuri on teknologian lisensiointisopimus. Näiden tuottojen alkamisesta ei ole vielä tarkkaa tietoa, mutta odotamme viisivuotisen lisensiointikauden alkavan ensi vuonna. Nexstim kumppaninsa Magnus Medicalin kanssa odottaa lisensiointikaudelta noin 13 MEUR:n lisenssimaksuja Nexstimille, joiden pitäisi muodostaa erittäin merkittävä osuus Nexstimin tulevien vuosien tuotoista.

## Arvostus on maltillinen, mutta tuloskäänteessä pitäisi onnistua mielellään nopeasti

Arvonmäärittäyksemme perustuu EV/S-kertoimiin ja DCF-malliin. Nexstimin 2024e EV/S on 2,2x ja laskee 2025 1,6x tasolle. Kertoimet ovat mielestämme maltillisia yhtiön potentiaaliin nähden, joskin riskitaso kassan riittävyyden ja vielä jatkuvan tappiollisuuden vuoksi on edelleen korkea. Kassavirtamalli DCF antaa osakkeelle 3,2 euron arvon ja viittaa osakkeen kohtalaiseen nousuvaraun. Osake on mielestämme kasvu- ja kannattavuusodotuksiin nähden kohtuullisesti hinnoiteltu ja tuotto/riski-suhde on riittävän houkutteleva. Pysyvän tuloskäänteen saavuttaminen on arvonluonnin kannalta luonnollisesti ensiarvoisen tärkeää.

## Suositus

### Lisää

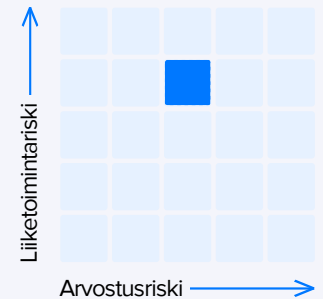
(aik. Lisää)

**3,00 EUR**

(aik. 3,00 EUR)

### Osakekurssi:

2,26



## Avainluvut

|                    | 2023    | 2024e  | 2025e | 2026e  |
|--------------------|---------|--------|-------|--------|
| <b>Liikevaihto</b> | 7,2     | 8,3    | 10,8  | 13,1   |
| <b>kasvu-%</b>     | -24 %   | 15 %   | 30 %  | 21 %   |
| <b>EBIT oik.</b>   | -1,2    | -0,7   | 0,6   | 1,4    |
| <b>EBIT-% oik.</b> | -16,9 % | -8,5 % | 5,4 % | 11,0 % |
| <b>Nettotulos</b>  | -1,3    | -0,8   | 0,5   | 1,1    |
| <b>EPS (oik.)</b>  | -0,18   | -0,11  | 0,07  | 0,16   |

|                       |       |       |       |       |
|-----------------------|-------|-------|-------|-------|
| <b>P/E (oik.)</b>     | neg.  | neg.  | 33,6  | 14,4  |
| <b>P/B</b>            | 6,9   | 8,2   | 6,6   | 4,5   |
| <b>Osinkotuotto-%</b> | 0,0 % | 0,0 % | 0,0 % | 1,7 % |
| <b>EV/EBIT (oik.)</b> | neg.  | neg.  | 30,3  | 11,6  |
| <b>EV/EBITDA</b>      | neg.  | >100  | 14,4  | 8,4   |
| <b>EV/Liikevaihto</b> | 3,1   | 2,2   | 1,6   | 1,3   |

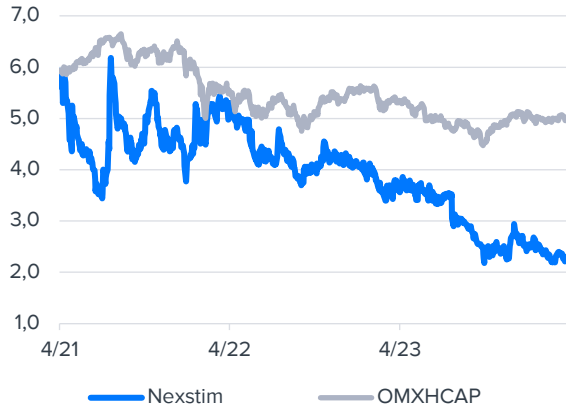
Lähde: Inderes

## Ohjeistus

(Ennallaan)

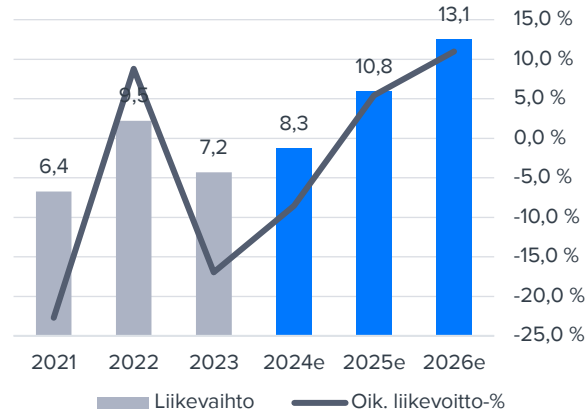
Yhtiö odottaa liiketoimintaennusteiden perusteella, että vuonna 2024 yhtiön vertailukelpoinen liikevaihto kasvaa ja liiketulos paranee.

## Osakekurssi



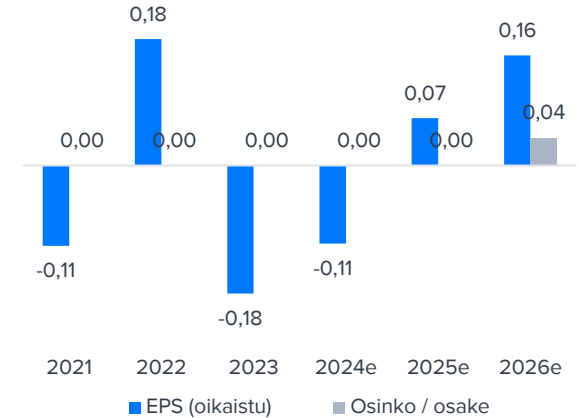
Lähde: Millistream Market Data AB

## 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           | 2,26  | 2,26  | 2,26   |
| Osakemäärä, milj. kpl | 7,27  | 7,27  | 7,27   |
| Markkina-arvo         | 16    | 16    | 16     |
| Yritysarvo (EV)       | 18    | 18    | 17     |
| P/E (oik.)            | neg.  | 33,6  | 14,4   |
| P/E                   | neg.  | 33,6  | 14,4   |
| P/B                   | 8,2   | 6,6   | 4,5    |
| P/S                   | 2,0   | 1,5   | 1,3    |
| EV/Liikevaihto        | 2,2   | 1,6   | 1,3    |
| EV/EBITDA (oik.)      | >100  | 14,4  | 8,4    |
| EV/EBIT (oik.)        | neg.  | 30,3  | 11,6   |
| Osinko/tulos (%)      | 0,0 % | 0,0 % | 25,0 % |
| Osinkotuotto-%        | 0,0 % | 0,0 % | 1,7 %  |

Lähde: Inderes

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

## Riskit



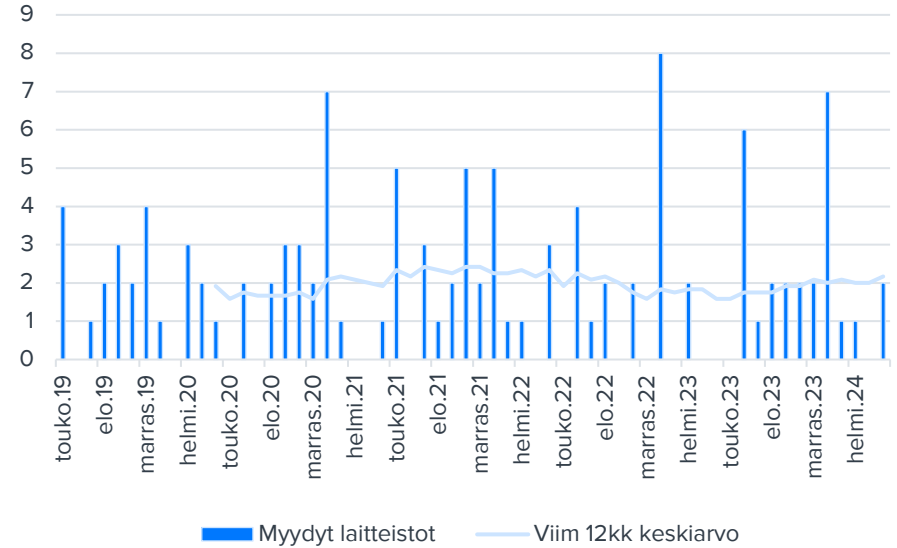
- Terapiamarkkinan kilpailutilanne on haastava.
- Kilpailu diagnostiikassa on lisääntynyt.
- Yhtiö on pienikokoinen kustannusrakenteeseen ja investointitarpeisiin nähden.
- Uusien käyttöaiheiden kehittäminen vaatii pitkäaikaista ja epävarmaa tutkimusta. Mahdollinen epäonnistuminen heikentää terapialiiketoiminnan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

# Kasvuennusteissa marginaalisia tarkistuksia alaspäin

## Ennustemuutokset 2024e-2026e

- 2024 liikevaihtoennusteemme laskee 3 % perustuen odotuksiamme hieman hitaammin sujuneeseen alkuvuoden myyntiin.
- Laitteistomyynti vaikuttaa laitteistokannan kasvuvauhtiin, joka puolestaan vaikuttaa jatkuvan liikevaihdon tasoon. Sen vuoksi myös 2025-2026 ennusteemme laskevat maltillisesti.
- Tulosenusteemme laskevat linjassa liikevaihdon ennustemuutosten kanssa

Myydyt laitteistot, kpl



■ Myydyt laitteistot — Viim 12kk keskiarvo

| Ennustemuutokset<br>MEUR / EUR | 2024e |       | Muutos<br>% | 2025e |      | Muutos<br>% | 2026e |      | Muutos<br>% |
|--------------------------------|-------|-------|-------------|-------|------|-------------|-------|------|-------------|
|                                | Vanha | Uusi  |             | Vanha | Uusi |             | Vanha | Uusi |             |
| Liikevaihto                    | 8,6   | 8,3   | -3 %        | 11,2  | 10,8 | -3 %        | 13,5  | 13,1 | -3 %        |
| Käyttökate                     | 0,3   | 0,1   | -68 %       | 1,5   | 1,2  | -17 %       | 2,3   | 2,0  | -12 %       |
| Liikevoitto                    | -0,5  | -0,7  | 44 %        | 0,8   | 0,6  | -29 %       | 1,7   | 1,4  | -16 %       |
| Tulos ennen veroja             | -0,6  | -0,8  | 36 %        | 0,7   | 0,5  | -33 %       | 1,4   | 1,1  | -21 %       |
| EPS (ilman kertaeriä)          | -0,08 | -0,11 | 36 %        | 0,10  | 0,07 | -33 %       | 0,20  | 0,16 | -21 %       |
| Osakekohtainen osinko          | 0,00  | 0,00  | 0 %         | 0,00  | 0,00 | 0 %         | 0,00  | 0,00 | 0 %         |

Lähde: Inderes

# Arvostuskuva on pitkälti ennallaan

## Arvonmääritys perustuu DCF-malliin ja EV/S-kertoimeen

Arvostuskertoimista käytämme Nexstimin arvonmäärityksessä EV/S-kerrointa tuloskerrointen ollessa vielä käyttökeltottomia. Keskeinen työkalu on myös 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.

## DCF-malli viittaa osakkeen nousuvara

DCF-malli antaa Nexstimin vapaiden kassavirtojen nykyarvoksi 3,2 euroa osakkeelta. DCF-malli viittaa osakkeen aliarvostukseen ja tuottovaatimuksen ylittävään nousuvara. Ennusteiden toteutumiseen liittyy kuitenkin huomattavaa epävarmuutta, mikä nostaa osakkeen riskiprofilia. Mahdollinen anti merkintäalennuksineen voisi myös vaikuttaa negatiivisesti DCF-arvoon. Mallissa käyttämämme pääoman keskimääräinen kustannus WACC 11,5 % heijastelee toisaalta vielä tappiollista liiketoimintaa ja toisaalta potentiaalia korkeaan kannattavuuteen defensiivisellä toimialalla. Sijoittajien kannattaa huomioida, että ennustettujen kassavirtojen toteutumiseen liittyy huomattavia epävarmuuksia. DCF-malli on myös hyvin herkkä käytetyille oletuksille etenkin, kun kassavirrat ovat kaukana tulevaisuudessa. DCF-arvosta 50 % selittyy vuoden 2033 jälkeisellä terminaalijaksolla. Tämä on mielestämme maltillinen osuus ja selittyy pitkälti 2025-2030 vuosien korkeakatteisilla lisensointituloilla.

## EV/S-kerroin on varovaisen houkutteleva

Tuoreessa [laajassa raportissa](#) hahmottelimme EV/S-kertoimen käyväksi haarukaksi noin 2,5-3,5x. Kuluvaan vuoden ennusteilla EV/S-kerroin on 2,2x. Lähivuosien 2025-2026 ennusteilla kerroin laskee 1,6x-1,3x:n. Lähimpien verrokkien Neuroneticsin ja Brainsways 2024-kertoimet ovat 1,5x ja 1,3x, mutta yhtiöt ovat olleet raskaasti tappiollisia. Kertoimet ovat mielestämme matilliset liiketoiminnan kannattavuuspotentiaaliin nähden. Tulokäänteen saavuttaminen on kuitenkin kriittistä ja näkyvyyden tulevaan kasvuun on samaan aikaan vähäinen. Riskit ovat mielestämme koholla kasvun toteutumisen epävarmuuden ja tiukan kassatilanteen myötä. Kokonaisuutena kertoimet ovat mielestämme kuitenkin houkuttelevat.

## Arvostuskuva pääosin kohentunut

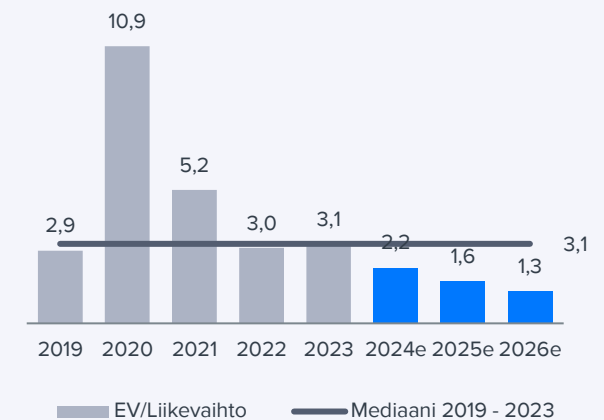
Nexstimin osake on laskenut seurantamme aikana (alkaen toukokuussa 2022) yli 50 % kohtuullistaen osaltaan osakkeen arvostuskuva. Toisaalta myös näkemyksemme yhtiön kasvupotentiaalista on laskenut tänä aikana. EV/S-kertoimen perusteella osake on kuitenkin houkuttelevasti arvostettu kertoimen painuessa käyvän kerroinhaarukan alle 2024 ennusteilla. DCF-malli viittaa myös osakkeen nousuvara. Osakkeen riskitaso on mielestämme korkeahko suuren ennusteriskin ja kassatilanteen vuoksi. Riskin kantamisesta saa kuitenkin mielestämme tällä hetkellä riittävän korvauksen, joten toistamme lisää-suosituksen ja tavoitehinnan 3,0 euroa.

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           | 2,26  | 2,26  | 2,26   |
| Osakemäärä, milj. kpl | 7,27  | 7,27  | 7,27   |
| Markkina-arvo         | 16    | 16    | 16     |
| Yritysarvo (EV)       | 18    | 18    | 17     |
| P/E (oik.)            | neg.  | 33,6  | 14,4   |
| P/E                   | neg.  | 33,6  | 14,4   |
| P/B                   | 8,2   | 6,6   | 4,5    |
| P/S                   | 2,0   | 1,5   | 1,3    |
| EV/Liikevaihto        | 2,2   | 1,6   | 1,3    |
| EV/EBITDA (oik.)      | >100  | 14,4  | 8,4    |
| EV/EBIT (oik.)        | neg.  | 30,3  | 11,6   |
| Osinko/tulos (%)      | 0,0 % | 0,0 % | 25,0 % |
| Osinkotuotto-%        | 0,0 % | 0,0 % | 1,7 %  |

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  | <b>2,26</b>    | <b>2,26</b>  | <b>2,26</b>   | <b>2,26</b>   |
| Osakemäärä, milj. kpl | 62,8  | 439,6 | 7,27  | 7,27  | 7,27  | <b>7,27</b>    | <b>7,27</b>  | <b>7,27</b>   | <b>7,27</b>   |
| Markkina-arvo         | 7,5   | 43    | 35    | 29    | 20    | <b>16</b>      | <b>16</b>    | <b>16</b>     | <b>16</b>     |
| Yritysarvo (EV)       | 9,5   | 45    | 33    | 28    | 23    | <b>18</b>      | <b>18</b>    | <b>17</b>     | <b>16</b>     |
| P/E (oik.)            | neg.  | neg.  | neg.  | 22,2  | neg.  | neg.           | <b>33,6</b>  | <b>14,4</b>   | <b>7,7</b>    |
| P/E                   | neg.  | neg.  | neg.  | 22,2  | neg.  | neg.           | <b>33,6</b>  | <b>14,4</b>   | <b>7,7</b>    |
| P/B                   | neg.  | neg.  | 10,9  | 7,1   | 6,9   | <b>8,2</b>     | <b>6,6</b>   | <b>4,5</b>    | <b>3,0</b>    |
| P/S                   | 2,3   | 10,5  | 5,4   | 3,1   | 2,7   | <b>2,0</b>     | <b>1,5</b>   | <b>1,3</b>    | <b>1,1</b>    |
| EV/Liikevaihto        | 2,9   | 10,9  | 5,2   | 3,0   | 3,1   | <b>2,2</b>     | <b>1,6</b>   | <b>1,3</b>    | <b>1,1</b>    |
| EV/EBITDA (oik.)      | neg.  | neg.  | neg.  | 21,4  | neg.  | <b>&gt;100</b> | <b>14,4</b>  | <b>8,4</b>    | <b>5,3</b>    |
| EV/EBIT (oik.)        | neg.  | neg.  | neg.  | 33,6  | neg.  | neg.           | <b>30,3</b>  | <b>11,6</b>   | <b>6,6</b>    |
| Osinko/tulos (%)      | 0,0 % | 0,0 % | 0,0 % | 0,0 % | 0,0 % | <b>0,0 %</b>   | <b>0,0 %</b> | <b>25,0 %</b> | <b>50,0 %</b> |
| Osinkotuotto-%        | 0,0 % | 0,0 % | 0,0 % | 0,0 % | 0,0 % | <b>0,0 %</b>   | <b>0,0 %</b> | <b>1,7 %</b>  | <b>6,5 %</b>  |

Lähde: Inderes

# Verrokkiryhmän arvostus

| Verrokkiryhmän arvostus<br>Yhtiö | Markkina-arvo | Yritysarvo | EV/EBIT       |             | EV/EBITDA    |              | EV/Liikevaihto |              | P/E           |             | Osinkotuotto-% |               | P/B         |
|----------------------------------|---------------|------------|---------------|-------------|--------------|--------------|----------------|--------------|---------------|-------------|----------------|---------------|-------------|
|                                  | MEUR          | MEUR       | 2024e         | 2025e       | 2024e        | 2025e        | 2024e          | 2025e        | 2024e         | 2025e       | 2024e          | 2025e         | 2024e       |
| Neuronetics                      | 98            | 98         |               |             |              |              | 1,5            | 1,3          |               |             |                |               |             |
| Brainsway                        | 78            | 37         |               |             |              |              | 1,3            | 1,0          |               |             |                |               |             |
| Ambu                             | 3992          | 4038       | 105,4         | 56,5        | 49,0         | 33,8         | 6,3            | 5,7          | 190,6         | 75,9        | 0,1            |               | 5,5         |
| C Rad                            | 109           | 98         | 19,8          | 13,0        | 17,4         | 11,7         | 2,8            | 2,4          | 32,8          | 18,5        |                |               | 4,7         |
| Elekta                           | 2383          | 2793       | 19,9          | 14,1        | 11,7         | 9,4          | 1,9            | 1,8          | 24,6          | 18,4        | 3,0            | 3,5           | 3,2         |
| Getinge                          | 5477          | 5923       | 18,3          | 15,9        | 12,0         | 10,7         | 2,2            | 2,0          | 24,8          | 22,6        | 1,7            | 2,0           | 2,0         |
| Irras                            |               |            |               |             |              |              |                |              |               |             |                |               |             |
| Medstim                          | 272           | 261        | 21,5          | 19,8        | 18,7         | 17,8         | 5,9            | 5,6          | 28,2          | 28,1        | 2,6            | 2,6           | 5,4         |
| Optomed                          | 75            | 72         |               |             |              |              | 4,6            | 4,3          |               |             |                |               | 3,6         |
| Vitrolife                        | 1892          | 1988       | 32,5          | 29,6        | 20,4         | 19,3         | 6,6            | 6,4          | 48,5          | 40,5        | 0,7            | 0,7           | 1,4         |
| Xvivo Perfusion                  | 1005          | 961        | 248,8         | 104,3       | 115,2        | 64,0         | 18,3           | 13,6         | 324,4         | 136,0       |                |               | 6,0         |
| <b>Nexstim (Inderes)</b>         | <b>16</b>     | <b>18</b>  | <b>-25,6</b>  | <b>30,3</b> | <b>179,1</b> | <b>14,4</b>  | <b>2,2</b>     | <b>1,6</b>   | <b>-20,3</b>  | <b>33,6</b> | <b>0,0</b>     | <b>0,0</b>    | <b>8,2</b>  |
| <b>Keskiarvo</b>                 |               |            | <b>66,6</b>   | <b>36,2</b> | <b>34,9</b>  | <b>23,8</b>  | <b>5,1</b>     | <b>4,4</b>   | <b>96,3</b>   | <b>48,6</b> | <b>1,6</b>     | <b>2,2</b>    | <b>4,0</b>  |
| <b>Mediaani</b>                  |               |            | <b>21,5</b>   | <b>19,8</b> | <b>18,7</b>  | <b>17,8</b>  | <b>3,7</b>     | <b>3,3</b>   | <b>32,8</b>   | <b>28,1</b> | <b>1,7</b>     | <b>2,3</b>    | <b>4,1</b>  |
| <b>Erotus-% vrt. mediaani</b>    |               |            | <b>-219 %</b> | <b>53 %</b> | <b>856 %</b> | <b>-19 %</b> | <b>-41 %</b>   | <b>-51 %</b> | <b>-162 %</b> | <b>20 %</b> | <b>-100 %</b>  | <b>-100 %</b> | <b>99 %</b> |

Lähde: Refinitiv / Inderes



# Tuloslaskelma

| Tuloslaskelma                      | H1'23        | H2'23       | 2023         | H1'24e       | H2'24e      | 2024e        | H1'25e       | H2'25e      | 2025e       | 2026e       | 2027e       |
|------------------------------------|--------------|-------------|--------------|--------------|-------------|--------------|--------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>Liikevaihto</b>                 | <b>2,5</b>   | <b>4,7</b>  | <b>7,2</b>   | <b>3,4</b>   | <b>4,9</b>  | <b>8,3</b>   | <b>4,2</b>   | <b>6,6</b>  | <b>10,8</b> | <b>13,1</b> | <b>15,0</b> |
| Nexstim                            | 2,5          | 4,7         | 7,2          | 3,4          | 4,9         | 8,3          | 4,2          | 6,6         | 10,8        | 13,1        | 15,0        |
| <b>Käyttökate</b>                  | <b>-1,1</b>  | <b>0,6</b>  | <b>-0,5</b>  | <b>-0,5</b>  | <b>0,6</b>  | <b>0,1</b>   | <b>-0,6</b>  | <b>1,2</b>  | <b>1,2</b>  | <b>2,0</b>  | <b>3,0</b>  |
| 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        |
| <b>Liikevoitto ilman kertaeriä</b> | <b>-1,4</b>  | <b>0,2</b>  | <b>-1,2</b>  | <b>-0,9</b>  | <b>0,2</b>  | <b>-0,7</b>  | <b>-0,6</b>  | <b>1,2</b>  | <b>0,6</b>  | <b>1,4</b>  | <b>2,4</b>  |
| <b>Liikevoitto</b>                 | <b>-1,4</b>  | <b>0,2</b>  | <b>-1,2</b>  | <b>-0,9</b>  | <b>0,2</b>  | <b>-0,7</b>  | <b>-0,6</b>  | <b>1,2</b>  | <b>0,6</b>  | <b>1,4</b>  | <b>2,4</b>  |
| Nexstim                            | -1,4         | 0,2         | -1,2         | -0,9         | 0,2         | -0,7         | -0,6         | 1,2         | 0,6         | 1,4         | 2,4         |
| 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        | -0,3        | -0,3        |
| <b>Tulos ennen veroja</b>          | <b>-1,4</b>  | <b>0,1</b>  | <b>-1,3</b>  | <b>-1,0</b>  | <b>0,2</b>  | <b>-0,8</b>  | <b>-0,6</b>  | <b>1,2</b>  | <b>0,5</b>  | <b>1,1</b>  | <b>2,1</b>  |
| 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         |
| <b>Nettotulos</b>                  | <b>-1,4</b>  | <b>0,1</b>  | <b>-1,3</b>  | <b>-1,0</b>  | <b>0,2</b>  | <b>-0,8</b>  | <b>-0,6</b>  | <b>1,2</b>  | <b>0,5</b>  | <b>1,1</b>  | <b>2,1</b>  |
| <b>EPS (oikaistu)</b>              | <b>-0,20</b> | <b>0,02</b> | <b>-0,18</b> | <b>-0,14</b> | <b>0,02</b> | <b>-0,11</b> | <b>-0,09</b> | <b>0,17</b> | <b>0,07</b> | <b>0,16</b> | <b>0,29</b> |
| <b>EPS (raportoitu)</b>            | <b>-0,20</b> | <b>0,02</b> | <b>-0,18</b> | <b>-0,14</b> | <b>0,02</b> | <b>-0,11</b> | <b>-0,09</b> | <b>0,17</b> | <b>0,07</b> | <b>0,16</b> | <b>0,29</b> |

| Tunnusluvut                          | H1'23    | H2'23    | 2023     | H1'24e  | H2'24e | 2024e   | H1'25e  | H2'25e  | 2025e    | 2026e   | 2027e  |
|--------------------------------------|----------|----------|----------|---------|--------|---------|---------|---------|----------|---------|--------|
| <b>Liikevaihdon kasvu-%</b>          | -63,1 %  | 73,5 %   | -23,9 %  | 34,9 %  | 4,2 %  | 14,8 %  | 25,2 %  | 33,8 %  | 30,3 %   | 21,1 %  | 14,0 % |
| <b>Oikaistun liikevoiton kasvu-%</b> | -159,5 % | -110,6 % | -246,7 % | -32,6 % | 41,2 % | -42,2 % | -33,5 % | 438,8 % | -182,9 % | 145,3 % | 65,9 % |
| <b>Käyttökate-%</b>                  | -43,0 %  | 11,6 %   | -7,3 %   | -15,8 % | 12,9 % | 1,2 %   | -14,7 % | 18,3 %  | 11,4 %   | 15,1 %  | 19,9 % |
| <b>Oikaistu liikevoitto-%</b>        | -55,4 %  | 3,4 %    | -16,9 %  | -27,7 % | 4,5 %  | -8,5 %  | -14,7 % | 18,3 %  | 5,4 %    | 11,0 %  | 16,0 % |
| <b>Nettotulos-%</b>                  | -57,6 %  | 2,4 %    | -18,3 %  | -29,1 % | 3,5 %  | -9,7 %  | -14,7 % | 18,3 %  | 4,5 %    | 8,7 %   | 14,3 % |

Lähde: Inderes

# Tase

| Vastaavaa                      | 2022        | 2023       | 2024e       | 2025e       | 2026e       |
|--------------------------------|-------------|------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>Pysyvät vastaavat</b>       | <b>3,0</b>  | <b>3,9</b> | <b>3,6</b>  | <b>3,6</b>  | <b>3,8</b>  |
| 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        | 0,5         | 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         |
| <b>Vaihtuvat vastaavat</b>     | <b>7,3</b>  | <b>5,9</b> | <b>7,8</b>  | <b>10,0</b> | <b>10,8</b> |
| Vaihto-omaisuus                | 0,9         | 1,0        | 1,2         | 1,5         | 1,7         |
| Muut lyhytaikaiset varat       | 0,0         | 0,0        | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| Myyntisaamiset                 | 1,9         | 3,4        | 2,5         | 3,3         | 3,9         |
| Likvidit varat                 | 4,4         | 1,5        | 4,2         | 5,2         | 5,2         |
| <b>Taseen loppusumma</b>       | <b>10,2</b> | <b>9,9</b> | <b>11,4</b> | <b>13,6</b> | <b>14,6</b> |

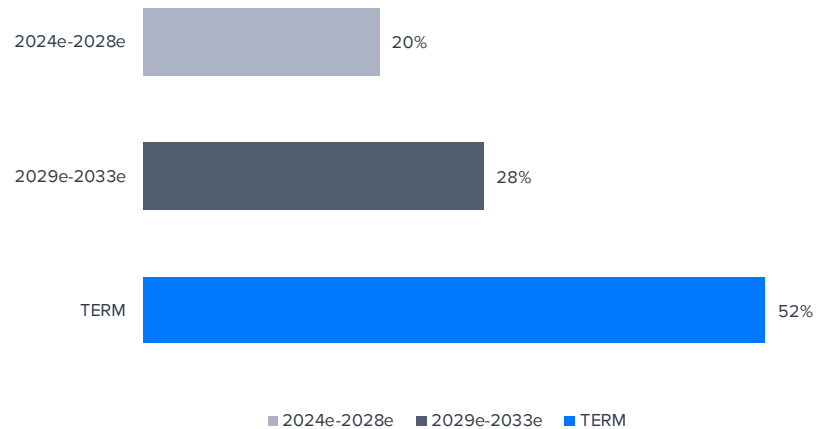
Lähde: Inderes

| Vastattavaa                    | 2022        | 2023       | 2024e       | 2025e       | 2026e       |
|--------------------------------|-------------|------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>Oma pääoma</b>              | <b>4,1</b>  | <b>2,8</b> | <b>2,0</b>  | <b>2,5</b>  | <b>3,6</b>  |
| Osakepääoma                    | 0,1         | 0,1        | 0,1         | 0,1         | 0,1         |
| Kertyneet voittovarot          | -51,0       | -52,3      | -53,1       | -52,6       | -51,5       |
| 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         |
| <b>Pitkäaikaiset velat</b>     | <b>2,6</b>  | <b>3,6</b> | <b>4,4</b>  | <b>4,9</b>  | <b>4,2</b>  |
| 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        | 4,4         | 4,9         | 4,2         |
| Vaihtovelkakirjalainat         | 0,0         | 0,0        | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| Muut pitkäaikaiset velat       | 0,0         | 0,0        | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| <b>Lyhytaikaiset velat</b>     | <b>3,5</b>  | <b>3,4</b> | <b>4,9</b>  | <b>6,1</b>  | <b>6,8</b>  |
| Korolliset velat               | 0,9         | 0,8        | 1,5         | 1,6         | 1,4         |
| Lyhytaikaiset korottomat velat | 2,7         | 2,6        | 3,4         | 4,5         | 5,4         |
| Muut lyhytaikaiset velat       | 0,0         | 0,0        | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| <b>Taseen loppusumma</b>       | <b>10,2</b> | <b>9,9</b> | <b>11,4</b> | <b>13,6</b> | <b>14,6</b> |

# DCF-laskelma

| DCF-laskelma                            | 2023        | 2024e       | 2025e      | 2026e      | 2027e      | 2028e      | 2029e      | 2030e      | 2031e      | 2032e      | 2033e      | TERM        |
|---|-------------|-------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|-------------|
| Liikevaihdon kasvu-%                    | -23,9 %     | 14,8 %      | 30,3 %     | 21,1 %     | 14,0 %     | 12,0 %     | 10,0 %     | 6,0 %      | 3,0 %      | 3,0 %      | 2,5 %      | 2,5 %       |
| Liikevoitto-%                           | -16,9 %     | -8,5 %      | 5,4 %      | 11,0 %     | 16,0 %     | 20,0 %     | 26,0 %     | 20,0 %     | 20,0 %     | 20,0 %     | 20,0 %     | 20,0 %      |
| <b>Liikevoitto</b>                      | <b>-1,2</b> | <b>-0,7</b> | <b>0,6</b> | <b>1,4</b> | <b>2,4</b> | <b>3,4</b> | <b>4,8</b> | <b>3,9</b> | <b>4,0</b> | <b>4,1</b> | <b>4,3</b> |             |
| + 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       | -0,9       | -0,8       | -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                  | -1,7        | 1,7         | -0,1       | 0,1        | -0,7       | -0,1       | -0,1       | -0,1       | 0,0        | 0,0        | 0,0        |             |
| <b>Operatiivinen kassavirta</b>         | <b>-2,2</b> | <b>1,8</b>  | <b>1,2</b> | <b>2,1</b> | <b>2,3</b> | <b>3,5</b> | <b>4,4</b> | <b>3,7</b> | <b>3,8</b> | <b>3,9</b> | <b>3,9</b> |             |
| + Korottomien pitkä aik. velk. lis.     | 0,0         | 0,0         | 0,0        | 0,0        | 0,0        | 0,0        | 0,0        | 0,0        | 0,0        | 0,0        | 0,0        |             |
| - Bruttoinvestoinnit                    | -1,5        | -0,6        | -0,7       | -0,7       | -0,8       | -0,9       | -0,9       | -0,4       | -0,5       | -0,5       | -0,5       |             |
| <b>Vapaa operatiivinen kassavirta</b>   | <b>-3,7</b> | <b>1,2</b>  | <b>0,5</b> | <b>1,4</b> | <b>1,5</b> | <b>2,7</b> | <b>3,6</b> | <b>3,2</b> | <b>3,3</b> | <b>3,4</b> | <b>3,4</b> |             |
| +/- 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        | 1,2         | 0,5        | 1,4        | 1,5        | 2,7        | 3,6        | 3,2        | 3,3        | 3,4        | 3,4        | 38,8        |
| <b>Diskontattu vapaa kassavirta</b>     |             | <b>1,1</b>  | <b>0,4</b> | <b>1,0</b> | <b>1,0</b> | <b>1,6</b> | <b>1,9</b> | <b>1,6</b> | <b>1,4</b> | <b>1,3</b> | <b>1,2</b> | <b>13,5</b> |
| Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta |             | 26,0        | 25,0       | 24,6       | 23,6       | 22,5       | 20,9       | 19,0       | 17,4       | 16,0       | 14,7       | 13,5        |
| <b>Velaton arvo DCF</b>                 |             | <b>26,0</b> |            |            |            |            |            |            |            |            |            |             |
| - Korolliset velat                      |             | -4,4        |            |            |            |            |            |            |            |            |            |             |
| + Rahavarat                             |             | 1,5         |            |            |            |            |            |            |            |            |            |             |
| -Vähemmistöosuus                        |             | 0,0         |            |            |            |            |            |            |            |            |            |             |
| -Osinko/pääomapalautus                  |             | 0,0         |            |            |            |            |            |            |            |            |            |             |
| <b>Oman pääoman arvo DCF</b>            |             | <b>23,1</b> |            |            |            |            |            |            |            |            |            |             |
| <b>Oman pääoman arvo DCF per osake</b>  |             | <b>3,2</b>  |            |            |            |            |            |            |            |            |            |             |

## Rahavirran jakauma jaksottain



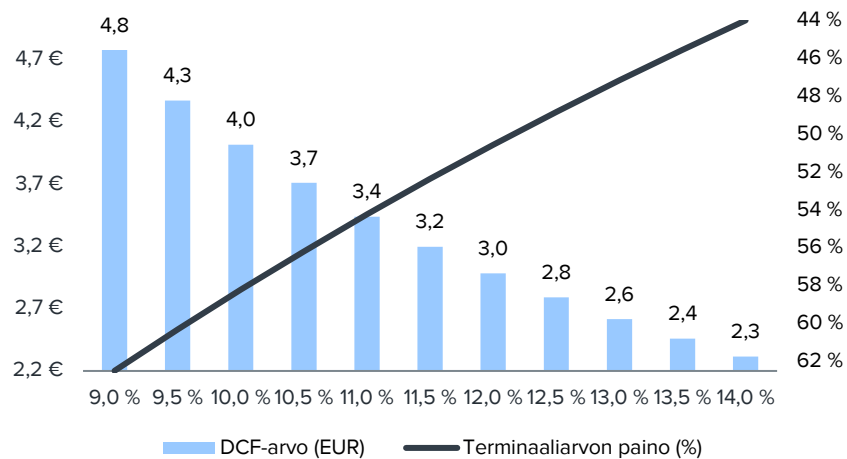
## Pääoman kustannus (WACC)

|   |               |
|---|---------------|
| Vero-% (WACC)                           | 20,0 %        |
| Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)     | 10,0 %        |
| Vieraan pääoman kustannus               | 5,0 %         |
| Yrityksen Beta                          | 1,76          |
| Markkinoiden riski-preemio              | 4,75 %        |
| Likviditeettipreemio                    | 1,50 %        |
| Riskitön korko                          | 2,5 %         |
| <b>Oman pääoman kustannus</b>           | <b>12,4 %</b> |
| <b>Pääoman keskim. kustannus (WACC)</b> | <b>11,5 %</b> |

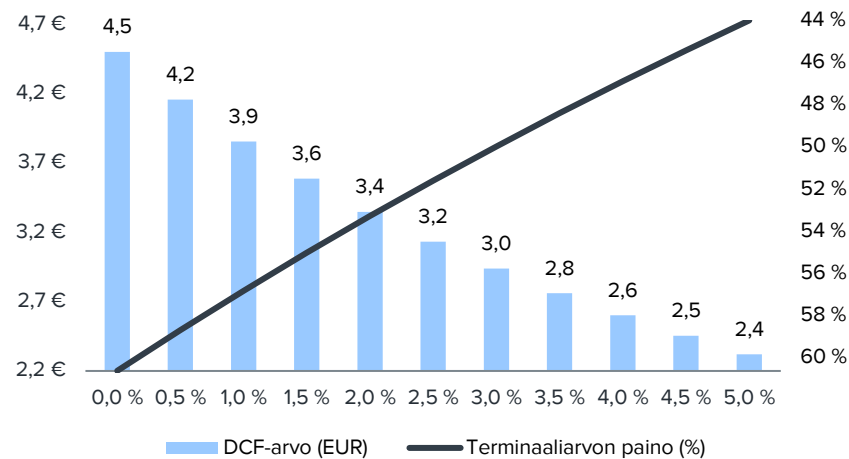
Lähde: Inderes

# DCF:n herkkyysslaskelmat ja avainoletukset graafeina

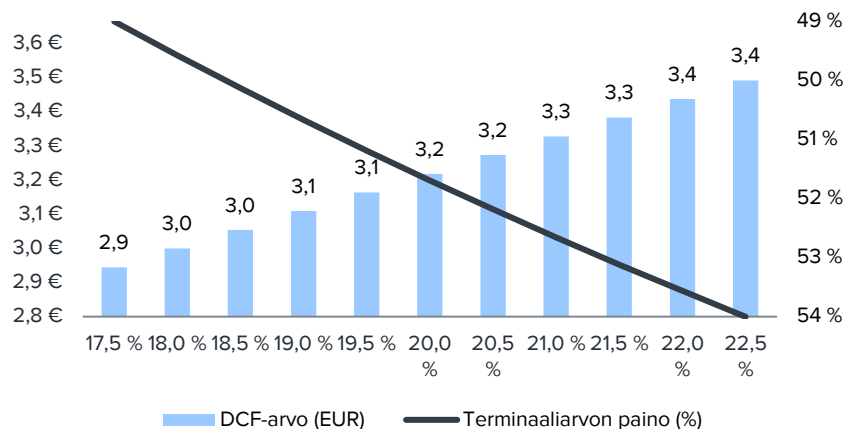
DCF-arvon herkkyys muutoksille WACC-%:ssa



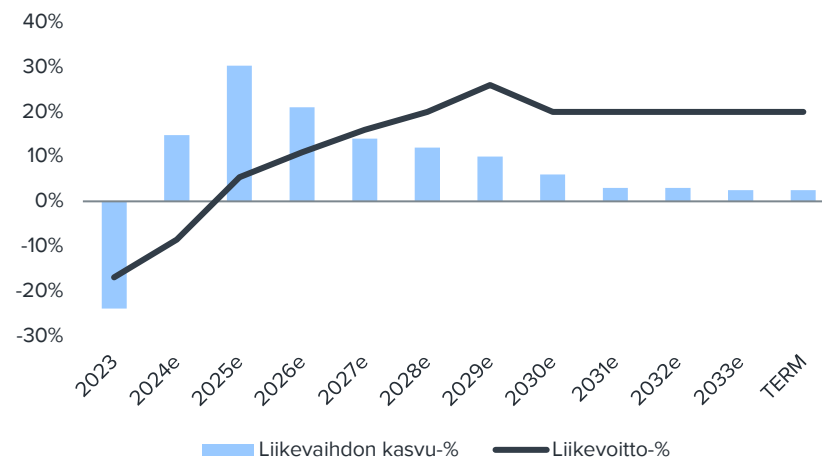
DCF-arvon herkkyys muutoksille riskittömässä korossa



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         | <b>8,3</b>     | <b>10,8</b>  | EPS (raportoitu)             | -0,11       | 0,18        | -0,18       | <b>-0,11</b>   | <b>0,07</b>   |
| Käyttökate                | -1,0        | 1,3         | -0,5        | <b>0,1</b>     | <b>1,2</b>   | EPS (oikaistu)               | -0,11       | 0,18        | -0,18       | <b>-0,11</b>   | <b>0,07</b>   |
| Liikevoitto               | -1,5        | 0,8         | -1,2        | <b>-0,7</b>    | <b>0,6</b>   | Operat. kassavirta / osake   | -0,25       | 0,14        | -0,31       | <b>0,24</b>    | <b>0,16</b>   |
| Voitto ennen veroja       | -0,7        | 1,3         | -1,3        | <b>-0,8</b>    | <b>0,5</b>   | Vapaa kassavirta / osake     | -0,41       | -0,05       | -0,51       | <b>0,16</b>    | <b>0,06</b>   |
| Nettovoitto               | -0,8        | 1,3         | -1,3        | <b>-0,8</b>    | <b>0,5</b>   | Omapääoma / osake            | 0,44        | 0,56        | 0,39        | <b>0,28</b>    | <b>0,34</b>   |
| Kertaluontoiset erät      | 0,0         | 0,0         | 0,0         | <b>0,0</b>     | <b>0,0</b>   | Osinko / osake               | 0,00        | 0,00        | 0,00        | <b>0,00</b>    | <b>0,00</b>   |
| <b>Tase</b>               | <b>2021</b> | <b>2022</b> | <b>2023</b> | <b>2024e</b>   | <b>2025e</b> | <b>Kasvu ja kannattavuus</b> | <b>2021</b> | <b>2022</b> | <b>2023</b> | <b>2024e</b>   | <b>2025e</b>  |
| Taseen loppusumma         | 10,0        | 10,2        | 9,9         | <b>11,4</b>    | <b>13,6</b>  | Liikevaihdon kasvu-%         | 56 %        | 49 %        | -24 %       | <b>15 %</b>    | <b>30 %</b>   |
| Oma pääoma                | 3,2         | 4,1         | 2,8         | <b>2,0</b>     | <b>2,5</b>   | Käyttökateen kasvu-%         | -66 %       | -230 %      | -140 %      | <b>-119 %</b>  | <b>1115 %</b> |
| Liikearvo                 | 0,0         | 0,0         | 0,0         | <b>0,0</b>     | <b>0,0</b>   | Liikevoiton oik. kasvu-%     | -56 %       | -158 %      | -247 %      | <b>-42 %</b>   | <b>-183 %</b> |
| Nettovelat                | -1,3        | -1,0        | 3,0         | <b>1,8</b>     | <b>1,4</b>   | EPS oik. kasvu-%             | 1121 %      | -257 %      | -201 %      | <b>-39 %</b>   | <b>-160 %</b> |
| <b>Kassavirta</b>         | <b>2021</b> | <b>2022</b> | <b>2023</b> | <b>2024e</b>   | <b>2025e</b> | Käyttökate-%                 | -15,8 %     | 13,8 %      | -7,3 %      | <b>1,2 %</b>   | <b>11,4 %</b> |
| Käyttökate                | -1,0        | 1,3         | -0,5        | <b>0,1</b>     | <b>1,2</b>   | Oik. Liikevoitto-%           | -22,7 %     | 8,8 %       | -16,9 %     | <b>-8,5 %</b>  | <b>5,4 %</b>  |
| Nettokäyttöpääoman muutos | -0,6        | -0,3        | -1,7        | <b>1,7</b>     | <b>-0,1</b>  | Liikevoitto-%                | -22,7 %     | 8,8 %       | -16,9 %     | <b>-8,5 %</b>  | <b>5,4 %</b>  |
| Operatiivinen kassavirta  | -1,8        | 1,0         | -2,2        | <b>1,8</b>     | <b>1,2</b>   | ROE-%                        | -96,0 %     | 36,0 %      | -38,5 %     | <b>-33,5 %</b> | <b>21,6 %</b> |
| Investoinnit              | -1,2        | -1,4        | -1,5        | <b>-0,6</b>    | <b>-0,7</b>  | ROI-%                        | -27,2 %     | 11,4 %      | -16,6 %     | <b>-9,3 %</b>  | <b>6,9 %</b>  |
| Vapaa kassavirta          | -3,0        | -0,4        | -3,7        | <b>1,2</b>     | <b>0,5</b>   | Omavaraisuusaste             | 31,9 %      | 39,8 %      | 28,6 %      | <b>17,7 %</b>  | <b>18,4 %</b> |
|                           |             |             |             |                |              | Nettovelkaantumisaste        | -40,6 %     | -23,4 %     | 105,6 %     | <b>87,6 %</b>  | <b>55,7 %</b> |
| <b>Arvostuskertoimet</b>  | <b>2021</b> | <b>2022</b> | <b>2023</b> | <b>2024e</b>   | <b>2025e</b> |                              |             |             |             |                |               |
| EV/Liikevaihto            | 5,2         | 3,0         | 3,1         | <b>2,2</b>     | <b>1,6</b>   |                              |             |             |             |                |               |
| EV/EBITDA (oik.)          | neg.        | 21,4        | neg.        | <b>&gt;100</b> | <b>14,4</b>  |                              |             |             |             |                |               |
| EV/EBIT (oik.)            | neg.        | 33,6        | neg.        | <b>neg.</b>    | <b>30,3</b>  |                              |             |             |             |                |               |
| P/E (oik.)                | neg.        | 22,2        | neg.        | <b>neg.</b>    | <b>33,6</b>  |                              |             |             |             |                |               |
| P/B                       | 10,9        | 7,1         | 6,9         | <b>8,2</b>     | <b>6,6</b>   |                              |             |             |             |                |               |
| Osinkotuotto-%            | 0,0 %       | 0,0 %       | 0,0 %       | <b>0,0 %</b>   | <b>0,0 %</b> |                              |             |             |             |                |               |

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 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 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 €      |

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](http://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.**