

Biohit Oyj

Seurannan aloitus

30.6.2023 19:00



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

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde
res.

Tuloskäänteen pysyvyys testissä

Aloitamme Biohitin seurannan lisää-suosituksella ja 2,1 euron tavoitehinnalla. Biohit on keskittynyt maha-suolikanavan diagnostiikkaan ja terveyttä edistäviin tuotteisiin. Yhtiö on osoittanut ensimerkkejä tuloskäännteestä pitkän tappiollisuuden jälkeen. Pidämme tuloksen pysyvää kääntymistä todennäköisenä uusien tuotteiden, Kiinan uusitun jakelusopimuksen ja strategian tehokkaan toteutuksen ansiosta. Yhtiön pitkän aikavälin menestykselle on mielestämme keskeistä uusien tuotteiden kehitys ja onnistunut kaupallistamiseen.

Maha-suolikanavan diagnostiikkaan keskittynyt terveysteknologiayhtiö

Biohitin tuoteportfolioon kuuluu noin kymmenen diagnostista testiä maha-suolikanavan oireiden syiden selvittämiseen. Yhtiön kärkituote on mahan terveydestä kertova neljän testin kokonaisuus GastroPanel®. Biohit on hiljattain tuonut tuotteesta markkinoille kaksi pikatestiversiota, joista odotetaan kasvuajureita yhtiön avainmarkkinoilla Kiinassa, Iso-Britanniassa, EU:ssa ja Lähi-Idässä. Diagnostisia testejä tukevat myrkyllistä aseteldehydiä mahassa ja suun limakalvolla sitovat Acetium®-tuotteet.

Tuloskäännteestä nähty ensimerkkejä

Biohit on ollut viimeisen vuosikymmenen pääosin tappiollinen, mutta onnistui viime vuonna kääntämään tuloksensa voitolliseksi. Näemme yhtiöllä mahdollisuuden tehdä myös pysyvämmän tuloskäänteen ja pääsyn kannattavan kasvun uralle uusien tuotteiden, Kiinan jakelusopimuksen ja strategian tehokkaan toteutuksen ansiosta. Yhtiö panostaa strategiassaan tällä hetkellä arviomme mukaan vahvasti perusliiketoiminnan tehostamiseen ja parantamiseen. Syksyllä on määrä julkaista uusi strategia, jonka odotamme avaavan lisää yhtiön pidemmän aikavälin suunnitelmia ja tavoitteita. Pidemmällä aikavälillä yhtiön on mielestämme keskeistä onnistua tuotekehityksessä ja uusien tuotteiden kaupallistamisessa vanhenevan tuoteportfolion uudistamiseksi.

Odotamme tervettä kasvua uusien GastroPanel®-versioiden ja Kiinan jakelusopimuksen myötä

Liiketoiminnan näkyvyys on lyhyellä aikavälillä mielestämme kohtalainen, mutta sumenee nopeasti keskipitkällä aikavälillä. Odotamme liikevaihdon hieman alle 10 %:n CAGR-kasvua 2023-2025 uusien GastroPanel®-pikatestien myynnin tukemana ja Kiinan uusitun jakelusopimuksen tukemana. Liiketuloksen odotamme lähes kaksinkertaistuvan nykytasolta 2,1 MEUR:oon 2025 mennessä. Tulosennusteemme perustuu liikevaihdon kasvuun ja operatiivisen tehokkuuden parantumiseen. Erittäin vahvan taseen ja positiivisten kassavirtaennusteiden myötä odotamme noin 3 %:n osinkotuottoa vuodesta 2024 lähtien, joskaan yhtiö ei itse ole viestinyt aikeista maksaa osinkoa.

Arvonmääritys vaikuttaa maltillisen houkuttelevalta

Osakkeen EV/EBIT-kertoimet vuosille 2023-2024 ovat 17x ja 13x. Kertoimet laskevat edelleen nopeasti seuraavien vuosien ennusteilla. Kertoimet ovat verrokkien kertoimiin ja arvioimaamme pitkän aikavälin kannattavuuspotentiaaliin nähden maltilliset. Liikevaihtoperusteisesti EV/S-kertoimella tarkasteltuna osake on edullinen omaan historiaansa ja verrokkiryhmään nähden. Kassavirtalaskelma DCF viittaa myös osakkeen maltilliseen nousuvaraan. Osakkeen riskitaso on arviomme mukaan melko korkea (taso 3) yhtiön pienen koon, ennusteriskin ja tuloskäänteen pysyvyyteen liittyvän epävarmuuden vuoksi. Toisaalta erittäin vahva tase, defensiivinen toimiala ja mielestämme maltillinen hinnoittelu rajaavat sijoittajan riskiä.

Suositus

Lisää

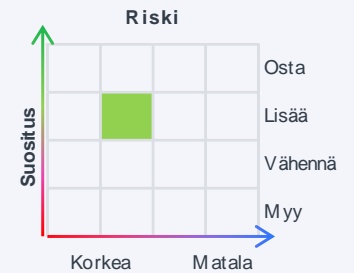
(aik. -)

2,10 EUR

(aik. - EUR)

Osakekurssi:

1,78



Avainluvut

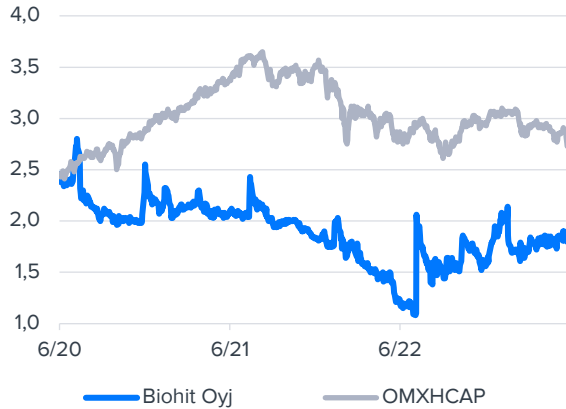
	2022	2023e	2024e	2025e
Liikevaihto	11,0	11,3	12,6	13,9
kasvu-%	17 %	3 %	11 %	11 %
EBIT oik.	1,1	1,2	1,6	2,1
EBIT-% oik.	10,3 %	10,9 %	12,4 %	15,1 %
Nettotulos	0,6	1,0	1,4	1,7
EPS (oik.)	0,04	0,07	0,09	0,11
P/E (oik.)	39,3	25,9	19,5	15,9
P/B	3,1	3,1	2,7	2,5
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	2,8 %	3,4 %
EV/EBIT (oik.)	16,3	16,9	12,7	9,3
EV/EBITDA	11,4	12,0	9,6	7,6
EV/Liikevaihto	1,7	1,8	1,6	1,4

Lähde: Inderes

Ohjeistus

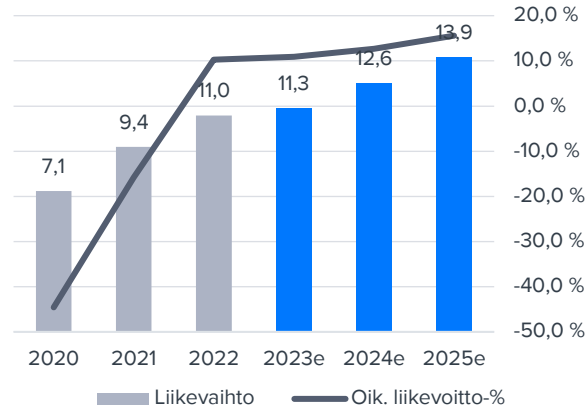
Biohit odottaa liikevoiton kasvavan vuonna 2023 vuoteen 2022 verrattuna (vuonna 2022 1,1 milj. euroa).

Osakekurssi



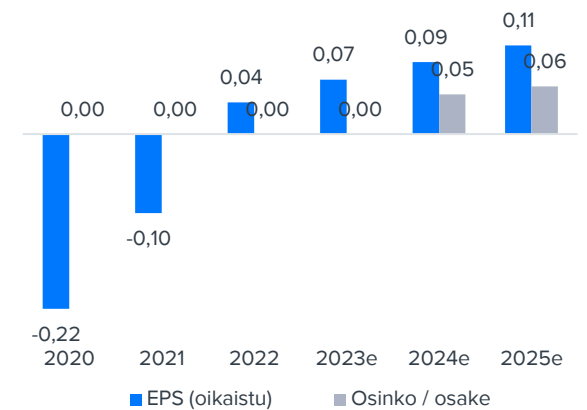
Lähde: Millistream Market Data AB

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



Arvoajurit

- Uusien GastroPanel(R)-tuotteiden kasvu
- Operatiivisen toiminnan tehostuminen
- Kiinan uusittu jakelusopimus
- Vahvan taseen hyödyntäminen osingonmaksuun tai epäorganaiseen kasvun mahdollisuuksiin



Riskitekijät

- Riippuvuus Kiinan markkinasta
- Pienet resurssit suhteessa kilpailijoihin
- Uusien tuotteiden kehityksen epäonnistuminen
- Nykyisen tuoteportfolion vanheneminen ja sen kilpailukykyyn menetys
- Ennusteiden heikko näkyvyys

Arvostustaso	2023e	2024e	2025e
Osakekurssi	1,78	1,78	1,78
Osakemäärä, milj. kpl	15,0	15,0	15,0
Markkina-arvo	27	27	27
Yritysarvo (EV)	21	20	20
P/E (oik.)	25,9	19,5	15,9
P/E	25,9	19,5	15,9
P/Kassavirta	47,2	29,8	22,9
P/B	3,1	2,7	2,5
P/S	2,4	2,1	1,9
EV/Liikevaihto	1,8	1,6	1,4
EV/EBITDA (oik.)	12,0	9,6	7,6
EV/EBIT (oik.)	16,9	12,7	9,3
Osinko/tulos (%)	0,0 %	55,1 %	53,6 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	2,8 %	3,4 %

Lähde: Inderes

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus	s. 6
Liiketoimintamalli	s. 7-13
Sijoitusprofiili	s. 14
Toimiala ja kilpailu	s. 15-18
Strategia ja taloudelliset tavoitteet	s. 19-20
Taloudellinen tilanne	s. 21-22
Ennusteet	s. 23-27
Arvonmääritys ja suositus	s. 28-33
Vastuuvapauslauseke	s. 34

Biohit lyhyesti

Biohit on suomalainen terveysteknologiayhtiö, joka kehittää diagnostisia ja terveyttä edistäviä tuotteita kansainvälisille markkinoille.

1988

Perustamisvuosi

1999

Listautuminen

11,0 MEUR (+17 % vs. 2021)

Liikevaihto 2022

97,9 %

Kansainvälisen liikevaihdon osuus 2022

1,1 MEUR (10,3 % lv:sta)

Liikevoitto 2022

68,3 %

Omavaraisuusaste 2022

+4,6 % 2022-2030

Maha-suolikanavan diagnostiikkamarkkinan keskimääräinen kasvu

1988-2011

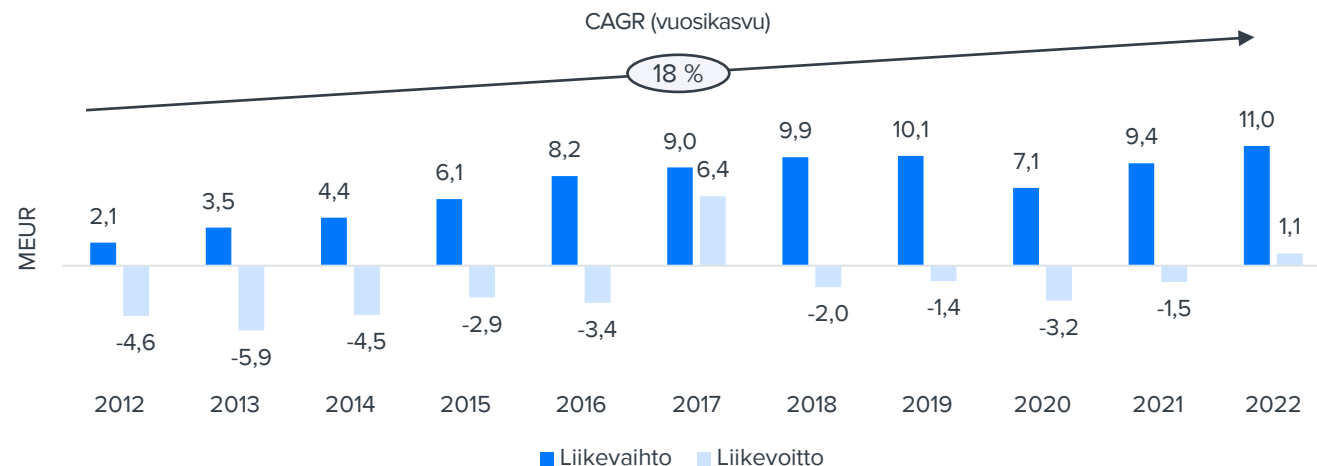
- 1988 yhtiö perustetaan
- 90-luvulla yhtiö kehittää ja kaupallistaa nesteannostelijoita
- 1999 listautuminen
- 2001 GastroPanel®-testi tuodaan tutkimuskäyttöön
- 2004 GastroPaneliin® kuuluva helikobakteeri-veritesti saa FDA-hyväksynnän
- 2005 GastroPanel® tuodaan markkinoille
- 2010 Acetium®-kapselin lanseeraus
- 2011 nesteannosteluliiketoiminta myydään, jonka seurauksena liikevaihto laskee 40 MEUR:sta 2 MEUR:oon

2012-2019

- 2013 yhteistyöyhtiö Kiinaan: Biohit Healthcare (Hefei) Co. Ltd.
- 2013 tytäryhtiö Italiaan
- 2016 GastroPanel®-tuotteiden valmistus alkaa Kiinassa
- 2016-17 tupakoinnin lopettamiseen liittyviä Acetium®-tutkimuksia valmistuu
- 2017 tupakoinnista vieroitukseen tarkoitetun Acetium-imeskelytabletin myynti alkaa
- 2017 voitollinen tilikausi Kiinan yhteisyrityksestä irtautumisen vuoksi
- 2018 Biohit Healthcare (Hefei) ostaa 33 %:n osuuden Biohitistä

2020-2023

- 2020 pandemian vaikutukset laskevat Biohitin liikevaihtoa
- 2021 GastroPanel®-pikatestin lanseeraus laskimoverestä
- 2022 GastroPanel®-pikatestin lanseeraus sormenpäáverestä
- 2021-2022 yhtiössä tapahtuu useita johtajavaihdoksia
- 2022-2023 jakeluverkoston laajennuksia
- 2021-2023 strategiassa painottuu liiketoiminnan perusteiden vahvistaminen
- 2023 uutta strategiaa valmistellaan syysyksi



Yhtiökuvaus

Nesteannostelijoista diagnostiikkaliiketoimintaan

Biohit on suomalainen terveysteknologiayhtiö, joka on keskittynyt maha-suolikanavan diagnostiikkatuotteisiin ja diagnostisiin analyysijärjestelmiin sekä terveyttä edistäviin valmisteisiin. Yhtiö on perustettu 1988 ja se kehitti ja kaupallisti ensimmäisinä vuosinaan nesteannostelijoita, eli pipettejä. Yhtiö kasvoi ja kansainvälistyi nesteannostelijoiden avulla 90-luvulla ja alkoi kehittää diagnostiikkaliiketoimintaa nesteannostelijoiden kannattavan kasvun tukemana. Biohit listattiin 1998, jolloin sen liikevaihto oli noin 17 MEUR (~100 miljoonaa markkaa).

Yhtiö myi nesteannostelijaliiketoiminnan vuonna 2011 ja on sen jälkeen keskittynyt diagnostiikkaliiketoimintaan. Nesteannostelijoiden myynti muutti yhtiön profiilia merkittävästi. Biohitin liikevaihto oli noin 40 MEUR ja liiketoiminta oli voitollista. Myynnin jälkeen yhtiöön jäi diagnostiikkaliiketoiminta, jonka liikevaihto oli noin 2 MEUR ja toiminta selvästi tappiollista. Yhtiö on kasvanut sen jälkeen 11 MEUR:n liikevaihtoon (2022) ja onnistui myös kääntämään tuloksen voitolliseksi. Yhtiön liikevaihdosta tulee Suomen ulkopuolelta yli 97 %. Biohitin keskeisimmät tuotteet ovat 2005 lanseerattu mahan terveystesti GastroPanel® ja asetaldehydiä sitovat Acetium®-tuotteet, joka esiteltiin 2010 ja 2017.

GastroPanel® on verinäytteestä tehtävä neljän diagnostisen testin kokonaisuus, jonka avulla on mahdollista tunnistaa helikobakteeri-infektio,

mahalaukun limakalvon surkastuminen ja hapoton maha. Lisäksi testillä voidaan arvioida B12-vitamiinin ja muiden hivenaineiden imeytymishäiriöiden riskiä.

Syöpärisiä lisäävää asetaldehydiä sitovaa Acetium®-kapselia voidaan käyttää sitomaan alkoholist ja ravinnosta saatua sekä mikrobien tuottamaa asetaldehydiä mahalaukussa ja vähentää näin syövän riskiä. Kapseli esiteltiin vuonna 2010. Vuonna 2017 esiteltyä Acetium®-imeskelytablettia voidaan puolestaan käyttää apuna tupakoinnin lopettamisessa. Tabletti sitoo tupakansavusta sylkeen liuennutta ja riippuvuutta aiheuttavaa asetaldehydiä ja vähentää tupakoinnin tuottamaa mielihyvää.

Biohit on ollut nesteannosteluliiketoiminnan myynnin jälkeen pääasiassa raskaasti tappiollinen, mutta onnistui kääntämään tuloksen voitolliseksi 2022. Biohit onkin mielestämme profiililtaan kasvava käännetyhtiö, jonka käänteestä on nyt nähty ensimerkit. Yhtiön tämänhetkissä strategiassa ja johdon viestinnässä painottuu mielestämme liiketoiminnan perusasioiden kehittäminen, joka vaikuttaa olevan nähdyn tuloskäänteeseen taustalla. Yhtiön pitkän aikavälin tavoitteet ja suunnitelmat ovat toisaalta vielä osittain epäselviä. Biohit valmistele parhaillaan uutta strategiaa, joka on tarkoitus julkaista syksyllä 2023. Uuden strategian myötä odotamme parantuvaa näkymää yhtiön pidemmän aikavälin kasvusuunnitelmiin ja -näkyymiin.

Biohit-konserni

Italian tytäryhtiö
Biohit Healthcare Srl

UK:n tytäryhtiö
Biohit Healthcare Ltd

Sijoitukset

Genetic Analysis SA

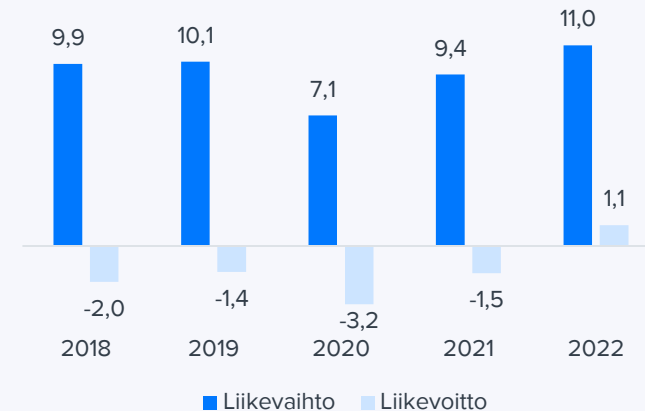
Biohit omistaa 5,7 %:n osuuden norjalaisesta pörssilistatusta suoliston mikrobiston analyysiin keskittyneestä yhtiöstä

Biohit Healthcare (Hefei) Co Ltd

Entinen Kiinan yhteisyritys, josta Biohit irtautui 2017 ja joka omistaa nykyisin 33 % Biohitistä

Lähde: Biohit, Inderes

Liikevaihto ja liikevoitto, MEUR



Liiketoimintamalli 1/6

Biohit on keskittynyt maha-suolikanavan diagnostiikkaan

Biohit kehittää sen maha-suolikanavan diagnostiset testit pääosin itse ja käyttää lisäksi ulkoisia palveluja kehityksen tukena. Oman valmistuksen lisäksi yhtiö on myös ulkoistanut tuotantoa. Keskeisessä roolissa erityisesti GastroPanelin® valmistuksen osalta on yhtiön Kiinan kumppani Biohit Healthcare Co Ltd (Hefei). Biohitin tuoteportfolio koostuu tällä hetkellä noin kymmenestä diagnostisesta testistä, kahdesta asetaldehydiä sitovasta tuotteesta, sekä tutkimuskäyttöön tarkoitetuista monoklonaalisista vasta-aineista. Tuoteportfolio on kuvattu kootusti seuraavan sivun kuvaajassa. Yhtiön kaupallisesti keskeisimmät tuotteet ovat GastroPanel®-testi eri versioineen sekä asetaldehydiä sitovat valmisteet, jotka kuvataan tarkemmin alla.

GastroPanel® - neljän terveystestin kokonaisuus ylävatsavaivojen diagnosointiin

GastroPanel® on verinäytteestä tehtävä mahalaukun neljän terveystestin kokonaisuus, josta selviää onko mahalaukun limakalvo terve vai sairas. Testi kertoo myös helicobakteeri-infektiosta, joka on mahahaavan ja mahan limakalvon surkastumisen keskeinen syy. Tulosten avulla voidaan arvioida onko potilaalla mahalaukun syövän tai peptisen haavataudin riski tai B12-vitamiinin, kalsiumin tai raudan puutteen riski. Testiä käytetään ensisijassa seulontatyökaluna, jonka avulla voidaan tunnistaa tarkempia jatkotutkimuksia tarvitsevat potilaat. Testin avulla voidaan välttää tarpeettomia mahalaukun tähytystutkimuksia, jotka ovat kalliita ja potilaille

epämielellisiä. Testistä on olemassa sekä entsyymivälitteinen immunomääritys, eli ELISA-testi (eng. Enzyme-Linked ImmunoSorbent Assay) että pikatesti, joka voidaan tehdä sekä laskimoverinäytteestä (CE-merkintä 2021) ja sormenpään verestä (CE-merkintä 2022). Pikatesti antaa tuloksen jo 15-20 minuutissa. Pikatestijärjestelmä koostuu immunologisen testin lisäksi tuloksen analysoivasta erillisestä GP Reader-laitteesta. ELISA-testi puolestaan on perinteinen ja laajasti käytetty määrittämenetelmä diagnostiikassa, jonka tulokset saadaan tyypillisesti muutamassa tunnissa.

GastroPanel® soveltuu atrofisen gastriitin (eli mahalaukun limakalvon surkastumisen ja toimintahäiriön) ja helicobakteeri-infektion diagnosoimiseen sekä maha- ja pohjukkaissuolisyövän ja refluksitaudin riskin arvioimiseen. Testi mittaa neljän merkkiaineen: Helicobacter pylor IgG-vasta-aineiden, Gastriini-17:n, pepsinogeeni I:n ja pepsinogeeni II:n pitoisuuksia verestä. Neljän merkkiaineen tulokset tulkitaan yhdessä, jolloin saadaan yhtiön mukaan luotettavampi ja laajempi kuva mahalaukun limakalvon rakenteesta ja toiminnasta verrattuna yksittäisten merkkiaineiden pitoisuuksien tarkasteluun. GastroPanelin® lopputuote on raportti, joka kuvaa tuloksen ja luokittelee sen yhteen viidestä diagnostisesta vaihtoehdosta: 1) normaali terve maha, 2) helicobakteeri-infektio, 3) atrofinen antrumgastriitti, 4) atrofinen korpusgastriitti ja 5) atrofinen pangastriitti. Jatkontoimenpiteisiin kuuluvat helicobakteerin häätöhoito antibiooteilla tai lähete mahalaukun tähytystutkimukseen.

GastroPanel®-testin määritykset

Helicobacter pylor -vasta-aineet	H pylor -infektio lisää riskiä sairastua pohjukkaissuoli- tai mahahaavaan. Se aiheuttaa osalla ihmisistä mahalaukun limakalvon surkastumisen ja toimintahäiriön (atrofinen gastriitti). AG altistaa maha- ja ruokatorvisyövälle sekä imeytymishäiriöille.
Pepsinogeeni I	Pepsinogeeni I:n pitoisuus veressä kuvastaa mahalaukun runko-osan (korpus) limakalvon rakennetta ja toimintaa. Korpuksen surkastuminen, johtaa pepsinogeeni I:n pitoisuuden laskuun.
Pepsinogeeni II	Pepsinogeeni II:n pitoisuus veressä kuvastaa koko mahalaukun limakalvon rakennetta ja toimintaa. Sen pitoisuus verenkierrossa nousee mahalaukun limakalvon tulehduksessa (gastriitti). Pepsinogeeni I/II –suhdetta käytetään korpuksen surkastumisen vakavuuden arviointiin.
Gastriini-17	Gastriini-17:n pitoisuus veressä kuvastaa mahalaukun pohjaosan (antrum) rakennetta ja toimintaa. Matala paastoverinäytteen gastriini-17 taso voi siksi merkitä joko lisääntyntä suolahapon eritystä tai antrumim limakalvon atrofiaa
Esimerkkejä testin tulosvaihtoehdoista	Terve maha; Terve maha, jossa alentunut hapon erityis; Helicobakteerin aiheuttama gastriitti; Atrofinen korpusgastriitti Atrofinen antrumgastriitti Atrofinen pangastriitti (korpus ja antrum)

Lähde: Biohit, Inderes

Liiketoimintamalli 2/6 - Biohitin tuotteet

Tuoteperhe	Tuotteet			Kuvaus
Diagnostiikka-ELISA¹	GastroPanel®- ELISA	Kalprotektiini-ELISA	D-vitamiini-ELISA	Biohit kehittää, valmistaa ja markkinoi entsyymivälitteiseen immunomääritysmenetelmään (ELISA) perustuvia testikittejä sairauksien diagnostiikkaan ja tutkimuskäyttöön. ELISA on perinteinen ja laajasti käytetty määritysmenetelmä diagnostiikassa. Testit keskittyvät maha-suolikanavaan.
	Aktiivinen B12-vitamiini-ELISA			
Diagnostiikka-pikatestit	GastroPanel®-pikatesti	Keliakia-pikatesti	Laktoosi-intoleranssipikatesti	ELISA-testien ohella Biohit myy pikatestejä, kuten sormenpään verinäytteestä tehtävää GastroPanel®-testiä. Pikatestit antavat nopean tuloksen ja ne voidaan toteuttaa lähellä potilasta ja pienissä yksiköissä esimerkiksi silloin, kun klinisen laboratorion määrityspalveluita ei ole käytettävissä tai kun määritettävien näytteiden lukumäärä on pieni.
	ColonView®-pikatesti	Helikobakteeri-pikatesti UFT300	Helikobakteeri-pikatesti	
Asetaldehydiä sitovat tuotteet	Acetium®-kapseli	Acetium®-imeskelytabletti		Asetaldehydi on syöväälle altistava yhdiste, jota hapottomassa mahassa lisääntyvät suun mikrobit tuottavat alkoholista ja ravinnon sokereista. Yhdistettä liukenee myös sylkeen tupakansavusta. Acetium®-kapseli sitoo suoliston ja -imeskelytabletti syljen asetaldehydiä. Tuotteet ovat myynnissä kuluttajille ilman reseptiä esimerkiksi apteekeissa.
Monoklonaaliset vasta-aineet	Useita tutkimuskäyttöön tarkoitettuja vasta-aineita			Biohit tuottaa ja myy monoklonaalisia vasta-aineita. Niitä käytetään tutkimussovelluksissa esimerkiksi haluttujen rakenteiden värjäämiseen kudoslajeista. Vasta-aineet ovat arviomme mukaan Biohitille kannattavaa, mutta pienen mittakaavan liiketoimintaa.
Dysbioosi	GA-map™-dysbioositesti			Testi tunnistaa ja luokittelee suolistobakteerien epätasapainon eli dysbioosin ulostenäytteestä mikrobien DNA:n perustuen. Tuote on kaupallistettu yhteistyössä sen kehittäneen norjalaisen Genetic Analysis AS:n kanssa.

1) Entsyymivälitteinen immunomääritys (eng. Enzyme-Linked ImmunoSorbent Assay ELISA)

Lähde: Biohit / Inderes

Liiketoimintamalli 3/6

Asetaldehydiä sitovat tuotteet: Acetium®-kapseli ja -imeskelytabletti

Asetaldehydi on syöväälle altistava molekyyli, jota esiintyy tietyissä ruuissa ja alkoholijuomissa, kuten Calvadoksessa. Asetaldehydiä muodostuu alkoholin aineenvaihduntatuotteena, mutta erityisesti mahassa, jossa on alentunut haponeritys asetaldehydiä muodostuu mikrobien aineenvaihdunnan kautta myös sokereista. Yhtiön mukaan asetaldehydi liittyy vuosittain noin 4 miljoonan uuden syöpätapauksen kehittymiseen.

Biohit on kehittänyt ja kaupallistanut kaksi asetaldehydiä sitovaa Acetium®-tuotetta vähentämään sen haitallisia vaikutuksia mahasuolikanavassa sekä tupakansavun aiheuttamana suussa. Acetium®-tuotteiden vaikuttava aine on L-kysteiini ja se sisältää lisäksi muita aineita, jotka vaikuttavat L-kysteiinin vapautumisnopeuteen.

Acetium®-kapseli on tarkoitettu vähentämään asetaldehydin määrää hapottomassa mahassa. Tuote on ollut markkinoilla vuodesta 2010. Biohit suosittelee kapselin käyttöä henkilöille, joilla on hapoton maha, krooninen helikobakteeri-infektio tai niille, jotka joutuvat käyttämään haponestolääkkeitä. Suomessa helikobakteerin aiheuttamasta atrofisesta gastriitista tai hapottomasta mahasta kärsii noin 100 000 ihmistä, eli noin 1,8 % väestöstä. Lisäksi noin 500 000 suomalaista käyttää hapotonta maha aiheuttavia haponestolääkkeitä (protonipumpun estäjiä). Acetium®-kapseli on myynnissä

apteekeissa ilman reseptiä. Tuotetta voidaan käyttää syöpäriskin alentamisen ohella tietävästi myös runsasta alkoholin käyttöä seuraavan huonovointisuuden lievittämiseen. Globaalisti yhtiö arvioi hapottomasta mahasta kärsiviä olevan noin 700 miljoonaa.

Yhtiön mukaan tuotteesta todennäköisimmin hyötyviä ryhmiä ovat: 1) helikobakteeri-infektion aiheuttama atrofinen gastriitti; 2) autoimmuuniperäinen atrofinen gastriitti; 3) tupakoitsijat; 4) säännöllisesti alkoholia käyttävät; 5) PPI-lääkkeiden (mahahapon eritystä vähentävät proteiinipumpun estäjät) pitkäaikaiskäyttäjät sekä 6) kaikki arviolta 500 miljoonaa henkilöä Aasiassa, joilla on mutaatio aldehydi dehydrogenaasi (ALDH2) entsyymissä eivätkä pysty muuttamaan asetaldehydiä etikkahapoksi ja siten altistuvat korkeille paikallisille asetaldehydipitoisuuksille.

Acetium®-imeskelytabletti on tuotu markkinoille vuonna 2017 ja sen sisältämä L-kysteiini sitoo yhtiön mukaan noin 90 % sylkeen liukenevasta tupakansavusta peräisin olevasta asetadehydistä. Imeskelytabletti vähentää tupakoinnista aiheutuvaa mielihyvää ajan myötä. Se lisääkin tutkitusti tupakoinnin lopettamisen todennäköisyyttä. Imeskelytabletti ei sisällä nikotiinia tai muita riippuvuutta tai haittavaikutuksia aiheuttavia ainesosia. Tuotetta käytetään tyypillisesti muutaman kuukauden ajan. Imeskelytabletti on tietojemme mukaan ainoa tuote luokassaan. Toisaalta se kilpailee

GastroPanel®-pikatesti NT



Kuva: Biohit

Acetium®-imeskelytabletti



Kuva: Biohit

Liiketoimintamalli 4/6

muita tupakonnin vähentämiseen tarkoitettuja tuotteita kuten Johnson & Johnsonin Nicorette®-tuotteita vastaan. Markkinoilla on tietojemme mukaan myös kilpailevia L-kysteiniä sisältäviä valmisteita kuten Catapult Cat, joiden käyttöaihe on alkoholin haitallisten vaikutusten torjuminen. Tarkastelemme kilpailutilannetta tarkemmin Toimiala ja kilpailu -kappaleessa.

Uusien tuotteiden kehittäminen on avainasemassa tulevaisuuden kannalta

Biohit pyrkii kehittämään, laajentamaan ja uudistamaan diagnostisten testien kokonaisuutta tutkimuksen ja kehityksen kautta. Kehittämisen tukena toimii yhtiön tieteellinen neuvottelukunta. Viime vuosina keskeisimmät tuoteuutuudet ovat olleet GastroPanelin® laskimon- ja sormenpään kokoverta hyödyntävät pikatestiversiot, jotka CE-merkittiin 2021 ja 2022. Yhtiön testiportfolio on tällä hetkellä jossain määrin iäkäs, sillä useiden testien kaupallistaminen on alkanut 2000-luvun ensimmäisellä vuosikymmenellä. Kalproktiini-, B12 ja D-vitamiinitesti sekä Acetium®-imeskelytabletti on lanseerattu uudempina tuotteina 2014-2017.

Tuotekehityksen ja uusien tuotteiden kaupallistamisen onnistuminen onkin mielestämme eräs keskeisimpiä alueita Biohitin pitkän aikavälin menestykselle. Tällä hetkellä näkyvyys yhtiön tuotekehityspotentiaalin on varsin rajallinen, sillä yhtiö ei ole avannut tuotekehitystään sijoittajille uskoaksemme kilpailullisista syistä. Uusien tulevien tuotteiden aikataulua tai markkinapotentiaalia ei tässä vaiheessa siten ole mahdollista arvioida. Uskomme Biohitin keskittyvän tuotekehityksessä jatkossakin maha-suolikanavan diagnostiikkaan,

mikä osaltaan auttaisi yhtiötä profiloitumaan entistä selkeämmin omalle vahvuusalueelleen.

Maantieteellinen fokus Euroopassa ja Aasiassa jakelijoiden välityksellä

Biohitin päämarkkina-alueita ovat Eurooppa, Iso-Britannia, Kiina ja Lähi-Itä. Isossa-Britanniassa ja Italiassa Biohit toimii tytäryhtiöiden kautta. Yhtiön tuotteiden myynti perustuu pääasiassa jakelijoiden käyttöön ja tuotteiden lisensointiin. Yhtiöllä ei ainakaan toistaiseksi ole omaa suoramyyntiä tytäryhtiöitä lukuun ottamatta. Liikevaihdosta vuonna 2022 Eurooppa (pl. Suomi) muodosti 42 % ja Aasia 43 %, jossa yhtiön selvästi keskeisin markkina on Kiina. Suomen sekä Pohjois- ja Etelä-Amerikan liikevaihto on yhteensä alle 5 % ja muiden maiden 10 %.

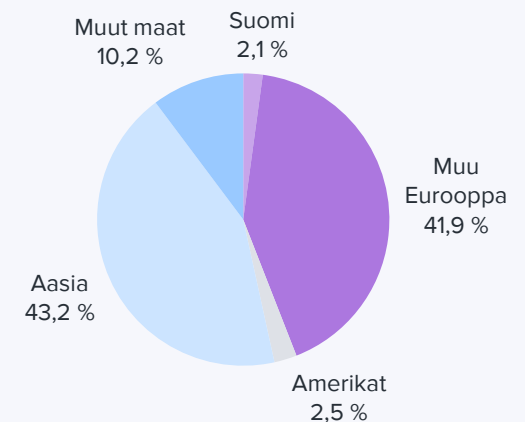
Yhtiön keskeisin yksittäinen jakelija on Kiinan jakelua hoitava Biohit Healthcare (Hefei) Co Ltd., joka on Biohitin ja Liu Fengin 2013 perustama yhteisyritys. Biohit myi osuutensa yhteisyrityksestä vuonna 2017. Vuonna 2018 Hefei osti osuuden Biohitistä ja oli tilinpäätöksen 2022 mukaan Biohitin suurin omistaja 32,9 % osuudella. Yhtiöiden välillä on aiemmin ollut erimielisyyttä jakeluyhteistyöhön liittyvän patenttilisenssisopimuksen soveltamisesta. Biohit ja Hefei solmivat alkuvuodesta 2022 uusitun monivuotisen jakelusopimuksen koskien tiettyjä GastroPanel®-tuotteita, jolloin erimielisyydet saatiin käsityksemme mukaan ratkottua. Yhteistyö Hefein kanssa tuo arviomme mukaan Biohitille merkittäviä kasvun mahdollisuuksia Kiinassa. Toisaalta vahvako riippuvuus yhdestä jakelijasta keskittää myös tähän liittyviä riskejä.

Keskisimpien tuotteiden lanseerauksia

Vuosi	Tuote
2022	GastroPanel®-sormenpääveriteesti
2021	GastroPanel®-laskimoveriteesti
2017	Acetium®-imeskelytabletti
2016	GA-map™-dysbioositesti
2015	D-vitamiinitesti
2014	Kalprotektiinitesti
2014	Aktiivinen B12-vitamiinitesti
2010	Acetium®-kapseli
2008	ColonView®-pikatesti
2007	Gastroview®-testi
2005	GastroPanel®-testi

Lähde: Biohit, Inderes

Liikevaihdon maantieteellinen jako 2022



Lähde: Biohit, Inderes

Liiketoimintamalli 5/6

Biohit kertoo rakentavansa sitoutunutta ja keskittyntä jakelija- ja partneriverkostoa sekä etsivänsä aktiivisesti uusia potentiaalisia jakelijoita. Uusia diagnostisten tuotteiden jakelijasopimuksia yhtiö tavoittelee erityisesti gastroenterologiaan erikoistuneiden jakelijoiden kanssa. Arviomme, että jakelijoiden katteet ovat alalle tyypillisesti noin 40 % myyntihinnasta.

Jakelijoihin ja lisensointiin perustuva myyntistrategia on Biohit kannalta pääomakevyttä eikä arviomme mukaan vaadi merkittäviä investointeja tai kustannusrakenteen kasvattamista. Malli mahdollistaa myös kasvun tavoittelun verrattain pienellä riskillä. Mielestämme tämä on Biohitille oikea toimintamalli verrattuna oman myyntiorganisaation rakentamiseen nykyistä merkittävästi suuremmaksi, mikä edellyttäisi raskaampaa kulurakennetta ja toisi toisaalta suurempaa kannattavuuspotentiaali riskeineen.

Biohitin strategisena tavoitteena on kasvaa laajentamalla ydintuotteiden jakeluverkostoa. Tuore esimerkki jakelun laajentamisesta ja lisensoinnista on suuren Brittiläisen terveysteknologiayhtiö Randoxin kanssa tehty sopimus. Randox on alkanut myydä GastroPaneliin® perustuvaa testiä omalla Randox Multiplex Gastrointestinal Panel -tuotenimellä. Muita esimerkkejä jakelun viimeaikaisesta laajentamisesta ovat viime vuonna solmitut kolme jakelusopimusta, jotka laajentavat Biohitin tuotteiden markkinoita Puolaan, Singaporeen ja Peruun. Acetium®-imeskelytabletin osalta

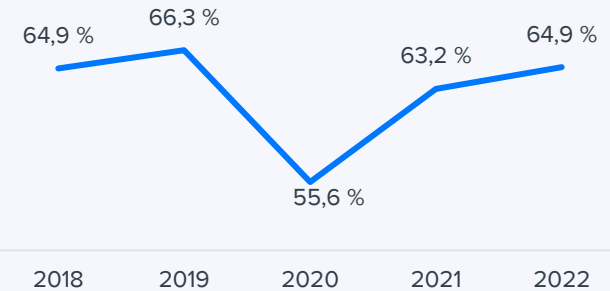
merkittävä askel oli Gebro Pharman tekemä lanseeraus Sveitsissä vuonna 2022.

Liikevaihto on defensiivistä

Arviomme mukaan Biohitin liikevaihto on luonteeltaan melko jatkuvaa, kun yhtiö onnistuu samaan asiakkaat tuotteen käyttäjiksi. Mikäli asiakkailla on luottamus tuotteiden toimivuuteen ja helppokäyttöisyyteen niiden käyttöä jatketaan arviomme mukaan mielellään. Pidemmällä aikavälillä liikevaihdon jatkuvuutta haastaa mahdollinen uusien tuotteiden kautta tuleva kilpailu, johon yhtiön täytyy pystyä vastaamaan uusia ja parempia tuotteita ja tuoteversioita kehittämällä. Tästä kehitystyöstä on saatu merkkejä uusien GastroPanel®-versioiden myötä. Toisaalta tuoteportfolio on kokonaisuutena melko iäkäs, joten tarve uusien tuotteiden tasaiselle lanseeraukselle on mielestämme selvä.

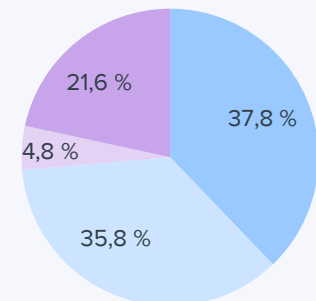
Liikevaihto on mielestämme myös verrattain suhdanteista riippumatonta, vaikka covid-pandemia aiheuttikin laajamittaisen diagnostiikan resurssien ohjautumisen covid-testaukseen. Tämä vaikutti Biohitin tuotteiden kysyntään selvän negatiivisesti vuosina 2020-2021. Toisaalta pandemia normalisoi esimerkiksi kotitestausta, mikä voi pidemmällä aikavälillä olla eduksi pikatestejä kehittäville yhtiöille. Biohitin liikevaihto on arviomme mukaan jossain määrin keskittyntä, sillä Kiinan osuus suurimpana markkinan ja yhtiön riippuvuus sen kumppaniomistaja Hefeistä luo paitsi kasvumahdollisuuksia myös riskejä.

Myyntikate-%



Lähde: Biohit, Inderes

Kustannusrakenne 2022, % kokonaiskustannuksista



■ Materiaalit ja palvelut ■ Henkilöstökulut
■ Poistot ja arvonalentumiset ■ Liiketoiminnan muut kulut

Lähde: Biohit, Inderes

Liiketoimintamalli 6/6

Acetium®-tuotteet poikkeavat arviomme mukaan diagnostisista testeistä liikevaihdon jatkuvuuden suhteen. Imeskelytablettia käytetään tupakoinnin lopettamiseen lyhyen jakson ajan, joten tuotteen kysynnän ylläpito vaatii arviomme mukaan jatkuvia markkinointiponnistuksia kuluttajille.

Myyntikate ja skaalautuvuus luo kannattavuuspotentiaalia

Biohitin myyntikate on ollut stabiili noin 65 % viime vuosina lukuun ottamatta koronavuotta 2020. Materiaalikustannukset ovat käsityksemme mukaan vähäiset tuotteen loppuhintaan nähden. Yhtiö on kertonut sen kiinteiden kustannusten olevan melko korkealla tasolla tämän hetkiseen liikevaihtoon nähden. Tämä johtuu pääasiassa TK-kustannuksista ja diagnostiikan raskaasta viranomaissäätelystä, jonka täyttämiseksi Biohit joutuu käyttämään merkittävästi resursseja. Toisaalta kiinteät kulut skaalautuvat yhtiön mukaan hyvin liikevaihdon kasvun myötä, joten Biohitillä pitäisi olla hyvät mahdollisuudet kasvattaa tulostaan liikevaihtoa nopeammin lähivuosina.

Liiketoiminta sitoo vähän pääomaa

Biohitin käyttöpääoma suhteessa liikevaihtoon on ollut laskevalla trendillä viime vuosien aikana. Arviomme, että vuonna 2022 7,4 %:n laskenut käyttöpääoman määrä heijastelee yhtiön tehostuneita prosesseja ja viitoittaa tasoa myös tuleville vuosille.

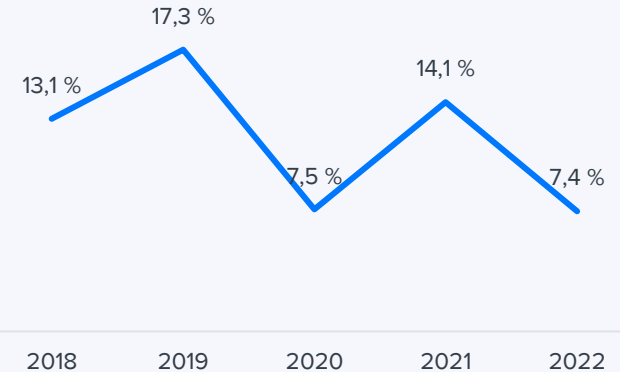
Biohitin investointitarpeet ovat arviomme mukaan

pieniä. Yhtiö hyödyntää käsityksemme mukaan tehokkaasti ulkoistettua tuotantoa. Liikevaihdon kasvu ei siten vaadi arviomme mukaan merkittäviä panostuksia uusiin tiloihin tai tuotantolaitteisiin. Jakelijoiden laaja käyttö myyntikanavissa on myös hyvin pääomakevyt ratkaisu. Myöskään rekrytointien osalta emme näe välittömiä paineita kasvattaa henkilöstöä nopeasti. Pidemmällä aikavälillä yhtiö hyötyisi mielestämme myynnin ja tuotekehityksen vahvistamisesta rekrytoinnein. Uskomme kuitenkin yhtiön viime vuosien tiukan kulukurin jatkuvan myös lähitulevaisuudessa ja rekrytointien pysyvän toistaiseksi alhaisella tasolla.

Päätösvalta yhtiössä on keskittynyttä

Mielestämme sijoittajien on hyvä tiedostaa Biohitin keskittynyt omistusrakenne. Yhtiön perustaja Professori Osmo Suovaniemi omistaa yhtiön A-osakkeista 13,4 %, joka vastaa 56,4 %:n osuutta äänimäärästä. Äänienemmistö yhtiössä on siten keskittynyt yhdelle omistajalle.

Käyttöpääoma, % liikevaihdosta



— Käyttöpääoma/liikevaihto

Lähde: Biohit, Inderes

Sijoitusprofiili

1.

Tuloskäännettä toteuttava diagnostiikkayhtiö

2.

Defensiivinen ja suuri markkina

3.

Potentiaali skaalautuvaan kasvuun lähivuosina

4.

Tulevaisuuden ennusteisiin ja tuloskäänteen toteutumiseen liittyy epävarmuutta

5.

Vahva tase ja kassavirrat antavat liikkumavaraa

Potentiaali



- Suurella markkinalla riittää kasvutilaa ja mahdollisuuksia
- Uudet GastroPanel®-pikatestit toimivat kasvukärkinä
- Mahdollisuus edelleen parantaa operatiivista suorittamista
- Mahdollisuus kasvattaa liikevoittoa liikevaihtoa nopeammin lähivuosina
- Liikevaihto on luonteeltaan defensiivistä ja asiakaspito hyvällä tasolla

Riskit



- Yhtiön resurssit ovat pienet kilpailijoihin verrattuna
- Tuotekehitykseltä vaaditaan onnistumisia tulevan kasvun rakentamiseksi nykyisen tuoteportfolion ollessa melko iäkäs
- Näkyvyys tulevaan on verrattain heikko
- Riippuvuus Kiinan markkinoista

Toimiala ja kilpailu 1/4

Biohit toimii maha-suolikanavan diagnostiikkamarkkinassa

In vitro -diagnostiikan kokonaismarkkina oli arvoltaan noin 116 mrd USD vuonna 2022 ja sen odotetaan kasvavan 4,6 %:n vauhtia lähivuosien aikana¹. Biohitille relevantti osa tästä testauksen kokonaismarkkinasta on mielestämme **maha-suolikanavan diagnostiikka**. Acetium[®]-tuotteita lukuun ottamatta Biohitin tuotteet sijoittuvat tälle markkinalle, jonka uskomme vastaavan myös Biohit tulevaa tuotekehitystä. Markkinan koko oli vuonna 2021 4,6 mrd USD ja sen odotetaan kasvavan 4,6 %:n vuotuista vauhtia (CAGR) vuoteen 2030 saakka, jolloin sen koon arvioidaan olevan 6,9 mrd USD. Maantieteellisesti suurin alue on Yhdysvallat noin 40 %:n osuudella.

Markkinoiden kokonaiskasvun ajurina toimii väestön ikääntyminen ja mahasyövän ja -tulehdusten lisääntyvä yleisyys. Myös niin sanotun vieritestauksen (eng. point-of-care testing POC) odotetaan yleistyvän, millä tarkoitetaan kliinisen laboratorion ulkopuolella toteutettavaa diagnostiikkaa. Esimerkkinä toimivat Keski-Euroopassa yleiset perhelääkärit, jotka toimivat pienissä yksiköissä ja joilla ei ole Suomen kaltaista terveyskeskusjärjestelmää tukenaan tuottamassa isomman skaalan diagnostiikkapalveluja ja testausta. Kasvua vauhdittavat lisäksi edistyneiden molekulaaristen teknologioiden tarve, uusien tuotelanseerausten myötä uudet käyttökohteet sekä tarve terveydenhuollon kustannuskasvun hallintaan oikea-aikaisesta diagnostista tietoa tuottamalla.

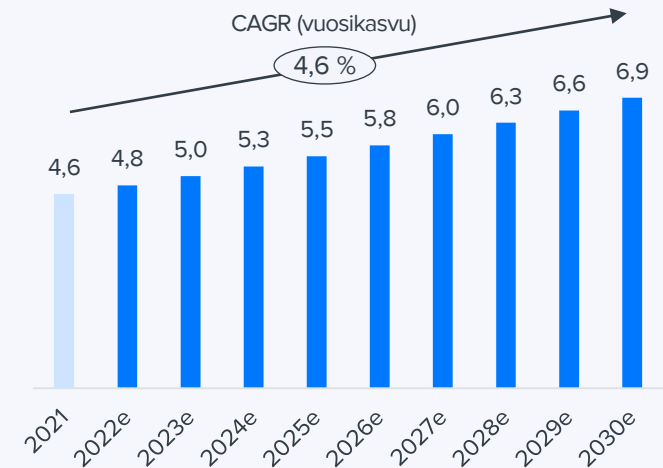
Biohitin tuotteista POC-trendiin sopii muiden pikatestien ohella erityisesti GastroPanelin[®] sormenpäáverestä tehtävä versio, kun taas ELISA-testi soveltuu paremmin tehtäväksi suuremmissa keskuslaboratorioissa.

Acetium[®]-tuotteiden markkina. Acetium[®]-imeskelytabletti sijoittuu näkemyksemme mukaan tupakoinnin lopettamista tukevien tuotteiden markkinalle. Tämä markkina oli kooltaan 20 mrd USD vuonna 2021 ja sen odotetaan kasvavan 55 mrd USD:n vuoteen 2031 mennessä (CAGR-kasvu 10,6 %)³. Suurin segmentti tässä markkinassa ovat sähkösavukkeet ja nopeiten kasvavat nikotiinin korvaustuotteet, kuten Nicorette[®]. Biohitin tärkein painopistealue on mielestämme diagnostiikka, johon keskitymme tässä osiossa tarkemmin.

Diagnostiikkamarkkinan kilpailutekijät

Arviomme mukaan diagnostiikkamarkkinan tärkeimmät kilpailutekijät liittyvät tuotteiden laatuun, toimitusvarmuuteen ja jossain määrin myös tuotemerkkiin. Diagnostisille testeillä on keskeistä niiden herkkyys ja tarkkuus (eng. sensitivity, specificity). Herkkyydellä tarkoitetaan testin kykyä tunnistaa sairaus oikein, eli niiden potilaiden osuutta, joilla on sairaus ja jotka saavat positiivisen testituloksen. Tarkkuudella puolestaan tarkoitetaan testin kykyä tunnistaa sairauden puuttuminen, eli niiden potilaiden osuutta, joiden testitulos on negatiivinen ja joilla ei ole sairautta. Testin herkkyys ja tarkkuus selvitetään tutkimuksissa ja niistä saatu tieto testin laadusta ohjaa arviomme mukaan keskeisesti asiakkaiden päätöksentekoa testin valinnassa.

Markkinoiden¹ kasvu, mrd USD



Lähde: Markets and Markets

Markkinoiden trendit



Väestön ikääntyminen



Vieritestauksen yleistyminen



Terveydenhuollon kustannusten hallinta



Uusien teknologioiden ja testien kehitys ja lanseeraukset



Mahasyövän ja -tulehdusten yleistyminen

Lähde: Grand View Research, Inderes

- 1) Markets and Markets
- 2) Grand View Research
- 3) Allied Market Research

Toimiala ja kilpailu 2/4

Diagnostisten testien markkinalle on ominaista defensiivisyys. Kun tietty testi saavuttaa vahvan aseman käyttäjäkunnassa, sen käyttö tyypillisesti jatkuu pitkään. Uusien kilpailevien tuotteiden lisäksi epävarmuus tuotteiden saatavuudessa voi arviomme mukaan olla keskeinen syy, jonka vuoksi tietty testi vaihdetaan korvaavaan testiin. Siksi korostammekin toimitusvarmuuden merkitystä kilpailutekijänä.

Diagnostiikkamarkkinat ovat mielestämme jossain määrin hintaherkkiä. Testi voidaan arviomme mukaan hinnoitella kilpailijoita korkeammalle, mikäli tuote on todistetuksi parempi esimerkiksi herkkyyden, tarkkuuden, käytettävyyden tai testin vaatiman ajankäytön suhteen. Diagnostisten testien markkina on kuitenkin arviomme mukaan verrattain kilpailtu ja tuotteille löytyy usein vastaavia vaihtoehtoja, jolloin hinnan merkitys kilpailutekijänä korostuu. Arviomme mukaan myös diagnostiikkamarkkinassa brändeillä on merkitystä ja tunnetulla tuotemerkillä ja/tai yhtiöllä on etua pieniin aloitteleviin tuotemerkeihin ja yhtiöihin nähden.

Kilpailijat ja kilpailukenttä

Kliinisen diagnostiikan alueella toimii useita suuria globaaleja yhtiöitä, kuten Abbott Laboratories, bioMérieux, Bio-Rad Laboratories, Roche, Siemens Healthineers ja Sysmex. Näiden jättien diagnostiikan liikevaihto liikkuu tyypillisesti miljardiluokassa. Nämä yhtiöt eivät kuitenkaan tyypillisesti ole fokusoituneet maha- ja suolikanavan diagnostiikkaan vaan tyypillisiä

painopisteitä ovat esimerkiksi erilaiset infektiot (kuten covid), syövät ja sukupuolitautilien testaus. Suurilla yhtiöillä kuten Siemens Healthineers:llä on kuitenkin tietojemme mukaan tarjolla GastroPanelissa® olevien yksittäisten merkkiaineiden testejä. Suuret yhtiöt pystyvät tarjoamaan tällaisia määrytyksiä erittäin kilpailukykyiseen hintaan, mutta eivät tietojemme mukaan tarjoa GastroPanelia® vastaavaa testikokonaisuutta ja kokonaisuuteen liittyvää tulosten tulkintaa raporteineen.

Keskeisimpiä tunnistamiamme kilpailijoita on SD Biosensors, joka osti holjattain Meridian Biosciences -yhtiön. SD:llä ja Meridianilla on portfolioissaan sekä perinteinen H pylor -testi että BreathID-alusta, jolla voidaan määrittää tällä hetkellä H pylor-infektio hengityksestä. Meridianin Curion-alustaa käytetään tällä hetkellä helikobakteeri- ja kampylobakteeri-infektioiden tunnistamiseen ja sen käyttöä pyritään laajentamaan jatkossa myös muihin maha- ja suolikanavan testeihin. Yhtiökaksikko on harvoja tunnistamiamme toimijoita, joilla maha- ja suolikanava on selkeästi yksi keskeisimmistä painopisteistä. Varsinkin Meridianin tulevaisuuden suunnitelmat Curion-alustan laajentamiseksi tekevät siitä mielestämme selkeän suoran kilpailijan Biohitille. Yhtiöiden lähestymistavat eroavat kuitenkin toisistaan sekä tuotteen, että mittausteknologian suhteen, joten Biohilla on mielestämme edelleen selkeät erottautumiskelijät. Meridianin fokus vaikuttaa myös olevan Biohitiä enemmän maha-suolikanavan infektioiden. Muita esimerkkejä

Biohitin kilpailijoista ja kilpailevista tuotteista on kuvattu seuraavalla sivulla.

Biohitin kilpailutekijät

Yhtiönä Biohitin kilpailutekijöihin kuuluu näkemyksemme mukaan selkeä keskittyminen maha- ja suolikanavan diagnostiikkaan, joskin Acetium®-imeskelytabletti yksittäisenä tuotteena on mielestämme jossain määrin tämän fokusalueen ulkopuolella. Keskittyminen auttaa arviomme mukaan yhtiötä rakentamaan luotettavaa brändiä asiakkailleen ja auttaa profiloitumaan jakelijoiden suuntaan. Tämän kilpailutekijän vahvuus ja sen ylläpito on mielestämme keskeisesti riippuvainen yhtiön kyvystä tehdä onnistunutta tuotekehitystä ja kaupallistaa menestyksellä uusia tuotteita ja tuoteversioita.

Näkyvyys yhtiön tuotekehityskyvykkyteen on tällä hetkellä mielestämme melko vähäinen. Biohit on tuonut hiljattain markkinoille GastroPanel®-laskimoveritestin (CE-merkintä 2021) ja sormenpääveritestin (CE-merkintä 2022). Muilta osin tuoteportfolio on kuitenkin melko vanha. Yhtiö itse vaikuttaa mielestämme erittäin luottavaiselta tuotekehityksen tulevaisuuteen ja tuotekehityspanosten oikeaan fokukseen. Tämän arviointi ulkopuolelta on kuitenkin hyvin vaikeaa, joten sijoittaja joutuu nojaamaan TK-kyvykkyuden arvioinnin suhteen tässä vaiheessa pitkälti yhtiön johdon näkemykseen.

Toimiala ja kilpailu 3/4 – maha-suolikanavan diagnostiikan kilpailijoita

Yhtiö 	Tuote 	Teknologia 
	VIDAS® H. pylori IgG	Pikatesti määrittää Helicobacter pylori IgG-vasta-aineet veriseerumista tai -plasmasta noin 40 minuutissa.
	BreathID® HP	Uloshengitysilmaasta mitattava H. pylori testi.
	Curian®	Fluoresenssiin perustuva immunomääritys-alusta, jolla voi tällä hetkellä määrittää H. pylori ja kamylobakteeri-infektioita. Alustalle on tarkoitus tuoda uusia maha- ja suolikanavan testejä.
	QIAstat-Dx® Gastrointestinal Panel	Kvalitatiivinen testi virusten, loisten tai bakteerien nukleiinihappojen analysoimiseen ulostenäytteistä potilailta, joilla epäillään maha-suolikanavan infektiota.
	LIAISON® H pylori	H. pylori IgG testi kemiluminesenssiteknologiaan (CLIA) seeruminäytteestä. Liaison-testialusta mahdollistaa myös H pylor- ja kalprotektiinimääritykset ulostenäytteestä.
	Immulite® 2000 Gastrin	Immulite 2000 Gastriini-määritys on esimerkki edullisesta kilpailevasta GastroPanel®-merkkiaineen määrytyksestä. Kilpailijat eivät kuitenkaan tietojemme mukaan tarjoa vastaavaa 4 testin kokonaisuutta tulkintoineen.
	Flurecare PGI/PGII	Immunofluoresenssiin perustuva testi pepsinogeeni I ja II –suhteen määrytykseen.
	Anti-Tissue Transglutaminase EIA	Esimerkki Biohitin pienempiä tuotteita vastaan kilpailevista määrytyksistä. Testi on tarkoitettu keliakian merkkiaineiden määrytykseen.

Toimiala ja kilpailu 4/4

GastroPanel® tuotteena on ollut markkinoilla jo vuodesta 2005 ja tutkimuskäytössä vuodesta 2001. Arviomme, että tuote on saavuttanut jossain määrin tunnettuutta tuotemerkkinä, joka osaltaan auttaa sekä ELISA-testien myynnissä että erityisesti tulevaisuudessa sormenpäáveritestin myynnissä. Käsitksemme mukaan GastroPanelin® 4 osatestiä ovat saatavissa kilpailijoilta yksittäisinä testeinä ja mahdollisesti myös edullisempaan hintaan. GastroPanel® altistuu nähdäksemme kilpailulle siltä suunnalta. Biohitin kilpailutekijänä toimii kuitenkin tuotemerkin lisäksi ainutlaatuinen 4 testin kokonaisuus ohjelmistoinen, joka suoraviivaistaa testikokonaisuuden tulkintaa ja johtopäätösten tekemistä loppukäyttäjälle testitulosten pohjalta.

Mielestämme GastroPanelin® vahvuus on ensisijaisesti helppokäyttöisenä yleistestinä mahan terveyden kartoitukseen. GastroPanelin® toimivuudesta tiettyjen sairauksien tai tautien diagnosoinnissa on kuitenkin jossain määrin hajontaa. Tuore konsensusraportti tukee GastroPanelin® mittaamien merkkiaineiden käyttöä helikobakteeri-infektion diagnosoinnissa. Toisaalta taas tieteellisissä tutkimuksissa on ollut vaihtelua GastroPanelin® kyvyssä tunnistaa atrofista gastriittia. Yhteenvetona tieteellisistä tutkimuksista tehdyssä meta-analyysissä GastroPanelin® yhdistetty herkkyys oli [70 % atrofisen korpusgastriitin tapauksista](#), mutta herkkyyden vaihteluväli tutkimuksissa oli 14-100 %. Sitä vastoin tarkkuus oli 90 %. Yhdistetty ROC-

käyrän (eng. Receiver Operating Characteristics) pinta-alaksi saatiin 0,90, mikä viittaa hyvään atrofisen gastriitin erottelukyvystä. Luku ei välttämättä ole riittävä gastrokopian tasoisen diagnoosin tekemiseen, mutta mahdollistaa käytön seulontatyökaluna jatkotutkimuksia varten.

Biohitin kilpailutekijät



Profiloituminen maha-suolikanavan diagnostiikkaan



GastroPanelin® erottuminen kilpailijoista 4 testiä yhdistävänä kokonaisuutena



GastroPanel®-tuotemerkin hyödyntäminen

Kilpailuhaitat



Pienet resurssit suhteessa kilpailijoihin



GastroPanelin® herkkyys ja tarkkuus ei yksin riitä gastrokopiatasoisen diagnoosin tekemiseen, mutta tuote soveltuu seulontatyökaluksi jatkotutkimuksia varten

Lähde: Inderes

Strategia ja taloudelliset tavoitteet 1/2

Käytännönläheistä strategiaa tullaan päivittämään lähiaikoina

Biohit kertoo valmistelevansa uutta strategiaa, jota suunnitellaan julkaistavaksi vuoden 2023 syksyllä. Tämän vuoksi yhtiön tämän hetkinen strategia koskeekin ainoastaan kuluva vuotta. Biohit tiivistää strategiansa lauseeseen ”*Innovaatioitaan hyödyntäen terveysteknologian edelläkävijäksi – perustana kannattava liiketoiminta*”.

Yhtiö on tiivistänyt strategian neljään tärkeimpään painopistealueeseen. Nämä ovat: **1) Ydintuotteiden markkinointiverkoston laajentaminen** – päämarkkina-alueina Kiina, EU, UK ja Lähi-Itä; **2) Jakeluketjun kustannusrakenteen parantaminen** – prosessien tehostus digitalisaation ja automaation avulla; **3) Laatu ja tehokkuus; 4) Tuotekehityksen tehostaminen** keskittämällä resursseja. Strategian painopisteet ovat samat kuin viime vuonna ja yhtiö kertoo panostavansa erityisesti strategian toimeenpanon tehostamiseen.

Strategian ja sen painopistealueiden ensimmäinen kohta keskittyy kasvuun ja loput kolme pääasiassa kannattavuuden parantamiseen ja toiminnan tehostamiseen. Kasvua ja erityisesti kannattavuuden parantamista painottavan strategian toteutus on vaikuttanut onnistuneen ainakin lyhyellä aikavälillä. Yhtiö on vuonna 2022 onnistunut kasvamaan yli korona-pandemiaa edeltäneen tason. Samaan aikaan myyntikate on pysynyt tasaisena henkilöstökustannusten ja liiketoiminnan muiden kulujen pysyessä

tasaisena tai jopa hieman laskevissa, mikä yhdessä poistojen pienentymisen kanssa on johtanut liiketuloksen kääntymiseen voitolliseksi.

Mielestämme kasvun tavoittelu ydintuotteisiin keskittyen ja jakeluverkostoa laajentaen on selkeä ja vähärisinen polku kasvun tavoittelemiseksi. Arviomme mukaan yhtiöllä pitäisi olla mahdollisuus saavuttaa vähintään tyydyttävää, jollei hyvää kasvua lähivuosina tällä strategialla. Erittäin voimakkaan kasvun tavoittelu ei tällä strategialla mielestämme onnistu, mutta Biohit pyrkiikin käsityksemme mukaan hallittuun ja kannattavaan, pitkäjänteiseen kasvuun. Strategiassa epäonnistuminen tältä osin ei mielestämme johtaisi merkittäviin vastoinkäymisiin vaan realisoituisi lähinnä odotuksia hitaampana kasvuna.

Jakeluketjun tehostaminen on ollut yhtiön strategisena painopistealueena jo muutaman vuoden ajan. Biohit vaikuttaakin tunnistaneen selvän tarpeen jakeluketjujen tehostamiseen ja tehneen työtä sen eteen jo jonkin aikaa. Muut kannattavuuteen liittyvät painopistealueet ovat olleet strategiassa vuodesta 2022. Kuten kasvun osalta, myös kannattavuuteen liittyvä strateginen kehittäminen vaikuttaa olevan tiiviisti sidoksissa yhtiön ydintoimintaan ja keskittyy kehittämään yhtiön ydinprosesseja paremmiksi. Strategian toimet kannattavuuden parantamiseksi auttavat mielestämme yhtiötä tukemaan kasvun skaalautuvuutta. Varsinainen liikevoiton kasvattaminen nojaa mielestämme selvästi kuitenkin liikevaihdon kasvattamiseen tehokkuusparannusten tukiessa kannattavuutta.

Yhtiö on tuonut lisäväriä strategian viestintään

tuoreessa [johdon kirjoituksessa](#). Tekstissä Biohit kuvataan käänneyhtiöksi, jonka käännevaiheen ensimmäinen vaihe, eli tuloskäännne on jo toteutettu. Toinen vaihe, eli liikevaihdon ja tuloksen skaalaaminen on aloitettu. Kolmas vaihe on pitkän tähtäimen kannattavuuden varmistaminen ja se on yhtiön mukaan keskeinen osa tulevaa strategiapäivitystä. Nykyisestä strategiasta puuttuu mielestämme juuri pidemmän aikavälin tavoitteellisuus. Uskomme kuitenkin, että myös pitkän aikavälin tavoitteisiin saadaan selkeyttä syksyn strategiapäivityksen myötä.

Taloudelliset tavoitteet

Biohit ohjeistaa vuodelle 2023 liikevoiton kasvua edellisvuoden 1,1 MEUR:sta. Pidemmän aikavälin oheistusta tai taloudellisia tavoitteita yhtiö ei anna. Tavoitteiden toteutumisen riskit liittyvät yhtiön mukaan ensisijaisesti korkeaan inflaatioon ja globaalin talouskasvun heikkenemiseen. Kustannusten edelleen jatkuva nousu haastaa mielestämme Biohitin kannattavuutta, mutta tavoitteen saavuttaminen vaikuttaa mielestämme mahdolliselta. Globaalin talouskasvun heikkenemistä pidämme puolestaan pienempänä riskinä Biohitin liikevaihdon ollessa arviomme mukaan defensiivistä ja kasvun riippuvan enemmän yhtiön omasta suoriutumisesta makrotalouden ympäristön muutoksiin verrattuna. Tavoitteen toteutuminen ei mielestämme ole kuitenkaan itsestään selvää, sillä vertailukaudella 2022 yhtiö sai Hefein kanssa tehtyyn sopimukseen liittyviä lisenssituloja, jotka tukivat merkittävästi vertailukauden liikevoittoa.

Strategia ja taloudelliset tavoitteet 2/2 – SWOT



Vahvuudet

- Selkeä strategia, joka nojaa liiketoiminnan perusasioiden parantamiseen ja kehittämiseen
- Keskittyminen maha-suolikanavan diagnostiikkaan
- Alustavat näytöt toiminnan onnistuneesta tehostamisesta
- Vahva tase tuo selkänöjää ja liikkumavaraa tulevaisuudessa



Mahdollisuudet

- Lyhyellä aikavälillä mahdollisuus saavuttaa pysyvä vakaa kannattavuus
- GastroPanelin® uudet tuoteversiot tuovat kasvumahdollisuuksia
- Nykyisestä tuoteportfoliosta on mielestämme realisoitumatonta lisäpotentiaalia
- Tuotekehityksessä onnistuminen on keskeistä pidemmän aikavälin menestykselle



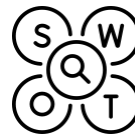
Heikkoudet

- Pienet resurssit suhteessa kilpailijoihin
- Näkyvyys liikevaihdon ja tuloksen kehitykseen
- Jossain määrin iäkäs tuoteportfolio
- Acetium®-tuotteet sijoittuvat kuluttajasegmenttiin ja emme ole täysin vakuuttuneita niiden strategisesta sopivuudesta yhtiölle



Uhat

- Nykyisen tuoteportfolion vanheneminen ja sen kilpailukyvyyn menetys
- Uusien tuotteiden kehityksen epäonnistuminen
- Riippuvuus Kiinan markkinasta
- Tuotteiden jääminen heikkoon asemaan jakelijoiden portfolioissa



Taloudellinen tilanne 1/2

Tulos on ollut tappiollinen, mutta muutoksia käännteestä on nähtävissä

Biohit kasvatti liikevaihtoaan pääasiassa nesteannostelijoiden tukemana noin 40 MEUR:oon vuoteen 2011 mennessä, jolloin nesteannosteluliiketoiminta myytiin. Myymisen seurauksena diagnostiikkaan keskittyneen yhtiön liikevaihto laski 2 MEUR:oon, josta se on kasvanut nykyiseen 11 MEUR:oon (2013-2022 CAGR 18 %). Kasvu on ollut lähes jatkuvaa lukuun ottamatta pandemiasta aiheutuneita sulkuja, jotka ohjasivat diagnostiikan käyttöä vahvasti covid-testaukseen ja laskivat Biohitin liikevaihtoa vuonna 2020. Viime vuonna liikevaihto ylitti pandemiaa edeltäneen tason. Liiketoiminta on ollut pääosin tappiollista arviomme mukaan kustannuksiin suhteutettuna alhaisen liikevaihdon, suurten kiinteiden kulujen ja poistojen vuoksi. Vuoden 2017 voitollisuutta selittää irtautuminen Kiinan yhteisyrityksestä. Viime vuonna liiketulos kääntyi kuitenkin voitolliseksi (1,1 MEUR). Käänteen takana oli arviomme mukaan liiketoiminnan prosessien kehittäminen, uudistettu Kiinan jakelusopimus ja poistojen väheneminen.

Kustannusrakenne

Biohitin kustannustaso kokonaisuudessaan on hieman keventynyt viime vuosina huolimatta liikevaihdon kasvusta. Kustannukset laskivat 2019 vuoden 11,6 MEUR:sta 2022 vuoden 10,5 MEUR:oon. Laskua selittävät poistojen pieneneminen ja liiketoiminnan muiden kulujen lasku. Poistot pienenivät noin 1,5 MEUR:illa, kun Kiinan yhteisyrityksen myyntiin liittyvät patenttien poistot loppuivat vuonna 2021.

Biohitin myyntikate on pysynyt vakaana

(pandemiaa lukuun ottamatta) noin 65 %:ssa. Materiaalien ja palveluiden suhteellinen osuus kustannuksista vuonna 2022 oli 38 %. Henkilöstön määrä on pysynyt viime vuosina hyvin vakaana 44-46 henkilössä ja se oli 45 vuoden 2022 lopussa. Henkilöstökulujen suhteellinen osuus kustannuksista oli 36 %. Yhtiön viime vuosien kulukuri näkyy mielestämme selkeimmin liiketoiminnan muissa kuluissa, jotka ovat laskeneet viime vuosien aikana ja olivat viime vuonna 20 % liikevaihdesta.

Poistot ovat viime vuosina olleet 17-19 % liikevaihdesta, mutta ne laskivat alhaiselle 5 %:n tasolle vuonna 2022. Biohit on kertonut aktivoivansa tuotekehityskustannuksia jatkossa taseeseen, jolloin poistojen voidaan odottaa ajan myötä taas kasvavan. Aktivointi johtaisi lyhyellä aikavälillä tuloslaskelmassa TK-kustannusten alentumiseen ja siten liikevoiton kasvuun. Kassavirtavaikutusta tällä ei kuitenkaan olisi. Pidemmällä aikavälillä taseeseen aktivoidut kustannukset kasvattavat poistoja siinä vaiheessa, kun kehitetyt uudet tuotteet tulevat markkinoille ja alkavat kerryttää liikevaihtoa. Kasvatavat poistot siis vaikuttavat keskipitkällä aikavälillä liikevoittoon laskevasti ilman kassavirtavaikutusta.

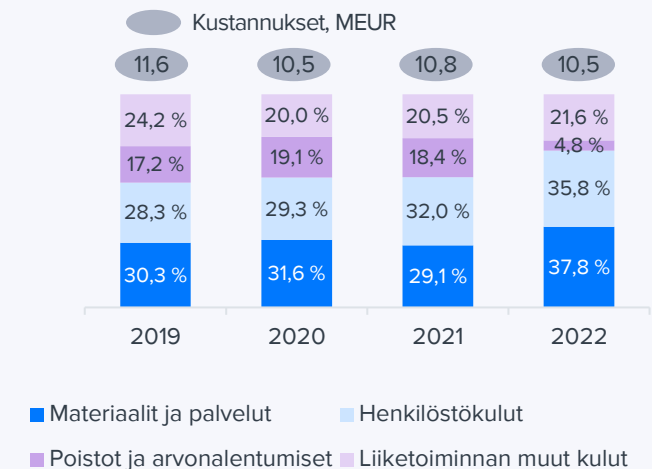
Kassavirta

Biohitin liiketoiminnan rahavirta on ollut viime vuosina lähellä nollaa. Operatiivinen rahavirta on ollut liikevoittoon parempaa johtuen liikevoittoon rasittavista suurista poistoista. Yhteisyritys Hefein myyntiin liittyvän patentin poistot olivat noin 1,5 MEUR:n vuositasolla ja ne loppuivat vuoteen 2021.

Liikevaihto ja -voitto, MEUR



Kustannusrakenne, % operatiivisista kuluista



Taloudellinen tilanne 2/2

Vuonna 2022 rahavirta kääntyi selvästi positiiviseksi (1,8 MUR), mikä selittyi liiketoiminnan käännteellä – erityisesti kasvaneella myynnillä Hefeille ja lisenssituloilla.

Kassan muutos vuonna 2022 oli 1,0 MEUR positiivinen liiketoiminnan rahavirran kääntymisen ansioista. Yhtiö ei ole tehnyt viime vuosina merkittäviä investointeja ja niiden rahavirran muutokset ovatkin olleet verrattain pieniä. Rahoituksen rahavirta on ollut lievästi (0,2-0,3 MEUR) negatiivinen 2019-2022.

Tase on hyvin vahvassa kunnossa

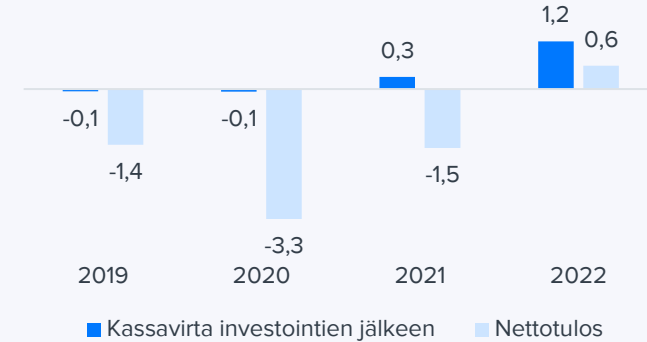
Taseen vastaavaa puoli koostuu valtaosin rahoista ja pankkisaamisista (6,2 MEUR), jotka ovat yhtiön kokoluokkaan ja rahavirtaan nähden mittavat antaen yhtiölle runsaasti liikkumavaraa. Aineettomia hyödykkeitä ei käytännössä taseessa ole ja aineellinen omaisuus koostuu valtaosin käyttöomaisuuseristä. Biohit on tähän saakka käsitellyt TK-kustannukset tuloslaskelmassa. Arviomme kuitenkin, että yhtiö voi alkaa aktivoida TK-kustannuksia jatkossa taseeseen, joten aineettomien hyödykkeiden ja toisaalta niiden poistojen voidaan olettaa kasvavan tulevaisuudessa. Aineellista omaisuutta on myös vähän 1,1 MEUR. Vaihto-omaisuus on 0,9 MEUR, eli 8,4 % liikevaihdosta. Suhde on arviomme mukaan liiketoiminnan luonteeseen ja kokoluokkaan nähden tyyppillisellä tasolla. Saamiset olivat 2,8 MEUR, eli 25 % liikevaihdosta. Luku on yhtiön historiaan nähden normaalilla tasolla, sillä saamisten suhteellinen osuus

liikevaihdosta on vaihdellut 20-30 %:n välillä.

Taseen vastattavaa puolella oma pääoma oli tuoreimman tilinpäätöksen mukaan 7,5 MEUR. Korolliset velat olivat 0,9 MEUR, jotka koostuivat vuokrasopimusveloista. Korottomat velat olivat 2,6 MEUR ja ne koostuivat pääosin 1,4 MEUR:n siirtovelosta ja 0,7 MEUR:n ostovelosta. Yhtiön omavaraisuusaste oli vuoden lopussa 68,7 % ja nettovelkaantumisaste -69,8 %.

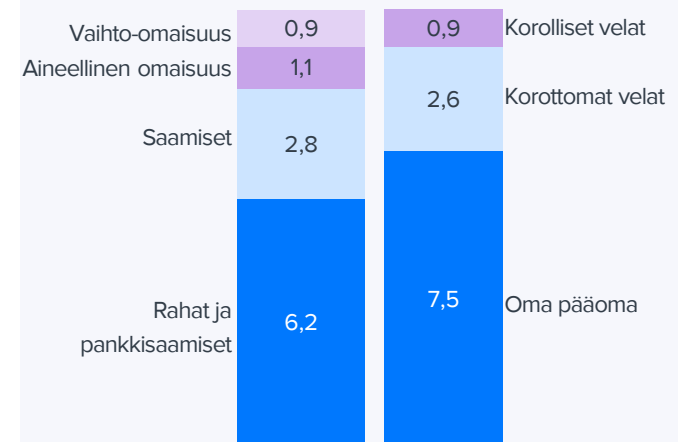
Biohitin tase onkin mielestämme erittäin vahvassa kunnossa. Yhtiön ohjeistus ja ennusteemme huomioon ottaen emme näe että sijoittajilla olisi huolenaihetta rahoitusriskien suhteen myöskään lähivuosina. Vahva tase antaa yhtiölle mielestämme mahdollisuuden osinkojen maksuun. Biohit ei kuitenkaan ole kertonut suunnitelmista maksaa osinkoa. Vahva tase mahdollistaisi myös Biohitin kokoluokassa verrattain mittavan yritysjärjestelyn toteuttamisen. Näkyvyyttä yhtiön pääoman allokaatioon ei tällä hetkellä juuri ole, mutta uskomme Biohitin ottavan asiaan kantaa tulevassa syksyn strategiapäivityksessään.

Liiketoiminnan kassavirta investointien jälkeen ja nettotulos, MEUR



Lähde: Biohit, Inderes

Tase 2022 lopussa, 11 MEUR



Lähde: Biohit, Inderes

Ennusteet 1/3

Ennusteiden näkyvyys heikkenee lähivuosien jälkeen

Ennustemme nojaavat kolmeen keskeiseen oletukseen: 1) GastroPanel®-tuotteiden myynti on selvästi keskeisin liikevaihdon ajuri; 2) GastroPanelin® uudet tuoteversiot ja yhtiön keskittyminen myynnin edistämiseen johtaa markkinoita nopeampaan kasvuun ja pysyvään kannattavuuskäänteeseen lähivuosina; 3) yhtiö onnistuu keskipitkällä ja pitkällä aikavälillä tuotekehityksessään ja onnistuu siten ylläpitämään markkinoiden tasoista kasvua.

Näkyvyys yhtiön liiketoiminnan lähiaikojen kehitykseen on mielestämme kohtalainen, mutta heikkenee nopeasti keskipitkällä aikavälillä. Esimerkiksi yhtiölle keskeisten Kiinan markkinoiden kehitys on vaikeasti ennustettavaa. Tuoreimman tilinpäätöksen mukaan Hefein kautta tullut liikevaihto Biohitille oli 4,5 MEUR, eli 41 % liikevaihdosta. Biohitin menestys näillä markkinoilla riippuu ratkaisevasti sen kumppanin Hefein onnistumisista ja Biohitin oma vaikutusmahdollisuus Kiinan markkinoilla menestymiseen on rajallinen. Biohit raportoi kaikki tuotteensa yhtenä segmenttinä, joten yksittäisten tuotteiden merkitystä yhtiön nykyiselle suorituskyvylle on vaikeaa eritellä. Yhtiön kertoman mukaan GastroPanel®-tuotteet ovat kuitenkin keihäänkärkituotteita, jonka lisäksi yhtiö on painottanut Acetium®-tuotteiden merkitystä.

Odotamme maltillista kasvua uusien GastroPanel®-tuotteiden ajamana

Biohit ei anna tällä hetkellä liikevaihto-ohjeistusta eikä raportoi yksittäisten tuotteidensa liikevaihtoa. Liikevaihdon mallinnuksemme perustuu markkinoiden yleiseen kasvuvauhtiin ja oletukseen Biohitin markkinoita hieman nopeammasta kasvusta lähivuosina uusien GastroPanel®-tuotteiden myynnin tukemina. Arvioimme myös, että yhtiön jo alkanut ja edelleen jatkuva myynnin tuominen toiminnan keskiöön parantaa operatiivista suorittamista ja tukee liikevaihtoa lähivuosina.

Odotamme liikevaihdon 2023 olevan lähes edellisvuoden tasolla 11,3 MEUR:ssa (+3,2 % vs 2022). Kasvun ajureina toimii GastroPanelin® myynti, joka kärsi yhtiön kertoman mukaan vertailukaudella toimitusvaikeuksista. Odotammekin toimitusvaikeuksien nyt väistyvän ja tukevan myyntiä. Biohit kertoi myös viime tilinpäätöksessään pikatestien kasvaneen noin 30 % ja odotammekin myös muiden tuotteiden tukevan kokonaisliikevaihdon kasvua.

Seuraavien vuosien 2024-2025 liikevaihtoennustemme on 12,6 ja 13,9 MEUR, mikä vastaa 12 %:n ja 11 %:n vuosittaista kasvua. Ennustemme perustuu arvioon erityisesti GastroPanel®-pikatestien kasvavasta myynnistä sekä yhtiön työstä jakeluketjujen kasvattamiseksi ja optimoimiseksi. Odotamme myös muiden pikatestien ja Acetium®-tuotteiden tukevan kokonaisuutta.

Ennusteiden epävarmuustekijöitä



Mahdollisuus

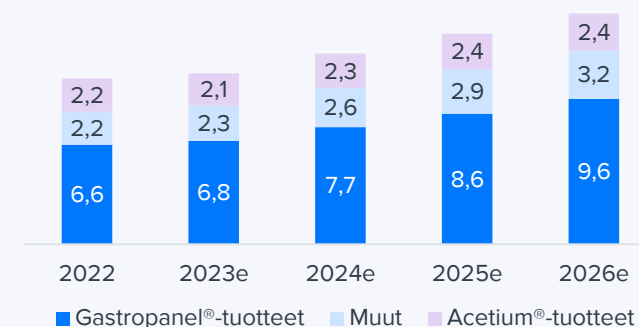


Riski

GastroPanel®-tuotteet	Pikatestien vahva kasvu; suositukset GastroPanel®-merkkiaineiden käytössä diagnostiikassa	ELISA-testin elinkaaren loppuminen; Epäonnistuminen Kiinan markkinoilla
Acetium®-tuotteet	Kasvava jakelu ja lisääntyvä tunnettuus lisäävät myyntiä; arvon vapautuminen myymällä tuoteperhe	Myyntin taantuminen kilpailun ja Biohitin pienten resurssien seurauksena
Muut	Uudet tuotteet ja pikatestien myynnin kasvu	Tuotekehityksen ja lanseerausten epäonnistuminen

Lähde: Inderes

Tuoteryhmäkohtainen liikevaihto¹, MEUR



1) Inderesin arvio

Ennusteet 2/3

Arvioimme diagnostiikka-tuotteiden kasvavan Acetium-tuotteita nopeammin uusien GastroPanel®-tuotteiden ajamina. Pidemmällä aikavälillä odotamme liikevaihdon kasvun myötäilevän markkinoiden kasvua ja hidastuvan asteittain odottamamme terminaalikasvun 2,5 % tasolle. Pidemmällä aikavälillä markkinakasvun tason saavuttaminen edellyttää mielestämme Biohitiltä tuotekehityksen onnistumista, joka johtaisi tasaiseen uusien ja relevanttien tuotteiden markkinoille tuomiseen ja siten yhtiön tuotekilpailukyvyyn ylläpitoon.

Tulos kasvaa ennusteessamme liikevaihdon ja kulukontrollin tukemana

Liikevoittoennusteemme kuluvalle vuodelle on 1,2 MEUR, mikä vastaa hienoista kasvua vertailukauteen nähden. Ennusteemme on pitkälti linjassa yhtiön oman ohjeistuksen kanssa, joka on liikevoiton paraneminen viime vuoden 1,1 MEUR:sta.

Ennusteemme taustalla on odotus liikevaihdon hyvästä kehityksestä sekä kulujen tiukka hallinta. Mielestämme Biohit on korostanut viestinnässään odotusten hallintaa ja on välttänyt ylisuurten odotusten luomista sijoittajille. Tämä lisää osaltaan luottamustamme yhtiön omaan ohjeistukseen. Arviomme mukaan yhtiön kustannusrakenteen arviointi on liikevaihdon kehityksen arviointia luotettavampaa, joten ratkaisevin tekijä ennusteemme osuvuudelle on mielestämme liikevaihdon kehitys. Vuosina 2024-2025 odotamme liikevoiton kehittyvän edelleen positiivisesti liikevaihdon kasvun ja edelleen

jatkuvan kustannusten hallinnan kautta. Ennusteemme 2024 on 1,6 MEUR ja vuodelle 2025 2,1 MEUR.

Odotamme yhtiön myös aktivoivan osan tuotekehityskustannuksistaan taseeseen, mikä vaikuttaa lähivuosina kustannustasoa laskevasti ja liikevoittoa nostavasti. Kassavirtavaikutusta tällä ei kuitenkaan ole.

Kustannukset hallinnassa

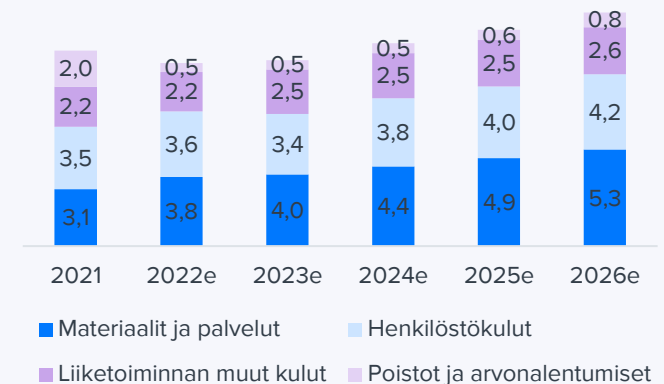
Biohitin myyntikate on historiallisesti ollut varsin vakaa vaihdellen hieman noin 65 %:n molemmin puolin. Poikkeuksena kate laski koronasulkujen myötä 2020, kun diagnostiikkamarkkinan painopiste siirtyi voimakkaasti covid-testaukseen osittain muun diagnostiikan kustannuksella. Ennustamme myyntikatteen pysyvän vakaana 65 %:ssa. Korkeaa myyntikatetta tukevat alhaiset materiaalikustannukset myyntihintaan nähden sekä yhtiön vähäinen ulkoisten palveluiden tarve. Arvioimme mukaan Biohitin tuotanto on verrattain tehokasta eikä yhtiöllä ole mahdollisuuksia myyntikatteen merkittävään parantamiseen nykytasolta.

Henkilöstökustannusten osalta odotamme maltillista yhden henkilön lisärekrytointia vuosittain lähivuosina. Arvioimme Biohitin rekrytoivan uutta henkilöstöä varsin maltillisesti perustuen sen kannattavuutta korostavaan strategiaan ja arviomme yhtiön nykyisestä riittävästä kapasiteetista. Biohit on kertonut sen kustannusrakenteen olevan yhtiön kokoluokkaan nähden raskas alaan liittyvästä regulaatiosta johtuen.

Liikevaihto- ja voitto, MEUR



Operatiivisten kustannusten kehitys, MEUR



Ennusteet 3/3

Yhtiö kuitenkin katsoo, että pitkällä aikavälillä tämä henkilöstöresurssi skaalautuu hyvin myös suurempaan liikevaihtoon, mikä rajaa osaltaan rekrytointitarpeita. Odotamme työntekijäkohtaisten kustannusten kasvavan 3 % vuodessa, mikä vastaa karkeasti viimeaikoina tehtyjä sopimuksia palkkojen kehityksestä. Liiketoiminnan muiden kulujen odotamme kasvavan maltillisesti viime vuosien viitoittamalta tasolta noin 6 % vuosittain. Liiketoiminnan muut kulut painottuvat hieman kausiluontoisesti H2:n puolelle, kuten yhtiön historiassa on tapahtunut.

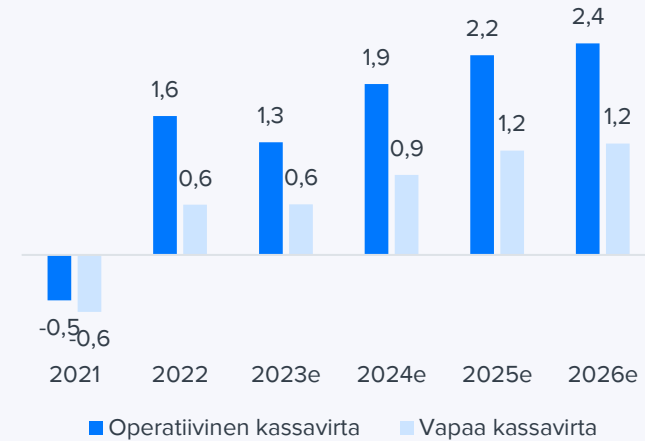
Poistojen odotamme olevan historiallista tasoa alhaisemmat, sillä Biohitin Kiinan patenteihin liittyvät poistot loppuivat H2'21. Arviommekin nykyisen poistotason olevan noin 0,5 MEUR vuodessa vuoden 2022 toteumaa vastaavasti. Tulevaisuudessa odotamme poistojen kasvavan muita kustannuksia nopeammin erityisesti vuodesta 2026 alkaen, kun odotamme TK-aktiivointien poistojen kiihtyvän. Toisaalta lisääntyvät poistot vaikuttavat laskevasti arviomme muiden kulurivien kasvusta lähivuosina.

Positiiviset kassavirrat ja vahva tase mahdollistaisivat osingonmaksun

Biohitin operatiivinen kassavirta kääntyi selvästi voitolliseksi vuonna 2022. Käänteeseen taustalla on arviomme mukaan osittain Hefein kanssa tehtyyn jakelusopimukseen liittyvät lisenssimaksut, mutta myös yhtiön operatiivinen toiminnan parantaminen. Yhdistettynä yhtiön jo nyt vahvaan

taseeseen Biohitillä on mielestämme hyvät edellytykset osingon maksulle, jota odotamme 2024 alkaen 0,05 euroa osakkeelta. Biohit ei kuitenkaan ole ohjeistanut osingosta tai antaneensa strategiassaan viitteitä osingon maksusta. Osingonmaksu ja sen kehitys onkin epävarmaa ja riippuu keskeisesti yhtiön tulevista strategisista valinnoista ja pääoman kohdentamisesta.

Kassavirtojen kehitys, MEUR



Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	H1'21	H2'21	2021	H1'22	H2'22	2022	H1'23e	H2'23e	2023e	H1'24e	H2'24e	2024e	2025e	2026e
Liikevaihto	4,0	5,4	9,4	6,1	4,9	11,0	5,8	5,5	11,3	6,4	6,2	12,6	13,9	15,2
Käyttökate	-0,2	0,7	0,5	1,5	0,1	1,6	1,1	0,7	1,7	1,3	0,8	2,1	2,6	3,1
Poistot ja arvonalennukset	-1,0	-1,0	-2,0	-0,2	-0,3	-0,5	-0,3	-0,3	-0,5	-0,3	-0,3	-0,5	-0,5	-0,8
Liikevoitto ilman kertaerää	-1,2	-0,3	-1,5	1,3	-0,2	1,1	0,8	0,4	1,2	1,0	0,5	1,6	2,1	2,3
Liikevoitto	-1,2	-0,3	-1,5	1,3	-0,2	1,1	0,8	0,4	1,2	1,0	0,5	1,6	2,1	2,3
Nettorahoituskulut	0,0	0,2	0,2	-0,2	-0,1	-0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Tulos ennen veroja	-1,2	-0,1	-1,3	1,1	-0,2	0,9	0,8	0,4	1,2	1,0	0,5	1,6	2,1	2,3
Verot	0,0	-0,2	-0,2	-0,2	-0,1	-0,3	-0,1	-0,1	-0,2	-0,1	-0,1	-0,2	-0,4	-0,5
Nettotulos	-1,2	-0,3	-1,5	0,9	-0,3	0,6	0,7	0,3	1,0	0,9	0,4	1,4	1,7	1,8
EPS (raportoitu)	-0,08	-0,02	-0,10	0,06	-0,02	0,04	0,05	0,02	0,07	0,06	0,03	0,09	0,11	0,12

Tunnusluvut	H1'21	H2'21	2021	H1'22	H2'22	2022	H1'23e	H2'23e	2023e	H1'24e	H2'24e	2024e	2025e	2026e
Liikevaihdon kasvu-%		-24,7 %	31,4 %	52,5 %	-9,5 %	17,0 %	-4,9 %	13,4 %	3,2 %	10,0 %	13,0 %	11,5 %	10,5 %	9,5 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%		-91,2 %	-53,4 %	-208,3 %	-38,6 %	-176,2 %	-37,7 %	-345,5 %	9,2 %	28,2 %	25,1 %	27,1 %	34,3 %	8,2 %
Käyttökate-%	-5,0 %	13,2 %	5,4 %	24,6 %	2,2 %	14,7 %	18,3 %	12,2 %	15,3 %	20,2 %	12,6 %	16,5 %	18,5 %	20,3 %
Oikaistu liikevoitto-%	-30,0 %	-5,2 %	-15,8 %	21,3 %	-3,5 %	10,3 %	14,0 %	7,7 %	10,9 %	16,3 %	8,5 %	12,4 %	15,1 %	14,9 %
Nettotulos-%	-30,0 %	-5,6 %	-16,0 %	14,8 %	-6,2 %	5,5 %	12,2 %	5,9 %	9,1 %	14,7 %	6,9 %	10,8 %	12,1 %	11,9 %

Lähde: Inderes

Tase

Vastaavaa	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Pysyvät vastaavat	0,6	1,1	1,3	1,8	2,4
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aineettomat hyödykkeet	0,1	0,0	0,1	0,4	1,0
Käyttöomaisuus	0,4	1,0	1,1	1,3	1,3
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
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	9,0	9,9	10,4	11,5	12,0
Vaihto-omaisuus	0,8	0,9	0,9	0,9	1,0
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	2,7	2,8	2,7	2,8	2,8
Likvidit varat	5,5	6,2	6,8	7,7	8,2
Taseen loppusumma	9,6	11,0	11,7	13,3	14,3

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Oma pääoma	7,4	7,6	8,6	10,0	10,9
Osakepääoma	2,4	2,4	2,4	2,4	2,4
Kertyneet voittovarot	1,0	1,8	2,8	4,2	5,1
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	-1,1	-1,7	-1,7	-1,7	-1,7
Muu oma pääoma	5,1	5,1	5,1	5,1	5,1
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	0,1	0,6	0,6	0,6	0,7
Laskennalliset verovelat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Varaukset	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
Lainat rahoituslaitoksilta	0,2	0,7	0,7	0,7	0,8
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	2,1	2,9	2,5	2,7	2,8
Lainat rahoituslaitoksilta	0,0	0,3	0,3	0,3	0,3
Lyhytaikaiset korottomat velat	2,1	2,6	2,3	2,4	2,5
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	9,6	11,0	11,7	13,3	14,3

Arvonmääritys ja suositus 1/3

Arvonmääritys nojaa tuloskerroimiin kertoimiin ja kassavirtalaskelmaan

Arviomme mukaan Biohit arvonluonti perustuu lyhyellä aikavälillä toiminnan tehostamisen tuomaan tulosparannukseen ja GastroPanel®-pikatestien sekä Kiinan jakelusopimuksen tuomaan kasvuun. Pidemmällä aikavälillä arvonluonti nojaa nykytuotteiden myynnin kasvun ohella tuotekehityksen onnistumiseen ja uusien tuotteiden kaupallistamiseen. Näkyvyys Biohitin liiketoiminnan kehitykseen on lyhyellä aikavälillä mieleltämme kohtalainen perustuen liiketoiminnan defensiiviseen luonteeseen ja vakaaseen tuoteportfolioon, mikä heijastuu myös arvonmäärityksen luotettavuuteen. Keskipitkällä aikavälillä näkyvyys heikkenee ja arvonmäärityksen virhemarginaali kasvaa tulevaisuuden nojatessa entistä enemmän uusiin tuotelanseerauksiin, joihin ei vielä ole näkyvyyttä. Menetelmien puolesta arvonmäärityksemme nojaa ensisijassa tuloskerroimiin, joita tukee liikevaihtoperusteinen EV/S-kerroin ja kassavirtalaskelma DCF.

Tuloskerroimet ovat kasvuun ja kannattavuuspotentiaaliin nähden maltillisia

Biohit P/E-kertoimet ovat 26x ja 20x vuosille 2023-2024. Yhtiön arvostusta kuvaa kuitenkin paremmin mielestämme suuren nettokassan huomioiva EV/EBIT-kerroin, joka on kuluvalle vuodelle 17x ja ensi vuodelle 13x. Kertoimet laskevat edelleen nopeasti tulevina vuosina, joskin heikohkon näkyvyyden vuoksi ennusteiden luotettavuus kärsii pidempää aikaväliä arvioitaessa. Siksi nojaamme kerrointarkastelussa pääasiassa 2023-2024 kertoimiin. Pidämme

kertoimia varovaisen edullisina, kun huomioidaan ennustamme kasvunopeus, kysynnän defensiivisyys ja keskipitkän aikavälin potentiaali kannattavuuden parantamiseen. Kannattavuuspotentiaalia viitoittaa kypsän vaiheen diagnostiikkayhtiöiden vuoden 2022 liikevoittoprosentti 17,1 % (Bloomberg Global In Vitro Diagnostic Competitors -indeksin yhtiöt). Yhtiön omaan historiaan kertoimia ei voida verrata liiketoiminnan tappiollisuuden vuoksi.

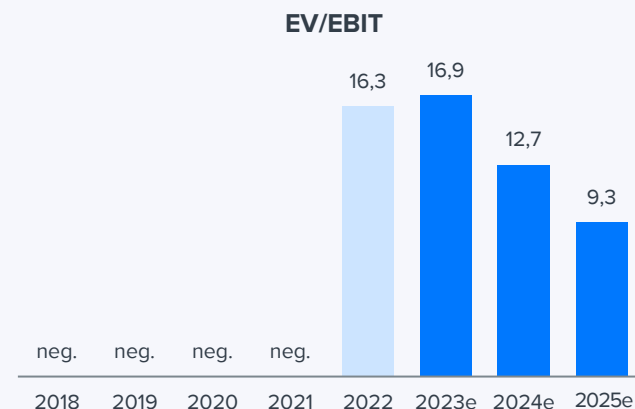
Kertoimet ovat edullisia kypsemmän kehitysvaiheen verrokeihin nähden

Verrokkiyhtiöistä on vaikeaa löytää täysin sopivia listattuja yhtiöitä avuksi Biohitin arvonmäärityksessä. Pohjoismaiset diagnostiikkatestiyhtiöt ovat pääosin kehityksessään joko TK-vaiheessa tai varhaisessa kaupallistamisvaiheessa. Yhtiöt ovat siten tappiollisia tai niillä ei ole vielä lainkaan liikevaihtoa. Suurten kansainvälisten diagnostiikkayhtiöiden (Abbott, Biomerieux, Bio-Rad, DiaSorin ja Qiagen) 2023 vuoden EV/EBIT-kertoimet ovat 18-22x ja ensi vuodelle 16-21x. Biohitin kertoimet ovat siis kuluvalle vuonna niukasti alle verrokkihaarukan alalaidan ja painuvat 2024 ennusteillamme noin 30 % verrokkihaarukan keskiarvon alle. Tämä verrokkijoukko on Biohitiin verrattuna liiketoiminnaltaan selvästi suurempaa, vakaampaa, ennustettavampaa ja ainakin toistaiseksi paremmin kannattavaa. Siksi Biohitin kertoimien tuleekin mielestämme olla verrokkien alapuolella. Vuoteen 2024 katsottaessa alennus muodostuu mielestämme melko suureksi ja viittaa Biohitin osakkeen varovaisen houkuttelevaan hinnoitteluun.

Tunnuslukujen yhteenveto

Arvostustaso	2023e	2024e	2025e
Osakekurssi	1,78	1,78	1,78
Osakemäärä, milj. kpl	15,0	15,0	15,0
Markkina-arvo	27	27	27
Yritysarvo (EV)	21	20	20
P/E (oik.)	25,9	19,5	15,9
P/E	25,9	19,5	15,9
P/Kassavirta	47,2	29,8	22,9
P/B	3,1	2,7	2,5
P/S	2,4	2,1	1,9
EV/Liikevaihto	1,8	1,6	1,4
EV/EBITDA (oik.)	12,0	9,6	7,6
EV/EBIT (oik.)	16,9	12,7	9,3
Osinko/tulos (%)	0,0 %	55,1 %	53,6 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	2,8 %	3,4 %

Lähde: Inderes



Arvonmääritys ja suositus 2/3

Liikevaihtoperusteisesti osake on edullinen historiaan ja verrokkeihin nähden

Biohitin liikevaihtoperusteinen EV/S-kerroin kuluvalle vuodelle on 1,8x ja se laskee vuonna 2024 1,6x:n. Kertoimet ovat selvästi alle yhtiön omien lähihistoria kertoimien, joiden 2018-2022 mediaani on 3,6x. Hinnoittelu yhtiön omaan historiaan nähden on edullista varsinkin, kun otetaan huomioon nykyinen orastava tulostakäänne. Edellisessä kappaleessa mainittujen suurempien ja kypsempien verrokkeiden (Abbott, Biomerieux, Bio-Rad, DiaSorin ja Qiagen) kertoimet ovat 3,0x-5,2x vuodelle 2023 ja 2,9x-4,9x vuodelle 2024.

Tarkastelemme EV/S-kerrointa myös suhteessa suurten verrokkiyhtiöiden pitkän aikavälin arvostukseen nähden. Bloomberg Global In Vitro Diagnostic Competitors -indeksin yhtiöiden EV/S-kerrointen mediaani viimeisen vuosikymmenen ajalta on 3,0x ja viimeisimmän tilinpäätöksen 2022 lukujen pohjalta 3,2x. Huomautamme, että kyseinen saatavissa oleva data on edellisen 12 kuukauden liikevaihtoon perustuvaa, joten ennusteisiimme perustuvat kertoimet eivät siten ole täysin vertailukelpoisia. Arviomme mukaan Biohitillä on kehitysvaiheensa puolesta kypsempää verrokkejaan vahvemmat kasvun edellytykset sekä tulostakäänteen onnistuessa varsin vertailukelpoinen tuloksetekokyky. Hyvistä kasvuennusteistamme huolimatta Biohit ansaitsee mielestämme hieman verrokkeja alemmat kertoimet pienenä käänneyhtiönä. Nykyinen alennus edustaa mielestämme kuitenkin perusteettoman suurta alennusta ja

siten osakkeen houkuttelevaa liikevaihtoperusteista hinnoittelua.

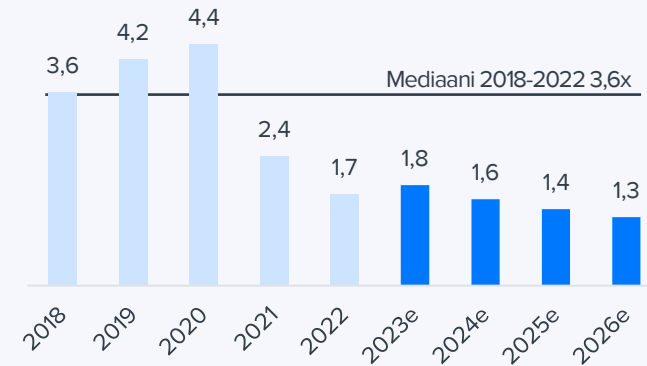
Kassavirtalaskelma viittaa kohtuulliseen nousuvaraan

DCF-malli antaa tulevien kassavirtojen osakohtaiseksi nykyarvoksi 2,2 euroa ja viittaa siten kurssin kohtuulliseen nousuvaraan. Oletamme terminaalikasvuksi 2,5 %, perustuen vanhenevan väestön terveydenhoidon tarpeen kasvunäkymiin. Terminaalissa liikevoittoprosentiksi oletamme 20 %. Pääoman keskimääräisenä kustannuksena (WACC) olemme käyttäneet 10,5 %:a. WACC:a nostaa riski ennusteiden toteutumisesta ja tuoteportfolion ikääntyminen. Toisaalta laskevasti vaikuttavat vahva tase, alustavat näytöt tulostakäänteestä ja toimialan defensiivisyys.

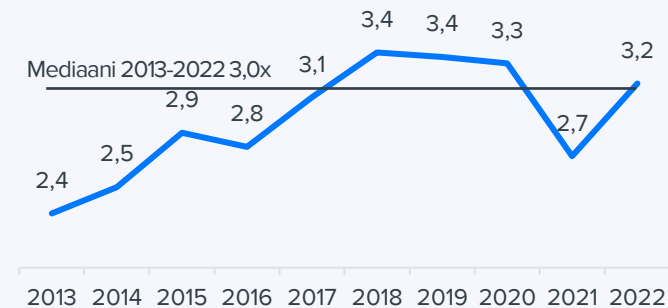
Lähivuosien 2023-2027 ennustettujen kassavirtojen vaikutus osakkeen nykyarvoon on 15 %. Liikevaihdon kasvun ja odotetun kannattavuusparannuksen myötä 2028-2032 kassavirrat selittävät nykyarvosta 26 %. 2032 vuoden jälkeen ennustettujen terminaalikassavirtojen osuus nykyarvosta on 59 %.

Osakkeen arvon herkkyyks käytetylle WACC:lle on mielestämme keskitasoa arvioitujen kassavirtojen maltillisen terminaalijakson painotuksen vuoksi. Tällä hetkellä näköpiirissä ei ole mielestämme WACC:n tasoon merkittäviä muutospaineita tuovia tapahtumia, kuten osakeanteja tai avaintuotteiden myyntilupapäätöksiä.

EV/S-kerroin



Verrokkien¹ EV/S-kerroin



¹) Bloomberg Global In Vitro Diagnostics -yhtiöiden EV/S-kerroin (TTM).

Arvonmääritys ja suositus 3/3

Arvonmäärityksen yhteenveto

Näkemyksemme Biotin osakkeen käyvästä arvosta on 1,5-2,5 euroa, mikä vastaisi 2023 EV/EBIT-kerroinhaarukkaa 14x-26x ja EV/S-haarukkaa 1,5x-2,8x. Näkemyksen muodostuksessa keskeistä on tulos- ja liikevaihtokertoimet, jotka viittaavat osakkeen olevan maltillisesti arvostettu suhteessa tuloksen ja liikevaihdon kasvuun. Alennus verrokkeihin ja yhtiön omaan historiaan nähden on mielestämme kohtalaisen suuri, joskaan käyttämämme verrokkiryhmä ei vastaa Biohitiä erityisen hyvin. Myös DCF-malli viittaa osakkeen nousuvaraan ja täyttää tuottovaatimuksemme.

Näkemyksemme mukaan osakkeen tuotto muodostuu sekä hinnan muutoksista että osinkotuotosta. Osakkeen hinnan ajureina toimii GastroPanel®-pikatestien vetämä kasvu sekä toiminnan tehostuminen, joiden odotamme johtavan terveeseen tuloskasvuun lähivuosina. Tuloskasvun ennusteriski alkaa kasvaa keskipitkällä aikavälillä merkittävästi näkyvyyden heiketessä.

Osinkotuoton odotamme olevan noin 3 % lähivuosina. Perustamme osinko-odotuksemme yhtiön vahvaan taseeseen, positiiviseen kassavirtaennusteeseemme ja yhtiön näillä näkymin vähäiseen investointitarpeeseen. Yhtiö ei kuitenkaan itse ole ohjeistanut osingonmaksusta, joten sen toteutuminen on varsin epävarmalla pohjalla. Pääomien kohdentaminen epäorgaaniseen kasvuun on

osingonmaksulle myös mahdollinen vaihtoehto.

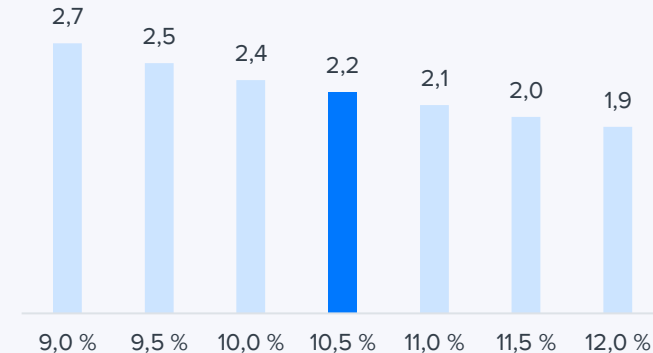
Biohitiin arvostuskertoimet voivat muuttua arviomme mukaan markkinoilla voimakkaastikin. Tällä hetkellä mielestämme arvostuskertoimiin liittyvä riski tarjoaa hieman suuremman todennäköisyyden kertoimien venymiseen kuin niiden laskuun. Arvostuskertoimien mahdollisen venymisen kautta tuleva osaketuotto muuttuu todennäköisemmäksi luonnollisesti silloin, jos yhtiö onnistuu kasvussa ja pysyvämässä tuloskäänteessä. Vastaavasti kasvussa ja tuloskäänteessä epäonnistuminen altistaisi sijoittajan kertoimien laskulle ja voisi heikentää osaketuottoa merkittävästikin.

Aloitamme seurannan lisää-suosituksella

Aloitamme seurannan lisää-suosituksella ja 2,1 euron tavoitehinnalla. Suosituksemme perustuu näkemykseemme lähivuosien tuloskasvusta ja odottamastamme osingonmaksusta ensi vuodesta alkaen. Nykyinen osakekurssi 1,8 euroa edustaa siten mielestämme varovaisen houkuttelevaa hinnoittelua, jolloin tuottovaatimuksemme ylittyy.

Liiketoiminnan riski asettuu arviossamme tasolle 3. Riskiprofilia laskee liiketoiminnan defensiivisyys, vahva tase sekä positiiviset kassavirrat. Riskiä nostaa puolestaan yhtiö pieni koko suhteessa kilpailijoihin, toistaiseksi vielä alustavat näytöt tuloskäänteestä ja vähäinen näkyvyys tulevaan kehitykseen. Osake sopii defensiivistä kasvua tavoittelevalle terveysteknologiasta kiinnostuneelle sijoittajalle.

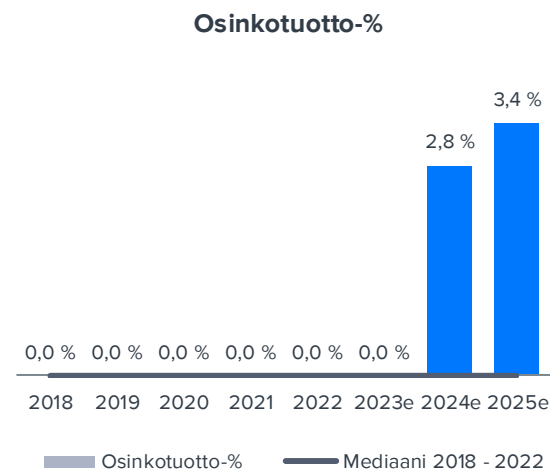
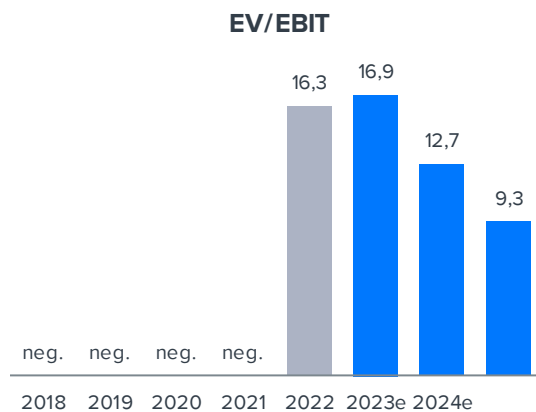
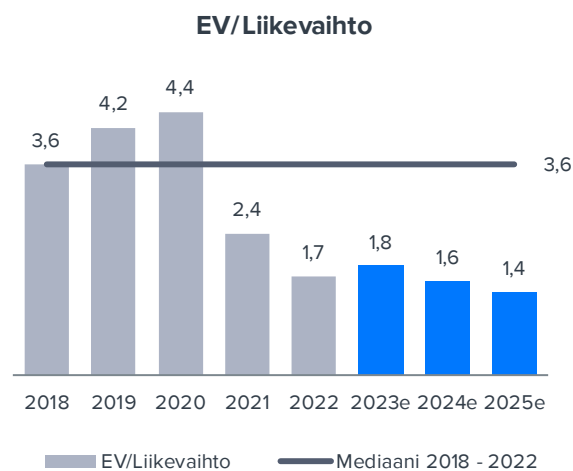
DCF-arvon herkkyys WACC:ille, euroa/osake



Arvostustaulukko

Arvostustaso	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
Osakekurssi	2,96	3,36	2,48	1,84	1,57	1,78	1,78	1,78	1,78
Osakemäärä, milj. kpl	15,0	15,0	15,0	15,0	15,0	15,0	15,0	15,0	15,0
Markkina-arvo	44	51	37	28	24	27	27	27	27
Yritysarvo (EV)	35	42	32	22	18	21	20	20	19
P/E (oik.)	neg.	neg.	neg.	neg.	39,3	25,9	19,5	15,9	14,7
P/E	neg.	neg.	neg.	neg.	39,3	25,9	19,5	15,9	14,7
P/Kassavirta	neg.	neg.	neg.	neg.	42,0	47,2	29,8	22,9	21,4
P/B	2,8	3,4	4,2	3,8	3,1	3,1	2,7	2,5	2,3
P/S	4,5	5,0	5,2	3,0	2,2	2,4	2,1	1,9	1,8
EV/Liikevaihto	3,6	4,2	4,4	2,4	1,7	1,8	1,6	1,4	1,3
EV/EBITDA (oik.)	neg.	70,5	neg.	44,0	11,4	12,0	9,6	7,6	6,2
EV/EBIT (oik.)	neg.	neg.	neg.	neg.	16,3	16,9	12,7	9,3	8,4
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	55,1 %	53,6 %	57,9 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	2,8 %	3,4 %	3,9 %

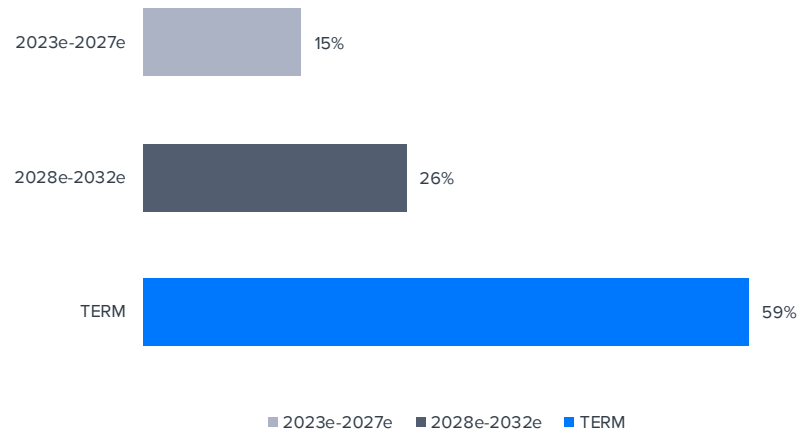
Lähde: Inderes



DCF-laskelma

DCF-laskelma	2022	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	17,0 %	3,2 %	11,5 %	10,5 %	9,5 %	8,5 %	8,5 %	7,0 %	5,0 %	4,0 %	2,5 %	2,5 %
Liikevoitto-%	10,3 %	10,9 %	12,4 %	15,1 %	14,9 %	18,0 %	20,0 %	22,0 %	22,0 %	20,0 %	20,0 %	20,0 %
Liikevoitto	1,1	1,2	1,6	2,1	2,3	3,0	3,6	4,2	4,4	4,2	4,3	
+ Kokonaispoistot	0,5	0,5	0,5	0,5	0,8	1,1	1,2	1,2	1,3	1,3	1,4	
- Maksetut verot	-0,3	-0,2	-0,2	-0,4	-0,5	-0,6	-0,7	-0,8	-0,9	-0,8	-0,9	
- verot rahoituskuluista	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	0,3	-0,3	0,0	0,1	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,1	-0,1	-0,1	
Operatiivinen kassavirta	1,6	1,3	1,9	2,2	2,4	3,1	3,8	4,3	4,7	4,6	4,7	
+ 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	-1,0	-0,7	-1,0	-1,1	-1,1	-1,2	-1,2	-1,3	-1,4	-1,4	-1,4	
Vapaa operatiivinen kassavirta	0,6	0,6	0,9	1,2	1,2	2,0	2,5	3,0	3,3	3,1	3,3	
+/- 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	0,6	0,6	0,9	1,2	1,2	2,0	2,5	3,0	3,3	3,1	3,3	42,9
Diskontattu vapaa kassavirta		0,5	0,8	0,9	0,9	1,3	1,5	1,6	1,6	1,3	1,3	16,6
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		28,2	27,7	26,9	26,0	25,1	23,9	22,4	20,9	19,3	17,9	16,6
Velaton arvo DCF		28,2										
- Korolliset velat		-0,9										
+ Rahavarat		6,2										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
Oman pääoman arvo DCF		33,5										
Oman pääoman arvo DCF per osake		2,2										

Rahavirran jakauma jaksoittain



Pääoman kustannus (WACC)

Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	10,0 %
Vieraan pääoman kustannus	6,0 %
Yrityksen Beta	1,60
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	1,00 %
Riskitön korko	2,5 %
Oman pääoman kustannus	11,1 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	10,5 %

Lähde: Inderes

Yhteenveto

Tuloslaskelma	2020	2021	2022	2023e	2024e	Osakekohtaiset luvut	2020	2021	2022	2023e	2024e
Liikevaihto	7,1	9,4	11,0	11,3	12,6	EPS (raportoitu)	-0,22	-0,10	0,04	0,07	0,09
Käyttökate	-1,2	0,5	1,6	1,7	2,1	EPS (oikaistu)	-0,22	-0,10	0,04	0,07	0,09
Liikevoitto	-3,2	-1,5	1,1	1,2	1,6	Operat. kassavirta / osake	0,00	-0,03	0,10	0,08	0,13
Voitto ennen veroja	-3,3	-1,3	0,9	1,2	1,6	Vapaa kassavirta / osake	-0,02	-0,04	0,04	0,04	0,06
Nettovoitto	-3,3	-1,5	0,6	1,0	1,4	Omapääoma / osake	0,58	0,49	0,50	0,57	0,66
Kertaluontoiset erät	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	Osinko / osake	0,00	0,00	0,00	0,00	0,05
Tase	2020	2021	2022	2023e	2024e	Kasvu ja kannattavuus	2020	2021	2022	2023e	2024e
Taseen loppusumma	10,8	9,6	11,0	11,7	13,3	Liikevaihdon kasvu-%	-29 %	31 %	17 %	3 %	11 %
Oma pääoma	8,8	7,4	7,6	8,6	10,0	Käyttökateen kasvu-%	-298 %	-143 %	217 %	8 %	20 %
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	Liikevoiton oik. kasvu-%	125 %	-53 %	-176 %	9 %	27 %
Nettovelat	-5,7	-5,3	-5,3	-5,8	-6,7	EPS oik. kasvu-%	134 %	-55 %	-140 %	72 %	32 %
Kassavirta	2020	2021	2022	2023e	2024e	Käyttökate-%	-16,5 %	5,4 %	14,7 %	15,3 %	16,5 %
Käyttökate	-1,2	0,5	1,6	1,7	2,1	Oik. Liikevoitto-%	-44,6 %	-15,8 %	10,3 %	10,9 %	12,4 %
Nettokäyttöpääoman muutos	1,2	-0,8	0,3	-0,3	0,0	Liikevoitto-%	-44,6 %	-15,8 %	10,3 %	10,9 %	12,4 %
Operatiivinen kassavirta	0,0	-0,5	1,6	1,3	1,9	ROE-%	-28,3 %	-18,5 %	8,0 %	12,8 %	14,7 %
Investoinnit	-0,3	-0,1	-1,0	-0,7	-1,0	ROI-%	-25,9 %	-17,7 %	14,3 %	13,8 %	15,5 %
Vapaa kassavirta	-0,3	-0,6	0,6	0,6	0,9	Omavaraisuusaste	81,6 %	76,7 %	68,7 %	73,4 %	75,2 %
						Nettovelkaantumisaste	-64,7 %	-72,4 %	-69,8 %	-68,0 %	-67,7 %
Arvostuskertoimet	2020	2021	2022	2023e	2024e						
EV/Liikevaihto	4,4	2,4	1,7	1,8	1,6						
EV/EBITDA (oik.)	neg.	44,0	11,4	12,0	9,6						
EV/EBIT (oik.)	neg.	neg.	16,3	16,9	12,7						
P/E (oik.)	neg.	neg.	39,3	25,9	19,5						
P/B	4,2	3,8	3,1	3,1	2,7						
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	2,8 %						

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 (välttömät 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.

Suositus historia (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
30.6.2023	Lisää	2,10 €	1,78 €

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.**