

Nexstim

Yhtiöraportti

3/2017

inde
res.

Yhtiö tarvitsee FDA-luvan selviytyäkseen

Päätämme Nexstimin seurannan tähän raporttiin, minkä takia emme anna osakkeelle enää tavoitehintaa tai suositusta. Yhtiöllä on nyt mielestämme kaikki munat yhdessä korissa ja liiketoiminnan jatkuvuusmahdollisuudet ovat uhattuna, jos FDA-lupaa ei käynnissä olevalla NBT-tutkimuksella irtoa. Tässä skenaariossa yhtiön arvo on lähellä nollaa. Positiivisessa skenaariossa DCF-kassavirtalaskelmamme näyttää yhtiölle nykykurssia korkeampaa arvoa, mutta pidämme molempien skenaarioiden toteutumista lähes yhtä todennäköisinä ja siksi yhtiön osakkeet sopivat mielestämme vain erittäin korkean riskinsietokyvyn sijoittajille.

Suurin potentiaali piilee aivohalvauksen kuntoutukseen tarkoitetussa NBT-laitteistossa

Nexstim on kehitysvaiheessa oleva terveysteknologiayhtiö, jonka nykyinen liikevaihto (2016: 2,5 MEUR) perustuu pääosin kallon ulkopuoliseen aivoleikkauksia edeltävään kartoitukseen (pre-surgical mapping) tarkoitetun NBS-laitteiston myyntiin. Yhtiön suurin potentiaali on kuitenkin aivohalvauksen jälkihoitoon kehitetyssä NBT-laitteistossa (Navigated Brain Therapy), jonka potentiaalisen markkinan koko on NBS-liiketoimintaan nähden monikymmenkertainen. Yhtiön tavoitteena on käynnissä olevan potilastutkimuksen avulla hankkia FDA-lupa uudelle NBT-laitteistolle, jonka avulla potilaiden yläraajojen toiminnallisuutta pyritään kuntouttamaan aivohalvauksen jälkeen. Uskomme Nexstimillä olevan ainutlaatuista teknologiaa ja vahva patenttiportfolio, mutta näitä ei olla osattu vielä kaupallistaa taloudellisesti kannattavasti.

Pieleen mennyt Vaiheen III-monikeskustutkimus toi mutkia matkaan

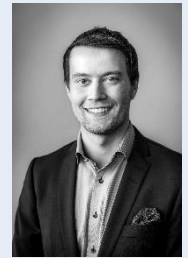
Nexstim käynnisti vuonna 2014 Yhdysvalloissa kliinisen Vaiheen III-monikeskustutkimuksen, missä NBT-laitteiston toimivuutta testattiin 198 potilaalla aivohalvauksen jälkeisessä kuntoutuksessa. Tutkimuksen tavoite oli todistaa NBT-laitteistolla annetun hoidon tehokkuus ja saada FDA:n myyntilupa Yhdysvaltain markkinoille. Tutkimus keskeytettiin keväällä 2016, kun riippumattoman asiantuntijaryhmän mukaan lumeryhmän ja NBT-terapiaa saavan ryhmän välillä ei havaittu riittävän suurta eroa, eikä tutkimus näin saavuttaisi alkuperäistä tavoitettaan. Nexstimin osake romahti ja sijoittajien katse siirtyi läpimurtoteknologian kaupallistamispotentiaalista raskaasti tappiolliseen liiketoimintaan ja heikkoon rahoitustilanteeseen.

Bracknorin ja Sitran kanssa sovittu rahoitusjärjestely mahdollistaa vielä uuden yrityksen

Nexstimin liiketoiminta on ollut tappiollista perustamisesta lähtien (v. 2000). Ennen vuoden 2014 listautumista yhtiöön oltiin sijoitettu yhteensä noin 35 MEUR. Yhtiö keräsi listautumisannissa 15 MEUR:n bruttovarat, joilla on katettu tutkimustoiminnan kuluja, varmistettu immateriaalioikeuksia ja suunniteltu tuotteiden kaupallistamista. Vuonna 2015 yhtiö keräsi suunnatulla annilla 5 MEUR:n varat. Odottamattoman monikeskustutkimuksen epäonnistumisen jälkeen NBT:n potentiaalinen kaupallistaminen siirtyi 1-2 vuodella eteenpäin ja yhtiön pitää tehdä FDA-lupahakemusta varten uusi täydentävä 60 henkilön potilastutkimus, joka valmistuu arviolta 2018 maaliskuussa. Koska rahoitustilanne oli erittäin heikko uutta rahoitusta jouduttiin hankkimaan selkää seinää vasten. Yhtiö onnistui saamaan uutta rahoitusta Bracknor Investmentiltä ja Sitralta, mutta ehdot ovat olleet muiden omistajien kannalta hyvin epäedulliset. Osakemäärä on puolessa vuodessa kasvanut 8 miljoonasta 77,6 miljoonaan ja osakekurssi on laskenut yli 90 %. Nykyisellä 0,145 euron osakekurssilla markkina-arvo on noin 11 MEUR. DCF-kassavirtalaskelmamme mukaan arvo voisi olla selvästi enemmän, jos FDA-lupa irtoaa ja NBT-laitteiston kaupallistaminen onnistuu.

Analyytikko

Petri Kajaani
+358 50 527 8680
petri.kajaani@inderes.fi



Suositus ja tavoitehintaa

Ei suositusta

Edellinen suositus: Vähennä

Ei tavoitehintaa

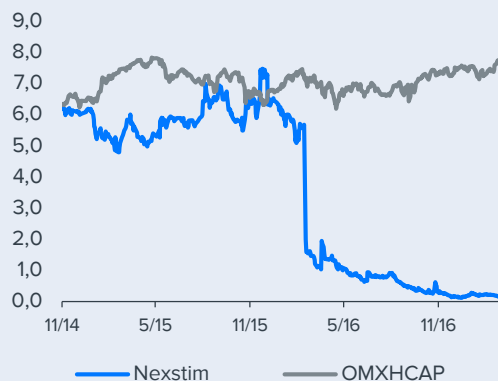
Edellinen tavoitehintaa: 0,15 euroa

Edellinen päätöskurssi: 0,145 EUR

Avainluvut

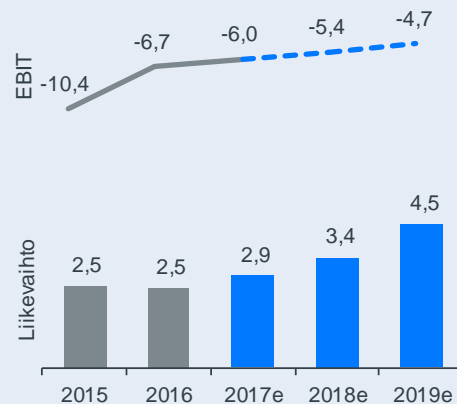
	2015	2016	2017e	2018e
Liikevaihto	2,5	2,5	2,9	3,4
-kasvu-%	14 %	-2 %	15 %	20 %
EBIT	-10,4	-6,7	-6,0	-5,5
-EBIT%	-410 %	-270 %	-211 %	-160 %
Tulos ennen veroja	-9,8	-6,7	-6,2	-5,6
Osinko	0,00	0,00	0,00	0,00
P/S	20,5	3,0	4,5	3,8
EV/EBITDA	neg.	neg.	neg.	neg.
P/E	neg.	neg.	neg.	neg.
P/B	14,6	1,7	4,8	-14,9
Osinko-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %

Kurssikehitys



Lähde: Bloomberg

Liikevaihto ja liikevoitto



Tilikauden 2017 ohjeistus

”Perustuen liiketoiminnan ennusteeseensa yhtiö arvioi liikevaihdon kasvavan tilikauden 2017 aikana (2016: 2,5 MEUR) ja tilikauden tuloksen odotetaan olevan tappiollinen.”

P/E

neg.

2017e

EV/EBITDA

neg.

2017e

EV/S

3,6x

2017e

P/B

4,8x

2017e



Arvoajurit

- NBT-laitteistolla huomattava markkinapotentiaali, jos FDA-lupa irtoaa
- Toimivaksi todistettu teknologia vahvalla patenttisuojalla
- Jos maaliskuussa 2018 julkaistavat tutkimustulokset ovat positiiviset, antaa se tukea osakkeelle



Riskitekijät

- Yhtiön liiketoiminta ei välttämättä koskaan käänny voitolliseksi
- Potentiaali lepää yhden kortin varassa (FDA-luvan saaminen)
- Yhtiö joutuu hakemaan merkittävän määrän uutta rahoitusta ennen voitolliseksi nousemista



Arvostus

- Markkinan nykyinen luottamus yhtiötä kohtaan on heikko
- Nykyinen markkina-arvo ei heijastele NBT-laitteiston täyttä potentiaalia
- Tulevien rahoitusjärjestelyjen ehdot ja koko vaikuttavat merkittävästi arvostukseen

Sisällysluettelo

Sijoitusprofiili	s. 5-6
Yhtiöesittely	s. 7-9
Liiketoimintamalli	s. 10-13
Tuotteet ja kilpailijat	s. 14-18
Markkinapotentiaali	s. 19-21
Strategia ja kilpailutekijät	s. 22-24
Taloudellinen tilanne	s. 25-29
Ennusteet	s. 30-32
Arvonmääritys ja suositus	s. 33-34
Taulukot	s. 35-38
Vastuuvapauslauseke	s. 39

Sijoitusprofiili

1. Korkean riskin terveysteknologiayhtiö
2. Tulevaisuus on FDA-luvan varassa
3. Vahva patenttiportfolio
4. Erittäin suuri markkinapotentiaali
5. Lisärahoituksen tarve on ilmeinen
6. NBT-laitteisto voi olla läpimurtotuote

Potentiaali

- Yhtiöllä on ainutlaatuinen teknologia ja vahva patenttiportfolio
- Onnistuessaan NBT-laitteistolla on mahdollisuus luoda täysin uudet markkinat
- Aivohalvauskuntoutuksen toimiville menetelmille on suuri kysyntä
- Yhtiön nykyinen markkina-arvo on matala verrattuna NBT-laitteiston potentiaaliin

Riskit

- Yhtiön liiketoiminta ei välttämättä käänny koskaan voitolliseksi
- Yhtiö ei kykene osoittamaan NBT-laitteiston tutkimuksella kliinistä tehokkuutta eikä saa FDA-lupaa
- Epäedulliset rahoitusjärjestelyt
- Terveysteknologiayhtiöiden palveluiden käyttäjät eivät ota teknologiaa/hoitomuotoa käyttöön

Sijoitusprofiili

Korkean riskin terveysteknologiayhtiö

Yhtiö on viime vuosina edennyt jatkuvasti rahoituskierroksesta toiseen odottaen positiivisia kliinisiä tuloksia kehittämälleen NBT-laitteistolle. Emme näe yhtiön kääntyvän voitolliseksi vielä moneen vuoteen ja pidämme nykyistä tappiotahtiä ja kassan riittävyyttä yhtenä osakkeen suurimmista riskiprofiilia kohottavista tekijöistä.

FDA-luvan saaminen on mielestämme elintärkeää yhtiön liiketoiminnan jatkuvuuden kannalta ja Nexstimin sijoittavalla taholla on näkemysmme mukaan korkea mahdollisuus menettää sijoitettu pääoma kokonaan, ellei yhtiö onnistu FDA-lupaa saamaan (**negatiivinen skenaario**). Kolikon kääntöpuolella NBT-laitteisto voi onnistuessaan tehdä ensi vuosikymmenen puolella kymmenkertaista liikevaihtoa nykyiseen tasoon verrattuna erittäin korkealla kannattavuudella, minkä takia nykyistä markkina-arvoa voi pitää DCF-kassavirtalaskelmamme mukaan matalana (**positiivinen skenaario**).

Nexstimin osake sopii mielestämme vain erittäin korkean riskinsietokyvyn sijoittajille ja osakkeen voi nähdä ennen kaikkea optiona NBT-laitteiston kaupallistamismahdollisuudelle.

Positiivinen skenaario

- **Yhtiöllä on ainutlaatuinen teknologia ja vahva patenttportfolio:** Nexstimillä on ainutlaatuinen teknologia ja vahva patenttportfolio, mutta näitä ei ole osattu vielä tähän päivään mennessä kaupallistaa taloudellisesti kannattavasti.

- **Onnistuessaan NBT-laitteistolla on mahdollisuus luoda täysin uudet markkinat:** Alalla ei ole vielä toista samanlaista laitetta, joka olisi pystynyt osoittamaan kliinisesti merkittävää positiivista vaikutusta aivohalvauspotilaiden kuntoutuksessa. Nexstimillä on onnistuessaan mahdollisuus luoda alan ensimmäisenä toimijana standardit kyseiselle hoitomuodolle.
- **Aivohalvauskuntoutuksen menetelmille on suuri kysyntä:** Nexstimin arvion mukaan USA:n ja Euroopan markkinoilla on yhteensä noin 700 000 potilasta vuodessa, joiden hoidossa NBT-laitteistosta voisi olla hyötyä. Yhtiön arvion mukaan markkinapotentiaali on noin 1,8 miljardia dollaria vuodessa.
- **FDA-luvan saaminen:** Nexstimin tarina perustuu siihen, että yhtiö pääsee NBT-laitteistolla kiinni aivohalvauskuntoutuksen markkinoiden suureen potentiaaliin. Tämän toteuttamiseksi yhtiön tulisi pystyä osoittamaan kliininen tehokkuus käynnissä olevalla potilastutkimuksella ja saada tämän perusteella FDA:n myynti- ja markkinointilupa Yhdysvaltain markkinoille. Jos lupa irtoaa, tulee osakkeen riskiprofiili pieneneään merkittävästi ja tukemaan markkina-arvoa.

Negatiivinen skenaario

- **Yhtiön liiketoiminta ei välttämättä käänny koskaan voitolliseksi:** Yhtiö on ollut tappiollinen perustamisesta lähtien ja tällä hetkellä vuotuinen tappiotahti on noin puolet yhtiön markkina-arvosta. Nykyisen NBS-liiketoimintamallin kannattavuutta ei ole vielä kyetty todistamaan eikä toiminta välttämättä

koskaan käänny voitolliseksi.

- **Yhtiö ei kykene osoittamaan NBT-laitteiston kliinistä tehokkuutta:** Yhtiö tekee parhaillaan Vaiheen III-monikeskustutkimusta täydentävää 60 henkilön potilastutkimusta Yhdysvalloissa. Tutkimustulokset voivat negatiivisessa skenaariossa osoittaa, ettei NBT-laitteistolla ole tarvittavaa kliinistä tehokkuutta, jolloin FDA-lupa jää saamatta ja NBT-laitteiston tuotteistamiseen ladatut tulevaisuuden odotukset murenevat. Tällöin mielestämme yhtiön liiketoiminnan jatkuvuus on uhattuna.
- **Epäedulliset rahoitusjärjestelyt:** Nexstimin nykyinen tappiotahti on kestävä ja yhtiö tulee tarvitsemaan merkittävän määrän lisärahoitusta ennen kääntymistä voitolliseksi. Varsinkin kesällä 2016 sovittu Bracknorin ja Sitran rahoitusjärjestely oli muiden omistajien kannalta niin epäedullinen, että tulevaisuudessa väistämättä tarvittavat uudet rahoitusjärjestelyt kasvattavat riskiä nykyisten omistajien näkökulmasta.
- **Terveydenhuoltopalveluiden käyttäjät eivät ota teknologiaa/hoitomuotoa käyttöön:** Vaikka Nexstim saisi FDA-luvan, markkinoilla olevat terveydenhuollon laitteet ja niiden valmistajat ja markkinoijat ovat jatkuvan viranomaisvalvonnan kohteena. Yhtiön tulee samalla tavalla kuin NBS-laitteiston kanssa hankkia ensin tarvittava johtavien asiantuntijoiden tuki, rakentaa terveystaloustieteellinen malli ja hankkia lääkinnälliselle laitteelle korvattavuus ennen kuin laajempi kaupallistaminen voi alkaa.

Yhtiöesittely 1/2

Yhtiökuvaus

Nexstim on vuonna 2000 perustettu lääkintälaitteita kehittävä ja tuottava teknologiayritys, joka pyrkii parantamaan aivohalvauspotilaiden kuntoutusta kallon ulkopuolisella aivostimulaatiolla. Yhtiö on perustettu Teknillisessä korkeakoulussa tehtyjen tutkimusten pohjalta kaupallistamaan navigoinnin luomia mahdollisuuksia kallon läpäisevän sähkömagneettisen stimuloititeknologian (transcranial magnetic stimulation, TMS) käytössä. Yhtiö on kehittänyt teknologian, jonka avulla aivostimulaatio voidaan kohdistaa tarkasti tietylle alueelle aivoissa kallon ulkopuolelta. Nexstim on ensimmäisenä hyödyntänyt tätä teknologiaa diagnostiikkatyökaluna aivoleikkauksen suunnittelussa NBS-laitteistollaan (Navigated Brain Stimulation). Samalle teknologia-alustalle on kehitetty laitteisto nimeltä NBT (Navigated Brain Therapy), jonka avulla pyritään kuntouttamaan käden ja käsivarren toiminnallisia vammoja aivohalvauksen jälkeen.

Nexstimin liikevaihto vuonna 2016 oli 2,5 MEUR (2015: 2,5 MEUR) ja liiketulos -6,7 MEUR (2015: -10,4 MEUR). Yhtiön palveluksessa oli vuoden 2016 lopussa 23 työntekijää. Liiketoiminta perustuu tällä hetkellä pääosin diagnostiikkaliiketoimintaan, jossa Nexstim myy NBS-laitteistoaan yliopistoille ja sairaaloille ennen leikkausta suoritettavaa suunnittelua (pre-surgical mapping) varten. Suurin potentiaali ja ensisijainen strateginen keskittymisen kohde liittyy kuitenkin aivohalvaukuntoutusta varten kehitettyyn NBT-laitteistoon, missä markkinan koko on NBS-liiketoimintaan nähden

monikymmenkertainen.

NBT-laitteiston toiminnallista tehokkuutta testataan käynnissä olevalla 60 henkilön täydentävällä potilastutkimuksella Yhdysvalloissa, minkä on tarkoitus valmistua maaliskuussa 2018. Jos tutkimuksen tulokset ovat positiivisia ja Nexstim onnistuu saamaan FDA:n myynti- ja markkinointiluvan, yhtiö voi aloittaa laitteiston kaupallistamisen aikaisintaan vuoden 2018 lopussa.

Aivoalueiden kartoitus (NBS)

Osoittaakseen navigoidun TMS-teknologian koko potentiaalin, Nexstim alkoi yhtiön alkuvaiheessa kehittää NBS-laitteistoa navigointitoiminnon kehittämiseksi ja sen toimivuuden ja tarkkuuden todistamiseksi. Nykyinen liiketoiminta perustuu lähes täysin NBS-laitteiston ja siihen liittyvien palveluiden, lisenssien ja varaosien myyntiin. Näitä laitteita oli vuoteen 2016 mennessä myyty noin 140 kpl sairaaloihin ja yliopistoihin, joissa suoritetaan neurokirurgisia toimenpiteitä tai opetetaan niiden tekemistä. NBS-laitteisto on tarkoitettu kallon ulkopuoliseen aivoleikkauksia edeltävään kartoitukseen (pre-surgical mapping) ja se käyttää hyväkseen Nexstimin kehittämää ja patentoimaa teknologiaa liikeaivokuoren ja aivojen puhealueiden kartoituksessa. Nexstim on suojannut kehittämänsä teknologiaa 63 patentin avulla ja yhtiöllä on 35 patenttia hakuprosessissa. Patentit liittyvät pääosin yhtiön kehittämään ohjelmistoon, tuotemerkkeihin, teknologiaan ja laitteiden eri osiin.

NBS-laitteistoa myydään tällä hetkellä pääosin yliopistoihin ja opetussairaloihin Yhdysvalloissa

ja Euroopassa johtavien asiantuntijoiden hyväksynnän saavuttamiseksi. Sairaalat hyötyvät NBS-laitteistosta lähinnä potilaiden parantuneiden hoitotulosten ja tehokkaampien leikkausten kautta. NBS-laitteiston käyttö ennen aivoleikkauksia voi vaikuttaa leikkauksen suunnitteluun ja mahdollistaa esimerkiksi sen, että suurempi osa kasvaimesta saadaan poistettua. NBS-laitteisto on CE-merkitty ja sillä on FDA:n myynti- ja markkinointilupa sekä liikeaivokuoren että aivojen puhealueiden kartoittamiseen.

Aivoalueiden kartoituksen markkinapotentiaali on selvästi pienempi kuin aivohalvaukuntoutukseen kehitetyn NBT-laitteiston, jonka FDA-luvan hankkimiseksi yhtiöllä on käynnissä potilastutkimus. Nexstimin ensin lanseeratun NBS-laitteiston yhtenä tarkoituksena on ollut todistaa laitteissa käytettävän navigointitoiminnon tarkkuus ja saada teknologian turvallisuudesta viranomaishyväksynät. Kun teknologia on todistettu NBS-laitteiston avulla, on yhtiön helpompi saada hyväksynät ja lähteä kaupallistamaan myös NBT-laitteistoa. Alan johtavat asiantuntijat sekä tutkijat ovat olleet teknologian tuomista mahdollisuuksista kiinnostuneita, sillä nykyiselle standardille (kallon avaamista vaativalle suorasähköstimulaatiolle) ei ole aiemmin ollut saatavilla varteenotettavaa vaihtoehtoa. Nexstim on kyennyt aloittamaan NBS-laitteiston kaupallistamisen verrattain vähäisillä kuluilla, sillä kaupallistamista varten tarvittavia kliinisiä tutkimustuloksia on saatu useista tutkijoiden itse aloittamista tieteellisistä tutkimuksista, sillä kiinnostus laitetta kohtaan on ollut suurta.

Yhtiöesittely 2/2

Yhtiö uskoo, että osoittamalla teknologia-alustan turvallisuu den, tarkkuuden ja luotettavuuden diagnostisessa käytössä NBS-laitteisto on luonut viranomaisvaatimukset täyttävät markkinoinnillisen perustan, jota voidaan hyödyntää myös kaupallisesti kannattavammilla markkinoilla, kuten aivohalvauspotilaiden hoidossa. NBS- ja NBT-laitteissa käytettävän saman teknologian ansiosta teknologiariski on FDA-luvan saamisen näkökulmasta pieni. Uskomme tämän ja NBS-laitteiston jo olemassa olevan FDA-luvan olemassa olon pohjustavan tietä myös NBT-laitteistolle haettavalle FDA-luvalle. Suurin todistettava asia NBT-laitteistolla toteutettavissa kliinisissä tutkimuksissa on hoitomuodon tehokkuus, jonka toimivuudesta odotetaan lopullisia tuloksia vuoden 2018 maaliskuussa.

Aivohalvauskuntoutus (NBT)

Nexstim strategisten tavoitteiden ensisijainen kohdemarkkina on aivohalvauspotilaiden kuntoutus johtuen niiden selvästi diagnostiikkaliiketoimintaa suuremmasta koosta. Nexstimin näkemyksen mukaan tehokkaille motoristen vammojen kuntoutushoidolle on markkinoilla myös tarvetta, sillä noin 2,1 miljoonaa ihmistä Yhdysvalloissa ja Euroopassa saa aivohalvauksen vuosittain, eikä nykyisillä hoitomenetelmillä (fysioterapia ja toimintaterapia) saada aikaan kuin vain marginaalisia parannuksia potilaiden toiminnallisuuden kuntoutuksessa. Aivohalvauspotilaiden hoitoon tarkoitettu NBT-laitteisto on tällä hetkellä kehitys- ja esikaupallistamisvaiheessa, minkä takia yhtiölle ei kerry tästä toiminnasta merkittävää liikevaihtoa.

NBT:n kliiniset tutkimukset

Nexstim aloitti keväällä 2014 kaksivuotisen kliinisen III-vaiheen monikeskustutkimuksen Yhdysvalloissa. Tutkimukseen osallistui 198 potilasta, joista osa kuului lume- ja osa aktiiviryhmään. Tutkimus toteutettiin Rehabilitation Institute of Chicagon johdolla, joka on valittu monesti Yhdysvaltojen parhaaksi kuntoutussairaalaksi. Tutkimuksen tavoitteena oli todentaa NBT-laitteistolla annettavan hoidon tehokkuus aivohalvauspotilaiden akuutin vaiheen jälkeisen käden ja käsivarren toiminnallisuuden kuntoutuksessa. Tämän jälkeen yhtiön oli tarkoitus hakea tuotteelle FDA:n myynti- ja markkinointilupa. Tutkimus jouduttiin kuitenkin yllättäen keskeyttämään alkuvuonna 2016, sillä riippumattoman asiantuntijaryhmän mukaan lumeryhmän ja aktiivihoidon saavan ryhmän tuloksissa ei huomattu riittävän suurta eroa. Yhtiö otti siihen mennessä kerätyt tiedot talteen ja lähetti ne FDA:lle. Tämän jälkeen Nexstim ja FDA suunnittelivat yhdessä uuden täydentävän 60 henkilön potilastutkimuksen, joka alkoi alkuvuonna 2017. Tutkimuksen lopullisia tuloksia voidaan odottaa 2018 maaliskuun aikana.

Nexstim hakee NBT-laitteistolle nopeutettua De Novo 510(k)-hyväksyntää. Mikäli potilastutkimus osoittaa NBT-laitteiston kliinisen tehokkuuden, Nexstim voi saada FDA-luvan NBT-laitteiston käytölle akuutin vaiheen jälkeiseen aivohalvauskuntoutukseen Yhdysvalloissa. Tutkimusten tarkoitus on myös hankkia johtavien asiantuntijoiden tuki laitteistolla tehtävälle hoidolle ja vakuuttaa hoidon maksajat siitä, että NBT-laitteiston käyttöönotto olisi terveystaloustieteellisesti kannattavaa.

Listautumisanti ja muut rahoitusjärjestelyt

Nexstimin liiketoiminta on ollut tappiollista yhtiön perustamisesta lähtien (v. 2000). Yhtiö on keskittynyt tuotteidensa kehittämiseen, immateriaalioikeuksien varmistamiseen ja tuotteidensa kaupallistamisen suunnitteluun. Nexstim listautui vuoden 2014 lopussa tarkoituksena vahvistaa tasetta ja kerätä varoja monikeskustutkimusta varten. Ennen listautumista, Nexstimin omistajat olivat sijoittaneet yhtiöön kumulatiivisesti noin 35 MEUR ja päärahoittajina olivat toimineet terveydenhuoltoalaan erikoistuneet sijoittajat ja pääomasijoittajat kuten Health Cap Venture Capital, Capricorn Venture Partners ja Life Science Partners. Myös Sitra, Ilmarinen ja Teollisuussijoitus kuuluivat yhtiön suuromistajiin.

Yhtiö laski marraskuun 2014 listautumisannissa liikkeelle 2,4 miljoonaa uutta osaketta 6,5 euron hinnalla ja keräsi 15,3 MEUR:n varat. Markkina-arvo oli tuolloin hieman yli 40 MEUR. Loppuvuonna 2015 yhtiö laski suunnatulla annilla liikkeelle 880 000 uutta osaketta 6,0 euron hinnalla ja keräsi 5,3 miljoonan euron varat. Kun tieto monikeskustutkimuksen keskeytyksestä tuli markkinoille alkuvuonna 2016, laski Nexstimin osakekurssi muutamassa viikossa noin 80 %, jonka jälkeen yhtiö solmi kesällä 2016 ison rahoitusjärjestelyn Bracknorin ja Sitran kanssa, joka on pitänyt yhtiön hengissä. Tästä järjestelystä yhtiö on kerännyt tähän mennessä 11 5 MEUR, mutta samaan aikaan osakemäärä on lähes kymmenkertaistunut 8 miljoonasta nykyiseen 77,6 miljoonaan kappaleeseen. Markkina-arvo nykyisellä 0,145 euron osakekurssilla on noin 11 MEUR.

Nexstim lyhyesti

Nexstim on lääkintäteknologiayritys, joka on kehittänyt navigoivan aivojen stimulaatioteknologian (nTMS), jolla voidaan hoitaa ja diagnosoida aivojen puhealueiden ja liikeaivokuoren toimintaa. Yhtiön liiketoiminta perustuu tällä hetkellä pääosin aivoalueiden kartoitusta (pre-surgical mapping) varten myytyyn NBS-laitteistoon. Suurin potentiaali yhtiön kannalta on aivohalvauskuntoutuksen markkinoilla, jonne päästäkseen yhtiö tavoittelee FDA:n myyntilupaa kehittämälleen NBT-laitteistolle.

2000

PERUSTAMISVUOSI

2014

LISTAUTUMINEN

140 NBS-LAITTEISTOA

MYTY TUTKIMUSYLIOPISTOIHIN JA SAIRAALOIHIN YMPÄRI MAAILMAN

2,5 MEUR (-2 % vs. 2015)

LIKEVAIHTO 2016

-6,7 MEUR (2015: -10,4 MEUR)

LIIKETULOS 2016

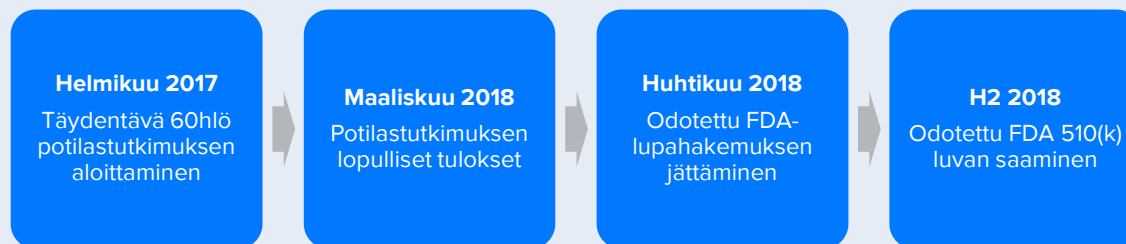
23

KONSERNIN HENKILÖSTÖ*

11 MEUR

MARKKINA-ARVO

NBT-laitteiston FDA-lupahakemuksen eteneminen



Suurimmat osakkeenomistajat (28.2.2017)

		%
1	Nordea Bank Ab (Publ), Suomen Sivuliike*	69,2
2	Suomen itsenäisyyden juhlarahasto Sitra	8,28
3	Svenska Handelsbanken AB (julk), Suomen sivukonttoritoiminta	3,78
4	Clearstream Banking S.A.	1,23
5	Joensuun Kauppa Ja Kone Oy	1,06
6	Skandinaviska Enskilda Banken AB	0,97
7	Haapaniemi Ossi	0,87
8	Tuomela Matti Veikko Antero	0,72
9	Haapaniemi O.Law Oy	0,70
10	Keskinäinen Eläkevakuutusyhtiö Ilmarinen	0,56

*Hallintarekisteröidyt omistajat

Liiketoimintamalli 1/2

Tuotanto

Nexstimin nykyisessä liiketoimintamallissa pääosa liikevaihdosta kertyy NBS-laitteistojen myynnistä, koulutuksesta, huollosta sekä vaihto- ja varaosien myynnistä. Nexstimin kaikkien tuotteiden valmistus siirrettiin vuosien 2015-2016 vaihteessa Sanmina Corporationille, joka on Yhdysvalloissa Nasdaqissa listattu yli 6 miljardin dollarin liikevaihtoa tekevä sopimusvalmistaja, jolla on globaali valmistusverkosto. Suomessa Sanminalla on tehdas Haukiputaalla. Sanmina hoitaa Nexstimin laitteiden lopullisen kokoonpanon ja testauksen ja toimittaa ne omilta tehtailtaan Nexstimin asiakkaille.

Nexstimin viime vuosien korkeasta noin 70 %:n bruttomarginaalista arvioiden oletamme yhden NBS-laitteiston valmistuskustannuksen olevan noin 50-70 tuhannen euron haarukassa ja markkina-alueesta, jakelukanavasta ja laitteiston lopullisesta kokoonpanosta riippuen myyntihinnan olevan 150-300 tuhannen euron välissä. NBS-laitteiston potilaskäytössä tarvittavien kertakäyttöosien valmistuskustannuksen arvioimme olevan hyvin matalalla noin 1-5 euron tasolla. Kertakäyttöosien myyntihinnan arvioimme olevan noin 100 euron luokkaa eli katteet ovat hyvin korkealla tasolla.

NBS-laitteiston tyypillinen kliininen käyttöikä on noin 5-7 vuotta. Huoltosopimus tarjotaan yleensä maksimissaan 7 vuoden pituiseksi, jonka jälkeen laitteisto tulisi uusia. Nexstim ilmoitti vuoden 2016 tilinpäätöksessä, että NBS-laitteistoja on myyty tähän mennessä yhteensä noin 140 kpl. Tuotteen käyttäjäkunta on hyvin harvinainen ja Nexstim on todennut USA:sta ja

Euroopasta löytyvän yhtensä noin 2000 sairaalaa, joilla on NBS-laitteiston kanssa yhteensopivat neurokirurgiset laitteet.

Nexstimin kehittämä NBT-laitteisto on vielä kehitys- ja esikaupallistamisvaiheessa, eikä se tuo tällä hetkellä yhtiölle merkittävää liikevaihtoa. Tuote on kuitenkin käyttövalmis ja Nexstim on toimittanut Yhdysvalloissa tehtyyn monikeskustutkimukseen jokaiselle mukana olleelle 12 kuntoutuskeskukselle laitteen. Laitteella on myös jo CE-merkki ja näitä on myyty Euroopassa muutamalle asiakkaalle. Arvioimme pitkälti samoista osista koostuvan ja samalle teknologialle pohjautuvan NBT-laitteiston valmistuskustannuksen olevan samaa luokkaa kuin NBS-laitteistolla. NBT-laitteisto on kuitenkin käsityksemme mukaan harvempien toiminnallisten ominaisuuksien ansiosta hieman edullisempi valmistaa kuin NBS- joten arvioimme NBT-laitteiston valmistuskustannuksen olevan noin 40-50 tuhannen euron haarukassa.

NBT-laitteiston myyntihinta on asetettu selvästi NBS-laitetta alemmas, sillä tulevaisuudessa liiketoimintamalli perustuu pääosin korkeakatteisista kertakäyttövälineistä koostuvaan liikevaihtoon NBS-laitetta tiheimmän potilaskäytön ansiosta. Markkina-alueesta ja jakelukanavasta riippuen arvioimme NBT-laitteiston tulevan myyntihinnan olevan noin 70-100 tuhannen euron luokkaa. NBT:ssä käytettävien kertakäyttöosien valmistuskustannusten arvioimme olevan noin 1-5 euron luokkaa ja myyntihinnan noin 100 euroa. On tärkeä huomata, että NBT-laitteiston kaupallistamis- ja hinnoittelustrategia on vielä avoin, joten luvut ovat arvioita perustuen johdon haastatteluihin.

Jakelu

NBS-laitteistoa myydään tällä hetkellä kohdistetusti yliopistoille ja opetussairaaloille johtavien asiantuntijoiden tuen saavuttamiseksi. NBS-laitteistoa myydään ns. investointihyödykkeenä ja yhden laitteiston hinta on asiakkaasta ja markkinasta riippuen arviomme mukaan noin 150-300 tuhatta euroa. Nexstim käyttää NBS-laitteistojen myynnissä tietyillä markkinoilla apunaan itsenäisiä jakelijoita, joiden vuoksi Nexstimille jäävä summa yhdestä laitteesta voi olla selvästi asiakkaan maksamaa hintaa alempi. Terveystieteiden laitteille on tyypillistä korkeat jakelukanavan marginaalit, eikä Nexstim ole poikkeus. Jakeluportaan marginaalit liikkuvat arviomme mukaan 20-40 %:n tuntumassa. Maa- ja tuotekohtaiset erot voivat olla huomattavia.

Laitemyynti ja muu myynti

Laitemyynti on Nexstimille kertaluonteista kauppaa ja korkean myyntihinnan takia kappalemäärät ovat pieniä ja niitä myydään investointihyödykkeen tavoin. Nexstim on käsityksemme mukaan viimeisen vuoden aikana alkanut tarjota laitteen hankintaa myös leasing-sopimuksilla vauhdittaakseen laitteistojen myyntiä. Laitteistojen myyntihinnan lisäksi Nexstimille kertyy liikevaihtoa myyntitapahtuman jälkeen myös huoltosopimuksista, kertakäyttö- ja varaosien myynnistä sekä ohjelmistolisensseistä. Nexstimin liikevaihto koostui vuonna 2015 noin 80 %:sesti laitteistojen myynnistä ja 20 %:sesti muusta myynnistä. Vuonna 2016 laitteistojen myynti oli 78 % liikevaihdosta ja muu myynti 22 %.

Liiketoimintamalli 2/2

Laitteiston elinkaari (NBS ja NBT)

NBS- ja NBT-laitteistot perustuvat samalla teknologia-alustalle ja pitkälti samoihin osiin. Molempien laitteiden käyttöikä on noin 7 vuotta, mutta niiden kerryttämät liikevaihtoprofiilit elinkaaren aikana ovat hyvin erilaiset.

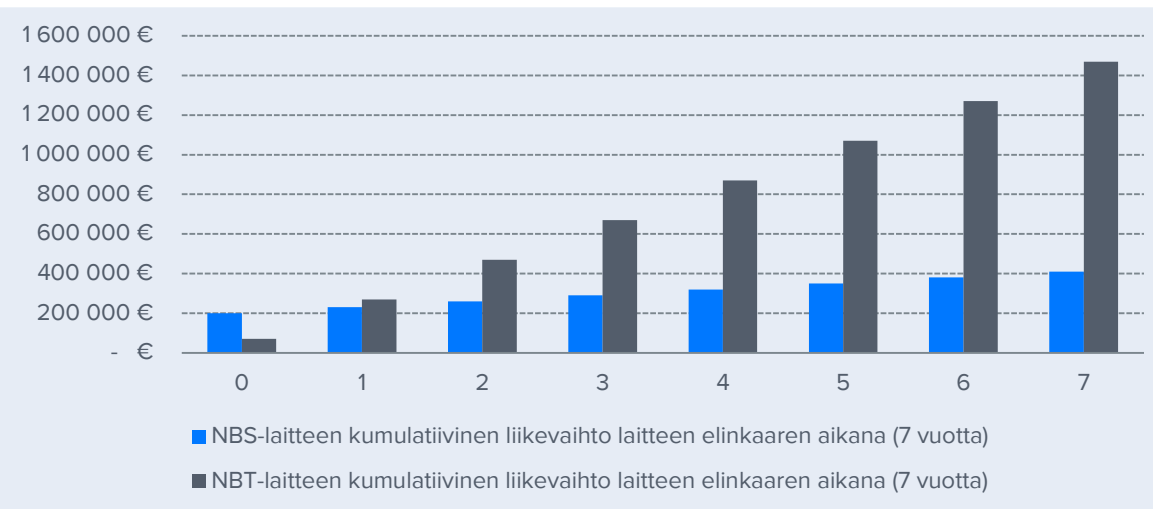
Olemme käyttäneet alla olevassa havainnollistuksessa oletusta, että laitteiden myynti tapahtuu vuoden 0 lopussa, jolloin Nexstimin liikevaihdossa näkyy sinä vuonna pelkästään laitteen myynnistä saatu liikevaihto. Mallin oletuksena on, että NBS-laitteisto maksaa 200 000 euroa ja NBT-laitteisto maksaa 70 000 euroa. Kuten jo aiemmin on mainittu, yhden laitteiston myyntihinta voi vaihdella rajustikin riippuen markkina-alueesta, asiakkaasta ja siitä myykö yhtiön laitteen asiakkaalle suoraan itse vai jakelijan kautta.

Nexstimin vuoden 2016 liikevaihto kertyi noin 80 %:sesti laitteistojen myynnistä ja 20 %:sesti muusta myynnistä (mm. huoltosopimukset, ohjelmistolisenssit, koulutus, kertakäyttö- ja varaosien myynti yms.). Oletamme, että NBS-laitteiston myynnin jälkeisinä vuosina yhtiölle kertyy noin 15 % laitteen hinnasta ns. ”muuta liikevaihtoa”. Yhden myydyin NBS-laitteiston kumulatiivinen liikevaihto myynnin jälkeen kasvaa siis noin 15 % alkuperäisen myyntihinnan verran (30 000 euroa/vuosi) seuraavan seitsemän vuoden ajan.

NBT-laitteiston myyntistrategia (jos laitteisto saa FDA-luvan) perustuu enemmän potilaan kuntoutuksessa käytettävien kertakäyttöosien myyntiin. Nexstim on kertonut valitsevansa NBT-laitteiston myynnissä strategian, jossa alkuinvestointi on asiakkaalle pienempi kuin NBT-laitteiston, sillä laitekantaa halutaan kasvattaa nopeasti.

Sen jälkeen, kun NBT-laite on asennettu asiakkaalle esim. kuntoutuskeskukseen, aivohalvauspotilaat alkavat käydä noin kuuden viikon kuntoutusjaksoa läpi ja suurin osa NBT-laitteistoon liittyvästä liikevaihdosta kertyisi noin 100 euroa maksavien kertakäyttöosien myynnistä. Nexstimin NBT-laitteistolle on arvioitu noin 100 potilaan vuotuinen hoitokapasiteetti ja yksi aivohalvauspotilaan kuntoutusjakso vie kuuden viikon aikana noin 20 kertakäyttöosaa. Näillä oletuksilla NBT-laitteiston kerryttämä liikevaihto vuonna 0 olisi noin 70 000 euroa (laitteen myyntihinta). Tämän jälkeen yksi potilas kerryttäisi hoitajakson aikana 20 noin 100 euron kertakäyttöosaa, joka tekee yhteensä 2000 euroa per potilas. Sadan potilaan vuotuiselle hoitokapasiteetilla yhdellä NBT-laitteella hoidettavien potilaiden kumulatiivinen myynti voisi kasvaa vuodessa kertakäyttöosien liikevaihtopotentialin verran eli 200 000 euroa.

Näin laskettuna NBS-kerryttäisi laitteiston myynnin (200 000 euroa) jälkeen 7 vuotta noin 30 000 euron vuosiliikevaihtoa eli yhteensä laitteen elinkaaren aikana se voisi kerryttää 410 000 euroa liikevaihtoa. NBT-laite taas alkaisi pienemmän myyntihinnan (70 000 euroa) jälkeen kerryttää vuodessa hyväkatteisten kertakäyttöosien ansiosta noin 200 000 euroa liikevaihtoa lisää, joten laitteen elinkaaren aikana se voisi kerryttää noin 1,5 miljoonaa euroa liikevaihtoa.



Liiketoimintamalli

Nykyinen liiketoimintamalli
(NBS)

Nexstim

NBS-laite
150-300 000 €

NBT-laite
70-100 000 €

Sairaalat/
Yliopistot

Kuntoutus-
keskukset


Kertakäyttöosa
100 €/kpl

Kertakäyttöosien
rooli

Kertakäyttöosa
100 €/kpl



Aivoalueiden
kartoitus ennen
leikkausta

Aivohalvauksen
jälkeinen
kuntoutus

**100 miljoonaa
dollaria/vuosi**

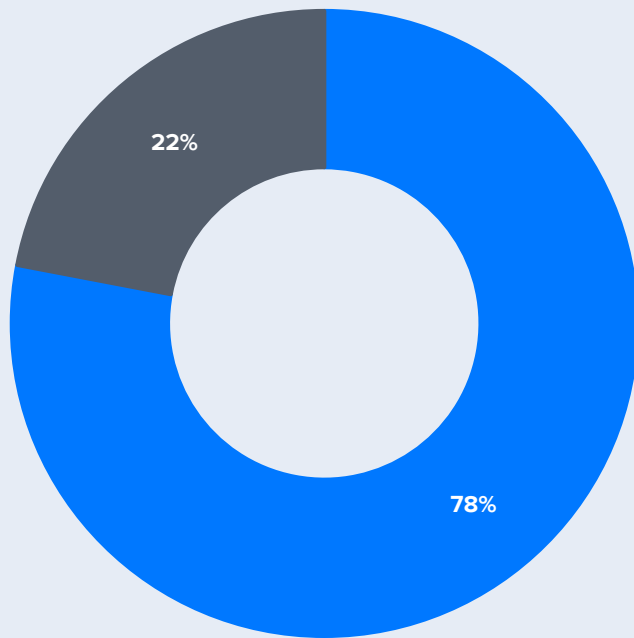
Noin 80 000 potilasta
Yhdysvalloissa ja
Euroopassa per vuosi,
joiden tapauksessa NBS-
laitteistolla tehtävä
aivoalueiden kartoitus voisi
olla kliinisesti perusteltua

**1,8 miljardia
dollaria/vuosi**

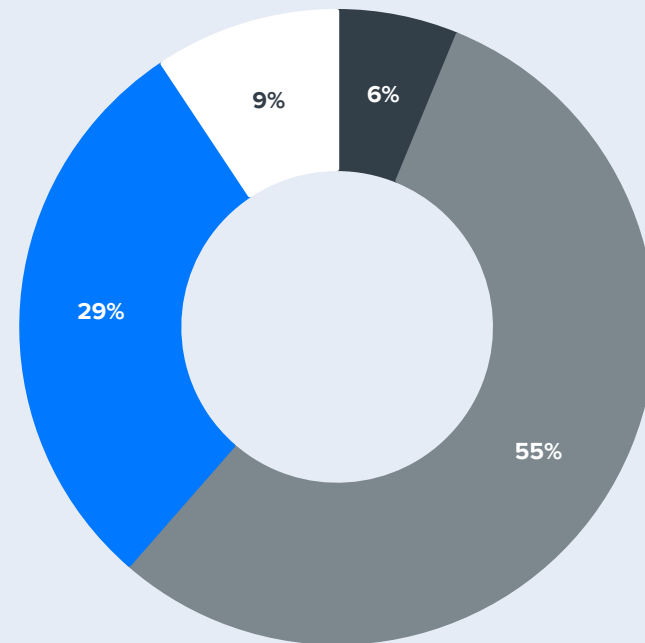
Noin 700 000 potilasta
Yhdysvalloissa ja
Euroopassa per vuosi,
jotka voisivat hyötyä NBT-
laitteistolla toteutettavasta
aivohalvauksen jälkeisestä
kuntoutuksesta

Tavoiteltu liiketoimintamalli
(NBS+ NBT)

Liikevaihdon muodostuminen (2016: 2,5 MEUR)



■ NBS/NBT-laitteistot ■ Muu liikevaihto



■ Suomi ■ Muu Eurooppa (ml. Venäjä) ■ USA ■ Muut

Tuotteet ja kilpailijat 1/4

Nexstim tuottaa tällä hetkellä kahta laitteistoa (NBS ja NBT). Molemmat näistä perustuvat yhtiön kehittämälle ja patentoimalle teknologia-alustalle, joka yhdistää navigoinnin toteuttamisen, stimulaation ja reaktion mittaamisen. Yhtiön nykyinen liikevaihto perustuu pääosin NBS-laitteistojen myyntiin, mutta tavoitteena on saada lähivuosina FDA-lupa myös uudelle NBT-laitteistolle ja päästä tämän kautta kiinni aivohalvauskuntoutuksen markkinapotentiaaliin, joka on monikymmenkertainen verrattuna nykyiseen aivoalueiden kartoituksen (NBS) markkinaan.

NBS-laitteisto

NBS-laitteistoa (Navigated Brain Stimulation) käytetään mm. aivokirurgisia toimenpiteitä edeltävässä diagnostiikassa. Laitteistolla pyritään tarkkaan aivoalueiden kartoitukseen ennen kirurgista toimenpidettä (pre-surgical mapping). Yksinkertaisesti selitettynä laitteella pystytään piirtämään kallon läpäisevän sähkömagneettisen stimuloinnin avulla aivoista tarkka 3D-kartta. Kartoitus paikantaa ennen leikkausta potilaasta ne aivojen alueet, jotka vastaavat puheesta ja motoriikasta, jotta näiden vahingoittumisen riski olisi mahdollisimman pieni, kun näiden alueiden lähellä operoidaan.

NBS-laitteisto on ainoa FDA:n hyväksymä ja CE-merkinnällä varustettu laite, joka kykenee tarkasti kartoittamaan aivojen liikealueet neurokirurgiaa varten kallon ulkopuolelta. Laitteistosta saatava kartoitustulos voidaan siirtää muihin neurokirurgisiin työkaluihin käytettäväksi avustamaan kirurgeja aivoleikkausten suunnittelussa. NBS-laitteiston hinta on 150-300 tuhatta euroa ja laitteiston tyypillinen kliininen käyttöikä on noin 5-7 vuotta.

NBS-laitteiston asiakkaat

NBS-laitteiston myynti ja markkinointi on ensisijaisesti kohdistettu yliopistoihin ja opetussairaaloihin, joissa työskentelee johtavia asiantuntijoita (Key Opinion Leader), joiden lääketieteellinen erikoisala on neurokirurgia tai radiologia. Nexstim on arvioinut, että Yhdysvalloissa ja Euroopassa on yhteensä noin 2000 sairaalaa, joissa on NBS:n kanssa yhteensopiva neurokirurgialaitteisto, ja siten nämä sairaalat muodostavat potentiaalisen asiakaskunnan. Näissä sairaaloissa käy vuosittain noin 80 000 sellaista potilasta, joiden sairauden hoidossa NBS-laitteistolla tehtävällä toiminnallisten aivoalueiden kartoituksella voisi yhtiön mukaan olla kliinistä hyötyä.

Nextim ilmoitti vuoden 2014 listautumisesitteessä, että NBS-laitteistoja oli siihen mennessä myyty noin 120 kpl. Näistä 40 oli myyty kliiniseen käyttöön ja 80 tieteelliseen tutkimuskäyttöön. Vuoden 2016 tilinpäätöksessä yhtiö ilmoitti, että laitteita oli myyty yhteensä noin 140. Yhtiö on siis myynyt näitä noin 10 kpl vuosivauhtia 2015-2016. Nexstimin liikevaihto (2016: 2,5 MEUR) on kertynyt pääosin NBS-laitteistojen myynnistä, koulutuksesta, huollosta sekä vaihto- ja varaosien myynnistä. NBS-laitteiston myynnissä yhtiö käyttää myyntimallia, jossa pääosa liikevaihdosta kertyy itse laitteiston myynnistä ja sen takia sillä on korkeampi hinta kuin mitä tulevaisuudessa NBT-laitteistolle on suunniteltu. Myyntimallin valinta johtuu verrattain alhaisista vuotuisista potilasmääristä, joiden hoidossa laitteiston käytöstä olisi kliinistä hyötyä. Siten Nexstimin on järkevämpää rakentaa tuotteen ansainta ensisijaisesti laitemyynnin ympärille kertakäyttöosien sijaan.

NBS-laitteiston kilpailijat

Tällä hetkellä yleisin toimintatapa toiminnallisten aivoalueiden kartoituksessa on aivokuoren sähköstimulaatio (direct cortical stimulation, DCS), joka tehdään kirurgisen toimenpiteen aikana asettamalla elektrodit suoraan aivoihin liike- ja puhealueiden kartoittamista varten juuri ennen leikkausta. Aivokuoren sähköstimulaatio vaatii kuitenkin kontaktin aivojen kanssa, minkä vuoksi se pitää tehdä leikkauksen yhteydessä eikä siten sovellu ennen leikkausta tehtävään suunnitteluun (pre-surgical mapping).

Yhtiön näkemyksen mukaan NBS-laitteisto on kiistaton edelläkävijä kallon ulkopuolisen kartoituksen markkinoilla. Muut nykyiset teknologiat eivät tarjoa kartoituksen tekemistä kallon ulkopuolelta yhdistettynä kartoituksen tarkkuuteen. Tämän ansiosta Nexstimin NBS-laitteisto on ainoa laite, jolla voidaan tarkasti ja turvallisesti kartoittaa liike- ja puhekyvylle tärkeät aivokuoren alueet ennen kirurgista toimenpidettä.

Alan käytetyin menetelmä (DCS) vaatii kallon avaamisen, se kestää noin 2 tuntia ja se on suoritettava potilaalle tehtävän kirurgisen toimenpiteen yhteydessä. Nexstimin NBS-laitteistolla aivojen kartoitus on mahdollista tehdä hyvissä ajoin ennen kirurgista toimenpidettä ja se kestää vain 20-40 minuuttia. NBS-laitteiston etuna toimii se, että tarkka kartoitus aivoista saadaan jo päiviä tai jopa viikkoja ennen kirurgista toimenpidettä. Tämä mahdollistaa tehokkaammat leikkausta edeltävät prosessit, antaa kirurgeille paremmat mahdollisuudet leikkauksen suunnitteluun ja auttaa myös päätöksenteossa onko potilas leikattava vai ei.

Tuotteet ja kilpailijat 2/4

NBT-laitteisto

NBT-laitteisto (Navigated Brain Therapy) on kehitetty NBS-laitteiston kanssa samalle teknologia-alustalle ja sen tarkoituksena on poistaa luonnollisen parantumisen esteitä kohdistetun stimulaation avulla aivohalvauksen jälkeisen kuntoutuksen parantamiseksi ja tehostamiseksi. Yhtiön tarkoitus on keskittyä aluksi NBT-laitteistollaan kuntouttamaan käden ja käsivarren toiminnallisia vammoja, jotka ovat yleisimpiä oireita aivohalvauksen jälkeen. Muita mahdollisia käyttötarkoituksia laitteella voi olla esimerkiksi kivun, tinnituksen ja masennuksen hoidossa.

NBT-laitteistoa käytetään aivohalvauksen jälkeisessä hoidossa siten, että magneeteilla luodaan sähkökenttä aivoihin, jossa pulsseja annetaan toistuvasti sarjastimulaationa (repetitive transcranial magnetic stimulation, rTMS). Tällöin aivojen aktiivisuutta voidaan mukauttaa joko kiihdyttämällä tai hidastamalla eri aivopuoliskojen toimintoja. Oikea ja vasen aivopuolisko ovat normaalitilassa tasapainossa keskenään, mutta aivohalvauksen jäljiltä näiden luonnollinen tasapaino on häiriintynyt. Terve aivopuolisko yrittää kompensoida vaurioituneen puolen toimintoja eikä vaurioitunut aivopuolisko pysty palautumaan normaalisti. Aivopuoliskojen välisen epätasapainon vuoksi potilas ei pysty täysin hyödyntämään kuntoutusta, jota vaaditaan liikeratojen palautumiseen.

Nexstimin NBT-laitteiston hyöty potilaiden kuntoutuksessa perustuu siihen, että hidastavaa sarjastimulaatiota annetaan kohdistetusti aivojen terveelle puolelle. Sarjastimulaatio väliaikaisesti estää tervettä puolta toimimasta normaalisti palauttaen eri puoliskojen luonnollisen tasapainon. Kun terve puoli ei enää dominoi

aivojen vaurioitunutta puolta, potilas on vastaanottavampi annetulle fysio- tai toimintaterapialle, joka mahdollistaa raajojen toimintojen paremman palautumisen. NBT-laitteisolla on tarkoitus antaa sarjastimulaatiota noin 20 minuutin ajan ennen potilaan siirtymistä fysio- tai toimintaterapiaan, jotta aivot saadaan viritettyä ns. ”vastaanottavampaan tilaan” terapiasessiota varten. Nexstim on päättänyt käyttää hidastavaa sarjastimulaatiota aivojen terveelle puolelle, sillä yhtiön näkemyksen mukaan suoran aktivoivan sarjastimulaation antaminen vaurioituneelle aivopuoliskolle voi olla riskialtista ja se saattaa häiritä aivojen luonnollista palautumista.

Vaiheen II monikeskustutkimus

NBT-laitteiston periaatteellista toimivuutta aivohalvauuskuntoutuksessa testattiin kliinisissä kokeissa vuosien 2010-2013 aikana. Vaiheen II tutkimus toteutettiin 29 aivohalvauspotilaalla akuutin vaiheen jälkeen. Potilaista 19 sai hoitoa NBT-laitteistolla ja 10 potilasta sai muutoin täysin samanlaista hoitoa, mutta sarjastimulaatiota ei annettu aivoihin (lumeryhmä). Tuloksissa havaittiin kliinisesti merkittävä ero hoitoa saavan ja lumeryhmän välillä.

Vaiheen III monikeskustutkimus

Nexstim aloitti vuoden 2014 keväällä kaksivuotisen kliinisen Vaiheen III-monikeskustutkimuksen 12 merkittävässä kuntoutuskeskuksessa Yhdysvalloissa. Tutkimukset suoritettiin Rehabilitation Institute of Chicagon johdolla ja tutkimukseen rekrytoitiin mukaan yhteensä 198 potilasta. Tutkimuksen tarkoituksena oli osoittaa NBT-laitteiston teho aivohalvauspotilaiden akuutin vaiheen jälkeisen käden ja käsivarren toiminnallisuuden kuntoutuksessa. Tämän lisäksi tutkimuksen

avulla oli tarkoitus hankkia johtavien asiantuntijoiden tuki laitteistolla tehtävälle hoidolle sekä tietoa terveystaloustieteellisen mallin rakentamista varten ennen hoidon korvattavuuden hakemista ja laitteiston kaupallistamista. Tutkimuksen tavoite oli saada FDA:n myynti- ja markkinointilupa NBT-laitteiston käytölle akuutin vaiheen jälkeiseen aivohalvauuskuntoutukseen Yhdysvalloissa.

Monikeskustutkimus jouduttiin pysäyttämään yllättäen alkuvuonna 2016, kun riippumaton asiantuntijaryhmä (Data Safety Monitoring Board) kertoi lopettamiskriteerin hyödyttömyydestä täytyneen kahden ensimmäisen erän välianalyysin perusteella. Tutkimus päätettiin keskeyttää, sillä lumehoitoa saavan ryhmän ja aktiivista NBT-terapiaa saavan ryhmän tulokset eivät erottuneet toisistaan riittävästi. Käsityksemme mukaan tämä johtui siitä, että tutkimussuunnitelmaa oli muutettu lupaavan Vaiheen II-tutkimuksen jälkeen ja myös lumeryhmä sai jonkinasteista NBT-terapiaa tahattomasti, mikä sotki tutkimustuloksia. Tiedon tullessa markkinoille suuret tulevaisuuden odotukset NBT-laitteiston kaupallistamiseen kärsivät ison kolhun, yhtiön osakekurssi romahti ja toimitusjohtaja Janne Huhtala ilmoitti eroavansa yhtiön palveluksesta.

Nexstim toimitti tutkimuksen keskeyttämisestä huolimatta 173 potilaan kliiniset tiedot FDA:lle osana 510(k) De Novo-lupahakemusta Q2'16 aikana. Lupa ei irronnut sellaisenaan, vaan FDA vaati täydentävää tutkimusta. FDA:lla ei ollut huolta laitteen turvallisuuden suhteen ja osapuolet sopivat yhdessä, että yhtiö suunnittelee uuden rajoitetun kokoisin tutkimuksen (60 hlö), jossa käytetään erilaista lumererokkia, joka suunnitellaan ja hyväksytään FDA:n antamien ohjeiden mukaisesti.

Tuotteet ja kilpailijat 3/4

Vaiheen III monikeskustutkimuksen tulosten mukaan 67 % aktiivista NBT-terapiaa saavasta ryhmästä pystyivät parantamaan yläraajan toimintojaan tilastollisesti merkitsevästi, mikä tarkoittaa vähintään 5 pisteen parantumista yleisesti käytetyllä Fugl-Meyer-asteikolla. Samassa tutkimuksessa kuitenkin myös 65 % lumeryhmän potilaista pystyi parantamaan yläraajan toimintojaan tilastollisesti merkitsevästi, mikä johtui ryhmälle annetusta vääränlaisesta lumestimulaatiosta, joka sekoitti tuloksia. Koko otoksen keskimääräinen Fugl-Meyerin asteikolla mitattu yläraajan toimintojen parantuminen oli 8,2 pistettä.

Täydentävä NBT-potilastutkimus (60 hio)

Uusi Vaiheen III-monikeskustutkimusta täydentävä 60 henkilön potilastutkimus käynnistyi helmikuussa 2017 ja siitä saaduilla tuloksilla tullaan täydentämään yhtiön jo jättämää FDA-lupahakemusta ja kokeilemaan luvan hakemista uudestaan. Potilastutkimus toteutetaan viidessä kuntoutuskeskuksessa Yhdysvalloissa. Täydentävän tutkimuksen tekeminen työntää mahdollista NBT-laitteen kaupallistamista 1-2 vuodella eteenpäin verrattuna siihen, että Vaiheen III monikeskustutkimus olisi mennyt alkuperäisten suunnitelmien mukaan. Se tulee myös maksamaan yhtiölle noin 2 MEUR lisää, kun Vaiheen III-monikeskustutkimus maksoi yhtiölle noin 8 MEUR.

Nexstimin arvion mukaan uuden täydentävän potilastutkimuksen aikataulu on seuraava:

- 2017 helmikuu: potilastutkimukset voidaan aloittaa
- 2018 maaliskuu: potilastutkimusten

odotetaan valmistuvan

- 2018 huhtikuu: FDA 510(k) De Novo-hakemus voidaan lähettää
- 2018 H2: FDA-lupahakemuksen tuloksia voidaan odottaa

Nexstim ei ole itse julkaissut omaa arviota, millä todennäköisyydellä lopulliset tutkimustulokset voisivat olla positiivisia. Arviomme mukaan teknologiariski NBT-laitteella on kuitenkin hyvin pieni, sillä NBS-laitteisto käyttää samaa teknologiaa ja se on jo käynyt FDA:n lupahakuprosessin läpi. Myös lupaavat tulokset toiseen vaiheeseen tutkimusta pienentävät tutkimuksen läpimenoriskiä. Oleellinen riski tutkimuksessa on hoitomuodon tehokkuus, joka tulee todistaa merkittävästi laajemmalla potilasryhmällä kuin Vaiheen II-monikeskustutkimuksessa sekä lumeryhmän hoidossa tehty virhe Vaiheen III-monikeskustutkimuksessa, jonka toistuminen voisi koitua yhtiölle kohtalokkaaksi.

Jos asiat etenevät optimistisen skenaarion mukaan (tutkimuksen tulokset ovat positiiviset ja FDA myöntää heti myynti- ja markkinointiluvan), voisi Nexstim alkaa myydä NBT-laitteistoa jo Q4'18 aikana. Laajempaa NBT-laitteiston kaupallistamista varten yhtiö tulee tarvitsemaan huomattavan määrän lisärähoitusta. NBT-laitteiston myynti ei tule arviomme mukaan näkymään Nexstimin liikevaihdossa merkittävästi ennen vuosikymmenen vaihdetta.

NBT-laitteiston asiakkaat

Aivohalvauspotilaiden hoitoon käytettävä NBT-laitteisto on tällä hetkellä kehitys- ja esikaupallistamisvaiheessa eikä yhtiölle kerry

tästä merkittävää liikevaihtoa. NBT-laitteita on asennettu esim. monikeskustutkimukseen osallistuneisiin kuntoutuskeskuksiin ja näiden odotetaan olevan ensimmäisiä laitteistojen käyttäjiä, jos Nexstim saa laitteistolle FDA-luvan. NBT-laitteistolla on CE-merkintä, jonka vuoksi laitteen myynti Euroopassa olisi jo nyt käytännössä mahdollista, mutta yhtiö on sanonut haluavansa käydä läpi virallisen FDA-lupaprosessin läpi ja saada tutkimustulokset kliinisistä kokeista ennen laajempaa kaupallistamista. Yhtiö voi kuitenkin myydä joitain laitteita myös ennen tätä CE-merkin turvin.

Yhtiön arvion mukaan Yhdysvalloissa on noin 8700 kuntoutuskeskusta, jotka tarjoavat aivohalvauksen jälkihoitona käden ja käsivarren liikealueiden vammoihin fysioterapiaa ja toimintaterapiaa. Näistä keskuksista noin 3000 on itsenäisiä kuntoutuskeskuksia ja loput sairaaloiden kuntoutusosastoja. Nämä keskuksat muodostavat potentiaalisen asiakaskunnan, jossa NBT-laitteistoa voitaisiin käyttää.

Relevantti potilasmäärä, joiden hoidossa NBT-laitteistoa voitaisiin käyttää on yhtiön arvion mukaan noin 700 000, joista noin 60 % on Euroopassa ja 40 % Yhdysvalloissa. Viimeisen vuoden aikana yhtiö on myös puhunut Asian markkinoille levittäytymisestä partnereiden kautta, missä avautuisi saman kokoinen markkina kuin mitä Yhdysvallat ja Eurooppa ovat yhteensä. Nexstim aikoo aluksi keskittyä aivohalvauspotilaiden hoidon markkinoihin Yhdysvalloissa, sillä Yhdysvallat on suurin yksittäinen markkina-alue, jossa korvausjärjestelmä kattaa suuren potilasjoukon.

Tuotteet ja kilpailijat 4/4

Myöhemmässä kaupallistamisvaiheessa Nexstim aikoo käyttää NBT-laitteiston myynnissä myyntimallia, jossa suurin osa liikevaihdosta syntyy hoitokertakohtaisista korkeakatteisista kertakäyttövälineistä. Myyntimalli on valittu vuotuisten aivohalvaustapausten suuren määrän, sekä niissä esiintyvien käsi ja käsivarren toiminnallisten vammojen yleisyyden vuoksi.

Jokainen potilas tarvitsee hoitajakson aikana noin 20 hoitokohtaista kertakäyttövälinettä, joiden hinnaksi yhtiö on suunnitellut noin 100 euroa. Laitteistolla on noin 100 potilaan vuotuinen hoitokapasiteetti, joten laitteiston alkuperäisen myyntihinnan lisäksi laitteen vuotuinen liikevaihtopotentiaali on noin 200 000 euroa. Myyntimalli mahdollistaa sen, että asiakkaan alkuinvestointi NBT-laitteistoon voidaan pitää alhaisena, minkä yhtiö uskoo alentavan investointikynnystä ja siten edistävän NBT-laitteistoa käyttävien keskusten määrää. Nexstimin liikevaihdon kehittymisen kannalta on tärkeää saada NBT-laitekanta kasvamaan nopeasti, jolloin korkeakatteisten kertakäyttöosien myynti saataisiin ajettua ylös.

NBT-laitteiston kilpailijat

Intensiivinen fysioterapia ja toimintaterapia ovat tällä hetkellä keskeisimmät kuntoutusmenetelmät toispuoleisille yläraajan motoristisille vammoille. Nämä hoitomenetelmät ovat kuitenkin vaikuttavuudeltaan hyvin rajoittuneita eivätkä hoidon maksajat esim. valtiolliset toimijat, vakuutusyhtiöt tai potilaat itse saa hoidolle vastineeksi haluttuja parannuksia. Nexstim sai osoitettua II-vaiheen tutkimuksessaan, että NBT-laitteiston käyttö toimintaterapian yhteydessä voi saavuttaa yli kolminkertaisia parannuksia verrattuna nykyiseen hoidon tasoon ilman NBT-laitteistoa.

Tämä pitäisi nyt FDA-luvan saamiseksi pystyä todistamaan nyt myös suuremmalla potilasmäärällä.

Aivohalvauskuntoutus on suuri hoitomarkkina, jolle lääkeyhtiöt ovat vuosia yrittäneet päästä ilman merkittäviä tuloksia. Lääkeyhtiöt ovat sittemmin keskittyneet aivohalvauksen ennaltaehkäisyyn ja akuuttiin hoitoon. Lääkeyhtiöt ovat kehittäneet erityisesti verenkiertoelimistösairauksien riskien vähentämiseen tarkoitettuja lääkkeitä, kuten lipidejä laskevia aineita. Lääkeyhtiöt ovat myös kehittäneet tukoksia liuottavia aineita parantaakseen verenkiertoa kohtauksen akuutissa vaiheessa.

Aivohalvauskuntoutuksen markkinoilla ei ole tällä hetkellä toimijoita, jotka käyttäisivät navigoitua TMS-teknologiaa aivohalvauksen kuntoutukseen. Nexstim pitää kuitenkin mahdollisina kilpailijoinaan sellaisia yrityksiä, jotka käyttävän Nexstimin teknologian kanssa kilpailevia teknologioita tutkimus- tai terapiakäyttöön. Merkittäviä tällaisia ovat Mag&More, neuroConn, Brain Science Tools, ANT-neuro, Brainsway ja Neuronetics. Nexstimin tiedon mukaan mikään näistä yhtiöistä ei suunnittele laajentumista aivohalvauskuntoutukseen.

Mag&More, neuroConn, Brain Science Tools ja ANT-neuro ovat saksalaisia tai hollantilaisia tutkimuskäyttöön keskittyviä yhtiöitä. Nämä käyttävät yksinkertaista navigoitua TMS-teknologiaa (ns. linjanavigointia), joka ei pyri mallintamaan aivoissa syntyvää sähkökenttää ollenkaan. Ainoastaan ANT-neurolla on sähkökenttää mallintavaa teknologiaa.

Terapiakäyttöön keskittyvät yhtiöt Brainsway ja

Neuronetics keskittyvät pääsääntöisesti masennuksen hoitoon. Brainsway on kehittänyt TMS-laitteen masennuksen hoitoon. Brainswayn teknologiaa käytetään syvempien aivoalueiden stimulaatioon, mikä mahdollistaa näiden aivoalueiden tuottamien mielensterveysthäiriöiden ja sairauksien hoidon. Brainswayn teknologia kykenee stimuloimaan syvemmälle kuin Nexstimin NBT-laitteisto, mutta teknologialla ei ole NBT-laitteistoa vastaavaa tarkkaa navigointikykyä. Brainsway on julkinen osakeyhtiö, joka on listattu Tel Avivin pörssissä. Yhtiön liikevaihto vuonna 2015 oli noin 7 miljoonaa Yhdysvaltain dollaria ja tappio 4,5 miljoonaa dollaria. Brainswayn nykyinen markkina-arvo on noin 80 miljoonaa Yhdysvaltain dollaria eli price-to-sales arvostus on noin 5x, mikä on linjassa Nexstimin liikevaihtopohjaisten kertoimien kanssa.

Neuroneticsin laitteet keskittyvät psykiatrisen ja neurologisten häiriöiden hoitoon kallon ulkopuolisella MRI:n tehoisella magneettisella stimulaatiolla. Neuronetics sai ensimmäisenä FDA:n hyväksynnän lääkkeitä hyötymättömien masennuspotilaiden hoitoon TMS-teknologialla. Neuronetics käyttää yksinkertaista ei-navigoitua TMS-teknologiaa, joka eroaa Brainswayn laitteistosta siten, että se ei kykene syvään stimulaatioon. Nexstimin näkemyksen mukaan ainoastaan Nexstimillä on perusteellisesti todistettu navigointitarkkuus oikeiden aivoalueiden paikantamiseen aivohalvauskuntoutusta varten.

Nexstimin tuotteet

Tuote

NBS
Navigated Brain
Stimulation

NBT
Navigated Brain Therapy

Käyttötarkoitus

Aivojen puhe- ja
liikealueiden kartoitus
ennen aivoleikkausta
(pre-surgical mapping)

Aivohalvauspotilaiden
kuntoutus
(stroke rehabilitation)

Hinta

Laite n. 150-300 000 €
Kertakäyttöosa n. 100 €

Laite n. 70-100 000 €
Kertakäyttöosa n. 100 €

Valmistus

Laite n. 50-70 000 €
Kertakäyttöosa n. 1-5 €

Laite n. 40-50 000 €
Kertakäyttöosa n. 1-5 €

Nykytilanne

- FDA-lupa
- CE-merkki
- Noin 140 myytyä laitetta
- Liikevaihto yli 2 MEUR /v.
- Asiantuntijoiden tuki

- CE-merkki
- Positiivinen vaiheen II tulos
- Täydentävä 60 hlö
potilastutkimus käynnissä
- Ei merkittävää liikevaihtoa

NBS-laitteisto



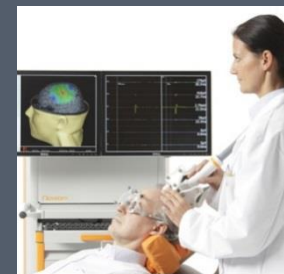
NBT-laitteisto



Kertakäyttöosa



Esimerkki 3D-mallinnuksesta



Markkinapotentiaali

Aivoalueiden kartoituksen potentiaali (NBS)

Nexstimin nykyinen liikevaihto (2016: 2,5 MEUR) tulee pääosin aivoalueiden kartoitukseen tarkoitetun NBS-laitteiston myynnistä. Nexstimille relevanttien toiminnallisten aivoalueiden kartoituksen markkinoiden koko on arvioitu tapauksista, joissa laitteiston käyttö joko liike- tai puhealueiden kartoitukseen voi olla kliinisesti perusteltua.

Yhtiön arvion mukaan Euroopassa ja Yhdysvalloissa on yhteensä noin 2000 sairaalaa, joissa on NBS-laitteiston kanssa yhteensopivat neurokirurgiset valmiudet. Nexstim on arvioinut näille sairaaloille myytävien NBS-laitteiden markkinapotentiaalin olevan noin 600 miljoonaa dollaria, kun NBS-laitteiston myyntihinnan on oletettu olevan 150-300 tuhannen dollarin välillä. Tämä markkinapotentiaali ei toistu joka vuosi, vaan noin joka seitsemäs vuosi, sillä NBS-laitteiston tyypillinen käyttöikä on seitsemän vuotta, jonka jälkeen laite olisi syytä uusia. Tästä karkeasti laskettuna NBS-laitteistojen myynnin vuotuinen markkinapotentiaali Nexstimille on noin 90 miljoonaa dollaria.

NBS-laitteistolle yhteensopivissa sairaaloissa tehdään Nexstimin arvion mukaan vuosittain noin 80 000 aivokirurgista toimenpidettä, jossa NBS-laitteistolla voisi olla käyttöä. Jokaiseen kartoitukseen käytetään kertakäyttöisiä. Nexstim on arvioinut kertakäyttöisten vuotuisen markkinapotentiaalin olevan noin 10 miljoonaa dollaria. NBS-laitteistolle ja aivoalueiden kartoituksessa käytettäville kertakäyttöisille voidaan olettaa yhteensä noin 100 miljoonan dollarin vuotuinen markkinapotentiaali.

Nexstimin liikevaihto vuonna 2016 oli 2,5 MEUR (2015: 2,5 MEUR). Arvioimme yhtiön myyneen viime vuosina noin 10 NBS-laitetta per vuosi.

NBS-laitteiston rooli on Nexstimin tulevaisuudelle nykyistä liikevaihtoaan suurempi. NBS-laitteiston tehtävänä on myös validoida Nexstimin kehittämää navigointitekniologiaa ja saada sitä käyttävien sairaaloiden johtavien asiantuntijoiden tuki. NBS kerryttää tällä hetkellä yhtiölle kassavirtaa sen verran, että liiketoimintaa on yhtiön mukaan kannattavaa pitää yllä ja se luo Nexstimille nimeä hyvin konservatiivisella alalla. Yhtiö uskoo tämän helpottavan NBT:n lanseeraamista, jos/kun yhtiö onnistuu saamaan NBT-laitteistolle FDA-luvan.

Aivohalvauskuntoutuksen potentiaali (NBT)

Nexstim tähtää strategiassaan ensisijaisesti aivohalvauspotilaiden kuntoutuksen markkinoille johtuen niiden suuresta koosta ja tarpeesta tehokkaille motoristen toimintojen vammojen kuntoutushoidolle. Motoristen toimintojen vammat ovat yleisimpiä aivohalvauksen jälkioireita. Aivohalvauskuntoutuksen markkinapotentiaali on merkittävästi suurempi kuin aivoalueiden kartoituksen. Tämän takia Nexstimin tulevien vuosien kasvun ja kannattavuuden kannalta FDA-luvan saaminen NBT-laitteistolle on elintärkeässä asemassa.

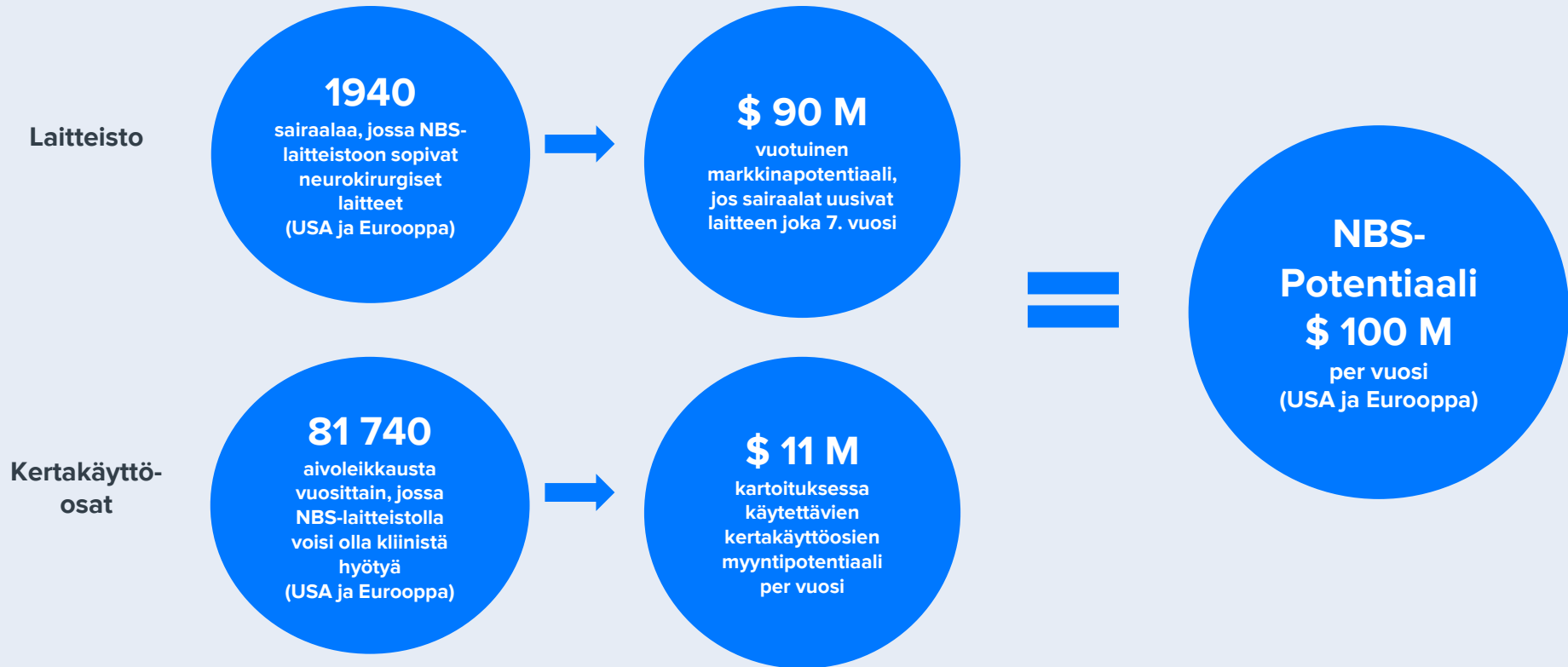
Aivohalvaus on yksi maailman johtavista syistä invalidoitumiseen ja toiseksi yleisin kuoliinsyy (5 miljoonaa kuolintapausta vuosittain). Joka vuosi noin 15 miljoonaa ihmistä maailmassa saa aivohalvauksen ja on arvioitu, että noin 1/6 ihmisistä kärsii aivohalvauksen elinaikanaan. Tämän vuoksi tehokkaalle tavalle hoitaa

aivohalvauskuntoutusta on suuri tilaus markkinoilla. Nexstimin arvion mukaan relevantti potilasmäärä Euroopassa ja Yhdysvalloissa, joiden hoidossa NBT-laitteistoa voitaisiin käyttää on vuosittain noin 700 000 potilasta (40 % Yhdysvalloissa ja 60 % Euroopassa). Arvio potilasmääristä perustuu vuosittaisten aivohalvaustapausten määrään mukautettuna aivohalvaukseen menehtyneiden määrällä sekä Nexstimin konservatiivisella arviolla niiden potilaiden määrästä, jotka kärsivät toispuoleisesta yläraajan heikkoudesta yli 3 kk aivohalvauksen jälkeen.

Yhtiön tarkoituksena olisi keskittyä ensisijaisesti Yhdysvaltojen ja Euroopan aivohalvauskuntoutuksen markkinoihin, jotka on yhtiön arvion mukaan noin 1,8 miljardia dollaria (Yhdysvalloissa noin 700 miljoonaa ja Euroopassa noin 900 miljoonaa). Tulevaisuuden mahdollinen NBT-laitteistojen myynti on tarkoitus ensisijaisesti Yhdysvaltain markkinoille, sillä se on laajin yhtenäinen markkina yhdenmukaisen hoitokorvausmallin ja terveydenhuoltojärjestelmän suhteen.

Vuonna 2010 kerättyjen tietojen mukaan Yhdysvalloissa noin 800 000 ihmistä saa aivohalvauksen vuosittain. Euroopassa määrä on noin 1,3 miljoonaa. Yhdysvalloissa käytetään vuosittain noin 8,5 miljardia dollaria aivohalvauksen kuntoutukseen, eikä nykyisillä hoitomenetelmillä (fysio- ja toimintaterapia) saada aikaiseksi kuin vain marginaalisia parannuksia. Jos Nexstim onnistuu osoittamaan NBT-laitteiston tehon aivohalvauspotilaiden kuntoutuksessa, FDA-luvan saaminen tulee avaamaan yhtiölle suuren uuden markkinan.

Markkinapotentiaali (NBS)



Markkinapotentiaali (NBT)



Strategia ja kilpailutekijät 1/2

Nexstimin strategian painopistealueita ovat viranomaisprosessi Yhdysvaltain markkinoille sekä valmistautuminen navigoivaan kallon läpäisevään magneettiseen stimulaatioon (nTMS) perustuvan laitteiston kaupallistamiseen sovelluksille, joita käytetään aivohalvauspotilaiden kuntoutuksessa, masennukseen ja kroonisen kivun hoidossa. Kasvua tavoitellaan yhteistyösopimusten kautta ensisijaisesti Euroopassa, Yhdysvalloissa ja Aasiassa. Leikkausta edeltävään aivojen kartoitukseen keskittyvässä liiketoiminnassa haetaan lisäkasvua jälleenmyyjämallin avulla.

NBS-laitteiston strategia

Nexstim on NBS-laitteiston kanssa strategisessa mielessä selvästi pidemmällä kuin NBT:n kanssa, sillä NBS on saanut jo kaikki tarvittavat viranomaishyväksynät ja laitetta on myyty ympäri maailman jo monta vuotta. NBS-laitteistolla on CE-merkki sekä FDA:n myöntämä myynti- ja markkinointilupa aivojen liike- ja puhealueiden kartoitukseen. FDA-lupa liikealueiden kartoitukseen saatiin vuonna 2009 ja puhealueiden kartoitukseen vuonna 2012. Tämän perusteella voidaan ajatella, että NBT-laitteisto tulee kaupallisessa mielessä noin 8-9 vuotta NBS-laitteiston perässä.

NBS-laitteisto on osoittanut kliinisen hyödyn aivoleikkauksia edeltävässä diagnostiikassa sekä FDA-lupansa kautta että monissa tutkijoiden itsensä aloittamissa kliinisissä potilaskokeissa. Nämä tuovat Nexstimille uskottavuutta ja luovat pohjaa tulevalle myynnin kasvulle. Jotta NBS-laitteiden myynnin kasvattaminen tulevina vuosina onnistuisi, on

yhtiön keskityttävä edistämään neljää tärkeää asiaa:

1. Tutkija-aloitteisten kliinisten potilaskokeiden tukeminen ja hyödyntäminen myyntityössä:

NBS-laitteisto on kohdannut suurta kiinnostusta alalla, sillä aivokuoren suorasähköstimulaatiolle ei ole aiemmin ollut saatavilla varteenotettavaa vaihtoehtoa. Tutkijat ovat itsenäisesti aloittaneet ja toteuttaneet NBS-laitteistolla tehtäviä kliinisiä tutkimuksia ja Nexstimille on ollut tärkeää tukea ja edistää tämän tyyppistä toimintaa. Tätä kautta laite tulee alalla tunnetuksi ja yhtiö saa arvokasta dataa laitteen käytön hyödyistä, mikä helpottaa myyntiä.

2. Johtavien asiantuntijoiden tuen saavuttaminen:

NBS-laitteistojen myyntiä keskitetään niihin yliopistoihin ja opetussairaaloihin, joissa työskentelee johtavia asiantuntijoita (Key Opinion Leader), joiden erikoisala on neurokirurgia tai radiologia. Näiltä saadun tuen avulla yhtiö pyrkii vaikuttamaan alalla toimivien lääkäreiden mielipiteisiin ja herättämään laajempaa kiinnostusta laitetta kohtaan.

3. Terveystaloustieteellisen mallin rakentaminen

Nexstim rakentaa terveystaloustieteellistä mallia NBS-laitteiston ympärille tutkijoiden itsensä aloittamien kliinisten tutkimusten perusteella. Tutkimuksissa pyritään todistamaan se, miten potilaiden paremmat hoitotulokset vaikuttavat mm. sairaaloiden tuottoihin. Kun sairaala pystyy osoittamaan NBS-laitteiston käytön johtavan

tehokkaampiin leikkauksiin ja parantuneisiin potilaiden hoitotuloksiin, voi se johtaa suurempiin potilasmääriin ja sairaaloiden tuottavuuden kasvuun. Yleensä pelkästään tämä ei riitä, vaan lisäksi tulee osoittaa investoinnin hyödyt koko arvoketjulle, eli potilaille, hoidon tarjoajille ja hoidon maksajille. Hyötyjen osoittaminen kaikille em. sidosryhmille on tärkeää laajan kysynnän luomiseksi.

4. Korvattavuuden saaminen

Kun lääkinnällinen laite on saanut FDA-luvan Yhdysvalloissa, laitteelle tehtävälle hoidolle voidaan hakea korvattavuustunnusta, jotta toimenpide saadaan korvauksellisen hoidon piiriin. Ilman korvattavuustunnusta hoidon tarjoaja ei saa korvausta tekemistään hoidoista, jolloin potilas joutuu maksamaan hoidon itse.

NBS-laitteiston kilpailutekijät

NBS-laitteiston tärkein kilpailutekijä on yhtiön kehittämän ja patentoiman navigointiteknologian yhdistäminen kallon läpäisevään sähkömagneettiseen stimuloititekнологiaan (transcranial magnetic stimulation, TMS). Se on ainoa ei-kirurginen vaihtoehto liike- ja puhealueiden kartoittamiseen, jolla on FDA:n myynti- ja markkinointilupa ja CE-merkintä. NBS-laitteiston toiminta perustuu Nexstimin patentoimalle teknologialle ja algoritmeille, jotka mahdollistavat aivojen tarkan 3D-mallintamisen. Muut kilpailevat teknologiat eivät tarjoa yhtä täsmällistä kallon ulkopuolista navigointia, jolla olisi mahdollista kartoittaa liike- ja puhekyvyille tärkeät aivokuoren alueet ennen toimenpidettä, vaan ne pitää tehdä leikkauksen yhteydessä.

Strategia ja kilpailutekijät 2/2

Tällä hetkellä yleisin toimintatapa toiminnallisten aivoalueiden kartoituksessa on aivokuoren suorasähköstimulaatio (direct cortical stimulation, DCS), joka joudutaan suorittamaan kirurgisen toimenpiteen aikana. Sähköstimulaatio vaatii kontaktin aivojen kanssa, minkä vuoksi potilaan kallo tulee avata ja asettaa elektrodit suoraan aivoihin. Tämä joudutaan tekemään kirurgisen toimenpiteen yhteydessä, minkä vuoksi se ei sovellu ennen leikkausta suoritettavaan suunnitteluun. NBS-laitteisto mahdollistaa kallon ulkopuolisen tarkan kartoituksen, joka voidaan tehdä päiviä/viikkoja ennen toimenpidettä. Tämä mahdollistaa operaation paremman suunnittelun ja tehokkaammat leikkausta edeltävät prosessit.

Nykyiseen alan johtavaan standardiin verrattuna NBS-laitteen käyttäminen on myös paljon helppokäyttöisempää ja nopeampaa, sillä kartoittamiseen käytetty aika vaihtelee 20-40 minuutin välillä, kun suorasähköstimulaatiossa kuluu aikaa noin kaksi tuntia. NBS-laitteistolla on myös suoritettu FDA-luvan saamisen jälkeen monia tutkijoiden itse aloittamia kliinisiä tutkimuksia, joiden hyöty potilaalle on todistettu useissa vertaisarvioituissa julkaisuissa. Positiiviset tulokset NBS-laitteiston käytöstä mm. aivokasvainpotilaiden hoidossa on tuonut laitteelle uskottavuutta ja johtavien asiantuntijoiden tukea, joka antaa yhtiölle kilpailusuoja vaihtoehtoisia ratkaisuja vastaan.

NBS-laitteiston strategia

NBS-laitteiston strategia on hyvin samankaltainen kuin edellä kuvatun NBS-laitteiston, sillä molempien laitteistojen kanssa yhtiö joutuu käymään läpi tietyt lääkinnällisten

laitteiden markkinoiden erityispiirteet. NBS-laitteen kaupallistaminen tulee noin 8-9 vuotta NBS-laitteen jälkijunassa ja alhaisemman hinnan sekä erilaisen käyttötarkoituksen takia strategiassa on pieniä vivahte-eroja (esim. myynnin painottuminen selvästi painavammin kertakäyttöväliseisiin).

NBS-laitteiston kaupallistamisstrategiassa seuraava ja yhtiön menestymisen kannalta tärkein etappi on todistaa potilastutkimuksen avulla laitteistolla annettavan hoidon hyöty aivohalvauspotilaiden kuntoutuksessa. Mahdollisen FDA-luvan saamisen jälkeen yhtiölle on tärkeää hankkia johtavien asiantuntijoiden tuki (samalla tavalla kuin NBS-strategiassa) ja luoda sitä kautta kysyntää markkinoilla. Kun ensimmäiset kuntoutuskeskukset ottavat laitteen käyttöön ja pystyvät näyttämään hyviä tuloksia aivohalvauspotilaiden kuntoutuksessa, se luo lisää kysyntää loppukäyttäjiltä. Tämä taas helpottaa terveystaloudellisen mallin todistamista ja korvattavuuden saamista, mikä on omiaan lisäämään positiivista kierrettä myynnin edistämisessä.

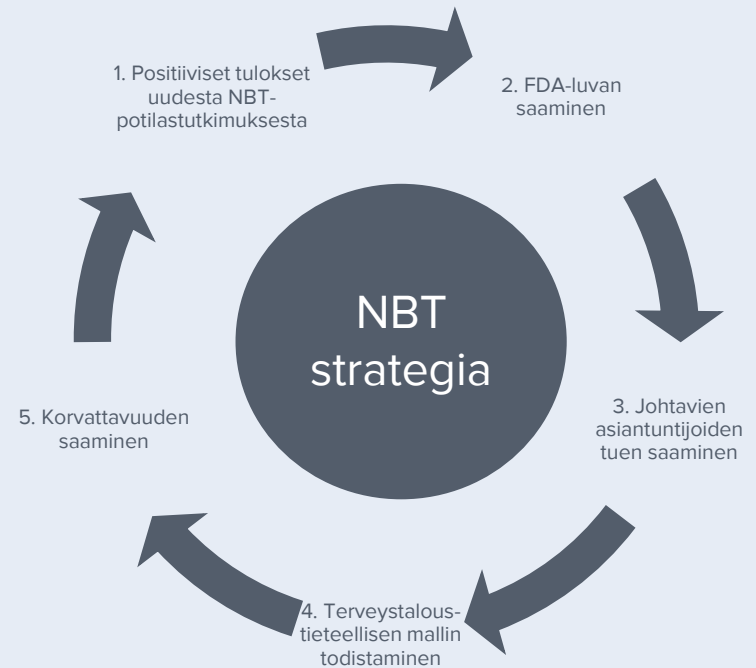
NBS-laitteiston kilpailutekijät

NBS- ja NBS-laitteisto on kehitetty saman teknologian pohjalta, joten NBS-laitteiston tärkeimpänä kilpailuetuna on yhtäläillä Nexstimin tarkan navigointiteknologian yhdistäminen kallon läpäisevään TMS-stimulointitekнологiaan. NBS-laitteen avulla sitä käytetään kuitenkin eri tarkoitukseen kuin NBS-laitteistolla, minkä takia FDA-lupaprosessin läpäisemisen suurin kysymysmerkki liittyy

lähinnä Nexstimin teknologialla annettun hoitomuodon tehokkuuteen juuri aivohalvauspotilaiden kuntoutuksessa. Yhtiö on kuitenkin onnistunut vuosien 2010-2013 aikana toteutetussa vaiheen II tutkimuksissa osoittamaan, että laitteella annettavalla hoidolla on ollut kliinisesti merkittävä positiivinen vaikutus aivohalvauspotilaiden kuntoutuksessa verrattuna lumeryhmään. Nyt tehtävässä tutkimuksessa on käytännössä toistettava samat tulokset laajemmalla potilasryhmällä. Alalla ei ole vielä tällä hetkellä toista laitetta, joka olisi tämän pystynyt osoittamaan, minkä takia Nexstimin kilpailuetu liittyy myös mahdollisuuteen luoda ensimmäisenä toimijana alan standardit kyseiselle hoitomuodolle.

Jos yhtiö onnistuu saamaan FDA-luvan NBS-laitteistolle aivohalvauspotilaiden hoitoon, on Nexstim pitänyt huolen siitä, etteivät kilpailijat pysty kopioimaan tuotetta ja sitä kautta heikentämään Nexstimin kilpailuetua markkinoilla. Yhtiöllä on 63 patenttia, jotka suojaavat laitteistossa käytettävää teknologiaa ja kriittisiä osia, minkä lisäksi varovaisuussyistä yhtiön navigoinnissa tarvittava algoritmi on pidetty salaisena. Yhtiön menestykselle tärkeissä kertakäyttöosissa on myös Nexstimin kehittämä RFID-tägi, jonka pitää tunnistaa NBS-laitteessa oleva algoritmi toimiakseen. Vaikka kilpailija pystyisikin kopioimaan laitteen tai siinä käytettävät osat ja ohjelmiston, täytyisi kilpailijan silti osoittaa kliinisellä datalla, että laite toimii samalla tarkkuudella kuin Nexstimin vastaava ennen myyntiluvan saamista. Eli tavallaan seuraajan tulisi päästä ensin Nexstimin patenttiportfolion läpi ja sitten vielä FDA-lupaprosessin läpi päästäkseen markkinoille.

Strategia



Taloudellinen tilanne 1/3

Historiallinen kannattavuus

Nexstimin liiketoiminta on ollut tappiollista yhtiön perustamisesta asti (v. 2000). Vuosien 2012-2016 aikana yhtiön liikevaihto on pysytellyt 2-3 MEUR:n välillä ja kumulatiivinen liiketappio on ollut 32 MEUR eli keskimäärin noin 6 MEUR vuodessa. Summa on erittäin suuri, kun sitä vertaa Nexstimin nykyiseen noin 11 MEUR:n markkina-arvoon ja 8 MEUR:n kassatilanteeseen. Yhtiö on polttanut kassaa vauhdilla ja joutunut kerta toisensa jälkeen keräämään uutta rahoitusta, kun aivohalvauskuntoutuksen suurille markkinoille tarkoitettua NBT-laitteistoa on kehitetty ja viety kliinisten tutkimusten läpi.

Viime vuosien tappiot ovat johtuneet pääasiassa siitä, että Nexstimin tuotteet ovat olleet vasta kehitysvaiheessa ja tuotteisiin liittyvät tutkimus- ja kehitysprojektit, testaus ja kliiniset potilaskokeet ovat vaatineet huomattavia etupainotteisia kustannuksia. Tämä on johtanut siihen, että yhtiö on käytännössä matkannut aina rahoituskierroksesta toiseen ja saanut juuri sen verran lisää pääomia kuin seuraavan ”checkpointiin” asti on tarvittu.

Historiallinen kannattavuus on kuitenkin yhtiön tulevaisuuden potentiaalin kannalta toissijaista, sillä Nexstim on kasvu- ja tutkimusvaiheessa oleva yhtiö, jonka suurin potentiaali lepää mahdollisuudessa luoda täysin uudet markkinat yhtiön kehittämän ja patentoiman teknologian pohjalta. Nexstim ei ole itse antanut arviota, milloin toiminta voisi kääntyä voitolliseksi, mutta omassa ennusteissamme odotamme sen olevan vasta pitkällä 2020-luvun puolella. Voitolle nouseminen nojaa vahvasti siihen, että Nexstim saa FDA-luvan NBT-laitteistolle ja tuotteen

kaupallistaminen onnistuu. Tähän asti osakkeen suuntaa tulee määräämään enemmänkin rahoitusjärjestelyiden ehdot ja NBT-laitteiston potilastutkimuksesta saadut tulokset kuin yhtiön lähivuosien raportoimat kannattavuusluvut. Odotamme yhtiön tekevän vuosien 2017-2018 aikana yhteensä noin 11 MEUR liiketappiota.

Listautumisanti 2014 (15,3 MEUR)

Nexstimin osakkeenomistajat päättivät syyskuussa 2014 alentaa yhtiön osakepääomaa kattaakseen edellisten vuosien tappioita. Osakepääomaa alennettiin noin 34 MEUR:lla, mikä vastasi pitkälti sitä summaa, mitä yhtiöön oli siihen mennessä sijoitettu. Osakkeenomistajat päättivät listata yhtiön First North Finland ja First North Sweden-markkinapaikoille. Listautumisannissa kerätyt varat yhtiö ilmoitti käyttävänsä mm. 1) käynnissä olevan NBT-monikeskustutkimuksen rahoittamiseen 2) viranomaishyväksyntöjen hakemiseen ja erityisesti FDA:n De Novo 510(k) myynti- ja markkinointilupaun 3) NBT-laitteiston varhaisen vaiheen kaupallistamiseen 4) muiden potentiaalisten tutkimuskohteiden kartoittamiseen ja yhtiön yleisiin rahoitustarpeisiin.

Yhtiön alkuperäinen tarkoitus oli kerätä listautumisannissa noin 18-22 MEUR:n tuotot listautumisesta aiheutuvien kulujen jälkeen. Listautumisannin koko jäi kuitenkin vain 15,3 MEUR:oon (ennen listautumisesta aiheutuvia noin 3 MEUR:n kuluja). Listautumisanti jäi selvästi yhtiön tavoitteista ja Nexstimille jäi kulujen vähentämisen jälkeen annista noin 12 MEUR:n nettotuotot. Nexstimin markkina-arvoksi muodostui 6,35 euron merkintähinnalla hieman

yli 40 MEUR. Nexstimin kaupankäynti First Northissa alkoi marraskuussa 2014.

Alkuperäisen suunnitelman kokoinen listautumisanti olisi yhtiön suunnitelman mukaan riittänyt rahoittamaan liiketoiminnan tilikauden 2017 jälkipuoliskolle asti olettaen, että 1) NBS-laitteiston myynti kasvaa merkittävästi vuosien 2015-2017 aikana 2) NBT-laitteiston vaiheen III monikeskustutkimus etenee suunnitellusti 3) NBT-laitteiston kaupallistamista edeltävät suunnitelmat toteutuvat ja monikeskustutkimus saadaan päätökseen tilikauden 2016 aikana ja 4) NBT-laitteiston osalta ei odoteta syntyvän liikevaihtoa 2017 loppuun mennessä eikä arvioissa ole siten huomioitu NBT-laitteiston kaupallistamisen kustannuksia.

Suunnattu anti 2015 (5,3 MEUR)

Antiesitteessä yhtiö ilmoitti, että yhteensä 10 MEUR:n kokoinen rahasumma riittäisi kattamaan käyttöpääoman vajauksen 12 kuukauden ajaksi. Listautumisesta oli mennyt aika tarkkaan 12 kuukautta, kun joulukuussa 2015 Nexstimin tiedotti suunnatusta osakeannista tietyille ammattimaisille sijoittajille. Annin tarkoitus oli vahvistaa yhtiön tasetta, rahoittaa vaiheen III monikeskustutkimuksen loppuun vieminen ja laajentaa NBT-järjestelmän esikaupallistamista. Suunnatulla annilla yhtiön laski liikkeelle 880 000 uutta osaketta 6,00 euron merkintähintaan, jotka vastasivat noin 11 % kaikista osakkeista annin jälkeen lasketusta osakemäärästä. Suunnatulla annilla yhtiö sai kerättyä 5,3 MEUR:n bruttovarat. Vuoden 2015 lopussa Nexstimin kassa oli 6,9 MEUR, oma pääoma 3,5 MEUR ja omavaraisuusaste 44 %. Tappio 2015 aikana oli 9,8 MEUR ja liiketoiminnan rahavirta -9,6 MEUR.

Taloudellinen tilanne 2/3

Bracknor ja Sitra- järjestely 2016 (12 MEUR)

Nexstimin sijoittajatarina kääntyi pääläelleen helmikuussa 2016, kun riippumaton asiantuntijaryhmä (Data Safety Monitoring Board) tiedotti NBT-laitteiston monikeskustutkimuksen lopettamiskriteerien täyttyneen. Tämä johtui siitä, ettei tutkimusten välianalyysin perusteella lumeryhmän ja aktiivista NBT-terapiaa saavan ryhmän tuloksissa havaittu riittävän suurta eroa, eikä näin tutkimuksen alkuperäiseen tavoitteeseen oltaisiin päästy. Osakekurssiin oli ladattu suuret odotukset NBT-laitteiston läpimurrosta ja aivohalvauskuntoutuksen markkinoiden valtavasta potentiaalista, mutta negatiivisen yllätyksen jälkeen markkinoiden katse kääntyi nykyisen liiketoiminnan tappiollisuuteen ja yhtiön heikkoon rahoitustilanteeseen.

Yhtiön markkina-arvosta hävisi muutamassa viikossa noin 80 %, kun osakekurssi laski 6 euron tasolta noin 1 euron tasolle ja tilanne alkoi näyttää liiketoiminnan jatkuvuuden kannalta erittäin synkältä. Toimitusjohtaja Janne Huhtala erosi pian tämän jälkeen yhtiön palveluksesta eikä yhtiöllä ollut pitkään aikaan esittää markkinoille selkeää strategiaa siitä, miten tilanteesta aiotaan selviytyä. Yhtiö oli avoimena sen faktan kanssa, että syksyllä 2016 siltä oli loppumassa rahat kesken ellei uutta rahoitusjärjestelyä saataisi aikaan ja ilman monikeskustutkimuksen positiivisia tuloksia rahoituksen hankkiminen muuttui hankalaksi.

Nexstim käytti kevään ja alkukesän 2016 rahoituksen etsimiseen ja kävi läpi lukuisia eri vaihtoehtoja. Ylimääräinen yhtiökokous hyväksyi

18.8.2016 rahoitusjärjestelyn, jossa Bracknor Investment ja Suomen itsenäisyyden juhlarahasto Sitra tarjoutuivat turvaamaan kasvu- ja käyttöpääoman rahoituksen. Järjestely poisti pöydältä pahimman skenaarion, mikä oli kassan loppuminen syksyllä, joten se oli tältä osin positiivista. Yhtiön hakiessa toiminnalleen rahoittajaa selkä seinää vasten, järjestelyn ehdot olivat kuitenkin muiden kuin Bracknorin ja Sitran kannalta epäsuotuisat.

Rahoitusjärjestelyyn kuului:

- 0,5 MEUR suunnattu anti Sitralle
- 5 MEUR vaihtovelkakirjalaina Bracknorilta
- 5 MEUR stand by equity facility SEDA-sopimuksia (rinnastettavissa suunnattuihin osakeanteihin) Bracknorin kanssa
- 1,5 MEUR stand by equity facility SEDA-sopimuksia (rinnastettavissa suunnattuihin osakeanteihin) Sitran kanssa
- Järjestelyn perusteella annettavia warrantteja Bracknorille ja Sitralle

Rahoitusjärjestelyn arvo kokonaisuudessaan oli yhteensä 12 MEUR (pl. warrantit) eli yli kaksi kertaa Nexstimin sen hetkisen markkina-arvon. Järjestelyn ollessa käynnissä Nexstimin osakekurssi on pudonnut selvästi odotuksia enemmän ja vaihtovolyymit ovat olleet selvästi odotuksia suuremmat. Bracknor on pystynyt omilla toimillaan painamaan Nexstimin osakekurssia alas ja hyötymään tästä edullisempien vaihtovelkakirjalainojen ja SEDA-sopimusten muutosuhteen kautta. Molempien

rahoitusinstrumenttien nojalla Bracknor sai merkitä Nexstimin osakkeita hinnalla, joka oli 85 % matalimmasta yhden päivän kaupankäyntimäärillä painotetusta keskihinnasta (one-day VWAP) Nasdaq First North Finland - markkinapaikalla muuntoilmoitusta edeltävän 15 päivän (vvk) tai viikon (SEDA) hinnoittelujakson aikana. Bracknor (toisin kuin muut omistajat) hyötyi siis jatkuvasti siitä, että Nexstimin osakekurssi laski.

Vuoden 2017 maaliskuuhun mennessä Nexstim oli nostanut Bracknorin vaihtovelkakirjat ja SEDA-sopimukset kokonaisuudessaan eli yhteensä 10 MEUR. Näiden lisäksi Nexstim on suunnannut Sitralle yhden 0,5 MEUR:n suunnatun annin ja kaksi 0,5 MEUR:n SEDA-sopimuksen kautta toteutettua antia. Täydestä 12 MEUR:n rahoituksesta on jäljellä enää 0,5 MEUR:n Sitran SEDA-sopimus (ja mahdollisesti käyttöön tulevat järjestelyn mukana myönnetty warrantit). Bracknorin ja Sitran rahoitusjärjestelyn ollessa käynnissä Nexstimin osakekurssi on pudonnut noin 1,0 euron tasolta nykyiselle 0,145 euron tasolle ja osakkeiden kokonaislukumäärä on lähes kymmenkertastunut 8 miljoonasta 77,6 miljoonaan kappaleeseen. Jos Sitra käyttäisi näillä kurssitasoilla viimeisen 0,5 MEUR:n SEDA-sopimuksen tulisi merkintähinta olemaan noin 0,12 euroa osakkeelta ja osakemäärä kasvamaan 4 miljoonalla noin 81 miljoonaan.

Nexstimillä oli vuoden 2016 tilinpäätöksen mukaan kassassa 8,2 MEUR rahaa ja oma pääoma oli 4,5 MEUR. Vuoden 2016 tappio oli 6,7 MEUR, liiketoiminnan rahavirta oli -7,2 MEUR ja rahoituksen rahavirta +7,7 MEUR.

Bracknorin ja Sitran rahoitusjärjestely

Päivämäärä	Tapahtuma	Osakkeita	Merkintähinta	Rahoitusmäärä	Päättökurssi	Alennus päättökurssiin	Osakkeiden kokonaismäärä (milj. kpl)	Markkina-arvo (MEUR)
18.8.2016	Nexstimin ja Bracknorin rahoitusjärjestely hyväksyttiin				0,82 €		8,1	7,2
18.8.2016	Sitralle suunnattu anti (palkkioksi järjestelystä)	87 971	0,00 €	0 €	0,82 €	-100 %	8,1	7,2
18.8.2016	Bracknorille suunnattu anti (palkkioksi järjestelystä)	556 016	0,00 €	0 €	0,82 €	-100 %	8,1	7,2
22.8.2016	Sitran suunnattu anti	719 007	0,70 €	500 000 €	0,66 €	5 %	10,0	6,6
16.9.2016	Vaihtovelkakirjan vaihtaminen osakkeiksi	51 633	0,39 €	20 000 €	0,49 €	-21 %	10,0	4,9
20.9.2016	Vaihtovelkakirjan vaihtaminen osakkeiksi	129 083	0,39 €	50 000 €	0,47 €	-18 %	10,0	4,7
26.9.2016	Vaihtovelkakirjan vaihtaminen osakkeiksi	138 996	0,36 €	50 000 €	0,44 €	-18 %	10,0	4,4
30.9.2016	Vaihtovelkakirjan vaihtaminen osakkeiksi	154 392	0,32 €	50 000 €	0,35 €	-7 %	10,0	3,5
4.10.2016	Vaihtovelkakirjan vaihtaminen osakkeiksi	249 887	0,30 €	75 000 €	0,37 €	-19 %	10,0	3,7
6.10.2016	Vaihtovelkakirjan vaihtaminen osakkeiksi	333 183	0,30 €	100 000 €	0,42 €	-29 %	10,9	4,6
13.10.2016	Vaihtovelkakirjan vaihtaminen osakkeiksi	249 887	0,30 €	75 000 €	0,35 €	-14 %	10,9	3,8
17.10.2016	Vaihtovelkakirjan vaihtaminen osakkeiksi	269 138	0,30 €	80 000 €	0,30 €	-1 %	10,9	3,3
20.10.2016	Vaihtovelkakirjan vaihtaminen osakkeiksi	308 084	0,24 €	75 000 €	0,28 €	-13 %	11,7	3,3
24.10.2016	Vaihtovelkakirjan vaihtaminen osakkeiksi	319 808	0,23 €	75 000 €	0,30 €	-22 %	13,0	3,9
31.10.2016	Vaihtovelkakirjan vaihtaminen osakkeiksi	319 808	0,23 €	75 000 €	0,29 €	-19 %	13,0	3,8
1.11.2016	Vaihtovelkakirjan vaihtaminen osakkeiksi	106 603	0,23 €	25 000 €	0,30 €	-22 %	13,0	3,9
2.11.2016	Bracknorin SEDA-sopimus	1 379 490	0,24 €	333 009 €	0,30 €	-20 %	15,0	4,5
8.11.2016	Vaihtovelkakirjan vaihtaminen osakkeiksi	1 495 135	0,22 €	335 000 €	0,53 €	-58 %	15,0	7,9
9.11.2016	Vaihtovelkakirjan vaihtaminen osakkeiksi	66 946	0,22 €	15 000 €	0,50 €	-55 %	15,0	7,5
9.11.2016	Vaihtovelkakirjan vaihtaminen osakkeiksi	624 832	0,22 €	140 000 €	0,50 €	-55 %	17,3	8,7
11.11.2016	Bracknorin SEDA-sopimus	2 231 545	0,22 €	500 000 €	0,32 €	-30 %	19,6	6,3
15.11.2016	Vaihtovelkakirjan vaihtaminen osakkeiksi	44 630	0,22 €	10 000 €	0,33 €	-33 %	19,6	6,5
16.11.2016	Bracknorin SEDA-sopimus	2 438 754	0,29 €	716 201 €	0,28 €	5 %	22,0	6,2
18.11.2016	Vaihtovelkakirjan vaihtaminen osakkeiksi	1 115 772	0,22 €	250 000 €	0,29 €	-23 %	23,8	6,9
22.11.2016	Vaihtovelkakirjan vaihtaminen osakkeiksi	3 302 686	0,22 €	740 000 €	0,27 €	-17 %	27,1	7,3
28.11.2016	Vaihtovelkakirjan vaihtaminen osakkeiksi	46 666	0,21 €	10 000 €	0,24 €	-11 %	32,2	7,7
28.11.2016	Bracknorin SEDA-sopimus	4 109 223	0,24 €	1 000 000 €	0,24 €	1 %	32,2	7,7
5.12.2016	Sitran SEDA-sopimus	2 333 341	0,21 €	500 000 €	0,20 €	7 %	34,5	6,9
15.12.2016	Vaihtovelkakirjan vaihtaminen osakkeiksi	2 042 483	0,12 €	250 000 €	0,16 €	-24 %	36,6	5,8
21.12.2016	Vaihtovelkakirjan vaihtaminen osakkeiksi	1 231 476	0,12 €	150 000 €	0,16 €	-24 %	37,8	6,0
21.12.2016	Vaihtovelkakirjan vaihtaminen osakkeiksi	12 314 765	0,12 €	1 500 000 €	0,16 €	-24 %	47,1	7,5
9.1.2017	Vaihtovelkakirjan vaihtaminen osakkeiksi	3 262 794	0,11 €	350 000 €	0,20 €	-46 %	55,7	11,0
12.1.2017	Vaihtovelkakirjan vaihtaminen osakkeiksi	4 661 135	0,11 €	500 000 €	0,21 €	-49 %	55,7	11,7
16.1.2017	Yrityksen sisäisiä optioita toteutettu	256 035	0,01 €	2 560 €	0,29 €	-97 %	56,0	16,2
18.1.2017	Bracknorin SEDA-sopimus	2 206 702	0,13 €	284 731 €	0,26 €	-50 %	57,3	14,9
8.3.2017	Bracknorin SEDA-sopimus	16 787 253	0,13 €	2 166 059 €	0,18 €	-28 %	74,1	13,3
14.3.2017	Sitran SEDA-sopimus	3 524 756	0,14 €	500 000 €	0,17 €	-15 %	77,6	12,9
Tulossa seuraavaksi?	<i>Sitran SEDA-sopimus*</i>	4 201 681	0,12 €	500 000 €			81,8	
Tulossa seuraavaksi?	<i>Bracknorin ensimmäiset warrantit (CBF7)*</i>	6 991 703	0,14 €	986 529 €			88,8	

*Inderesin arvio seuraavien rahoitusinstrumenttien käytöstä, niiden merkintähinnasta ja vaikutuksesta osakemäärään

Taloudellinen tilanne 3/3

Bracknor ja Sitra-järjestelyn warrantit

Rahoitusjärjestelyn osana annettujen warranttien käyttö (ja näin myös Nexstimin tuleva rahoitus) on riippuvainen siitä, millä tasolla yhtiön osake liikkuu eli kannattaako warrantteja käyttää vai ei. Bracknor ja Sitra saivat rahoitusjärjestelystä yhteensä 37 miljoonaa warranttia, joiden merkintähinnat vaihtelevat 0,14-0,85 euron välillä. Kokonaissummaksi näistä muodostuu 15 MEUR, jos kaikki käytetään. Tällä hetkellä warrantteista vain yksi erä (CBF7) on "in the money" eli nykyisen osakekurssin alapuolella, jossa 0,141€ merkintähinnalla Bracknor saa merkittä 6,99 miljoonaa osaketta (kts. oheinen taulukko). Tällä merkinnällä Nexstim keräisi 1,0 MEUR uutta pääomaa, mutta emme odota sen tapahtuvan vielä lähiaikoina, jos osake liikkuu näin lähellä merkintähintaa.

Seuraavat potentiaaliset warrantit ovat 0,277€ hinnalla 10,03 miljoonaa osaketta (CBF6) ja 0,29€ hinnalla 4,46 miljoonaa osaketta (CBF5). Näistä Nexstim voisi kerätä yhteensä noin 4 MEUR. Eli jos Nexstimin osakekurssi nousee, tulee warrantit käyttöön ja yhtiö saa lisärahoitusta näiden avulla. Jos kurssi jää nykyiselle tasolle, jäävät warrantit käyttämättä ja yhtiön pitää etsiä uusia potentiaalisia rahoitusvaihtoehtoja hyvissä ajoin ennen kuin lopulliset tulokset potilastutkimuksesta valmistuvat (maaliskuussa 2018). Jos yhtiön tilanteessa tapahtuisi tulevaisuudessa jotain merkittävää positiivista kehitystä, mikä johtaisi osakekurssin selvään nousuun, tulisi Bracknor ja Sitra kuittaamaan kurssinoususta suurimmat taloudelliset hyödyt omistamiensa warranttien ansiosta.

Potentiaalinen lisärahoituksen tarve

Nexstim on haastavassa tilanteessa sekä liiketoiminnallisesti että rahoituksellisesti. Yhtiö ilmoitti 2016 tilinpäätöksessä, että nykyinen rahoitusjärjestely riittää Q4'18 asti. Yhtiö oli saanut laskettua H2:lla kassan polttamisvauhdin 2,0 MEUR:oon/6kk, mutta 2017 alkava noin 2 MEUR maksava täydentävä potilastutkimus tulee kiihdyttämään vauhtia selvästi H2'16 nähdyltä tasolta. Tämä tarkoittaa, että vuoden lopun 8,2 MEUR:n kassalla ja 2017 alussa saadulla noin 4 MEUR:n rahoitukselle yhtiö pärjää juuri ja juuri Q4'18 asti. Uskomme yhtiön joutuvan kuitenkin jo hyvissä ajoin ennen lopullisia tutkimustuloksia etsimään uusia rahoituksen lähteitä, ettei yhtiö joudu yhtä vaikeaan tilanteeseen kuin viime kesän rahoituskierröksellä.

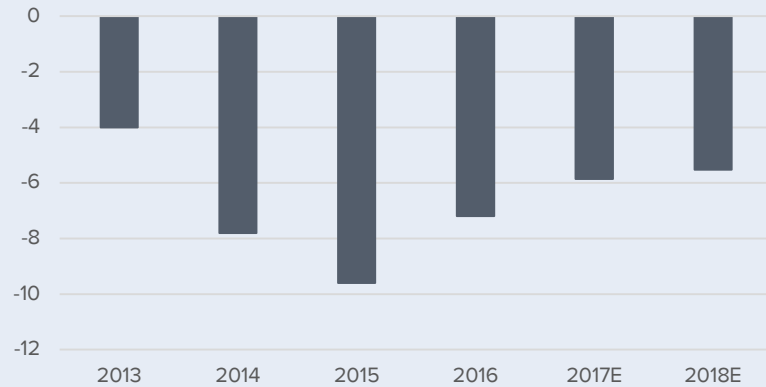
Tuleva rahoituksen määrä ja osakekannan laimentuminen riippuu mm. siitä, minkälaisilla ehdoilla Nexstim sopii uusia rahoitusjärjestelyjä ja nouseeko osakekurssi niin paljon, että Bracknor ja Sitra-järjestelyn warrantteja tullaan käyttämään. Jos ja kun yhtiö joskus saa NBT-laitteiston FDA-luvan, pitää Nexstimin luoda tarvittavat kaupallistamisedellytykset sille, että NBT-liiketoiminta saadaan nopeasti ajettua ylös. Tätä varten yhtiö on kertonut tarvitsevana huomattavan määrän lisärahoitusta. Nykyisten osakkeenomistajien kannattaa ottaa huomioon se, että yhtiö tulee tekemään vielä uusia rahoitusjärjestelyitä ennen kuin toiminta kääntyy voitolliseksi (2020-luvun puolella) ja arvioimme näiden kokoluokan olevan 2-3 kertaa yhtiön nykyisen 11 MEUR:n markkina-arvon verran.

Warrantti	Merkintähinta/osake	Warranttien enimmäismäärä	Yhteensä (€)	Viim. voimassaolopäivä
CBF1	0,8539 €	378 871	323 518	18.8.2020
CBF2	0,5013 €	645 419	323 549	22.9.2020
CBF3	0,3381 €	1026 947	347 211	20.10.2020
CBF4	0,3035 €	2 231 545	677 274	8.11.2020
CBF5	0,2900 €	4 463 090	1 294 296	16.11.2020
CBF6	0,2773 €	10 033 864	2 782 390	5.12.2020
CBF7	0,1411 €	6 991 703	986 529	30.12.2020
SEDA1	0,6571 €	482 822	317 262	1.11.2019
SEDA2	0,6571 €	781 041	513 222	11.11.2019
SEDA3	0,6571 €	853 564	560 877	17.11.2019
SEDA4	0,6571 €	1438 228	945 060	28.11.2019
SEDA5	0,6571 €	772 346	507 509	18.12.2020
SEDA6	0,6571 €	5 875 539	3 860 817	8.3.2020
SITRA1	0,6571 €	251 652	165 361	22.8.2019
SITRA2	0,6571 €	816 669	536 633	5.12.2019
SITRA3	0,6571 €	1 233 665	810 641	14.3.2020
YHT.		37 043 300	14 952 148	

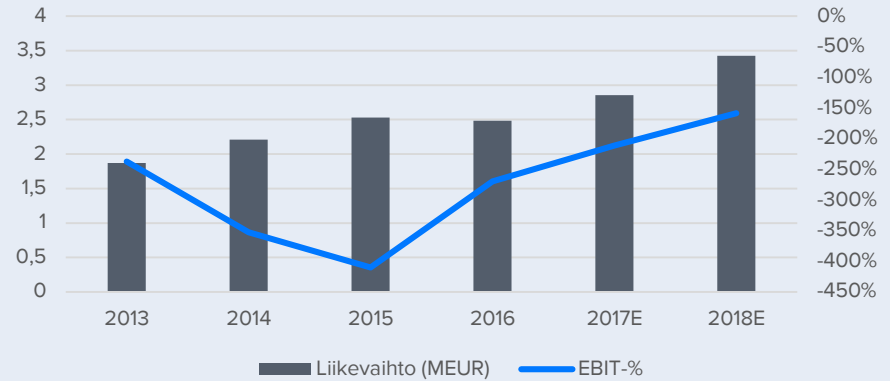
CBF-warrantit on annettu osana Bracknorin vaihtovelkakirjalaina (CBF) sopimusta 18.8.2016 ja 30.12.2016 välisenä aikana. SEDA-warrantit on annettu osana Bracknorin stand-by equity distribution agreement (SEDA) sopimusta 1.11.2016 ja 8.3.2017 välisenä aikana. SITRA1 warrantti on annettu osana suunnattua osakeantia Sitralle 22.8.2016 ja SITRA2-3 warrantit on annettu osana SEDA osakeantia Sitralle 5.12.2016 ja 14.3.2017.

Taloudellinen tilanne

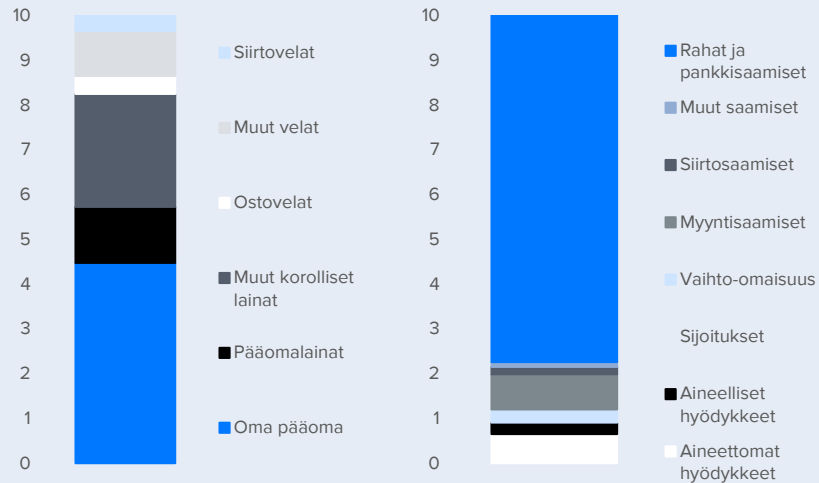
Liiketoiminnan rahavirta (MEUR)



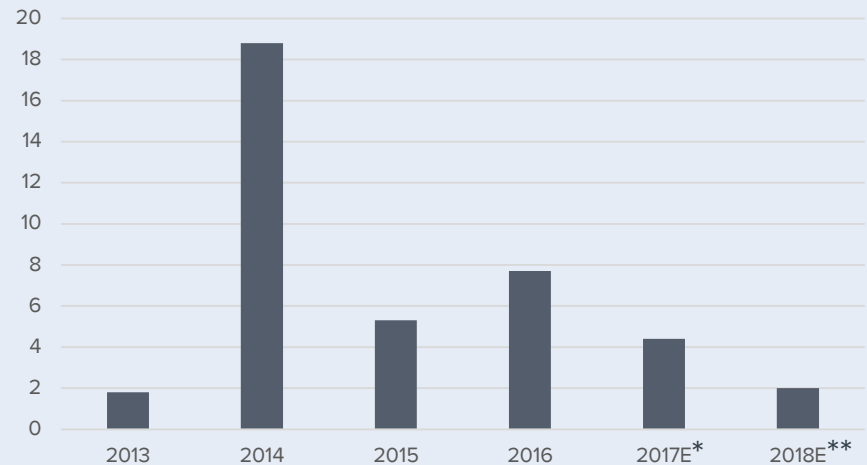
Liikevaihdon ja EBIT-%:n kehitys



Taserakenne 2016: 10,4 MEUR



Rahoituksen rahavirta (MEUR)



* Sisältää vuoden 2017 alussa jo saadut 3,8 MEUR Sitra ja Bracknor-järjestelystä + jäljellä oleva osuus Sitran SEDA-sopimuksesta (0,5 MEUR)

**2018 ennuste siitä, paljon rahoitusta yhtiö vähintään tarvitsee, ettei kassa lopu kesken.

Ennusteet 1/2

Lähivuosien 2017-2018 ennusteet

Lähivuosien 2017-2018 liikevaihto pohjautuu vielä pitkälti NBS-laitteiston ja siihen liittyvien kertakäyttöosien, koulutusten ja huoltosopimusten myyntiin. Tässä mielessä yhtiön liikevaihdossa ja tuloksessa ei tule arviomme mukaan tapahtumaan suuria heilahduksia 2017-2018 aikana. Yhtiö on ohjeistanut vuoden 2017 liikevaihdon kasvavan edellisvuodesta (2016: 2,5 MEUR) ja tuloksen olevan tappiollinen. Johdon kanssa käytyjen keskustelujen mukaan mitään suurta kasvua liikevaihtoon ei kuluvana vuonna kannata odottaa, vaikka jälleenmyyjämalliin siirtyminen Yhdysvalloissa ja tätä kautta suuremman jakeluvoiman saaminen saattaa lisätä jonkin verran myyntivolyymeja.

Odotamme vuoden 2017 liikevaihdon kasvavan 15 % tasolle 2,9 MEUR ja 2018-liikevaihdon kasvavan 20 % tasolle 3,4 MEUR. Parhaimmassa tapauksessa yhtiö ehtisi myydä jo FDA-luvan turvin joitakin NBT-laitteistoja vuoden 2018 lopulla, mutta näillä ei tule arviomme mukaan olemaan merkittävää liikevaihtovaikutusta kuin vasta 2019-2020 alkaen.

Vuoden 2017 liiketulosennusteemme on -6,0 MEUR (EBIT -211 %) ja vuoden 2018 liiketulosennusteemme on -5,5 MEUR (EBIT -160 %). Tämän ja ensi vuoden kuluja nostattaa noin 2 MEUR maksava vuoden 2017 alussa käynnistynyt 60 henkilön potilastutkimus Yhdysvalloissa ja FDA-lupaprosessiin liittyvät kulut. Yhtiön mukaan yksi tärkeimmistä tehtävistä tällä hetkellä on pitää huoli siitä, että kassan polttamisvauhti pidetään

mahdollisimman pienenä ja sen takia yhtiö elää tällä hetkellä ns. ”säästöliekillä”. Yhtiön tavoite on nykyisen Bracknorin ja Sitran rahoitusjärjestelyn turvin pyrkiä hankkimaan NBT-tuotteelle FDA-myyntilupa Yhdysvaltoihin ja tämän jälkeen yhtiö voi alkaa panostaa kasvuun.

Kulurakenne

Yhtiön kulurakenne on tällä hetkellä erittäin raskas verrattuna vallitsevaan 2,5 MEUR:n liikevaihtotasoon. Kulurakenne liittyy pääasiassa yhtiön T&K-toimintaan, kliinisten tutkimusten rahoittamiseen, myyntiin- ja markkinointiin sekä erilaisiin hallinnon sekä laatu- ja viranomaishyväksyntöjen hoitamiseen.

Vuonna 2016 henkilöstökulut olivat 4,3 MEUR (2015: 4,0 MEUR) eli 160 % liikevaihdosta. Tiilikauden aikana yhtiö työllisti keskimäärin 29 henkeä, jonka mukaan yhden työntekijän keskimääräinen palkkakustannus on noin 150 000 euroa. Nexstimin strategiana on rekrytoida ainoastaan työntekijöitä, joilla yhtiö arvioi olevan tehokkaan toiminnan kannalta tarvittavaa ydinosaamista ja tietotaitoa ja yhtiö on strategiansa mukaisesti ulkoistanut suurimman osan toiminnoistaan, kuten valmistuksen. Vaikka yhtiö kävi viime vuonna yt-neuvottelut, oli konsernin palveluksessa vuoden lopussa edelleen 23 työntekijää. Odotamme henkilöstökulujen laskevan hieman, mutta pysyvän lähivuosina noin 4 MEUR:n tuntumassa (noin 140 % liikevaihdosta).

Vuonna 2016 liiketoiminnan muut kulut olivat 3,9 MEUR (2015: 7,8 MEUR) eli 150 % liikevaihdosta. Suurimmat erät liittyivät monikeskustutkimuksen suoriin kuluihin, laki- ja konsulttipalveluihin sekä

matkustuskuluihin. Odotamme liiketoiminnan muiden kulujen laskevan 3,3 MEUR:n tasolle vuonna 2017 yhtiön tehostamistoimenpiteiden ansiosta, mutta alkuvuonna käynnistynyt noin 2 MEUR maksava 60 henkilön potilastutkimus tulee pitämään myös tämän kulurivin korkealla tasolla.

Nexstimin tuotteiden alihankintamalli sekä viime vuonna strateginen siirtyminen myynnin jälleenmyyjämalliin luo kulurakenteeseen tiettyä joustavuutta, mutta yhtiön tulisi päästä myyntivolyymeissaan selvästi korkeammalle tasolle kattaakseen edes nykyisellä tasolla olevat kiinteät kulut. Jälleenmyyjämalliin siirtyminen tulee pienentämään yhtiön oman myyntiorganisaation kiinteitä kuluja varsinkin Yhdysvalloissa, jossa henkilöstön määrä laski viime vuonna kymmenestä neljään. Jälleenmyyjille maksetut palkkiot näkyvät vastaavasti pienempänä bruttomarginaalina, joka tulee jatkossa putoamaan selvästi viime vuosina nähdyltä korkealta noin 70 %:n tasolta.

Pitkän aikavälin ennusteet

Nexstim tulee saamaan potilastutkimuksen lopulliset tulokset arviolta maaliskuun 2018 aikana, jonka jälkeen yhtiö hakee NBT-laitteistolleen FDA-lupaa. FDA-luvan yhtiö odottaa saavan vuoden 2018 jälkimmäisen puoliskon aikana. Pitkän aikavälin ennusteemme pohjautuvat sille oletukselle, että NBT-laitteiston käynnissä olevan potilastutkimuksen tulokset ovat positiivisia ja laitteisto saa FDA-luvan H2'18 aikana (positiivinen skenaario).

Ennusteet 2/2

Jos tulokset eivät ole positiivisia ja Nexstim ei saa FDA-lupaa, pidämme liiketoiminnan jatkuvuutta uhattuna (negatiivinen skenaario). Tässä mielessä osakkeen arvostuksessa pitäisikin heijastua riski yhtiön toiminnan lakkaamisesta, sillä yhtiöllä on tällä hetkellä mielestämme kaikki munat yhdessä korissa FDA-luvan varassa.

Liikevaihto alkaa ennusteissamme kasvaa rajusti vuoden 2019 jälkeen

Ennusteidemme mukaan Nexstimin liikevaihto alkaa kasvaa mahdollisen FDA-luvan saamisen jälkeen vuodesta 2019 alkaen 40-50 %:n vuosivauhtia. Emme odota NBT-laitteiston kerryttävän merkittävää liikevaihtoa ennen vuotta 2019 ja arvioimme FDA-luvan saamisesta kestäväen 2-3 vuotta ennen kuin NBT-laitteistoihin liittyvä liikevaihto tulisi ohittamaan NBS-laitteistoihin liittyvän liikevaihdon. Tämä tapahtuu ennusteidemme mukaan vuosien 2020-2021 aikana. Nexstimin liikevaihto ylittää 100 miljoonan euron rajan ennusteissamme vuonna 2030.

Liikevoitto asettuu ennusteissamme 30 %:n tasolle NBT:n kaupallistamisen avulla

Nexstim tarvitsee vielä FDA-luvan saamisen jälkeen merkittävän määrän lisärahoitusta ennen kuin yhtiö kääntyy voitolliseksi. Markkinoille täysin uuden tuotteen kaupallistaminen ja tarvittavan infran rakentaminen ei tapahdu yhdessä tai kahdessa vuodessa eikä nykyisen rahoitusjärjestelyn kautta vielä nostettavissa olevat varat (Bracknor ja Sitra -järjestelyn warrantit) arviomme mukaan riitä tähän. Jotta yhtiö saisi kaikki Bracknor/Sitra-järjestelyn

warranteista tulevat rahat käyttöön, tulisi osakekurssin tulisi moninkertaistua nykyiseltä tasoltaan. Tarvittavan rahoituksen määrä NBT-laitteiston kaupallistamiseen liikkuu arviomme mukaan noin 20-30 MEUR:n haarukassa ennen kuin yhtiö kääntyy voitolliseksi. Pitkän aikavälin ennusteissamme liike-tulos kääntyy positiiviseksi vuonna 2022 (liikevoittoennuste 2022: 1,9 MEUR eli 14 % liikevaihdosta). Nexstim joutuu alkuun panostamaan NBT-laitteen kaupallistamiseen monta vuotta FDA-luvan saamisen jälkeen, joka aiheuttaa suuria etupainotteisia kuluja. Sijoittajien ei kannata odottaa, että voitolle kääntyminen tapahtuu heti FDA-luvan irrotessa, vaikka sillä tuleekin arviomme mukaan olemaan huomattava positiivinen vaikutus osakekurssiin.

Alalla on tyypillisesti erittäin konservatiiviset käytännöt ja uusien laitteiden käyttöönotto vaatii (samalla tavalla kuin NBS-liiketoiminnassa) myyntituen tukemiseksi tutkija-aloitteisia kliinisiä kokeita, johtavien asiantuntijoiden tuen, laitteistolla annetun hoidon korvattavuuden ja ison myyntiorganisaation. Em. syistä odotamme Nexstimin liikevoiton nousevan noin 20-30 %:n tasolle vasta vuosien 2023-2025 aikana.

Ennusteissa on erittäin suurta epävarmuutta

Nexstimin liikevaihto- ja tulosenusteiden laatiminen seuraavalle parille vuodelle on melko suoraviivaista, mutta tämän jälkeen ennusteiden laatiminen muuttuu erityisen hankalaksi. Suurin osa yhtiön tulevaisuuden potentiaalista perustuu NBT-liiketoimintaan, jota ei vielä edes ole olemassa, ja se lepää tällä hetkellä täysin FDA-luvan varassa.

Sen lisäksi, että NBT-laitteiston tulevat kaupallistamisedellytykset ovat epävarmoja, suurin NBT-laitteistoon liittyvistä ennusteistamme (laitteiston myyntihinta, kertakäyttöosien myyntihinta, bruttokatteet yms.) perustuvat pelkästään johdon arvioihin siitä, mitä ne voisivat olla. Tulevaisuudessa toteutuvat luvut voivat olla hyvinkin eri tasolla, mikä riippuu mm. siitä kuinka positiiviset potilastutkimuksen tulokset ovat, paljonko hoidon maksajat (vakuutusyhtiöt, valtiolliset toimijat tai potilaat itse) ovat hoidosta valmiita maksamaan.

Negatiivisessa skenaariossa emme näe liiketoiminnalla enää jatkoedellytyksiä

Yhtiön sijoittajatarina nojaa niin vahvasti aivohalvauskuntoutuksen suureen markkinapotentiaaliin, että jos NBT-laitteisto ei saa FDA-lupaa, voi yhtiön liiketoiminnalle olla hyvin vaikeaa löytää enää rahoittajaa. Tämä epävarmuus heijastui osakkeen arvoon keväällä 2016 heti sen jälkeen, kun Vaiheen III-monikeskustutkimuksen hyödyttömyyskriteerin täytymisestä tiedotettiin markkinoille. Nykyisen Bracknorin ja Sitran rahoitusjärjestelyn ehdot olivat muiden omistajien kannalta niin heikot, että se heijasteli suurta luottamuspulaa yhtiön liiketoiminnan kannattavuusmahdollisuuksiin sijoittajien joukossa. Jos yhtiö ei saa FDA-lupaa eikä NBT-laitteiston kaupallistaminen pääse alkamaan lähivuosien aikana, emme usko nykyisellä NBS-liiketoiminnalla olevan mahdollisuuksia kääntyä voitolliseksi, jonka takia liiketoiminnan jatkuvuusmahdollisuudet ovat mielestämme hyvin pienet.

Liikevaihdon muodostuminen

Nykyinen liiketoimintamalli (NBS)

- Liikevaihto 2016: 2,5 MEUR

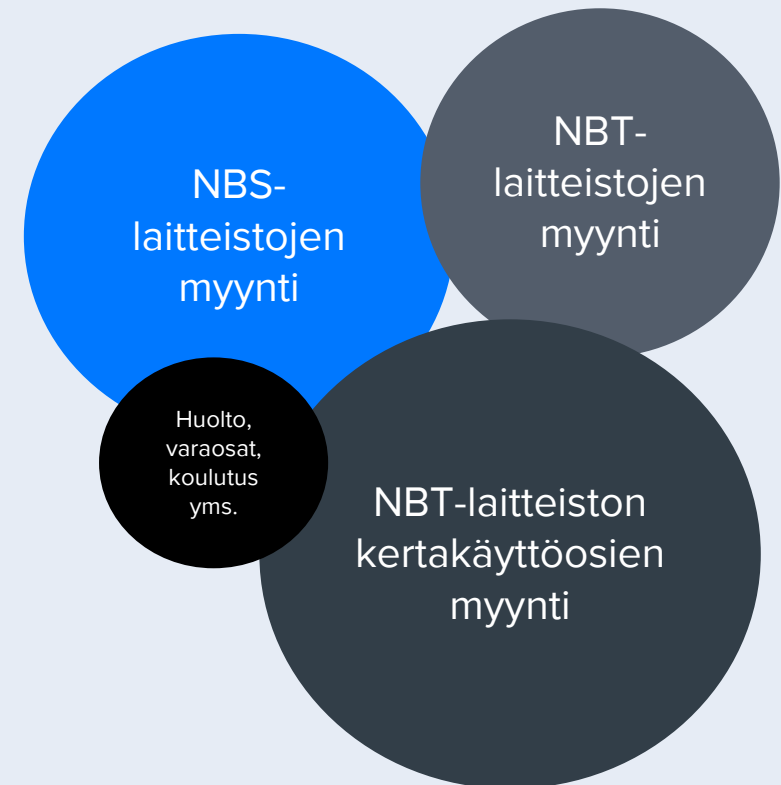


Mitä vaaditaan?



Tavoiteltu liiketoimintamalli (NBS + NBT)

- Liikevaihto 2022e: 14 MEUR (*kokoluokka havainnollistava)



Arvonmääritys ja suositus 1/2

Perinteiset arvostuskertoimet ja verrokkiryhmä ovat käyttökelvottomia

Nexstimin arvonmäärityksessä ei ole mahdollista tukeutua perinteisiin arvonmäärityskertoimiin, sillä yhtiön toiminta on ollut ja tulee arviomme mukaan olemaan tappiollista vielä monta vuotta. Tulosperusteisiin arvostuskertoimiin ei pysty tukeutumaan näin vielä moneen vuoteen, joten käyttökelpoisia arvostuskertoimia ovat lähinnä liikevaihtoa markkina-arvoon (P/S) tai liikevaihtoa yritysarvoon (EV/S) vertaavat kertoimet. Nexstimin tapauksessa vuosien 2017 ja 2018 ennusteidemme mukaiset P/S-kertoimet ovat 4,5x ja 3,8x ja EV/S-kertoimet 3,6x ja 4,1x.

Nexstimillä on rajoitettu määrä samalla alalla listattuja verrokkeja, joista voisi saada tukea arvostukselle. Sen lisäksi ne ovat pääosin kehitysvaiheessa olevia yhtiöitä, joilla liikevaihto on vielä pientä ja toiminta tappiollista. Lähimpänä näistä on Tel Avivin pörssissä listattu Brainsway. Brainsway on Nexstimille ainoa läheinen verrokki, sillä yhtiö tekee myös TMS-tekniikalla tarkoitettua stimulointia aivoihin, jolla on FDA-lupa masennuksen hoitoon ja CE-merkki mm. Parkinsonin, Alzheimerin ja aivohalvauksen hoitoon. Yhtiön liikevaihto vuonna 2016 oli noin 12 miljoonaa Yhdysvaltain dollaria ja tulos tappiollinen. Brainswayn nykyinen markkina-arvo on noin 70 miljoonaa eli P/Liikevaihto arvostus on noin 6x, mikä on hieman ennusteidemme mukaisten Nexstimin liikevaihtopohjaisten kertoimien yläpuolella.

NBT-laitteiston tulevaisuus on kysymysmerkki

Nexstimin arvonmäärityksestä erityisen hankalaa tekee se, että suurin osa yhtiön tulevaisuuden

potentiaalista perustuu NBT-liiketoimintaan, jota ei ole vielä olemassa ja jonka toteutuminen on vielä tässä vaiheessa epävarmaa.

Tuleva rahoitus ja sen ehdot ovat vielä auki

Nexstim on rahoituksellisesti haastavassa tilanteessa. Uskomme yhtiön joutuvan hyvissä ajoin ennen lopullisia NBT-laitteiston tutkimustuloksia etsimään uusia rahoituksen lähteitä nykyisen Bracknor ja Sitra-järjestelyn lisäksi. Tuleva rahoituksen määrä ja sen vaikutus osakkeen arvoon riippuu mm. siitä kuinka suuria rahoitusjärjestelyitä ja minkälaisilla ehdoilla yhtiö niitä sopii. Nykyisten osakkeenomistajien kannalta oleellista on myös se, nouseeko osakekurssi niin paljon, että Bracknor ja Sitra-järjestelyn warrantteja tullaan käyttämään.

Jos/kun yhtiö joskus saa NBT-laitteiston FDA-luvan, pitää sen luoda tarvittavat kaupallistamisedellytykset sille, että NBT-liiketoiminta saadaan nopeasti ajettua ylös. Tätä varten yhtiö on kertonut tarvitsevansa huomattavan määrän lisärahoitusta. Nykyisten omistajien kannattaa ottaa huomioon se, että yhtiö tulee tekemään vielä uusia rahoitusjärjestelyitä ennen kuin toiminta kääntyy voitolliseksi (2020-luvun puolella) ja arvioimme näiden kokoluokan olevan 2-3 kertaa nykyisen 11 MEUR:n markkina-arvon verran.

DCF-arvonmääritys

Kassavirtalaskelmiin perustuva DCF-mallimme on rakennettu perustuen ennusteeseen, että yhtiö nousee voitolliseksi vuonna 2022 NBT-laitteiston myynnin ylösajon vetämänä ja yhtiö saavuttaa yli 10 MEUR:n liikevoittotason 2020-

luvun puolivälissä. DCF-mallin mukainen arvo osakkeelle käyttäen 20 %:n tuottovaatimusta antaa yhtiön oman pääoman arvoksi 23,3 MEUR eli noin 0,26 euroa per osake arvioidulla osakkeen dilutaatiolla (vain CBF7-warrantit tulevat käyttöön). Kassavirtamalli painottuu voimakkaasti ensi vuosikymmenelle, sillä yhtiö tulee ennusteissamme olemaan kassavirtanegatiivinen seuraavat 5 vuotta. Ennusteperiodin terminaalikasvun arvioimme laskevan 3 %:n tasolle ja EBIT-marginaalin asettuvan 30 %:n tasolle.

Koska positiiviset kassavirrat toteutuvat vasta kaukana tulevaisuudessa ja tuottovaatimus on korkea, on mallin arvo myös alhainen suhteessa korkeaan liikevoittotasoon NBT-laitteiston kannattavan ylösajon jälkeen. Mikäli tuottovaatimusta kuitenkin alennetaan esimerkiksi 5 prosenttiyksiköllä 15 %:n tasolle, nousee DCF-arvo 55 MEUR:oon eli 0,51 euroon arvioidulla warranttien (CBF2-7) dilutaatiolla. Tämä kuvastaa osakkeessa olevaa potentiaalia, mikäli yhtiön riskiprofiili pienenee esimerkiksi positiivisten tutkimustulosten myötä.

Kassavirtamallimme ei ota huomioon yhtiön tulevien (vielä ilmoittamattomien) rahoitusjärjestelyjen vaikutusta osakemäärän kasvuun tai oman pääoman ehtoiseen rahoitukseen, vaan malli olettaa yhtiön saavan vieraan pääoman rahoitusta siihen asti, kunnes yhtiö nousee kassavirtaposiitiiviseksi. Tulevilla rahoitusjärjestelyillä ja niiden ehdoilla on merkittävä vaikutus yhtiön oman pääoman arvoon ja osakemäärän tulevaan liudentumiseen, jota emme ole mallissamme huomioineet.

Arvonmääritys ja suositus 2/2

Potentiaalinen Exit-arvostus

Yksi mahdollinen keino tarkastella Nexstimin arvoa on se hetki, jolloin omistajien olisi järkevää tehdä potentiaalinen irtautuminen (Exit) ja myydä liiketoiminta jollekin isommalle alan toimijalle. Terveysteknologiayhtiöiden kohdalla yrityskauppa-aktiiviteetti kiihtyy usein siinä vaiheessa, kun alkaa näyttää lähes varmalta, että uudelle tuotteelle on syntymässä hedelmälliset markkinat ja kaupallistamisen aika alkaa olla käsillä. Tämä voisi arviomme mukaan tapahtua siinä vaiheessa, kun NBT-laitteistolle on myönnetty FDA-lupa ja yhtiö on juuri alkamassa rakentaa liiketoimintaa hyvän kilpailusuojan omaavansa teknologian ympärille. Olemme käyttäneet tässä mallissa ennusteenamme kolmea eri vuotta (2022-2024), jolloin arvioimme NBT-laitteiston olevan pääsemässä hyvään myyntivauhtiin ja yhtiö on kääntynyt voitolliseksi.

Olemme laskeneet potentiaalisen Exit-valuaation kolmelle eri vuodelle kolmella eri EV/EBIT-kertoimella (15x, 20x ja 25x). EV/EBIT-kertoimet olemme valinneet sen perusteelle, mitä voidaan pitää hyväksyttävänä yrityskauppatilanteessa korkean teknologian ja vahvan patenttisuojan omaavalle terveysteknologia-alan kasvuyhtiölle. Tässä asemassa Nexstim mielestämme olisi, jos NBT-laitteisto onnistuu saamaan FDA-luvan ja tarina menee yhtiön suunnitelmien mukaan.

Exit-valuaatiossa on käytetty diskonttokorkona 20 %:n tuottovaatimusta, joka on mielestämme riittävä taso heijastamaan yhtiön tämän hetkistä korkeaa riskiprofiilia. Valuaatiomallin ”varovaisin” skenaario (vasen ylälaita) antaa

arvioksi ennustemallimme vuoden 2022 mukaisella 1,9 MEUR:n liikevoitolla 29 MEUR:n valuaation käyttäen EV/EBIT-kertoimta 15x. Tähän päivään diskontattuna 20 %:n tuottovaatimuksella se antaa melko lähellä Nexstimin nykyistä velatonta arvoa vastaavan arvon eli ”diskontattu EV” 2017 on 12 MEUR.

Exit-valuaatio (MEUR)	2022e	2023e	2024e
Liikevoittoennuste (Inderes)	1,9	4,2	7,9
EV/EBIT -kerroin	15,0	15,0	15,0
Exit-hetken valuaatio	29,1	63,1	118,4
Diskontattu (EV) 2017	12	21	33
EV/EBIT -kerroin	20	20	20
Exit-hetken valuaatio	39	84	158
Diskontattu (EV) 2017	16	28	44
EV/EBIT -kerroin	25	25	25
Exit-hetken valuaatio	48	105	197
Diskontattu (EV) 2017	19	35	55

Käytetty tuottovaatimus 20 %

Markkina-arvo (28.3.2017) osakekurssilla 0,15 euroa = 12 MEUR
Yritysarvo (EV) = 12 MEUR - 3 MEUR nettokassa = 9 MEUR

Astetta optimistisempi irtautumisskenaario vuoden 2024-ennustamallamme 7,9 MEUR:n liikevoitolla (oikea alalaita) antaa yhtiön arvoksi 197 MEUR, mikä tähän hetkeen 20 %:n tuottovaatimuksella diskontattuna antaa noin nelinkertaisen arvon em. skenaarioon verrattuna eli ”diskontattu EV” on 45 MEUR. Tämä on jo moninkertainen taso yhtiön nykyiseen velattomaan arvoon nähden, mikä heijastelee suurta arvonnousupotentiaalia NBT-laitteiston kaupallistamisen onnistuessa.

Arvonmääritys ja suositus

Nexstimin lähivuosien tulokunto ei kykene perustelevaan osakkeen tämän hetkistä arvoa. Nykyiselle liiketoiminnalle ei voi mielestämme antaa kovinkaan suurta arvoa, mutta markkina-arvo (12 MEUR) on NBT-laitteiston tulevaisuuden tuottopotentiaaliin verrattuna matala. Liiketoiminnan näkyvyys on kuitenkin vielä erittäin heikko ja osakkeen arvoon vaikuttaa merkittävästi tulevien rahoitusjärjestelyiden koko, ehdot ja dilutaatio. Nexstim on tällä hetkellä mielestämme liikaa yhden kordin varassa (FDA-lupa). Näemme suuren riskin sijoitetun pääoman menettämiseen, joten osake tulisi nähdä enemmänkin optiona NBT-laitteiston onnistumiselle.

Näkemyksemme ääripäät (positiivinen skenaario vs. negatiivinen skenaario) antavat osakkeelle vaihteluvälin, joka sijoittajien tulisi raportista ottaa huomioon. Vaihteluvälin toisessa ääripäässä yhtiön liiketoiminta voi mahdollisesti päättyä jo ensi vuoden lopussa rahoituksen puutteeseen, jos FDA-lupa ei irtoa (osakkeen arvo käytännössä nolla). Toisessa ääripäässä tähän päivään 20 %:n tuottovaatimuksella diskontattu DCF-kassavirtalaskelmamme, joka antaa oman pääoman arvoksi 23,3 MEUR eli nykyisen rahoitusjärjestelyn oletetun dilutoinnin mukaan 0,26 euroa per osake.

Tulemme päättämään Nexstimin osakkeen seurannan tähän raporttiin, minkä takia emme anna osakkeesta enää tavoitehintaa tai suositusta.

FDA-lupaprosessin jälkeiset skenaariot



*Inderesin arvio

Kassavirtalaskelma (positivinen skenaario)

DCF-laskelma

Kassavirtalaskelma (MEUR)	2016	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e
Liikevoitto	-6,7	-6,0	-5,5	-4,8	-3,6	-1,4	1,9	4,2	7,9	13,3	17,2	
+ Kokonaispoistot	0,4	0,3	0,1	0,2	0,2	0,2	0,4	0,6	0,8	0,9	1,1	
- Maksetut verot	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- verot rahoituskuluista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	-0,3	-0,1	-0,2	-0,2	-0,5	-0,9	-1,3	-1,8	-2,6	-3,0	-2,9	
Operatiivinen kassavirta	-6,6	-5,8	-5,6	-4,8	-3,9	-2,0	1,0	2,9	6,0	11,2	15,4	
+ 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	-0,3	-0,2	-0,2	-0,3	-0,6	-1,0	-1,4	-2,0	-2,4	-2,5	-2,3	
Vapaa operatiivinen kassavirta	-6,9	-6,0	-5,8	-5,1	-4,5	-3,0	-0,4	1,0	3,6	8,6	13,1	
+/- Muut	8,1	4,4	2,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	1,2	-1,6	-3,8	-5,1	-4,5	-3,0	-0,4	1,0	3,6	8,6	13,1	0,0
Diskontattu vapaa kassavirta		3,0	-2,8	-3,1	-2,2	-1,3	-0,1	0,3	0,9	1,7	2,2	2,5
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		18,9	20,3	23,1	26,2	28,4	29,7	29,8	29,5	28,7	26,9	24,7
Velaton arvo DCF		18,9										
- Korolliset velat		-3,8										
+ Rahavarat		8,2										
- Vähemmistöosuus		0,0										
- Osinko/pääomapalautus		0,0										
Oman pääoman arvo DCF		23,3										
Oman pääoman arvo DCF per osake		0,26										
Pääoman kustannus (WACC)												
Vero-% (WACC)												
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)												
Vieraan pääoman kustannus												
Yrityksen Beta												
Markkinoiden riski-premio												
Likviditeettipremio												
Riskitön korko												
Oman pääoman kustannus												22,8 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)												20,0 %

Tuottovaatimuksen alentaminen 20,0 %:n tasolta 15 %:n tasolle nostaa oman pääoman arvon DCF-laskelmassa 55 MEUR:oon. Markkina-arvon nousun johdosta myös Bracknorin warrantit (CBF2-7) tulisivat arviomme mukaan myös käyttöön, mikä dilutoisi DCF per osake arvon 0,51 euroon.

Tuloslaskelma ja tase

Tuloslaskelma

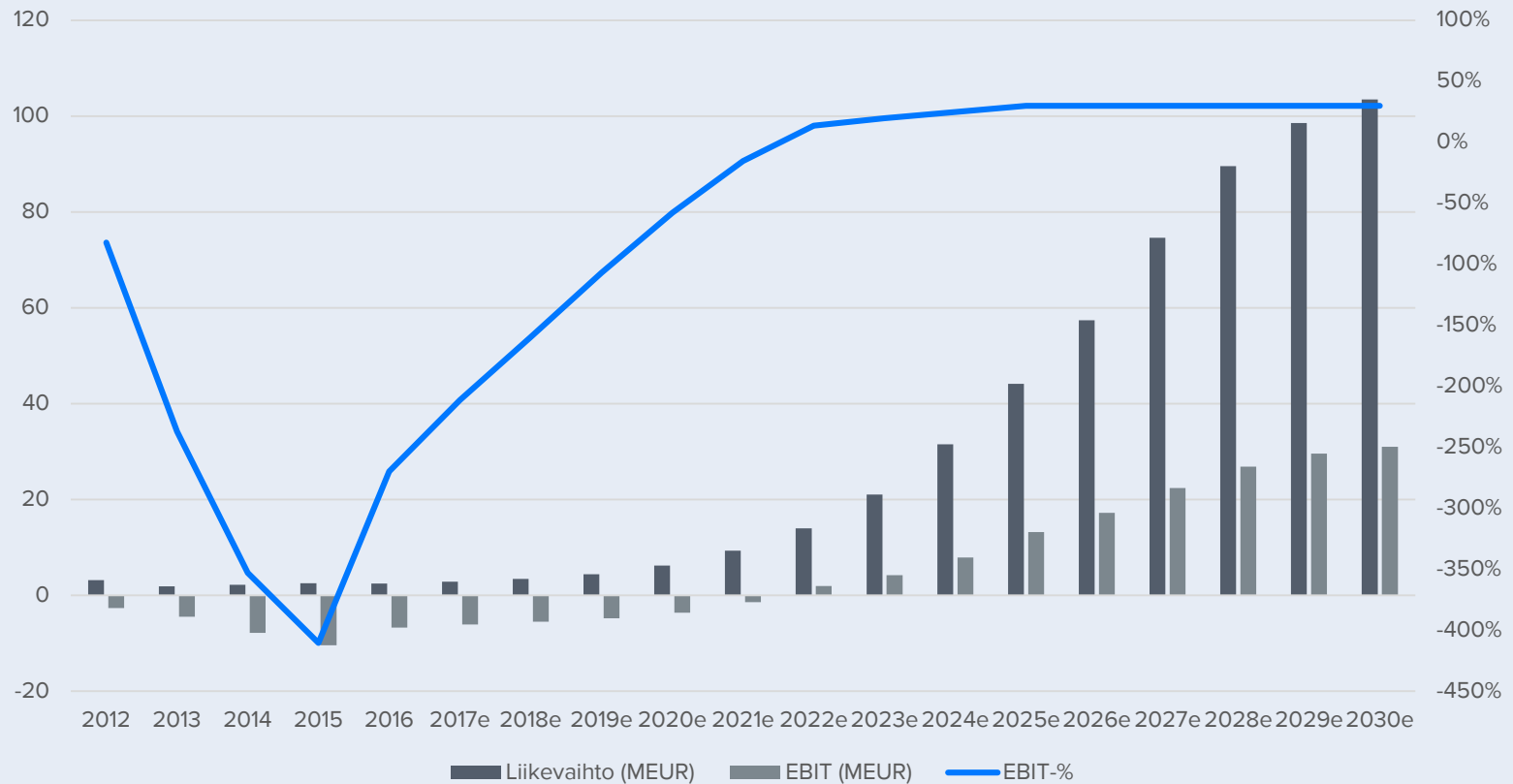
(MEUR)	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e
Liikevaihto	2,2	2,5	2,5	2,9	3,4	4,5
Kulut	-9,6	-12,5	-8,8	-8,6	-8,8	-9,1
EBITDA	-7,4	-10,0	-6,3	-5,7	-5,3	-4,6
Poistot	-0,4	-0,4	-0,4	-0,3	-0,1	-0,2
Liikevoitto	-7,8	-10,4	-6,7	-6,0	-5,5	-4,8
<i>Liikevoiton kertaerät</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>
<i>Liikevoitto ilman kertaeriä</i>	<i>-7,8</i>	<i>-10,4</i>	<i>-6,7</i>	<i>-6,0</i>	<i>-5,5</i>	<i>-4,8</i>
Rahituserät	-2,1	0,4	-0,3	-0,4	-0,5	-0,9
Osuus osakkuusyhtiöiden tuloksesta	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Voitto ennen veroja	-10,4	-9,8	-6,7	-6,2	-5,6	-4,9
Muut erät	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Verot	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	-10,4	-9,8	-6,7	-6,2	-5,6	-4,9
<i>Nettotulos ilman kertaeriä</i>	<i>-10,4</i>	<i>-9,8</i>	<i>-6,7</i>	<i>-6,2</i>	<i>-5,6</i>	<i>-4,9</i>
Satunnaiset erät	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Tilikauden tulos	-10,4	-9,8	-6,7	-6,2	-5,6	-4,9
<i>Osakekohtainen tulos</i>	<i>-1,46</i>	<i>-1,23</i>	<i>-0,14</i>	<i>-0,07</i>	<i>-0,06</i>	<i>-0,06</i>
Osakekohtainen tulos (oikaistu)	-1,46	-1,23	-0,14	-0,07	-0,06	-0,06

Tase

Vastaavaa (MEUR)	2014	2015	2016	2017e	2018e
Pysyvät vastaavat	1,0	1,0	0,9	0,8	0,9
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aineettomat oikeudet	0,5	0,6	0,7	0,5	0,5
Käyttöomaisuus	0,4	0,3	0,2	0,3	0,4
Sijoitukset osakkuusyhtiöihin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verosaamiset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vaihtuvat vastaavat	13,0	8,2	9,5	10,9	3,8
Varastot	0,2	0,4	0,3	0,3	0,4
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	1,3	0,9	1,1	1,1	1,4
Likvidit varat	11,5	6,9	8,2	9,4	2,0
Taseen loppusumma	14,0	9,2	10,4	11,7	4,7

Vastattavaa (MEUR)	2014	2015	2016	2017e	2018e
Oma pääoma	8,6	3,5	4,5	2,7	-0,9
Osakepääoma	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Kertyneet voittovarot	-9,8	-20,1	-27,3	-29,1	-32,6
Omat osakkeet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	18,3	23,6	31,7	31,7	31,7
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	3,5	3,2	3,8	5,8	2,3
Laskennalliset verovelat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lainat rahoituslaitoksilta	2,9	2,7	2,5	4,5	1,0
Vaihtovelkakirjalainat	0,5	0,5	1,3	1,3	1,3
Muut pitkäaikaiset velat	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset velat	1,9	2,4	2,1	3,2	3,3
Lainat rahoituslaitoksilta	0,0	0,0	0,0	1,0	1,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	1,4	1,1	0,4	0,5	0,5
Muut lyhytaikaiset velat	0,5	1,3	1,7	1,7	1,7
Taseen loppusumma	14,0	9,2	10,4	11,7	4,7

Pitkän aikavälin ennusteet (positiivinen skenaario)



Vastuuvapauslauseke

Raporteilla esitettävä informaatio on hankittu useista eri julkisista lähteistä, joita Inderes pitää luotettavana. Inderesin pyrkimyksenä on käyttää luotettavaa ja kattavaa tietoa, mutta Inderes ei takaa esitettyjen tietojen virheettömyyttä. Mahdolliset kannanotot, arviot ja ennusteet ovat esittäjiensä näkemyksiä. Inderes ei vastaa esitettyjen tietojen sisällöstä tai paikkansapitävyydestä. Inderes tai sen työntekijät eivät myöskään vastaa raporttien perusteella tehtyjen sijoituspäätösten taloudellisesta tuloksesta tai muista vahingoista (välittömät ja välilliset vahingot), joita tietojen käytöstä voi aiheutua. Raportilla esitettyjen tietojen perustana oleva informaatio voi muuttua nopeastikin. Inderes ei sitoudu ilmoittamaan esitettyjen tietojen/kannanottojen mahdollisista muutoksista.

Mahdolliset kannanotot, arviot ja ennusteet ovat esittäjiensä näkemyksiä. Inderes ei vastaa esitettyjen tietojen sisällöstä tai paikkansapitävyydestä. Inderes tai sen työntekijät eivät myöskään vastaa tämän raportin perusteella tehtyjen päätösten taloudellisesta tuloksesta tai muista vahingoista (välittömät ja välilliset vahingot), joita tietojen käytöstä voi aiheutua. Raportilla esitettyjen tietojen perustana oleva informaatio voi muuttua nopeastikin. Inderes ei sitoudu ilmoittamaan esitettyjen tietojen/kannanottojen mahdollisista muutoksista.

Tuotetut raportit on tarkoitettu informatiiviseen käyttöön, joten raportteja ei tule käsittää tarjoukseksi tai 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 sijoituskohteeseen 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 tämänhetkisen hinnan ja 12 kuukauden tavoitehinnan väliseen prosenttieroona. Suosituspolitiikka on neliportainen suositukseen myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään neljä 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 arvonnäätymismenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF) ja lisäarvomalli (EVA), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonnäätymismenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

Inderesin suosituspolitiikka perustuu seuraavaan jakaamaan suhteessa osakkeen nousuvaraan 12-kk tavoitehintaan:

Osta	>15 %
Lisää	5-15 %
Vähennä	-5-5 %
Myy	< -5 %

Inderesin tutkimusta laatiineilla 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 Oy voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoitavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oy:n omistukset esitetään yksilöitynä mallisalkussa. Inderes Oy:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin laatiin analyytikon palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oy:llä ei ole investointipankkiliiketoimintaa.

Inderes tai sen yhteistyökumppanit, joiden asiakkuuksilla voi olla taloudellinen vaikutus Inderesiin, voivat liiketoiminnassaan pyrkiä toimeksiantosuhteisiin eri liikkeeseenlaskijoiden kanssa Inderesin tai sen yhteistyökumppanien tarjoamien palveluiden osalta. Inderes

voi siten olla suorassa tai epäsuorassa sopimussuhteessa tutkimuksen kohteena olevaan liikkeeseenlaskijaan. Inderes voi yhdessä yhteistyökumppaneineen tarjota liikkeeseenlaskijoille Corporate Broking -palveluita, joiden tavoitteena on parantaa yhtiön ja pääomamarkkinoiden välistä kommunikaatiota. Näitä palveluita ovat sijoittajatilaisuuksien ja -tapahtumien järjestäminen, sijoittajaviestinnän liittyvä neuvonanto, sijoitustutkimusraporttien laatiminen. Inderes on tehnyt tässä raportissa suosituksen kohteena olevan liikkeeseenlaskijan kanssa sopimuksen, jonka osana on tutkimusraporttien laatiminen.

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

Suositus historia

Päivämäärä	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
4.5.2015	Lisää	5,80 €	5,11 €
25.8.2015	Lisää	7,00 €	6,48 €
28.9.2015	Osta	8,00 €	6,50 €
22.12.2015	Osta	7,70 €	6,50 €
28.2.2016	Myy	3,00 €	5,69 €
1.3.2016	Myy	1,00 €	1,99 €
1.4.2016	Myy	1,30 €	1,95 €
7.6.2016	Myy	0,80 €	0,91 €
15.9.2016	Vähennä	0,40 €	0,47 €
3.11.2016	Vähennä	0,20 €	0,26 €
30.12.2016	Vähennä	0,12 €	0,14 €
1.3.2017	Vähennä	0,15 €	0,22 €
31.3.2017*	Ei suositusta	Ei tavoitehintaa	0,15 €

*Lopetamme seurannan

Inderes Oy



2015

#1 Ennustetarkkuus



2014, 2016

#1 Suositustarkkuus



2014, 2015, 2016

#1 Ennustetarkkuus



2012, 2016

#1 Suositustarkkuus



2012, 2016

#2 Suositustarkkuus

Inderesin tavoitteena on tehdä Helsingin pörssistä parempi markkinapaikka. Edistämme suomalaisen pääomamarkkinan toimintaa toimimalla informaatiolinkkinä yritysten ja sijoittajien välillä sekä löytämällä sijoittajille parhaat sijoituskohteet. Vuonna 2009 perustettu yhtiö on työntekijöiden omistama.

Inderes Oy

Itämerenkatu 5

00180 Helsinki

+358 10 219 4690

twitter.com/nderes

Palkittua analyysiä osoitteessa www.nderes.fi

**Palkittua
analyysiä.**