

Nexstim

Yhtiöraportti

15.8.2022 8:00



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

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde
res.

Rekrytoinnit hidastavat kannattavuuskäännettä

Nexstim julkaisi perjantaina H1-raporttinsa. Liikevaihto oli linjassa ennusteisiimme, mutta liikevoitto jäi niistä jälkeen uusien rekrytointien nostaessa kustannuksia. Henkilöstökulut ovat raskaat yhtiön nykyiseen liikevaihtotasoon nähden, joten kustannusten nousu iskee kannattavuuteen kipeästi. Liikevaihtoennusteisiimme teimme vain marginaalisia muutoksia, sillä arvioimme rekrytointien kompensoivan alkuvuonna hieman hitaasti sujunutta laitemyyntiä. Liikevoittoennustemme sen sijaan laskivat kiinteiden kustannusten noustua pysyvästi korkeammalle tasolle. Eri arvonmäärittämenetelmät viittaavat osakkeen lievään yliarvostukseen ja ennustamamme kassavirrat ovat siirtyneet pidemmälle tulevaisuuteen. Toistamme osakkeelle vähennä-suosituksen ja laskemme tavoitehintamme 4,40 euroon (aik. 4,60 €).

Lisenssitulot nostivat liikevaihdon hetkellisesti korkeuksiin jatkuvan liiketoiminnan kehittyessä tasaisesti

Nexstim solmi alkuvuonna teknologian lisensointisopimuksen Yhdysvaltalaisen Magnus Medicalin kanssa. Sopimukseen liittyen Nexstim sai 3,5 MEUR ennakkomaksun, joka tuloutettiin odotetusti liikevaihdoksi H1:n aikana. Tätä kautta liikevaihto nousi 6,8 MEUR:oon (+130 % vertailukaudesta), mutta jäi silti hieman alle ennusteemme (7,0 MEUR). Lisensointituloista oikaistu liikevaihto kasvoi 3,3 MEUR:oon (+10 %). Laitteiden myynti raportointikauden aikana oli hieman odotuksiamme hitaampaa, mutta tätä kompensoi viime vuoden loppupuolella saatujen laitetilauksien ennakoitua suuremmat toimitukset H1:llä. Kulupuolella Nexstim kertoi tehneensä uusia rekrytointeja, jotka kasvattivat yhdessä palkkainflaation kanssa henkilöstökustannuksia yli 20 %. Rekrytoinnit kasvattivat kuitenkin etupainotteisesti kustannuksia, mitä kautta liikevoitto jäi selvästi ennusteistamme (2,3 MEUR vs. 3,1 MEUR). Kustannusten ollessa kiinteitä arvioimme niiden heikentävän kannattavuutta myös tulevaisuudessa.

Tulevat kassavirrat paineessa kustannusten nousun takia

Teemme liikevaihtoennusteeseemme vain marginaalisia viilauksia. Arvioimme uusien rekrytointien kasvattavan yhtiön kasvupotentiaalia, mikä kompensoi jaksolla hieman pehmeää laitemyyntiä. Tulevien vuosien kasvuennusteisiin yltäminen edellyttäisi yhtiöltä kasvavaa laitemyyntiä, laitekantaa ja jatkuvaa liikevaihtoa. Odotamme H2:n aikana lisätietoja yhteistyöklinikoiden verkoston rakentumisesta ja liiketoimintamallin tuotoista. Rekrytointien myötä olemme nostaneet kustannusennusteitamme, mikä painaa lähivuosina kannattavuutta ja siirtää kassavirtoja kauemmas tulevaisuuteen. Yhtiö pääsee ennusteissamme voitollisuuden kynnykselle vuonna 2024 (kuluva vuosi poikkeus merkittävän allekirjoitusmaksun takia).

Arvostuksessa uhat ylittävät mahdollisuudet

Hyväksymämme EV/liikevaihto-kerroin on 3-4x. Nexstimin kerroin painuu kuluvana vuonna lisensointitulojen tukemana 3,2x:n tasolle, mutta nousee ensi vuonna 4,0x:n liikevaihdon muodostuessa ainoastaan jatkuvasta liiketoiminnasta. Kannattavuuden lasku siirtää kassavirtoja pidemmälle tulevaisuuteen. DCF-mallimme antaakin osakkeen nykyarvoksi 4,4 euroa, kun aiempi arviomme oli noin 4,8 euroa. Verrokkianalysissä samaa teknologiaa toimittavat Yhdysvaltoihin listatut verrokkit ovat selvästi Nexstimia edullisempia EV/S-perusteisesti. Muihin verrokkeihin nähden Nexstim on arvostettu neutraalisti tai hieman kalliisti. Osakkeen riski/tuotto-suhde ei ole mielestämme houkutteleva tuotto-odotuksen ollessa matala suhteessa riskeihin.

Suositus

Vähennä

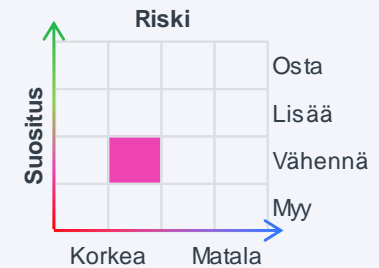
(aik. Vähennä)

4,40 EUR

(aik. 4,60 EUR)

Osakekurssi:

4,73



Avainluvut

	2021	2022e	2023e	2024e
Liikevaihto	6,4	10,3	8,5	10,4
kasvu-%	56 %	61 %	-17 %	22 %
EBIT oik.	-1,5	1,2	-1,8	-0,2
EBIT-% oik.	-22,7 %	11,3 %	-20,9 %	-1,9 %
Nettotulos	-0,8	2,0	-1,9	-0,3
EPS (oik.)	-0,11	0,27	-0,26	-0,04

P/E (oik.)	neg.	17,3	neg.	neg.
P/B	10,9	6,6	10,4	11,4
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
EV/EBIT (oik.)	neg.	27,1	neg.	neg.
EV/EBITDA	neg.	19,8	neg.	>100
EV/Liikevaihto	5,2	3,1	4,0	3,3

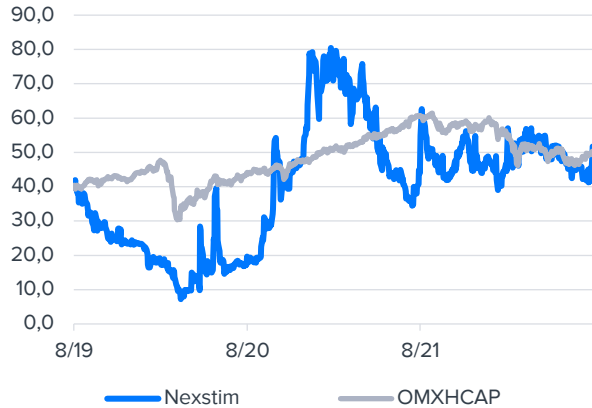
Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Uusi ohjeistus)

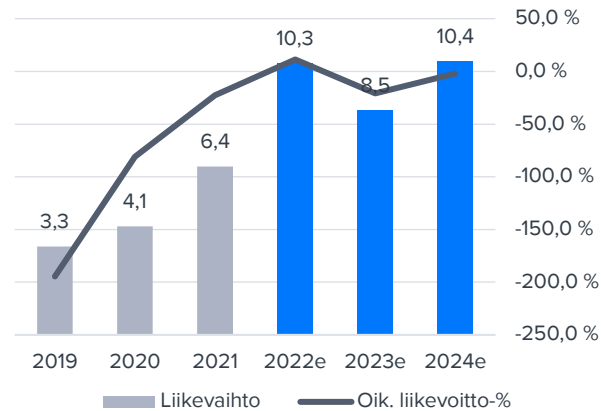
Yhtiö odottaa liiketoimintaennusteiden perusteella, että vuonna 2022 yhtiön liikevaihto jatkaa kasvua ja että tilikauden liiketulos on voitollinen

Osakekurssi



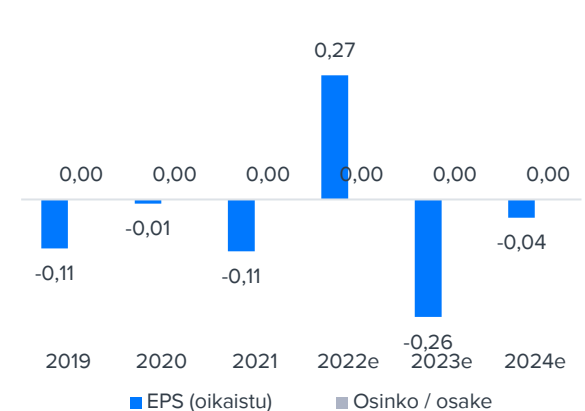
Lähde: Millistream Market Data AB

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



Arvoajurit

- Kasvava markkina ja taustalla vaikuttavat megatrendit
- Laitekannan kasvu ajaa kannattavaa ja skaalautuvaa jatkuvaa liikevaihtoa
- Lisensointisopimus tuo vahvaa kassavirtaa kuluvalla vuosikymmenellä
- Arvonluontimahdollisuudet yhteistyöklินิกoiden verkoston kasvattamisessa



Riskitekijät

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

Arvostustaso	2022e	2023e	2024e
Osakekurssi	4,73	4,73	4,73
Osakemäärä, milj. kpl	7,27	7,27	7,27
Markkina-arvo	34	34	34
Yritysarvo (EV)	31	34	34
P/E (oik.)	17,3	neg.	neg.
P/E	17,3	neg.	neg.
P/Kassavirta	39,4	neg.	neg.
P/B	6,6	10,4	11,4
P/S	3,3	4,0	3,3
EV/Liikevaihto	3,1	4,0	3,3
EV/EBITDA (oik.)	19,8	neg.	>100
EV/EBIT (oik.)	27,1	neg.	neg.
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %

Lähde: Inderes

Kannattavuus jäi ennusteista rekrytointien vuoksi

Liikevaihto jäi aavistuksen alle ennusteiden

Nexstimin liikevaihto H1:llä oli 6,8 MEUR, joka oli lähes linjassa 7,0 MEUR:n odotuksiimme nähden. Kovaa 130 %:n kasvua vertailukauteen nähden selittää 3,5 MEUR:n teknologian lisensointiin liittyvä allekirjoitusmaksun tuloutuminen. Ennakkomaksusta oikaistu liikevaihto kasvoi 10 % eli jonkin verran odotuksiimme hitaammin. Keskeisin syy ennustealitukseksi oli laitekannan kokoon ja sen käyttöön perustuvan jatkuvan liikevaihdon odotuksiimme alhaisempi kasvu. Liikevaihtoon toi lisäksi myötätuulta vahvistunut Yhdysvaltojen dollari. Valuuttakursseista oikaistu liikevaihto kasvoi 6,4 MEUR:oon.

Yhtiö myi viime vuoden lopulla seitsemän laitetta, joiden toimitus ja liikevaihto osuivat H1:lle. Laitemyynnin liikevaihto ei siten vastaa jakson

varsinaista laitemyyntiä, joka jäi hieman odotuksiimme alhaisemmaksi.

Rekrytoinnit painoivat kannattavuutta

H1-raportin suurin yllätys liittyi odotuksiimme aktiivisempaan rekrytointiin työntekijämäärän kasvaessa viidellä 39:n (+ 14 %). Palkkakulut olivat H1:llä 76 % liikevaihdosta, joten niiden kasvu osuu kannattavuuteen kipeästi. Nousut kulurakenne aiheutti yhtiön liikevoiton (2,3 MEUR) jäämisen selvästi ennusteestamme (3,1 MEUR). Investoinnit liittyvät tulkintamme mukaan myyntiin ja asiakastukeen, joten onnistuessaan ne voivat tukea tulevaisuuden kasvua. Muuten yhtiö on selvinnyt kustannusinflaatiosta suhteellisen vähin vaurioiden. Myyntikate laski vertailukaudesta yhden prosenttiyksikön 80 %:n.

Lisäpainetta kannattavuuteen toi liiketoiminnan

muiden kulujen kasvu. Kasvu liittyi raportin mukaan myyntiaktiiviteetin kasvuun, ulkoistettuihin tuotekehityspalveluihin ja lisenssiliketoimintaan.

Osakekohtainen tulos 0,48 ylitti ennusteemme (0,42 euroa). Tulosta nostivat kuitenkin valuuttakurssien vaikutuksesta rahoitustuotot, joilla ei ole kassavirtavaikutusta. Siten sijoittajien ei mielestämme kannata antaa näillä oleellista arvoa.

Rahavirta vahvasti positiivinen

Liiketoiminnan rahavirta oli 2,4 MEUR positiivinen. Tärkeimpinä ajureina olivat tilikauden tulos ja myyntisaamisten vähentyminen. Yhtiön investoinnit olivat tyypillisellä -0,7 MEUR tasolla. Rahoitukset rahavirta oli -0,3 MUR lainojen takaisinmaksun vuoksi.

Ennustetaulukko MEUR / EUR	H1'21	H1'22	H1'22e	H1'22e	Konsensus		Erutus (%)	2022e
	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Tot. vs. inderes	Inderes
Liikevaihto	3,0	6,8	7,0				-3 %	10,3
Liikevoitto	-0,9	2,3	3,1				-25 %	1,2
EPS (raportoitu)	-0,13	0,48	0,42				16 %	0,15
Liikevaihdon kasvu-%	83,3 %		136,5 %				-136,5 %-yks.	61,0 %
Liikevoitto-% (oik.)	-30,5 %	0,0 %	43,9 %				-43,9 %-yks.	11,3 %

Lähde: Inderes

Katso johdon haastattelu



Kustannusten nousu syö kannattavuutta

Liikevaihtoennusteet lähes ennallaan

Tarkistamme kuluvan vuoden liikevaihtoennustettamme marginaalisesti -1 % perustuen hieman pehmeästi sujuneeseen alkuvuoden myyntiin. Laitemyynti vaikuttaa hieman arvioomme laitekannan kasvusta, joka puolestaan vaikuttaa ennusteisiimme jatkuvan liikevaihdon kertymisestä. Vuosille 2023 ja 2024 olemme tehneet samaten -1 % korjauksen liikevaihtoennusteisiimme perustuen hieman aiempia arvioitamme pienempään laitekantaan. Arvioimme, että mahdolliset uudet laitteistolanseeraukset H2'22 ja yhteistyöklินิกoiden verkoston laajentaminen tulevina vuosina voivat toimia positiivisina liikevaihdon ajureina kompensoiden mahdollista laitekannan kasvun jäämistä ennusteistamme. Tuoreet H1:llä toteutetut rekrytoinnit tukevat mielestämme näitä kasvuaihoita.

Kannattavuudessa paineita rekrytointien vuoksi

Kuluvan vuoden liikevoittoennusteemme lähes puolittui 1,2 MEUR:oon. Prosentuaalisesti suurta laskua selittää henkilöstökulujen suhteellisen suuri osuus liikevaihtoon nähden sekä niiden ennusteitamme selvästi suurempi kasvu etupainotteisten rekrytointien vuoksi. Henkilöstökustannusten ollessa lähtökohtaisesti pysyviä painuivat myös lähivuosien liikevoittoennusteet. Laajan raportin yhteydessä ennustimme jatkuvan liiketoiminnan kääntymistä niukasti voitolliseksi vuodesta 2024 alkaen. Arvioimme mukaan kannattavuuden kääntyminen voitolliseksi siirtyy vuoteen 2025 raskaamman kulumakenteen painamana. Nexstim kertoi selvinneensä muuten melko vähällä kustannusten nousulla.

Lähivuosien operatiiviset tulosajurit

Nexstimin liikevaihto koostuu laitemyynnistä ja jatkuvasta liikevaihdosta, joka sisältää kertakäyttöosien myynnin, laitteiden vuokratuotot ja huoltosopimukset. Nexstimin kasvun keskeinen ajuri on laitemyynnin kautta tapahtuva laitekannan kasvu, joka edelleen mahdollistaa korkeakatteisen jatkuvan liikevaihdon kasvun. Lisätukea liikevaihdon kasvuun yhtiö voisi saada yhteistyöklินิกoiden verkoston rakentumisesta tulevina vuosina. Lisäksi yhtiö voi saada suuriakin lisenssituloja. Lisenssitulojen toteutumiseen liittyy kuitenkin suuria epävarmuuksia, sillä niiden määrä riippuu Magnus Medicalin liiketoiminnan kehittymisestä. Olemme käsitelleet näitä ajureita tarkemmin [tuoreessa laajassa Nexstim-raportissa](#).

Ennustemuutokset MEUR / EUR	2022e			2023e			2024e		
	Vanha	Uusi	Muutos %	Vanha	Uusi	Muutos %	Vanha	Uusi	Muutos %
Liikevaihto	10,4	10,3	-1 %	8,6	8,5	-1 %	10,4	10,4	-1 %
Liikevoitto	2,3	1,2	-48 %	-0,1	-1,8	1477 %	1,2	-0,2	-117 %
Tulos ennen veroja	2,2	1,1	-51 %	-0,2	-1,9	784 %	1,1	-0,3	-128 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,30	0,15	-51 %	-0,03	-0,26	784 %	0,14	-0,04	-128 %
Osakekohtainen osinko	0,00	0,00		0,00	0,00		0,00	0,00	

Lähde: Inderes

Tuotto-odotus on korkea riskeihin nähden

Liikevaihtoperusteinen kerroin viittaa osakkeen yliarvostukseen

Ennusteidemme mukaan yhtiö ei saavuta pysyvää kannattavuutta vielä lähivuosina, joten nojaamme tuloskerrointen sijasta arvonmäärityksessä EV/liikevaihto-kertoimeen, DCF-malliin ja verrokkianalyysiin. Tuoreessa seurannan aloitusraportissa hahmotelimme käyväksi arvostukseksi EV/liikevaihto-kerrointa 3-4x. Osakkeen hinnalla 4,73 euroa kuluvan vuoden kerroin on 3,1x ja ensi vuoden 4,0x. Kertoimen nousu johtuu siitä, että emme odota lisensointiin perustuvia tuloja 2023. Ensi vuoden kerroin on siis hyväksymämme haarukan ylärajalla. Liikevaihtoperusteisesti osakkeen tuotto-odotus ei ole mielestämme houkutteleva varsinkaan yhtiön korkea riskiprofiili huomioiden.

DCF-arvo paineessa kannattavuuden mukana

DCF-malli antaa Nexstimin vapaiden kassavirtojen nykyarvoksi 4,4 euroa osakkeelta. Mallin antama arvo on laskenut hieman seurannan aloituksesta (noin 4,8 euroa), mikä johtuu laskeneista kannattavuusennusteista. Tulevat kassavirrat siirtyvät siis kauemmas tulevaisuuteen, jolloin niiden nykyarvo laskee. Keskimääräisen pääoman kustannuksen (WACC) olemme säilyttäneet samalla 10,0 % tasolla liikevaihtonäkymien ja riskiprofiilin pysyessä stabiilina.

DCF viittaa siis osakkeen lievään yliarvostukseen ja maltilliseen laskuvaraan. Nexstimin osakkeen tapauksessa DCF-mallissa korostuu terminaaliarvon suuri (65 %) osuus kassavirtojen nykyarvosta. Se lisää ennusteiden toteutumisen epävarmuutta ja nostaa osakkeen riskiprofiilia. DCF-arvon voikin odottaa heiluvan myös jatkossa ennusteiden päivittyessä yhtiön kehityksen mukana.

Verrokkianalyysi viittaa yliarvostukseen

Nexstimin lähimpien pörssilistattujen samaa teknologiaa myyvien verrokkien Brainswayn ja Neuroneticsin EV/liikevaihto-kertoimet ovat tänä vuonna 1,1x ja 1,4x. Ensi vuodelle kertoimet ovat 1,0x ja 1,2x. Näihin kooltaan suurempiin kilpailijoihin nähden Nexstim on melko selvästi yliarvostettu, vaikka hyväksymmekin Nexstimille hieman korkeammat kertoimet paremman kannattavuuden vuoksi.

Koko verrokkiryhmän kertoimet 2022-2023 ovat 4,0x ja 3,3x. Tässä vertailussa Nexstimin kuluvan vuoden lisenssimaksujen tukema arvostus on edullinen, mutta kääntyy ensi vuonna suhteelliseksi yliarvostukseksi lisenssitulojen puuttuessa. Yleisesti verrokkien pohjalta Nexstimin osake on mielestämme kallis.

Arvostuksen yhteenveto

Liikevaihtokertoimien perusteella emme näe osakkeessa merkittävää nousunvaraa. EV/liikevaihto-kerroin ollessa hyväksymämme arvostushaarukan ylälaidalla ensi vuoden ennusteilla. DCF-malli viittaa siihen, että nykyhinnalla tuottovaatimuksemme ei toteudu. Myöskään verrokkeihin nähden osake ei mielestämme ole houkutteleva nykyisellä hinnalla.

Nexstimillä on liiketoimintamallinsa ja hyvän myyntikatteen tukemana mahdollisuus ylittää hyvään kannattavuuteen. Jos yhtiö pystyy ylittämään kasvuennustemme, osakkeella on edellytykset hyvään kehitykseen. Riskin kantamisesta ei kuitenkaan saa tällä hetkellä mielestämme riittävää korvausta.

Arvostustaso	2022e	2023e	2024e
Osakekurssi	4,73	4,73	4,73
Osakemäärä, milj. kpl	7,27	7,27	7,27
Markkina-arvo	34	34	34
Yritysarvo (EV)	31	34	34
P/E (oik.)	17,3	neg.	neg.
P/E	17,3	neg.	neg.
P/Kassavirta	39,4	neg.	neg.
P/B	6,6	10,4	11,4
P/S	3,3	4,0	3,3
EV/Liikevaihto	3,1	4,0	3,3
EV/EBITDA (oik.)	19,8	neg.	>100
EV/EBIT (oik.)	27,1	neg.	neg.
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %

Lähde: Inderes

EV/liikevaihto-kerroin



■ EV/S

— EV/S, jatkuva liikevaihto

— Mediaani 2017-2021

Arvostustaulukko

Arvostustaso	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
Osakekurssi	0,28	0,60	0,12	0,10	4,78	4,73	4,73	4,73	4,73
Osakemäärä, milj. kpl	93,2	3,25	62,8	439,6	7,27	7,27	7,27	7,27	7,27
Markkina-arvo	26	2,0	7,5	43	35	34	34	34	34
Yritysarvo (EV)	21	3,0	9,5	45	33	31	34	34	33
P/E (oik.)	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	17,3	neg.	neg.	24,6
P/E	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	17,3	neg.	neg.	24,6
P/Kassavirta	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	39,4	neg.	neg.	29,0
P/B	4,7	neg.	neg.	neg.	10,9	6,6	10,4	11,4	7,8
P/S	9,9	0,7	2,3	10,5	5,4	3,3	4,0	3,3	2,7
EV/Liikevaihto	8,1	1,1	2,9	10,9	5,2	3,1	4,0	3,3	2,6
EV/EBITDA (oik.)	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	19,8	neg.	>100	16,9
EV/EBIT (oik.)	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	27,1	neg.	neg.	22,1
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %

Lähde: Inderes

Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
	MEUR	MEUR	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e
Neuronetics	117	83					1,4	1,2					
Brainsway	91	38		105,5			1,1	1,0					
Ambu	2709	2899	126,3	52,6	48,4	30,4	4,8	4,2	110,1	68,4	0,3	0,4	5,3
C Rad	117	107	34,0	16,2	26,3	14,1	3,8	3,0	56,3	23,7			4,9
Elekta	2699	2940	18,3	15,2	11,1	9,7	2,1	1,9	25,3	21,0	2,5	2,9	3,4
Getinge	5941	6103	13,6	11,6	9,8	8,7	2,2	2,1	18,6	15,7	1,8	2,2	2,3
Irras	60	62					14,0	4,9					
Medstim	514	509	35,5	33,1	30,5	29,2	9,5	8,9	47,0	43,2	13,5	12,3	11,6
Optomed	62	63					4,0	3,3					3,6
Vitrolife	4026	4211	63,0	46,1	40,9	33,7	13,5	11,6	86,4	61,2	0,4	0,5	2,8
Xvivo Perfusion	620	590	295,0	102,8	102,1	58,1	15,8	11,5	273,6	108,9			4,9
Nexstim (Inderes)	34	31	27,1	-19,0	19,8	-25,5	3,1	4,0	17,3	-18,3	0,0	0,0	6,6
Keskiarvo			83,7	47,9	38,4	26,3	6,6	4,9	88,2	48,9	3,7	3,6	4,8
Mediaani			35,5	39,6	30,5	29,2	4,0	3,3	56,3	43,2	1,8	2,2	4,2
Erotus-% vrt. mediaani			-24 %	-148 %	-35 %	-187 %	-24 %	20 %	-69 %	-142 %	-100 %	-100 %	56 %

Lähde: Refinitiv / Inderes. Huomautus: Inderesin käyttämä r

Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	H1'21	H2'21	2021	H1'22	H2'22e	2022e	H1'23e	H2'23e	2023e	2024e	2025e
Liikevaihto	3,0	3,4	6,4	6,8	3,5	10,3	4,3	4,3	8,5	10,4	12,9
Nexstim	3,0	3,4	6,4	6,8	3,5	10,3	4,3	4,3	8,5	10,4	12,9
Käyttökate	-0,7	-0,3	-1,0	2,6	-0,9	1,6	-0,7	-0,7	-1,3	0,2	2,0
Poistot ja arvonalennukset	-0,2	-0,3	-0,4	-0,2	-0,2	-0,5	-0,2	-0,2	-0,5	-0,4	-0,5
Liikevoitto ilman kertaeriä	-0,9	-0,5	-1,5	2,3	-1,2	1,2	-0,9	-0,9	-1,8	-0,2	1,5
Liikevoitto	-0,9	-0,5	-1,5	2,3	-1,2	1,2	-0,9	-0,9	-1,8	-0,2	1,5
Nexstim	-0,9	-0,5	-1,5	2,3	-1,2	1,2	-0,9	-0,9	-1,8	-0,2	1,5
Osuus osakkuusyhtiöiden tuloksesta	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettorahoituskulut	0,1	0,7	0,7	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
Tulos ennen veroja	-0,8	0,1	-0,7	2,3	-1,2	1,1	-0,9	-0,9	-1,9	-0,3	1,4
Verot	-0,1	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vähemmistöosuudet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	-0,9	0,1	-0,8	2,3	-1,2	1,1	-0,9	-0,9	-1,9	-0,3	1,4
EPS (oikaistu)	-0,13	0,02	-0,11	0,31	-0,17	0,15	-0,13	-0,13	-0,26	-0,04	0,19
EPS (raportoitu)	-0,13	0,02	-0,11	0,31	-0,17	0,15	-0,13	-0,13	-0,26	-0,04	0,19

Tunnusluvut	H1'21	H2'21	2021	H1'22	H2'22e	2022e	H1'23e	H2'23e	2023e	2024e	2025e
Liikevaihdon kasvu-%	83,3 %	37,6 %	55,5 %	129,6 %	2,1 %	61,0 %	-37,2 %	21,6 %	-17,2 %	21,6 %	24,8 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	-50,8 %	-63,3 %	-56,4 %	-358,1 %	113,0 %	-179,9 %	-138,2 %	-23,8 %	-253,7 %	-89,2 %	-874,1 %
Käyttökate-%	-24,7 %	-8,1 %	-15,8 %	37,6 %	-26,9 %	15,6 %	-15,6 %	-15,6 %	-15,6 %	2,3 %	15,1 %
Oikaistu liikevoitto-%	-30,5 %	-16,0 %	-22,7 %	34,3 %	-33,3 %	11,3 %	-20,9 %	-20,9 %	-20,9 %	-1,9 %	11,6 %
Nettotulos-%	-32,0 %	3,3 %	-13,0 %	33,6 %	-34,8 %	10,3 %	-22,1 %	-22,1 %	-22,1 %	-2,8 %	10,8 %

Lähde: Inderes

Tase

Vastaavaa	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Pysyvät vastaavat	0,9	2,0	2,1	2,3	2,5
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aineettomat hyödykkeet	0,3	1,1	1,3	1,4	1,6
Käyttöomaisuus	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,5	0,5	0,5	0,5
Muut sijoitukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verosaamiset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vaihtuvat vastaavat	5,4	8,0	9,7	8,8	9,1
Vaihto-omaisuus	0,4	1,0	1,0	1,0	0,8
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	1,5	1,8	2,5	2,6	3,1
Likvidit varat	3,5	5,2	6,2	5,2	5,2
Taseen loppusumma	6,2	10,0	11,8	11,1	11,6

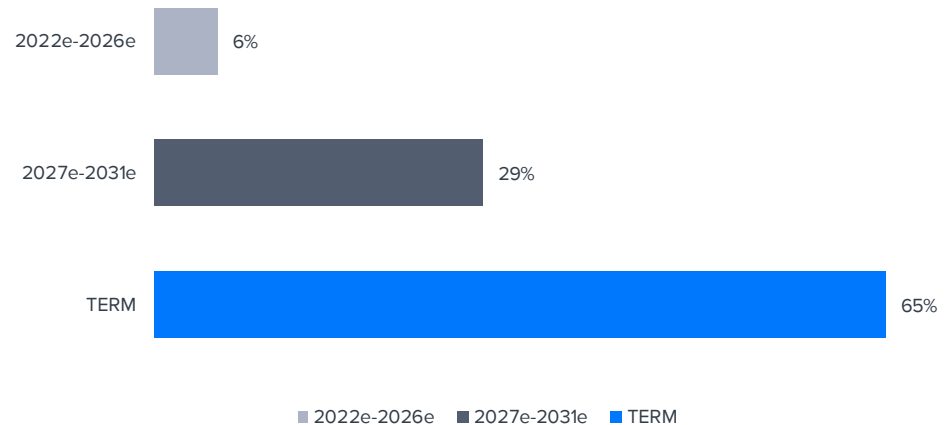
Lähde: Inderes

Vastattavaa	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Oma pääoma	-1,5	3,2	5,2	3,3	3,0
Osakepääoma	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Kertyneet voittovarot	-49,9	-51,8	-49,8	-51,7	-52,0
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	48,3	54,9	54,9	54,9	54,9
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	3,9	3,3	2,4	3,7	3,8
Laskennalliset verovelat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lainat rahoituslaitoksilta	3,9	3,3	2,4	3,7	3,8
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset velat	3,8	3,6	4,2	4,1	4,7
Lainat rahoituslaitoksilta	1,2	0,6	0,8	1,1	1,1
Lyhytaikaiset korottomat velat	2,7	2,9	3,4	3,0	3,6
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	6,2	10,0	11,8	11,1	11,6

DCF-laskelma

DCF-laskelma	2021	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	TERM
Liikevoitto	-1,5	1,2	-1,8	-0,2	1,5	3,8	4,6	5,1	5,4	4,1	4,2	
+ Kokonaispoistot	0,4	0,4	0,5	0,4	0,5	0,4	0,5	0,5	0,6	0,5	0,6	
- Maksetut verot	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,5	-1,1	-0,8	-0,8	
- verot rahoituskuluista	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	-0,6	-0,2	-0,5	0,3	-0,1	-0,2	-0,1	-0,4	-0,3	-0,3	0,0	
Operatiivinen kassavirta	-1,8	1,4	-1,8	0,5	1,9	4,1	5,0	4,7	4,7	3,5	3,9	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-1,2	-0,5	-0,6	-0,6	-0,7	-0,7	-0,8	-0,9	-0,9	-1,2	-0,7	
Vapaa operatiivinen kassavirta	-3,0	0,9	-2,4	-0,1	1,2	3,4	4,3	3,8	3,8	2,4	3,3	
+/- Muut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	-3,0	0,9	-2,4	-0,1	1,2	3,4	4,3	3,8	3,8	2,4	3,3	48,5
Diskontattu vapaa kassavirta		0,8	-2,1	-0,1	0,9	2,2	2,6	2,1	1,9	1,1	1,3	19,9
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		30,6	29,8	31,9	31,9	31,1	28,9	26,3	24,2	22,3	21,3	19,9
Velaton arvo DCF		30,6										
- Korolliset velat		-3,9										
+ Rahavarat		5,2										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
Oman pääoman arvo DCF		31,9										
Oman pääoman arvo DCF per osake		4,4										

Rahavirran jakauma jaksoittain



Pääoman kustannus (wacc)

Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	10,0 %
Vieraan pääoman kustannus	5,0 %
Yrityksen Beta	1,50
Markkinoiden riski-premio	4,75 %
Likviditeettipremio	1,50 %
Riskitön korko	2,0 %
Oman pääoman kustannus	10,6 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	10,0 %

Lähde: Inderes

Yhteenveto

Tuloslaskelma	2019	2020	2021	2022e	2023e	Osakekohtaiset luvut	2019	2020	2021	2022e	2023e
Liikevaihto	3,3	4,1	6,4	10,3	8,5	EPS (raportoitu)	-0,11	-0,01	-0,11	0,27	-0,26
Käyttökate	-6,2	-3,0	-1,0	1,6	-1,3	EPS (oikaistu)	-0,11	-0,01	-0,11	0,27	-0,26
Liikevoitto	-6,5	-3,3	-1,5	1,2	-1,8	Operat. kassavirta / osake	-0,10	0,00	-0,25	0,19	-0,25
Voitto ennen veroja	-6,8	-4,1	-0,7	2,0	-1,9	Vapaa kassavirta / osake	-0,11	0,00	-0,41	0,12	-0,33
Nettovoitto	-6,8	-4,1	-0,8	2,0	-1,9	Omapääoma / osake	-0,01	0,00	0,44	0,71	0,46
Kertaluontoiset erät	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	Osinko / osake	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Tase	2019	2020	2021	2022e	2023e	Kasvu ja kannattavuus	2019	2020	2021	2022e	2023e
Taseen loppusumma	7,7	6,2	10,0	11,8	11,1	Liikevaihdon kasvu-%	25 %	23 %	56 %	61 %	-17 %
Oma pääoma	-0,7	-1,5	3,2	5,2	3,3	Käyttökateen kasvu-%	4 %	-52 %	-66 %	-257 %	-184 %
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	Liikevoiton oik. kasvu-%	3 %	-49 %	-56 %	-180 %	-254 %
Nettovelat	2,0	1,6	-1,3	-3,0	-0,4	EPS oik. kasvu-%	-94 %	-91 %	1121 %	-339 %	-195 %
Kassavirta	2019	2020	2021	2022e	2023e	Käyttökate-%	-185,7 %	-72,1 %	-15,8 %	15,4 %	-15,6 %
Käyttökate	-6,2	-3,0	-1,0	1,6	-1,3	Oik. Liikevoitto-%	-194,7 %	-81,0 %	-22,7 %	11,3 %	-20,9 %
Nettokäyttöpääoman muutos	-0,2	0,8	-0,6	-0,2	-0,5	Liikevoitto-%	-194,7 %	-81,0 %	-22,7 %	11,3 %	-20,9 %
Operatiivinen kassavirta	-6,4	-2,2	-1,8	1,4	-1,8	ROE-%	1312,0 %	373,1 %	-96,0 %	47,4 %	-44,3 %
Investoinnit	-0,6	0,0	-1,2	-0,5	-0,6	ROI-%	-96,5 %	-73,1 %	-27,2 %	14,9 %	-21,6 %
Vapaa kassavirta	-7,0	-2,2	-3,0	0,9	-2,4	Omavaraisuusaste	-9,7 %	-23,5 %	31,9 %	43,9 %	29,9 %
						Nettovelkaantumisaste	-271,7 %	-108,1 %	-40,6 %	-57,0 %	-13,4 %
Arvostuskertoimet	2019	2020	2021	2022e	2023e						
EV/Liikevaihto	2,9	10,9	5,2	3,1	4,0						
EV/EBITDA (oik.)	neg.	neg.	neg.	19,8	neg.						
EV/EBIT (oik.)	neg.	neg.	neg.	27,1	neg.						
P/E (oik.)	neg.	neg.	neg.	17,3	neg.						
P/B	neg.	neg.	10,9	6,6	10,4						
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %						

Lähde: Inderes

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Suositushistoria (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
30.5.2022	Vähennä	4,60 €	4,85 €
15.8.2022	Vähennä	4,40 €	4,74 €

Inderesin tehtävä on yhdistää pörssiyritykset ja sijoittajat. Tuotamme laadukasta analyysiä ja sisältöjä laajan sijoittajayhteisöömme tarpeisiin.

Me Inderesillä uskomme, että avoin tieto on jokaisen sijoittajan perusoikeus. Takaamme sijoittajille pääsyn palkitun analyysin, näkemyksellisten videosisältöjen ja aktiivisen sijoittajayhteisön pariin.

Pörssiyrityksille varmistamme, että yhtiöstä on jatkuvasti sijoittajien ja omistajien saatavilla laadukasta tietoa päätöksentekoon, ja että sijoittajilta kerätty tieto on yhtiöiden hyödynnettävissä.

Jo yli 100 suomalaista pörssiyritystä haluaa palvella omistajiaan ja sijoittajia kauttamme hyödyntämällä tarjoamiamme yhtiöseurantapalveluita, datapohjaisia sijoittajaviestinnän palveluita, sisältötuotantoa ja konsultointia.

Inderes Oyj

Itämerentori 2
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

Palkittua analyysia osoitteessa [inderes.fi](https://www.inderes.fi)



STARMINE
ANALYST AWARDS
FROM REFINITIV



THOMSON REUTERS
ANALYST AWARDS



Juha Kinnunen
2012, 2016, 2017, 2018, 2019, 2020



Mikael Rautanen
2014, 2016, 2017, 2019



Sauli Vilén
2012, 2016, 2018, 2019, 2020



Antti Viljakainen
2014, 2015, 2016, 2018, 2019, 2020



Olli Koponen
2020



Joni Grönqvist
2019, 2020



Erkki Vesola
2018, 2020



Petri Gostowski
2020



Atte Riikola
2020

**Analyysi kuuluu
kaikille.**