

# NIGHTINGALE HEALTH

11.06.2025 7.00 EEST



Antti Luiro  
+358 50 571 4893  
antti.luiro@inderes.fi

INDERESIN YHTIÖASIAKAS  
**LAAJA RAPORTTI**



# Kasvutarinan seuraavaa lukua kirjoitetaan

Onnistuneen Terveystalo-yhteistyön jälkeen Nightingale kasvattaa nyt kaupallisia näytevolymyjaan terveydenhuollon kumppaniensa kanssa Singaporessa ja Yhdysvalloissa. Yhtiön pilottivaiheen asiakkuudet oletettavasti pääsääntöisesti myös etenevät, ja uskomme yhtiön neuvottelevan aktiivisesti myös uusista kumppanuuksista. Odotamme yhtiöltä kuitenkin seuraavaksi erityisesti merkkejä kaupallisten näytevolymien vahvasta kasvusta, mikä vähentäisi ennusteriskejä olennaisesti. Toistamme 2,9 euron tavoitehinnan ja kurssinousun myötä laskemme suosituksen vähennä-tasolle (aik. lisää).

## Nightingalen testillä tunnistetaan ihmisten riskit sairastua kroonisiin sairauksiin

Krooniset sairaudet aiheuttavat merkittävän osan terveydenhuollon kustannuksista, vaikka suuri osa näistä voitaisiin välttää elintapojen muutoksilla. Nightingale pyrkii edistämään ongelman ratkaisua verianalyyysiin perustuvalla testillä. Yhtiön teknologialla mitataan yhdestä verinäytteestä 250 merkkiainetta ja tuotetaan ennusteet näytteenantajan riskeistä sairastua useisiin kroonisiin sairauksiin. Testille on toistaiseksi vaikea tunnistaa varteenotettavaa kilpailijaa. Sen hintapiste on hyvin matala (listahinta alkaen 34 €/näyte) ja sillä analysoitu jatkuvasti kasvava verinäytemäärä kasvattaa edelleen sen vallihautaa mahdollisia tulevia kilpailijoita vastaan. Markkinassa on yhtiölle huomattavaa potentiaalia, mutta konservatiiviseen markkinaan murtautuminen ei tapahdu nopeasti.

## Liiketoiminta on kasvussa, mutta sen kulmakerroin on edelleen pimenossa

Nightingale pyrkii integroimaan sairausriskejä tunnistavan palvelunsa nykyisiin terveydenhuollon arvoketjuihin. Tämän onnistuessa yhtiön liikevaihto kasvaisi vahvasti, mikä kääntäisi kannattavuuden ajan myötä voitolliseksi (Tavoite: positiivinen käyttökate keskipitkällä aikavälillä). Yhtiö on ottanut selviä askelia tähän suuntaan: sen teknologiaa käytetään jo rutiinomaisesti

Terveystalon työterveydessä ja sitä tarjotaan diagnostiikkapalveluna Pathology Asian kautta Singaporessa ja Boston Heartin tuella Yhdysvalloissa. Yhtiöllä on myös useita mahdollista laajamittaisempaa käyttöä edeltäviä pilotteja ja tutkimushankkeita (Mass General Brigham, Kaiser Permanente, Weill Cornell Medicine ja Phenome Health), sekä arviomme mukaan käynnissä useita myyntikeskusteluja. Aiemmat asiakasvoitot huomioiden uskomme uskomme yhtiön julkaisevan vähintään yhden merkittävän kumppanuuden kuluvan vuoden aikana.

Vaikka laaja kumppanipohja jo lieventää kaupallistamisen riskejä, näkyvyys yhtiön kasvuun säilyy edelleen sumeana ja riippuu vahvasti kumppanuuksien ylösajon onnistumisesta. Ennustemme nojaavat mielestämme realistiseen, mutta hyvin korkean riskin skenaarioon yhtiön liiketoiminnan kasvusta (2025–2034e liikevaihdon CAGR 42 %). Tämä vaatii nykyasiakkaiden ylösajon onnistumista ja myös jatkuvia uusia kaupallisia sopimusvoittoja. Sijoittajan täytyykin uskoa yhtiön globaaliin kaupalliseen läpimurtoon, suhtautua osakkeeseen hyvin pitkällä sijoitushorisontilla ja hyväksyä pääoman menetyksen riski.

## Riskille ei saa mielestämme nykyhinnalla riittävästi vastinetta

Nightingalen fundamenttipohjainen arvonmääritys on erittäin vaikeaa, sillä mahdolliset skenaariot vaihtelevat pääoman tuhoutumisen ja moninkertaistumisen välillä. Nykytiedoilla arvioimme osakkeen käyvän arvon leveään 1,0–7,3 € (aik. 0,8–7,1 €) haarukkaan. Yhtiön näytöt mielestämme puoltavat edelleen hinnoittelua haarukan alapuoliskoon, mutta lähemmäs haarukan puoliväliä (tavoitehintaa 2,9 €/osake). Vaikka vuoden sihdillä näköpiirissä on positiivisia ajureita (uudet asiakasvoitot, merkit Pathology Asia ja Boston Heart -kumppanuuksien kasvusta), osakkeen tuotto-riskisuhde ei mielestämme ole riittävän houkutteleva vuoden sihdillä. Yhtiöön kannattaa mielestämme toisaalta suhtautua vähintään useiden vuosien sijoitushorisontilla.

## Suositus

### Vähennä

(aik. Lisää)

## Tavoitehintaa:

### 2,90 EUR

(aik. 2,90 EUR)

## Osakekurssi:

2,71 EUR

## Liiketoimintariski



## Arvostusriski



|                    | 2024   | 2025e  | 2026e  | 2027e  |
|--------------------|--------|--------|--------|--------|
| Liikevaihto        | 4,4    | 5,2    | 8,2    | 13,2   |
| kasvu-%            | 4 %    | 20 %   | 57 %   | 61 %   |
| EBIT oik.          | -18,6  | -17,3  | -16,2  | -14,4  |
| EBIT-% oik.        | -427 % | -331 % | -198 % | -109 % |
| Tulos ennen veroja | -17,4  | -16,3  | -15,5  | -14,2  |
| EPS (oik.)         | -0,29  | -0,27  | -0,25  | -0,22  |

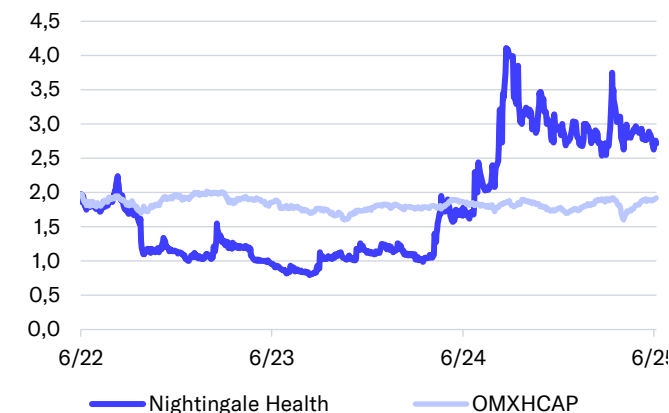
|                |      |      |      |      |
|----------------|------|------|------|------|
| P/E (oik.)     | neg. | neg. | neg. | neg. |
| P/B            | 1,7  | 2,4  | 2,9  | 3,5  |
| EV/EBIT (oik.) | neg. | neg. | neg. | neg. |
| EV/EBITDA      | neg. | neg. | neg. | neg. |
| EV/Liikevaihto | 17,2 | 21,2 | 15,0 | 10,1 |

Lähde: Inderes

## Tavoitteet tilikaudelle 2025 (1.7.24–30.6.2025) (ennallaan)

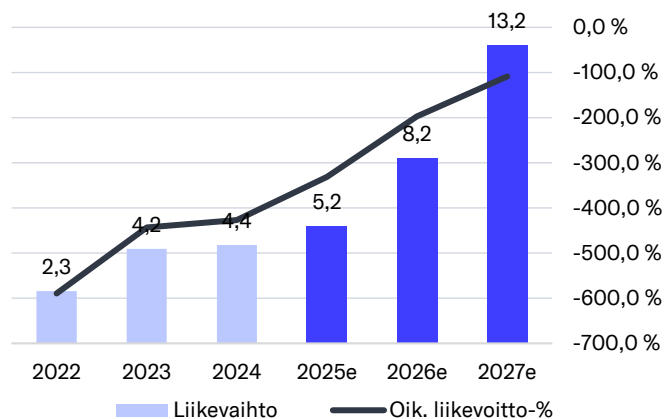
- Voittaa iso sopimus kansainvälisen terveydenhuollon toimijan kanssa
- Kasvattaa liikevaihtoa edelliseen tilikauteen verrattuna
- Parantaa oikaistua käyttökate\* edelliseen tilikauteen verrattuna
  - Oikaistu käyttökate = käyttökate – osakeperusteiset maksut – kertaluonteiset erät – vertailukelpoisuuteen vaikuttavat erät

## Osakekurssi



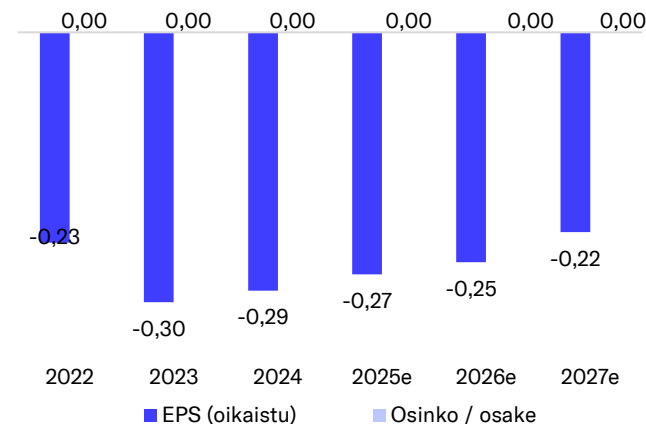
Lähde: Millistream Market Data AB

## Liikevaihto ja liikevoitto-% (oik.)



Lähde: Inderes

## Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes

## Arvoajurit

- Megatrendien tuella kasvava valtava globaali markkina
- Kilpailukykyinen ja kustannustehokas teknologia sairauksien ennustamiseen verinäytteistä
- Skaalautuva liiketoimintamalli
- Vahva asema biopankkien verinäytteiden analysoijana
- Merkittävien kansainvälisten asiakkuuksien ja pilottien laajeneminen suureen kokoluokkaan

## Riskitekijät

- Liiketoimintamallin osoittautuminen toimimattomaksi ja palvelun kysynnän jääminen heikoksi
- Konservatiivisen toimialan odotettua hitaampi eteneminen uuden teknologian käyttöönotossa
- Kunnianhimoisista tavoitteista jääminen ja kaupallistamisen onnistumiseen nojaavan arvostustason lasku
- Kilpailevat teknologiat
- Tietoturvaluoto sisältäen henkilökohtaisia terveystietoja
- Uuden rahoituksen tarve

| Arvostustaso                 | 2025e | 2026e | 2027e |
|------------------------------|-------|-------|-------|
| <b>Osakekurssi</b>           | 2,71  | 2,71  | 2,71  |
| <b>Osakemäärä, milj. kpl</b> | 60,9  | 60,9  | 60,9  |
| <b>Markkina-arvo</b>         | 165   | 165   | 165   |
| <b>Yritysarvo (EV)</b>       | 110   | 123   | 134   |
| <b>P/E (oik.)</b>            | neg.  | neg.  | neg.  |
| <b>P/E</b>                   | neg.  | neg.  | neg.  |
| <b>P/B</b>                   | 2,4   | 2,9   | 3,5   |
| <b>P/S</b>                   | 31,7  | 20,1  | 12,5  |
| <b>EV/Liikevaihto</b>        | 21,2  | 15,0  | 10,1  |
| <b>EV/EBITDA</b>             | neg.  | neg.  | neg.  |
| <b>EV/EBIT (oik.)</b>        | neg.  | neg.  | neg.  |
| <b>Osinko/tulos (%)</b>      | 0,0 % | 0,0 % | 0,0 % |
| <b>Osinkotuotto-%</b>        | 0,0 % | 0,0 % | 0,0 % |

Lähde: Inderes

# Table of contents

|                                                       |       |
|-------------------------------------------------------|-------|
| Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli                     | 5-11  |
| Liiketoimintamallin riskiprofiili ja sijoitusprofiili | 12-13 |
| Markkina ja kilpailukenttä                            | 14-18 |
| Strategia                                             | 19-20 |
| Historiallinen kehitys ja tase                        | 21-22 |
| Ennusteet ja arvonmääritys                            | 23-35 |
| Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria               | 36    |

# Nightingale Health lyhyesti

Nightingale on terveysteknologiayhtiö, joka kehittää ja myy kroonisten sairauksien sairastumisriskejä tunnistavaa testiä.

## 2013

Nykyisen operatiivisen toiminnan aloittamisen vuosi

## 2021

Listautuminen

## >600

Alustaa hyödyntävää tieteellistä julkaisua

## >200

Alustaa käyttävää lääketieteen tutkimusorganisaatiota

## 92

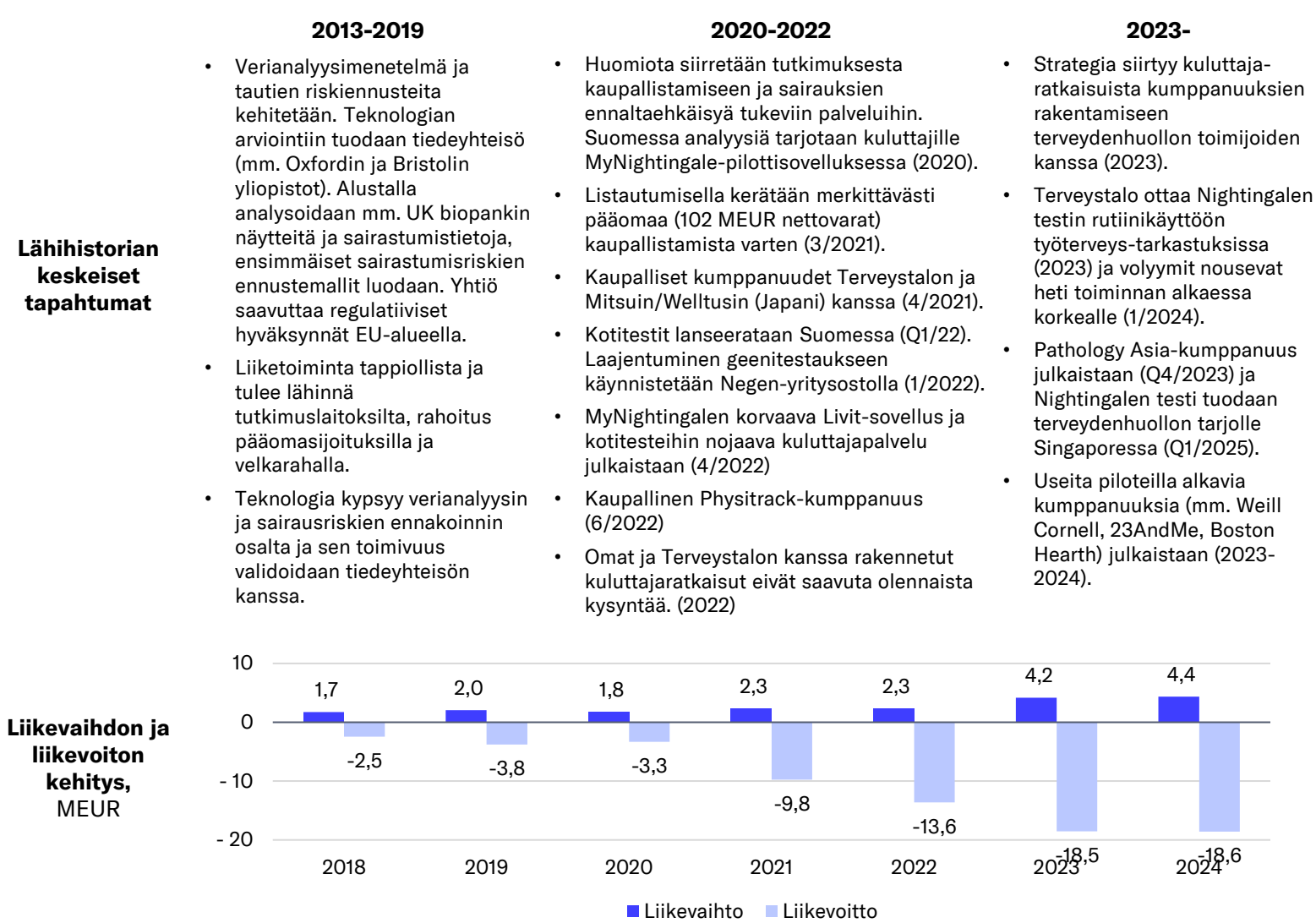
Henkilöstön keskimääräinen lukumäärä (7-12/2024)

## 142 MEUR

Kerätty rahoitus (31.3.2025 mennessä)

Lähde: Nightingale, Inderes

### Nightingalen panostukset ovat olleet jo vuosia teknologian kaupallistamisessa



Lähde: Inderes  
\*Luvut ovat vuoteen 2020 asti FAS-kirjanpidon ja 2021 alkaen IFRS-kirjanpidon mukaisia. Vuodet 30.6. päättyviä tilikausia.

# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/6

## Nightingale Health on veren merkkiaineiden analyysin ympärille rakentuva terveysteknologiayhtiö

Nightingale Health aloitti nykyisen operatiivisen toimintansa vuonna 2013 tavoitteenaan kehittää ratkaisu nykyisen terveydenhuoltojärjestelmän muuttamiseksi kohti ennaltaehkäisevää mallia. Nightingale sai nykyisen nimensä Florence Nightingalelta, jota pidetään modernin sairaanhoidon kehittäjänä. Yhtiön teknologia pohjautuu laajaan biomarkkereiden (veren merkkiaineet) mittaamiseen ja niiden yhdistämiseen biopankeissa säilytettäviin terveystietoihin. Yhtiö on kehittänyt sairastumisriskimalleja yhdistämällä teknologiallaan analysoidut biopankkien verinäytteet terveystietovarantoihin. Nightingale pystyy tuottamaan terveydenhuollon arvoketjujen käyttöön kulutehokkaasti tietoa ihmisen sairausriskeistä.

Pitkän tutkimus- ja kehitysvaiheen jälkeen Nightingale siirtyi teknologiansa kaupallistamisvaiheeseen vuonna 2020 ja tätä rahoittaakseen listautui vuonna 2021. Yhtiö on edennyt teknologiansa kaupallistamisessa ja saanut useita kansainvälisesti merkittäviä kumppanuuksia, joita se pyrkii skaalaamaan merkittäväksi liiketoiminnaksi. Yhtiön terveystietoalusta on ollut vuoden 2024 alusta alkaen tervyedenhuollon rutiinikäytössä (Terveystalon työterveys).

Nightingalen perustajat ovat edelleen mukana yhtiön johdossa ja operatiivisessa toiminnassa. Perustajat ovat olleet keskeisessä roolissa yhtiön laboratoriomenetelmien, verianalyysin ja riskiennusteiden kehittämisessä.

## Yhtiön tavoitteena on tehdä ennaltaehkäisevästä terveydenhuollosta valtavirtaa

Terveydenhuolto on pitkään painottunut enemmän sairastuneiden ihmisten hoitamiseen, kun sairauksien laajamittaiseen ennaltaehkäisyyn on ollut rajallisesti

tehokkaita työkaluja. Konkreettisenä esimerkkinä tästä on elintapasairauksien (esim. tyypin 2 diabetes ja sydän- ja verisuonitaudit) yleisyys. Yhdysvaltojen terveysviranomaisen (CDC) mukaan maan terveydenhuollon vuosittaisista kustannuksista noin 90 % syntyy kroonisista ja mielenterveyteen liittyviä sairauksia sairastavien ihmisten hoidosta.

Nightingalen visiona on siirtää terveydenhuollon huomion sairauksien hoidosta vahvemmin ihmisten sairastumisen ennaltaehkäisyyn. Kantava ajatus vision taustalla on, että ihminen ei ole koskaan absoluuttisesti sairas tai terve, vaan jotain siltä väliltä. Nightingale pyrkii integroimaan olemassa oleviin terveydenhuollon arvoketjuihin matalalla kustannuksella tiedon, missä kohtaa tätä asteikkoa ihminen on ja miten tilanne kehittyy ajan yli. Tällä yhtiö pyrkii mahdollistamaan terveydenhuollon arvoketjujen päivittämisen laadukkaammiksi ja tehokkaammiksi, ja samalla mahdollistaa elintapasairauksien ennaltaehkäisyä.

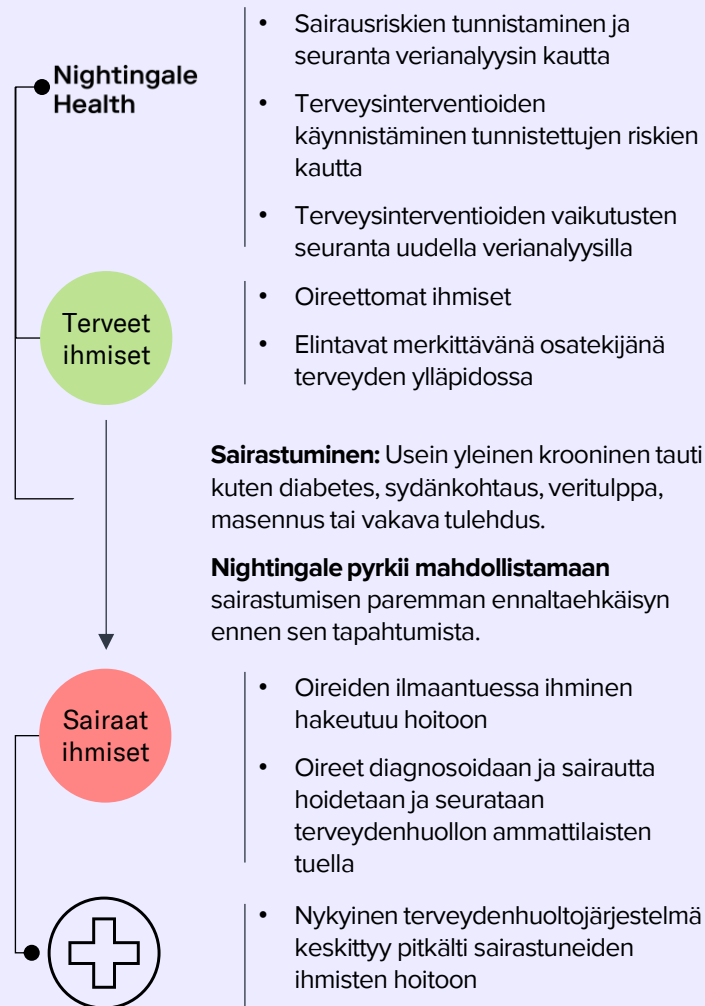
## Alusta muodostaa sairausriskiennusteita yhdistämällä laajan veriarvomittauksen ja biopankkien terveystiedot

Välineeksi ennaltaehkäisevään terveydenhuoltoon Nightingale on kehittänyt alustan sairausriskien muutoksien seurantaan. Nightingale yhdistää alustassaan 1) kustannustehokkaan menetelmän 250 veren merkkiaineen ("biomarkkeri") mittaamiseen verinäytteestä ja 2) ennusteet henkilön riskistä sairastua yli 700 eri sairauteen (ICD-koodit) testiin pohjautuen.

## Veren merkkiaineiden mitta

Nightingalen teknologisen pohjana on sen itse kehittämä verianalyysiprosessi ja -ohjelmisto, jolla merkkiaineiden pitoisuuksia mitataan verestä. Nightingalen verianalyysi perustuu molekyylien resonanssiin (värähtelyyn)

## Nightingale asemoi itseään nykyjärjestelmässä sairastumisen vähentämisen mahdollistajaksi



Lähde: Nightingale Health



# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/6

voimakkaassa magneettikentässä, mitä kutsutaan NMR<sup>1</sup>-spektroskopiaksi. Yhtiön menetelmässä käyttämä NMR-laite on kaupallisesti saatavilla ja sen komponentit ovat yleisiä. Komponentit tulevat tällä hetkellä yksittäiseltä toimittajalta, mutta yhtiö arvioi myös niiden rinnakkaishankintaa. Laite vaatii toimiakseen voimakkaan suprajohteella tuotetun magneettikentän, jonka ylläpito vaatii nestemäisellä heliumilla ja tyypellä ylläpidetyn kylmän lämpötilan. Nightingalen NMR-laitteisto onkin kooltaan suurehko ja sijoitetaan lähtökohtaisesti keskitettyyn laboratorioon, mikä on tyypillistä myös tavanomaisille kliiniseen kemiaan pohjautuville laboratoriolaitteille.

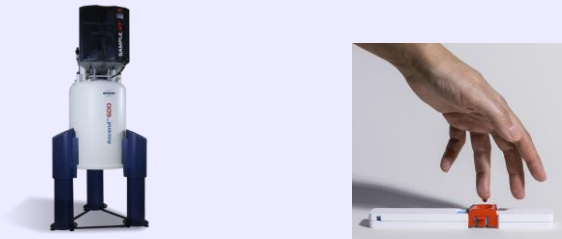
Nightingale on kehittänyt laitteen operointiin liittyvää automaatiota ja tulosten analyysiin tarvittavaa ohjelmistoa, jolla se on tehnyt verianalyysimenetelmästään kokonaisuutena uniikin. Menetelmä on suojattu liikesalaisuuksin näytteen tunnistamisen, mittauksen ja valmistelun, sekä datan prosessoinnin osalta. Yhtiön menetelmällä voidaan tällä hetkellä mitata 250 biomarkkerin pitoisuutta. Näistä 39:n mittausta on erikseen CE-hyväksytty (5/2025 tilanne), mahdollistaen niiden käytön sairausriskien ennustamisen ohella myös tavallisten laboratoriotestien korvaajina. Synlabin kuluttajahinta näiden 39:n kliinisen biomarkkerin analysoinnille on noin 300-600 euroa (sis. alv), kun Nightingalen listahinnat vastaavalle mittaukselle alkavat 34 eurosta (ei sis. alv, 2025 tilanne). Testit vastaavat eri tarpeisiin, eikä Nightingalen teknologia sovellu kaikkien veren merkkiaineiden mittaukseen. Silti hintaero kuvaa mielestämme hyvin mittausmenetelmän kulutehokkuutta veren merkkiaineiden laajemmassa mittauksessa. Emme ole tunnistanee toista Nightingalen verianalyysiä vastaavaa laajaa, kustannustehokasta ja toistettavaa ratkaisua (ks. teknologiavertailu oikealla).

Nightingalen käyttämä lääkinnällinen laite on kokonaisuutena saanut kliinisen terveydenhuollon käytön vaatiman IVD-laitteen CE-merkinnän EU:ssa ja yhtiön laboratorioilla on kliinisen toiminnan vaatimat viranomaisluvut Suomessa, Iso-Britanniassa, Japanissa ja Singaporessa. Raportin kirjoitushetkellä Nightingale vielä hakee viranomaishyväksyntöjä Yhdysvalloissa, mutta näemme asian aiemmat onnistuneet hyväksynnot huomioiden lähinnä aikataulukysymyksenä.

Verinäyte voidaan ottaa tavallisena laskimoverinäytteenä tai kotitestinä. Nightingale tarjoaa asiakkailleen sekä sairausriskien ennusteet ja yksittäiset veriarvot molemmilla menetelmillä. Menetelmästä riippumatta yhtiön testillä voidaan siten myös korvata tiettyjä tavallisia muuhun tarkoitukseen tehtäviä verikokeita. Nightingale kehitti ja kaupallisti 2021-2022 aikana kotitestiteknologian, jossa asiakas kerää muutaman veripisaran sormenpäältä keräyslaitteeseen ja postittaa sen yhtiön laboratorioon. Yhtiön ratkaisu hyödyntää Weavr Health -yhtiön kehittämää verenkeräyslaitetta (Velvet), jota koskevat immateriaalioikeudet se on hankkinut omistukseensa. Verenkeräyslaitteelle on myönnetty patenteja neljässä patenttiperheessä. Yhtiöllä on patentti kuivuneesta verestä NMR-analyysillä tehtävän verianalyysin menetelmälle.

Nightingalen verianalyysiteknologian ydin on elimistön aineenvaihdunnasta kertovien veren merkkiaineiden analysoinnissa. Yhtiö laajentui tämän lisäksi genetiikkaan Negen-yritysostolla alkuvuodesta 2022. Yhtiö sai kaupassa valmiin geenitestaustarjonnan, jonka se aikoo integroida terveystietoaalustansa. Laajentumisen kautta yhtiö toisi elintavoista kertovien veren merkkiaineiden rinnalle perinnöllisten sairauksien riskitekijöitä, joskin laajentumisen tilanne on meille jokseenkin epäselvä (Q2/2025 tilanne)

## NMR-spektroskopiaan käytettävä kaupallinen laite ja Nightingalen kotitestin verenkeräyslaite



Lähde: Bruker, Nightingale.

### Nightingalen teknologiassa yhdistyy toistettavuus ja kulutehokkuus

|                                                |  Nightingale Health<br>NMR | Massa-spektrometrit        | Kliinisen kemian laitteet            |
|------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------|--------------------------------------|
| Kustannus per testi                            | Matala <sup>3</sup>                                                                                           | Korkea <sup>3</sup>        | Korkea <sup>3</sup>                  |
| Tarvittava verimäärä                           | Pieni<br><1 ml                                                                                                | Pieni<br><1 ml             | Keskisuuri<br>~4 ml <sub>4</sub>     |
| Biomarkkerien määrä per testi                  | Korkea<br>(~250 kpl)                                                                                          | Korkea<br>(~100->1000 kpl) | Matala<br>(~5-20 <sub>3,4</sub> kpl) |
| Hyvin korkea tarkkuus                          | Kyllä                                                                                                         | Ei                         | Kyllä                                |
| Tulosten korkea konsistenssi                   | Kyllä                                                                                                         | Ei                         | Kyllä                                |
| Erittäin laaja testiarvojen kokonais-valikoima | Ei <sup>5</sup>                                                                                               | Kyllä                      |                                      |

Lähde: Nightingale, Duodecim, Terveystalo, Synlab, Yhdysvaltojen kansallinen bioteknologian tutkimuskeskus NCBI, Inderesin arvio.

1 NMR = Nuclear Magnetic Resonance, ydinmagneettinen resonanssi.

2 IVD = In vitro -diagnostiikka tarkoittaa potilaasta tai terveestä henkilöstä otetuista lääketieteellisistä näytteistä tehtäviä tutkimuksia.

3 Nightingalen mukaan NMR on ainoa kustannustehokas ja massavolyymin testi mm. kattavaan lipoproteiiniin analysoimiseen verestä. Julkiset tutkimushinnastot (esim. Synlab, Terveystalo, Colorado Boulder yliopisto) ja yhtiön hinnasto tukevat väitettä.

4 Nightingale / Duodecim Terveyskirjasto: määrät vaihtelevat laitteittain.

5 Nightingalen testillä ei voida korvata kaikkia laboratoriotestejä.

# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 3/6

eikä se vaikuta olevan yhtiön strategian ytimessä.

## Sairausriskien ennustaminen ja viestiminen

Nightingalen alustalla on analysoitu yli 2,5 miljoonaa näytettä erityisesti biopankeista (keskeisin UK Biobank). Biopankeilla on verinäytteiden lisäksi niiden antajien myöhemmät terveystiedot, joiden avulla nähdään ketkä näytteenantajista sairastuvat myöhemmin. Nämä tiedot yhdistämällä Nightingalen mittaamat veriarvoista saadaan muodostettua ennuste ihmisen sairausriskeistä.

Yhtiön tieteellisenä pohjana on yli 600 vertaisarvioitua tutkimusta, joissa teknologiaa on käytetty ja löydetty yhteyksiä veren merkkiaineiden pitoisuuksien ja myöhempien sairastumisten välillä. Osa tutkimuksesta on yhtiön oman tutkimushenkilöstön ja osa tiedeyhteisön toteuttamaa, mutta molemmissa tapauksissa tutkimukset vertaisarvioidaan tiedeyhteisön toimesta ennen niiden julkaisua.

Yhtiön kliinisessä tarjonnassa on jo ainakin 10 sairastumisriskien ennustetta (sydäninfarkti, aivoinfarkti, sydän- ja verisuonitaudit, diabetes, maksafibroosi ja -kirroosi, krooninen munuaissairaus, alkoholimaksasairaus, metabolinen rasvamaksatauti, krooninen keuhkohtaumatauti ja keuhkosityöpä). Teknologia kattaa riskiennusteet >700 eri sairauteen (ICD-koodit), millä yhtiö asteittain laajentaa kliinistä tarjontaansa. Laajennukset nojaavat kaikki samoihin verestä mitattuihin merkkiaineisiin, joten myös aiempien mittausten tuloksia on riskimittarien laajentuessa mahdollista täydentää jälkikäteen. Yhtiö on näyttänyt saavansa yhden testinsä avulla tehtävistä riskiennusteista useita nykyisten kliinisen standardin menetelmien tasolle tai yli<sup>2</sup>.

Nightingale on hakenut maksimissaan noin 20 vuotta kestävä patenttisuojaa pääasiassa useiden eri tautien riskianalyseistä. Patenteja on myönnetty vuosina 2022-2025 yhteensä 16 ja ne kattavat 9 patenttiperhettä. Patenteja on myönnetty Suomessa ja Euroopassa. Käytännössä patenteja laajennetaan globaaleiksi ja patenttihakemuksia on vireillä lisäksi ainakin Yhdysvalloissa, Kanadassa, Japanissa ja Singaporessa.

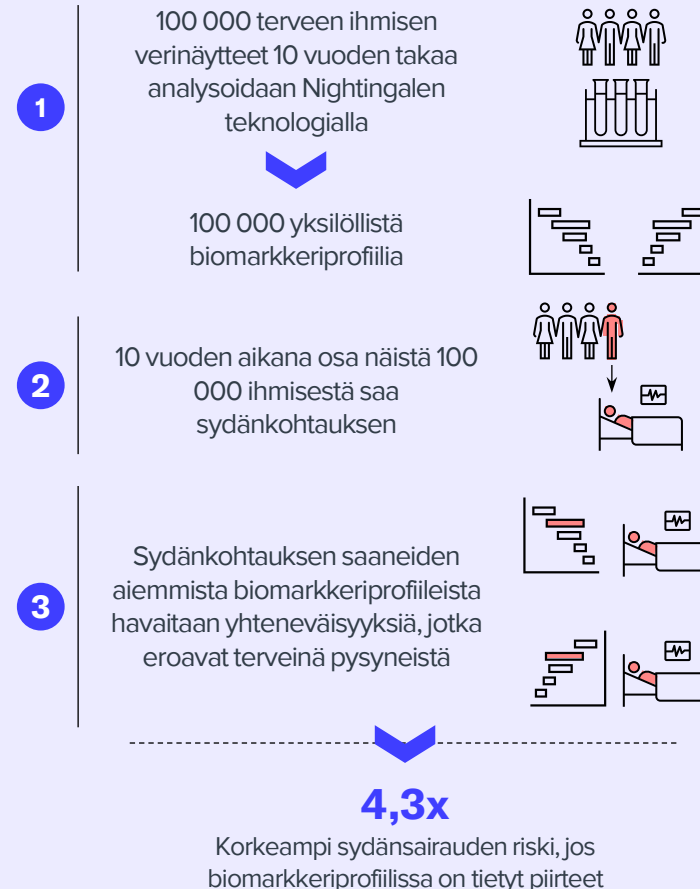
Sairausriskien tunnistamisen lisäksi Nightingale on rakentanut niiden maallikkoviestinnän tueksi yksinkertaisia mittareita kuten sydämen ikä, tai värikoodattuja riskitasoja. Lisäksi yhtiö kehittää kielimalleihin perustavaa interaktiivista työkalua, joka auttaa ymmärtämään, miten sairastumisriskeihin voi vaikuttaa omilla valinnoilla.

## Nightingalen mahdolliset kohdeasiakkaat löytyvät useista terveydenhuollon arvoketjuista

Yhtiö pystyy tuottamaan alustallaan kulutehokkaasti tietoa ihmisen sairausriskeistä ja niiden muutoksista. Pidemmällä aikavälillä Nightingalen visiona on mahdollistaa koko terveydenhuoltojärjestelmän muuttaminen vahvemmin sairauksien ennaltaehkäisyyn nojaavaksi. Polku näin laajan muutokseen on arviomme mukaan erittäin pitkä. Yhtiö rakentaakin liiketoimintaansa useiden terveydenhuollon ja siihen liitännäisten nykyisten arvoketjujen kautta, joissa paikoin alustan hyötyjä (kulutehokkuus ja laatu) on mahdollista saada ilman suuria toimintamallin muutoksia.

Yhtiön kohteena olevissa arvoketjuissa toimii useita kohdeasiakasryhmiä, joissa Nightingalen hyötyjen logiikka vaihtelee. Yhtiö on asiakasvoiton näyttänyt alustansa arvon osassa segmenteissä, mutta monissa kohderyhmissä liiketoimintapotentiaalista ei ole vielä erityisiä näyttöjä.

## Sydänkohtausriskin ennustaminen – tutkimusesimerkki UK Biopankista:



Lähde: Nightingale  
1 Buerger, T., Steinfeldt, J., Ruyoga, G. et al. Metabolomic profiles predict individual multidisease outcomes. Nat Med (2022). <https://doi.org/10.1038/s41591-022-01980-3>  
2 <https://www.inderes.fi/releases/nightingale-health-announces-the-performance-metrics-of-its-latest-generation-disease-risk-assessments-to-be-rolled-out-in-singapore-and-the-united-states>



# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 4/6

**Julkinen terveydenhuolto ja integroidut maksaja/palveluntarjoajajärjestelmät** voisivat hyödyntää Nightingalea ennaltaehkäisevän ja tuloksiin perustuvan terveydenhuoltojärjestelmän rakentamiseen. Muutos olisi hidasliikkeiselle toimialalle nähdäksemme varsin kolossaalinen, joten arvioimme segmentin asiakasvoittojen olevan pidemmässä puussa. Nightingalella ei ole segmentissä vielä julkisia referenssiasiakkaita.

**Diagnostiikka-alan toimijat** voivat taas avata uusia liiketoimintamahdollisuuksia ja laajentaa arvoketjuasemaansa. Nightingalen testi lisää näiden tarjontaan uuden diagnostiikkatuotteen, minkä lisäksi diagnostiikkatoimija voi ottaa terveydenhuollon asiakkailtaan pois työvaiheen potilaiden taustatietojen keräämisestä, jota Nightingalen riskiennusteisiin ei tarvita. Yhtiöllä on jo segmentin asiakkaana Innoquest Diagnostics/Pathology Asia. Nightingale on operoinut Q1/2025 alkaen laboratoriota Innoquestin tiloissa Singaporessa ja paikalliset terveydenhuollon toimijat voivat tilata yhtiön testiä Innoquestin kautta.

**Yksityisen terveydenhuollon toimijat** voivat tarjota uusia sairauksia ennaltaehkäiseviä palveluita ja tehostaa nykyisiä. Tästä esimerkkinä Suomessa Terveystalo on tehostanut ja laajentanut jo aiemmin rutiinina tekemiään työterveystarkastuksia Nightingalen testillä (~100 000 analysoitua verinäytettä vuodessa). Lisäksi yhtiö palvelee yksityisiä terveydenhuollon toimijoita Welltus-tytäryhtiönsä kautta Japanissa.

**Henkivakuutusyhtiöt** taas voivat tehdä asiakkaistaan parempaa riskiluokittelua ja hyötyisivät asiakkaidensa sairausriskien madaltumisesta. Nightingalella ei kuitenkaan ole segmentissä vielä julkisia referenssiasiakkaita, ja

segmentin mahdollisen aukeamisen aikataulu on epävarma.

**Hajautettujen terveydenhuollon ratkaisujen tarjoajat** voisivat parantaa etänä toteutetun palvelunsa saatavuutta Nightingalen kotitestilaitteella toteutettavalla etätestillä. Nightingalella on ollut segmentissä aiemmin asiakkaana Eurooppalainen Physitrack (2022), mutta julkisen tiedon valossa yhteistyön jatkuminen on epäselvää. Myös 23AndMe (6/2024) on ollut segmentin asiakkaana, mutta jatko on epävarma yhtiön jätettyä saneeraushakemuksen keväällä 2025. Nightingalella ei arviomme mukaan siten ole segmentissä tällä hetkellä selvää referenssiasiakasta, joskin mainitut esimerkit indikoivat segmentissä olevan yhtiön ratkaisuun kiinnostusta.

**Erikoissairaanhoidon palveluntarjoajat** voisivat hyödyntää Nightingalea sairauksien hoidon tukena. Sairauksien ennaltaehkäisyn lisäksi Nightingale kykenee tuottamaan ennusteita olemassa olevien sairauksien kehityksestä, mitä voitaisiin hyödyntää hoidon tarpeen suunnittelussa (esim. 2-tyypin diabetespotilaiden kroonisen munuaissairauden riskin varhaisempi tunnistus). Nightingalella ei kuitenkaan ole segmentissä vielä julkisia referenssiasiakkaita ja yhtiön alustan käyttökohde on nähdäksemme sen nykyasiakkaista poikkeava, joten segmentin mahdollisen aukeamisen aikataulu on epävarma.

Lisäksi Nightingale on palvellut pitkään **tutkimustoimijoita**, joille arvoa on jo pelkässä kustannustehokkaassa veren merkkiaineiden mittauksessa, mutta segmentin kasvupotentiaali on rajallinen. Yhtiö myös kokeili etenkin vuosina 2020-2023 suoria kuluttajapalveluita sekä itse että kumppanien avulla, mutta palvelujen kysyntä jäi heikoksi.

Nightingalen myynti nojaa yhtiön omaan henkilöstöön, joka pyrkii pääasiassa solmimaan kumppanuussopimuksia

## Nightingalen liiketoimintamalli ja kohdeasiakasryhmät

Nightingale Health



- Nightingale vastaanottaa ja analysoi verinäytteen (kotitesti tai laskimoverinäyte)
- Verinäytteestä tuotetaan tulokset: 250 veren merkkiaineen mittaussarvot (joista 39 kliiniseen käyttöön), sairausriskien ennusteet, muut terveystiedot
- Tulokset välitetään rajapinnoilla tilaajalle

**Julkinen terveydenhuolto, integroidut maksaja/palveluntarjoaja-järjestelmät**

*Ei tiedossa olevia asiakkauksia*

**Diagnostiikka-alan toimijat**



**Yksityisen terveydenhuollon toimijat**

[Terveystalo](#)

**Henkivakuutusyhtiöt**

*Ei tiedossa olevia asiakkauksia*

**Hajautettujen terveydenhuollon ratkaisujen tarjoajat**

*Ei tiedossa olevia asiakkauksia*

**Erikoissairaanhoidon palveluntarjoajat**

*Ei tiedossa olevia asiakkauksia*

**Tutkimustoimijat**



& useita muita referenssejä

Lähde: Nightingale, Inderes.

Huom: Asiakasesimerkit eivät ole kattavia, eikä kaikkia yhtiön pilottivaiheen asiakkauksia ole listattu.

\*Welltus

# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 5/6

terveyspalvelualan toimijoiden kanssa. Nämä sopimusneuvottelut kestävät yhtiön mukaan tyypillisesti noin 3-9 kuukautta. Kumppanuuden solmimisesta kaupallisen toiminnan aloitukseen kestää tyypillisesti vielä 12-24 kuukautta, joten yhtiön liiketoiminnan rakentaminen on varsin pitkäjänteistä työtä. Toisaalta suuremmassa asiakkuudessa voi olla tilaa tehdä uusia laajennuksia mahdollisesti nopeamminkin, kuten Pathology Asia-kumppanuudessa (mahdollinen maantieteellinen laajeneminen Singaporesta muihin maihin) ja Terveystalo-kumppanuudessa (kuluttajapalvelusta työterveyteen).

## Tulovirrat ovat toistaiseksi varsin projektiluontoisia – pitkällä aikavälillä toistuvien tuottojen rooli kasvaa

Nightingalen tulot ovat historiallisesti muodostuneet sen teknologiaa käyttävien tutkimuslaitosten ja yliopistojen maksuista. Nämä tulot ovat arviomme mukaan pääasiassa projektiluontoisia, sillä tutkimuskokoelmien analyysin tarve on yleisesti kertaluonteista. Nightingalen tavoittelema kasvu nojaa suurien toistuvien näytemäärien analysointiin, joten kasvun onnistuessa tutkimustoimijoilta saatavien vähäisten ja kertaluonteisten tulovirtojen rooli oletettavasti laskisi.

Yhtiön tavoitteleman voimakkaan kasvun onnistuessa odotamme tulovirtojen muodostuvan pääasiassa terveys- ja hyvinvointialan toimijoilta, kuten terveyspalveluyhtiöiltä ja julkisen terveydenhuollon toimijoilta. Nämä tulot ovat arvioimme mukaan luonteeltaan jatkuvampia, sillä esimerkiksi väestötason sairauksien seulonnat olisivat luontaisia toistettavia toimenpiteitä yhtiön asiakkaille. Esimerkiksi Terveystalon työterveydessä Nightingalen alusta on jatkuvassa rutiinikäytössä.

Pitkällä aikavälillä oletettavasti tärkeämmistä

kohdeasiakasryhmistä yksityiset terveydenhuollon toimijat tuovat yhtiölle jo jonkin verran liikevaihtoa (Terveystalo, osin Japanin-liiketoiminta), mutta etenkin Terveystalo-referenssiasiakkuuden hintataso on volyymeihin suhteutettuna arviomme mukaan matala. Diagnostiikka-alan toimijat (Innoquest, Boston Heart) oletettavasti tuottavat myös liikevaihtoa 2025 alkaen. Nightingalen ansainta nojaa sen teknologian käyttövolyymeihin, eli yhtiön analysoimien verinäytteiden ja tulosten toimittamisesta keräämistä maksuista. Listahinta yhtiön näyteanalyysille on 34 €/näyte (vuosina 2020-2024 19-24 €/näyte).

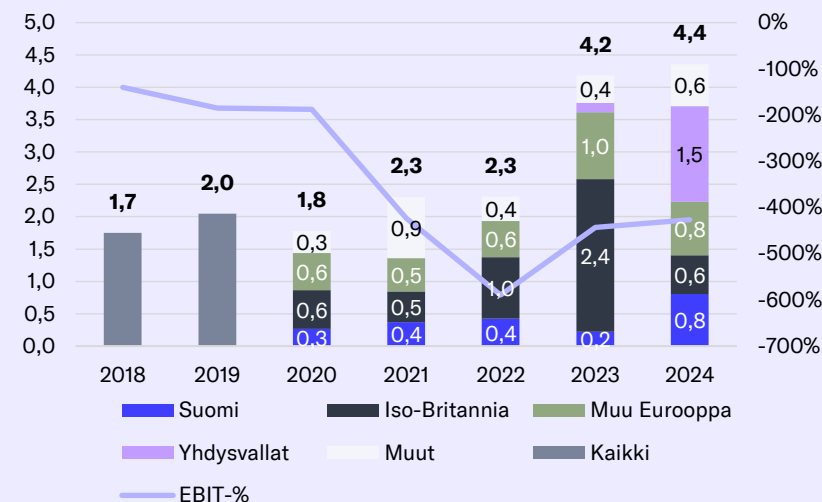
Huomautamme, että yhtiön pitkän tähtäimen tulovirtojen rakenteen ja luonteen arvioiminen on nykyhetkessä korkeintaan valistunut veikkaus. Yhtiön liiketoiminnan suunniteltu rakenne ja painopisteet voivat muuttua ajan kuluessa merkittävästi.

## Kulurakenne on varsin skaalautuva, mutta skaalaetujen toteutuminen vaatii ylävirin kasvua

Nightingalen verianalyysiin nojaava liiketoiminta on arvioimme mukaan perusteeltaan skaalautuvaa. Arvioimme yhtiön näytteiden analysointiin nojaavien tulovirtojen olevan bruttokatetasoltaan karkeasti 70-90 % (laboratorionäyte / olemassa oleva tutkimuskokoelma) tai 30-60 % (kotitestit) näytteenottotavasta riippuen. Yhtiön kasvun onnistuessa arvioimme volyymin painottuvan korkeamman katetason näytteisiin, joten lähtökohtaisesti yhtiön liiketoiminta on hyvin skaalautuvaa. Suurten kiinteiden kulujen takia yhtiön liiketoiminnan kääntyminen kannattavaksi vaatii kuitenkin liikevaihdon moninkertaistumista.

Nightingalen verinäyteanalyysin kustannukset koostuvat pääasiassa työstä, nestemäisestä tuesta ja heliumista, kuluista osista ja sähköstä. Yhtiön mukaan sen

Liikevaihdon maantieteellinen jakauma\* ja EBIT-%, Tilikaudet 2018-2024, MEUR ja % liikevaihdosta



Lähde: Inderes, Nightingale (\*FAS-luvuin 2020 asti, IFRS 2021 eteenpäin. Yhdysvallat ovat osana Muut-kategoriaa tilikauteen 2022 asti.

# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 6/6

NMR-laitteen hinta on tyypillisesti alle 1 MEUR ja kapasiteetti optimiutilanteessa (yleensä tutkimusprojektit) 90 tuhatta testattua verinäytettä vuodessa. Kahdeksalle vuodelle jaettuna laitteen kustannus on yhtiön arvion mukaan noin 30-45 % näytteen analysoinnin muuttuvista kustannuksista. Tämä arvio vastaisi noin 3-5 euron testikohtaista muuttuvaa kustannusta suuren volyymin toiminnassa. Liiketoiminnan kasvuvaiheessa yhtiön täytyy kuitenkin lähettää näytteitä pidempiä matkoja paikatakseen laboratorioverkoston aukkoja, jolloin esimerkiksi yhtiön kantamat ylimääräiset logistiikkakulut (mm. lentorahti) heikentävät katetasoa olennaisesti.

Materiaalit ja palvelut -kuluerä muodostivat Nightingalen kuluista 6 % tilikaudella 2024. Nämä syntyivät lähinnä pienistä raaka-aine tai palveluustoista. Enimmäkseen Nightingalen kulut ovat kiinteitä ja niiden henkilöstösidonnaisuus on merkittävä. Tilikaudella 2024 henkilöstökulut vastasivat 38 %:a kustannuksista ja syntyivät lähinnä henkilöstön palkoista ja sivukuluista. Osin henkilöstöön sidonnaiset liiketoiminnan muut kulut muodostivat 20 % kuluista. Nämä sisältävät pääasiassa laitehankintoja ja -kuluja, tutkimus ja kehityskuluja, ohjelmisto- ja IT-kuluja, hallinnollisia kustannuksia sekä toimitilakuluja.

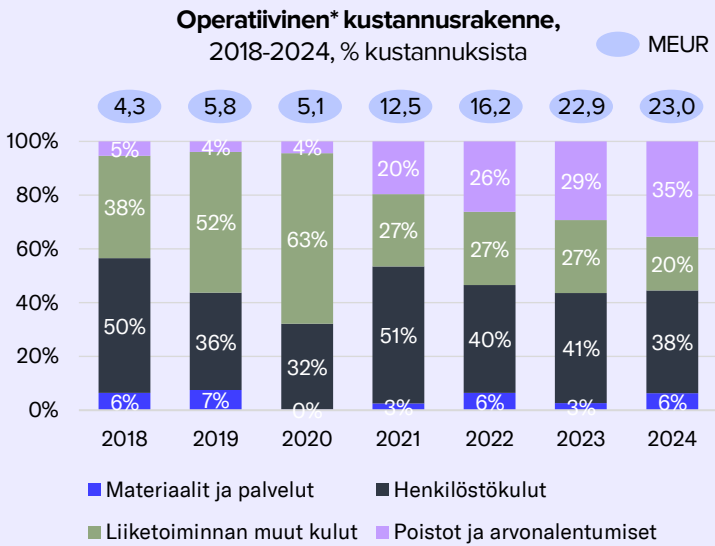
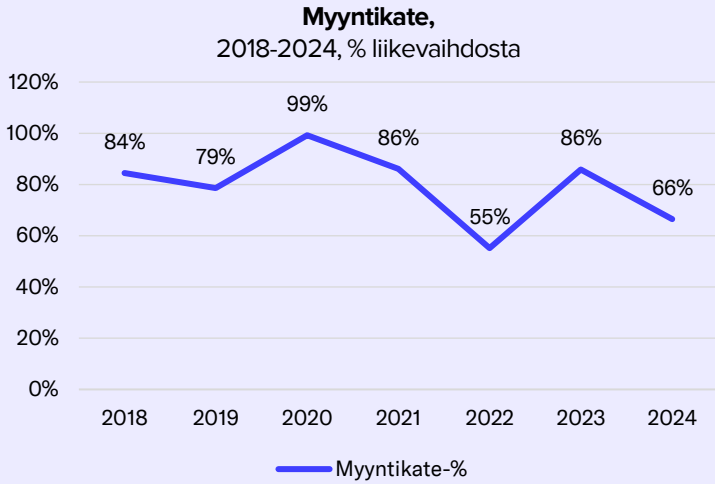
Poistot (2024: 35 % kustannuksista) ovat myös merkittävä kuluerä ja muodostuvat pääasiassa aktivoitujen tuotekehityskulujen poistoista sekä vuokratulusta (erityisesti toimitilat ja laitteet, IFRS 16). Yhtiön investoinnit (aktivoinnit, kiinteä omaisuus ja vuokratelkojen takaisinmaksut) ovat toistaiseksi selvästi poistoja matalammat (tilikauden 2024 investoinnit: 5,6 MEUR, poistot 8,2 MEUR). Siten liikevoitto antaa Nightingalen kassavirrasta nykyisessä kehitysvaiheessa todellisuutta negatiivisemmän kuvan.

Henkilöstöstä (H2/24 keskimäärin: 92, 2024 tilikaudella: 84) selvän enemmistön muodostavat tuotekehitys ja operatiivinen (laboratoriot) toiminta (2024: 49 hlö). Myynti ja liiketoiminnan kehitys (26 hlö) ja hallinto (9 hlö) ovat henkilöstössä vähemmistössä, vaikka yhtiö onkin lisännyt panostuksia myyntiin. Verinäytteiden analyysiin sekä sairausriskien tunnistamiseen ja ennustamiseen liittyvä tutkimus ja kehitys ovat yhtiön omista käsissä, joten henkilöstöjakauma kuvaa hyvin koko yhtiön panostusten jakaumaa. Aiempina vuosina yhtiö on myös ulkoistanut osan tuotekehityksestä (Livit-sovelluksen kehitys).

Kokoluokan kasvun onnistuessa arvioimme skaalautuvuutta löytyvän käytännössä koko yhtiön henkilöstöstä. Poikkeuksena näemme näytemäärien mukana kasvavat laboratorio-operaatiot, joskin laboratoriohenkilöstö on arvioimme mukaan tällä hetkellä mitoitettu hieman nykytasoa suuremmalle liikevaihdolle. Yhtiö tekee ymmärtääksemme myös edelleen jossain määrin verianalyysia tutkimustoimijoille matalalla katteella tai veloituksetta. Myyntimixin siirtyminen selvästi korkeamman katteen palveluihin tukisi myös yhtiön kannattavuutta.

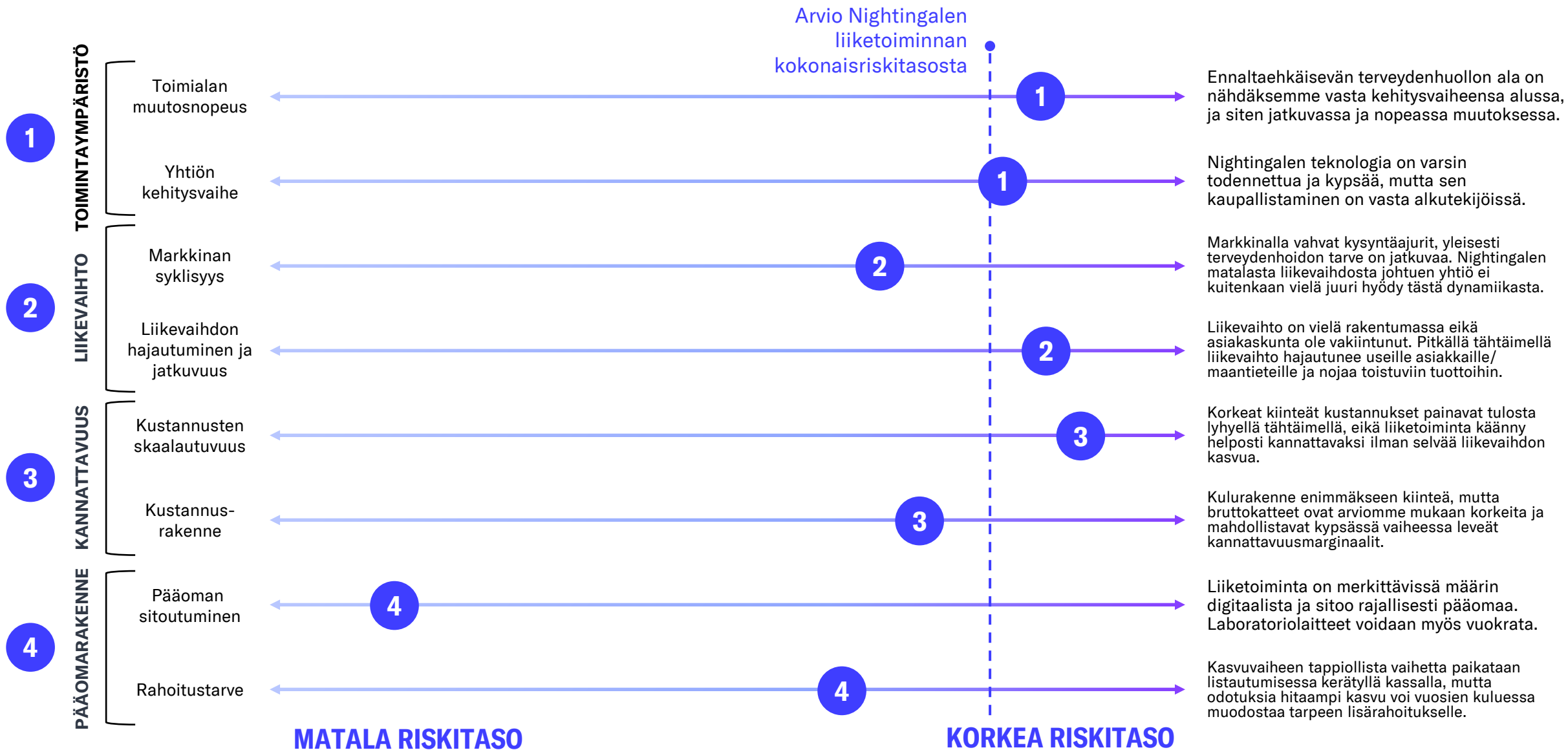
### Kassaa allokoidaan kasvuun

Nightingalen pääoman allokointi painottuu tällä hetkellä pääasiassa tuotekehityksen ja teknologian kaupallistamiseen. Yhtiö rahoittaa negatiivista kassavirtaansa vahvan pääasiassa vuoden 2021 listautumisessa kerätyn nettokassansa avulla, joten kasvun rahoitus on nähdäksemme turvattu vielä useiden vuosien ajaksi (käsitelty tarkemmin ennuste-osiossa). Mikäli yhtiö päättäisi panostaa kasvuun aggressiivisemmin tai voittaisi poikkeuksellisen suuren asiakkaan, voisi kulutaso nousta selvästi ja pääomaa kulua selvästi nopeammin.



Lähde: Inderes, Nightingale  
\*Tuloslaskelmassa ennen liikevoittoa kirjattavat kustannukset. Luvut ovat vuoteen 2020 asti FAS-kirjanpidon ja 2021 alkaen IFRS-kirjanpidon mukaisia. Nightingalen tilikaudet päättyvät 30.6.

# Liiketoimintamallin riskiprofiili



# Sijoitusprofiili

1

Kypsä teknologia laajaan veren merkkiaineiden mittaamiseen ja sairausriskien tunnistamiseen

2

Megatrendien tuella kasvava ennaltaehkäisevän terveydenhuollon kohdemarkkina

3

Kilpailukykyiseltä vaikuttava tarjonta ja skaalautuva liiketoimintamalli

4

Konservatiiviseen markkinaan murtautumisen haasteet ja hitaus nostavat riskitasoa

5

Kasvustrategian toteutus syö kassavaroja ja voi vaatia lisärahoitusta, mikäli kasvu jää heikoksi

## Potentiaali

- Megatrendien tuella kasvava valtava globaali markkina
- Kilpailukykyinen ja kustannustehokas teknologia sairausriskien ennustamiseen verinäytteistä
- Skaalautuva liiketoimintamalli
- Vahva asema biopankkien verinäytteiden analysoijana
- Merkittävien kansainvälisten asiakkuuksien ja pilottien laajeneminen suureen kokoluokkaan

---

## Riskit

- Liiketoimintamallin osoittautuminen toimimattomaksi ja palvelun kysynnän jääminen heikoksi
- Konservatiivisen toimialan odotettua hitaampi eteneminen uuden teknologian käyttöönotossa
- Kunnianhimoisista tavoitteista jääminen, kaupallistamisen onnistumiseen nojaavan arvostustason lasku ja uuden pääoman tarve
- Kilpailevat teknologiat
- Tietoturvaluoto sisältäen henkilökohtaisia terveystietoja



# Markkinat ja kilpailukenttä 1/5

## Ennaltaehkäisevä terveydenhuolto ei ole uusi konsepti, mutta markkina on kaukana valmiista

Sairauksien ennaltaehkäisyä tehdään jo monin eri keinoin, mutta potentiaalia sen laajempaan hyödyntämiseen on silti merkittävästi. Konkreettisenä esimerkkinä tästä on elintapasairauksien (esim. tyypin 2 diabetes ja sydän- ja verisuonitaudit) yleisyys. Samalla sairauksien ennaltaehkäisyllä olisi potentiaalia vähentää terveydenhuollon kustannuksia merkittävästi, mikä luo markkinan kustannustehokkaille tavoille vähentää sairausriskejä (ks. seuraavan sivun graafi).

Markkina-analyytikot arvioivat ennaltaehkäisevän terveydenhuollon globaalin teknologia- ja palvelumarkkinan kasvavan vuosina 2024-2031 9,7 %:n vuosivauhtia (CAGR) 415 miljardiin Yhdysvaltain dollariin. Arvioimme Nightingalelle relevantin teknologiamarkkinan kasvavan markkinakasvua nopeammin. Markkinalla on useita selkeitä kasvutrendejä. Väestön vanheneminen ja elintapasairauksien yleisyys kasvattaa terveydenhuoltojärjestelmien kuormitusta, mikä kasvattaa tarvetta sairauksien ennaltaehkäisylle. Terveydenhuollon digitalisaatio taas mahdollistaa uusia ja tehokkaita menetelmiä ennaltaehkäisyn toteutukseen. Lisäksi kuluttajat panostavat enemmän omaan terveyteen ja sen mittaamiseen, minkä myötä muodostuu kysyntää oman terveyden mittaamista mahdollistaville tuotteille ja palveluille.

Sairauksien ennaltaehkäisyyn käytössä olevat työkalut vaihtelevat maittain, mutta sellaiseksi luokiteltavia työkaluja on jo paljon. Esimerkiksi rokotukset, terveystarkastukset, syöpäseulonnot, neuvolatoiminta, perinnöllisten sairauksien

seuranta (esim. glaukooma) tai säännölliset terveystarkastukset ovat ennaltaehkäisevää terveydenhuoltoa. Ennaltaehkäisyn työkalut, kuten esimerkiksi yllä, ovat kuitenkin usein pistemäisiä ja kattavat rajallisen määrän sairausriskejä. Yksittäistä ja kustannustehokasta tapaa kattaa satoja tai jopa tuhansia tauteja kerralla ei ole Nightingalen mukaan ollut aiemmin tarjolla. Emme ole myöskään itse sellaista löytäneet markkinalta.

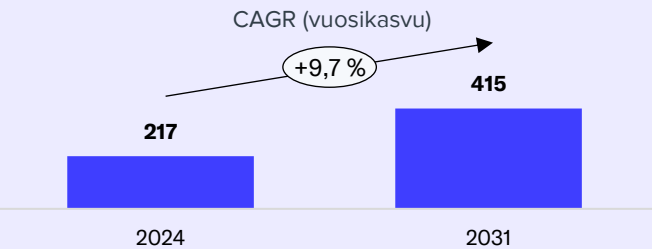
Nightingale onkin nähdäksemme luomassa uutta lähestymistapaa ennaltaehkäisevän terveydenhuollon markkinalle. Yhtiön tuottamat sairausriskien ennusteet ovat kuitenkin vain osa kokonaisuutta, sillä sairauksien ennaltaehkäisy vaatii onnistuneita terveysterventioita. Elintapojen muutokset voivat olla vaikeita saada aikaan. Vaikutuksen aikaansaamiseksi yhtiön täytyykin saada sairausriskien ennusteet yhdistettyä terveysterventioihin, joissa toimialan nykyiset toimijat palveluineen ovat arviomme mukaan keskeisessä roolissa.

Terveydenhuolto voidaan nähdä yleisesti konservatiivisena sektorina, sillä alan regulaatio on potilaiden suojelun takia ymmärrettävästi hyvin laajaa. Uuden segmentin avaaminen markkinaan ei siten nähdäksemme ole helppoa.

## Terveysterventiojärjestelmissä ja malleissa on eroja, jotka heijastuvat markkinan muodostumiseen

Sairaudet aiheuttavat yhteiskunnalle merkittäviä kuluja, mutta luonnollisesti myös inhimillisiä ja usein rahallisia kustannuksia sairastavalle yksilölle. Maailmanlaajuisesti terveydenhuollossa käytetään mm. julkisia ja yksityisiä palveluntuottajia, julkista ja yksityistä rahoitusta, sekä suoraa ja vakuutuksiin pohjautuvaa maksuperustetta.

## Ennaltaehkäisevän terveydenhuollon globaali teknologia- ja palvelumarkkina, mrd. USD



Lähde: iHealthcareAnalyst Inc

## Trendit kohdemarkkinan kasvun taustalla

| Trendi                                                                                |                                                     | Vaikutus markkinaan |
|---------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------|---------------------|
|    | Terveydenhuollon digitalisaatio                     | ↗                   |
|   | Vanheneva väestö ja terveydenhuollon kuormittuminen | ↗                   |
|  | Panostaminen omaan terveyteen ja sen mittaamiseen   | ↗                   |

Lähde: Inderes, Nightingale

# Markkinat ja kilpailukenttä 2/5

Arviomme mukaan sairauksien ennaltaehkäisy olisi järkevää yhteiskunnan ja yksilön kannalta kaikissa järjestelmissä. Reitti hyödyn monetisoinnissa ja muutoksen toteutukseen ei nähdäksemme ole kaikissa malleissa kuitenkaan välttämättä yhtä selkeä.

Ennaltaehkäisevä terveydenhuolto ei vähennä sairaiden ihmisten ja heidän tarvitseman hoidon määrää välittömästi, vaan vaikutukset syntyvät ajan myötä pienenevien sairausmäärien kautta. Samalla lyhyellä tähtäimellä kokonaiskulut voivat jopa kasvaa, sillä sairastumisriskien ennaltaehkäisystä syntyy lähtökohtaisesti ylimääräisiä kustannuksia. Kustannukset voivat myös jakautua mallista riippuen eri toimijoille.

Vakuutusperustaisissa perusterveydenhuollon järjestelmissä vakuutusyhtiö kattaa yleensä merkittävässä määrin hoitojen kuluja, joten näiden kulujen vähentämiseen on arviomme mukaan pitkällä tähtäimellä selkeä liiketaloudellinen intressi. Vastaavasti vakuutusten maksaja, kuten yksityishenkilö tai työterveyden kohdalla työnantaja, voi hyötyä matalampina vakuutusmaksuina.

Julkisrahoitteisissa perusterveydenhuollon järjestelmissä on toisaalta arviomme mukaan yleensä rajatumpi budjetti toiminnan järjestämiseen. Esimerkiksi Suomessa resurssit ovat mm. hoitojonojen pituuksien perusteella varsin tiukoilla. Vaikka pitkällä tähtäimellä laajempi ennaltaehkäisevä terveydenhuolto voisi vähentää merkittävästi sairaiden ihmisten hoitokuluja, voi niukka rahoitus hidastaa käyttöönottoa lyhyellä tähtäimellä. Lyhyellä tähtäimellä kasvavat kulut voitaisiin kuitenkin arviomme mukaan perustella myös riittävän dynaamisessa julkisessa terveydenhuoltojärjestelmässä.

Terveydenhuollon yksityiset palveluyhtiöt taas toimivat nähdäksemme selvällä liiketaloudellisella logiikalla, jossa kulutehokkuutta ja liiketoiminnan kasvumahdollisuuksia pidetään lähtökohtaisesti arvossa. Erikseen myytävät ennaltaehkäisevän terveyden palvelut ovat kohdanneet tässä markkinasegmentissä haasteita, kuten erikseen myytävän ”Terveystalo + Nightingale” -palvelupaketin kokeilu Suomessa. Toisaalta jo nykyään tehtävistä terveystarkastuksista voi löytyä selvä kaupallinen logiikka, mikäli Nightingalen teknologialla voidaan yksinkertaistaa ja tehostaa hoitoketjua. Tästä esimerkkinä on Terveystalon työterveystarkastukset, joissa Nightingalea käytetään rutiininomaisesti. Vastaavat, nykyisiin arvo- ja hoitoketjuihin suoraan istuvat mallit voisivat toimia myös julkisen terveydenhuollon toimijoille. Toisaalta tätä segmenttiä voisi palvella myös paikallisten diagnostiikkapalveluiden kautta, jotka voivat jälleenmyydä Nightingalen palvelua terveyspalveluyhtiöille.

Terveystietoiset ja maksukykyiset kuluttajat voivat myös itse kokea ennaltaehkäisevän terveydenhuollon järkeväksi rahankäytöksi. Kuluttaja kuitenkin kokee tästä hyödystä parantuneen terveyden ja elämänlaadun muodossa vain osan, ja hyötyä syntyy samalla yhteiskunnalle. Kuluttajat myös ovat usein jonkin terveystietoisuuden tai julkisen palvelun piirissä, eivätkä välttämättä ole valmiita käyttämään merkittäviä määriä omaa rahaa ennaltaehkäisevään hoitoon. Nähdäksemme etenkin terveystietoisimmat ja korkeampien tuloluokkien kuluttajat voivat kuitenkin olla valmiita maksamaan sairausriskiänsä ennaltaehkäisystä. Nightingalen aiemmat suorat tai kumppanien kautta tehdyt (esim. Terveystalon MyNightingale-palvelu) avaukset kuluttajaliiketoiminnassa

**Ennaltaehkäisevä terveydenhuolto voisi tarjota helpotusta terveydenhuollon kulupaineeseen**

**Krooniset sairaudet ovat maailmanlaajuisesti yleisin kuolemien ja terveyshaittojen aiheuttaja**



Sydän-sairaudet



Aivoinfarkti



Syöpä



Diabetes



Krooniset hengitysteiden sairaudet

Lähde: WHO, Nightingale

**90 %**

3,8 biljoonan USD:n vuosittaisista terveydenhoitomenoista syntyy **kroonisia ja mielenterveyteen liittyviä sairauksia sairastavien ihmisten hoidosta**

**5x**

**Kalliimpaa hoitaa sairastuneita.** Yhdysvalloissa muuhun väestöön verrattuna 5x suuremmat kulut terveydenhuoltoon per henkilö, **jos henkilöllä on kroonisia sairauksia**

Lähde: Yhdysvaltojen terveysviranomaiset (CDC)

**80 %**

Yleisistä kroonisista sairauksista<sup>1</sup> **voidaan estää ennakoivilla terveyttä parantavilla toimilla**

Lähde: American Action Forum  
1 Aivoinfarktit, sydäntaudit ja diabetes

# Markkinat ja kilpailukenttä 3/5

vuosina 2020-2023 eivät menestyneet, joten tämä segmentti markkinaa vaikuttaa epätodennäköisemmältä kasvualueelta.

Nightingale on onnistunut solmimaan useita markkinassa kumppanuuksia, jossa yhtiön ratkaisu on joko rutiinikäytössä yksityisen terveydenhullon palveluyhtiöiden terveystarkastuksissa (Terveystalon työterveys) tai osana diagnostiikkapalvelujen valikoimaa (Innoquest Diagnostics/Pathology Asia). Siten Nightingalen kohdesegmentin muodostuminen on jo alkanut. Tuleva vuosikymmen kertoo kuitenkin enemmän markkinan muodostumisen nopeudesta, ja segmenttien painotus voi muuttua radikaalisti. Pidemmällä tähtäimellä myös laajempi markkinamuutos on mahdollinen, mutta odotamme Nightingalelle relevantin ennaltaehkäisevän terveydenhuollon teknologia- ja palvelumarkkinan kasvavan ensin nopeampia hyötyjä tuovien käyttökohteiden kautta.

## Kilpailukentässä yhdistyy bioteknologia, ohjelmisto ja lääketieteen tutkimus

Nightingalen tuotteen taustalla yhdistyy eri tieteenaloja. Myös yhtiön kilpailukyky ja vallihauta muodostuu sekä suoraan näistä kyvykkyyksistä, että niiden yhdistämisestä yhteen kokonaisuuteen. Kilpailukenttää voikin arvioida verianalyysin (bioteknologia / diagnostiikka), tulosten tulkinnan ja popularisoinnin (digitaalisuus) sekä sairausriskien ennustamisen (terveys) kokonaisuutena. Ostajan kannalta koko ketjun osto kerralla on nähdäksemme helpompaa ja tarjoaa tähän kykeneville toimittajalle kilpailuetua.

Oma tai sovellettu analyysitekhnologia vaikuttaa olevan toistaiseksi edellytys koko ennaltaehkäisevän ketjun hallitsemiseen. Arviomme mukaan tämä johtuu kaupallisen

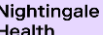
teknologian korkeasta kustannustasosta ja rajallisesta kattavuudesta (ks. teknologiavertailu yhtiökuvaus -osiossa). Verta testaavissa laboratorioissa hinta laajalle jopa satoja biomarkkereita kattavalle pohjalle muodostuu kalliiksi, mikäli analyysiin käytetään perinteisiä kliiniseen kemiaan nojaavia menetelmiä. Esimerkiksi Synlabin kuluttajahinta Nightingalen CE-merkitsemän 39:n kliinisen biomarkkerin mittaukselle on noin 300-600 euroa (sis. alv), kun Nightingalen listahinnat vastaavalle mittaukselle laskimoverinäytteestä alkavat vain 34 eurosta (ei sis. alv).

Ilman kustannustehokasta laajaa veren merkkiaineiden mittausta on nähdäksemme myös vaikea päästä testaamaan biopankkien näytteitä, joilla laajoja sairausriskiennusteita voidaan rakentaa. Vaikka näytteet testattaisiin suurella investoinnilla ja yhteyksiä sairauksiriskeihin löydetäisiin, tekisi korkea kustannustaso myös myöhemmin myytävästä kaupallisesta analyysistä kalliin. Olemassa olevalla laboratorioteknologialla testaamalla voidaan kuitenkin jo arvioida henkilön sairausriskejä, sillä useiden veriarvojen ja sairausriskien yhteys on tunnettu (esim. kolesteroliarvot ja sydän- ja verisuonitaudit). Laajempaan ja kustannustehokkaaseen riskiarvioon tavanomaiset laboratorioteknologiat taipuvat arviomme mukaan kuitenkin huonosti.

Geneettistä testausta tekevät yhtiöt voivat taas arvioida perinnöllisiä sairauksiriskejä (esim. 23AndMe, Prenetics), mutta nämä testit ovat staattisia eivätkä huomioi miten ihmisen elintavat vaikuttavat näihin riskeihin. Siten ne kilpailevat vain rajallisesti Nightingalen kanssa geneettisen tiedon osalta. Näillä yhtiöillä ei ymmärtääksemme myöskään ole omaa mittausteknologiaa, joka toisi niille selvää mittaushyötyä tai kustannustasoon liittyvää etua.

Kilpailukentässä vain harva hallitsee kokonaisvaltaisesti sairausriskien määrittämisen ketjun

### LISTAUS EI KATTAVA

| Yhtiötyyppi                                     | Terveyden analysointi (Bioteknologia)                                               | Tulkinta ja popularisointi (Digitaalisuus)                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                      | Sairausriskin laaja ennustaminen (Terveys) |
|-------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------|
| Perimän/ Genetiikan testaajat                   |  | <br>                                                                                                                                                                                                                                                                      |                                            |
|                                                 |  | <br><br><br><br> |                                            |
|                                                 |  |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                              |                                            |
| Veren biomarkkerien testaajat                   |                                                                                     |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                              |                                            |
|                                                 |                                                                                     |  <sup>2</sup><br>                                                                                                                                                                                                                                                         |                                            |
| Muut laboratorio-tekhnologia tai palvelu-yhtiöt |                                                                                     |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                              |                                            |
|                                                 |                                                                                     |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                              |                                            |
|                                                 |                                                                                     |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                             |                                            |
|                                                 |                                                                                     |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                            |                                            |
|                                                 |                                                                                     | <br><br>                                                                                                                                                                         |                                            |

1 Illumina osti Grailin syyskuussa 2020  
2 Standard BioTools yhdistyi SomaLogicin kanssa tammikuussa 2024  
Lähde: Nightingale

# Markkinat ja kilpailukenttä 4/5

Markkinoilla yksittäisiä arvoketjun vaiheita tekeviä kilpailijoita on useita (bioteknologia/diagnostiikka, digitaalinen tulosten tulkinta ja terveystieteen ennustaminen). Markkinoilla on kuitenkin vain muutama veren biomarkkereita hyödyntävä kokonaisvaltainen toimija. Nightingalen mukaan sen itsensä lisäksi Grail ja SomaLogic (nykyisin osa Standard Biotooolsia) kattavat koko ketjun, emmekä ole myöskään löytäneet muita vastaavia toimijoita. Näitä toimijoita yhdistää oma bioteknologia näytteen testauksessa ja ne ovat nähdäksemme periaatteessa loogisimmat mahdolliset suorat kilpailijat Nightingalelle.

Nightingale ja SomaLogic mittaavat molemmat veren biomarkkereita. Nightingalen testauksessa sovelletaan NMR-spektroskopiaa, kun SomaLogic taas soveltaa massaspektrometriaa. Massaspektrometrillä voidaan mitata NMR-spektroskopiaa laajempi määrä erityisesti proteiineja, SomaLogicin teknologialla noin 7000 proteiinia. NMR mittaa pienemmän määrän biomarkkereita, mutta ei rajoitu ainoastaan proteiineihin. SomaLogicin testaus on Nightingalen arvion mukaan toisaalta selvästi yhtiön omaa testausta kalliimpi. Verianalyysi-teknologioiden ylätasoinen vertailu löytyy Yhtiökuvaus-osioista.

SomaLogicin julkistamien tietojen mukaan se keskittyy kuitenkin vahvemmin tutkimukseen liittyviin käyttötarkoituksiin (mm. lääkekehitys, tautien biologia, biomarkkerien etsintä). SomaLogicin teknologialla on myös analysoitu UK Biopankin näytteitä näihin tarkoituksiin. SomaLogic ei ymmärtäksemme tällä hetkellä pyri rakentamaan laajoja sairausriskien ennusteita, kuten Nightingale. SomaLogic myös analysoinut selvästi Nightingalea vähemmän näytteitä. Yhtiö on kuitenkin

mielestämme selkein potentiaalinen kilpailija Nightingalelle, joten sen strategian kehitystä tulee nähdäksemme seurata tarkasti.

Toinen luontaisin suora kilpailija, Grail, tekee laajaa perimän (DNA) analysointia, jossa se soveltaa omaa teknologiaa syöpäkasvaimien aikaisten merkkien tunnistamiseen. Syöpiin keskittyvä Grail ratkaisee nähdäksemme pitkälti eri ongelmia kuin Nightingale (elintapojen sairausriskit) ja SomaLogic (biomarkkerien mittaaminen), eikä siten nähdäksemme ole tällä hetkellä erityisen relevantti kilpailija Nightingalelle.

## Nightingalen analysoima näytemäärä luo sille vallihautaa ja kasvattaa verkostovaikutuksia

Suurempi tutkimukseen käytettävissä olevan datan määrä parantaa yleisesti datan ennustevoimaa ja tutkimuksen edellytyksiä. Mitä enemmän dataa on saatavilla, sitä luotettavampia tulokset on. Toisaalta suurella datamäärällä voidaan ennustaa myös harvemmin esiintyviä sairauksia. Nightingalen mukaan se on analysoinut kilpailijoitaan enemmän näytteitä kattaen mm. UK biopankin, Suomen kansallisen biopankin, Viron biopankin ja näytekeräyksiä Kaakkois-Aasiasta. Nightingalen teknologiaa on myös käytetty ja validoitu yli 600 tutkimuksessa Euroopassa, Aasiassa ja USA:ssa.

Biopankeilla on Nightingalen mukaan kannuste analysoida näytteensä osaksi laajempaa vertailukelpoista tutkimusdataa, sillä se kasvattaa näytteitä tutkimalla saatavaa tietomäärää. Toisaalta suuren näytekeräyksen osana tutkimuksen laajuus kasvaa, kun lisää biopankkien näytteitä tuodaan mukaan. Nightingalen mukaan biopankkien näytteitä ei yleensä analysoida samankaltaisilla

Nightingale on pääkilpailijoihinsa nähden erilainen ja monesta näkökulmasta kilpailukykyisempi vaihtoehto

|                               | Nightingale Health                            | GRAIL                           | somalogic           |
|-------------------------------|-----------------------------------------------|---------------------------------|---------------------|
| Analyysin kohde               | Veren biomarkkerit                            | Geeniperimä veressä             | Veren biomarkkerit  |
| Riskin-tunnistus              | >700 <sup>4</sup> yleistä tautia (ICD-koodit) | >50 syöpää                      | N/A                 |
| Testin kustannus <sup>2</sup> | Matala                                        | Korkea                          | Korkea              |
| Näytteitä analysoitu          | >2,5 miljoonaa kpl                            | 0,13 <sup>3</sup> miljoonaa kpl | >0,45 miljoonaa kpl |
| Kerätty rahoitus              | 142 MEUR <sup>5</sup>                         | >2000 MUSD                      | >950 MUSD           |
| Tieteelliset julkaisut        | >600 kpl                                      | >90 kpl                         | >1 200 kpl          |

2 Tarkkoja tietoja ei saatavilla. Nightingale arvioi kilpailijan kustannusten olevan jopa jotain kymmeniä tai satoja kertaa sen kustannuksia korkeammat. Kilpailijat ovat keränneet noin 5-15x Nightingalea enemmän rahoitusta suhteessa heidän analysoimien näytteiden määrään mikä voisi indikoida väitteen pitävän paikkansa, mutta tämän perusteella ei ole tehtävissä luotettavia johtopäätöksiä.

3 Käynnissä olevassa kliinisessä tutkimuksessa tutkittava määrä

4 Nightingale ei ole vielä tehnyt patenttihakemuksia koko määrän osalta, eikä tätä summaa ole vielä kokonaisuudessaan vertaisarvioitu. Yksittäinen sairaus kattaa tyypillisesti monia ICD koodeja.

5 40 MEUR 1.7.2017–31.12.2020 välillä ja 102 MEUR nettovarot listautumisannista 03/2021

Lähde: Inderes arvio, yhtiöiden verkkosivut ja julkaisut, medialähteet, Nightingale

# Markkinat ja kilpailukenttä 5/5

menetelmillä useasti, sillä ensimmäisellä analyysillä saadaan jo suuri osa hyödyistä. Näytettä myös kuluu testauksen yhteydessä, ja biopankit haluavat hyödyntää näytteitään mahdollisimman moneen erilaiseen tutkimukseen (esim. genetiikka). Nähdäksemme tämä logiikka on järkevä. Mahdollinen kilpaileva teknologia, joka mittaisi aineenvaihduntaan liittyviä merkkiaineiden lisäksi verestä jotain biopankin näkökulman kannalta olennaista uutta, voisi kuitenkin muuttaa tilanteen.

Nähdäksemme analysoitu näytemäärä tuo Nightingalelle joka tapauksessa merkittäviä verkostovaikutuksia ja kasvattaa yhtiön teknologian vallihautaa. Arvioimme Nightingalen saaneen kilpailuetujensa ansiosta hyvän jalansijan biopankkien veren biomarkerien analysoijana ja sen tuottamasta datasta tehty tutkimuspohja on jo nyt laaja. Nightingalen teknologia on mielestämme myös luontainen ratkaisu sairausriskien ennusteen haluavan ihmisen verianalyysiin, sillä tällöin sekä ihmisen mittausta, että riskeistä tehty tutkimus nojaavat samaan vertailukelpoiseen mittausmenetelmään.

NMR-spektroskopiaa hyödyntäviä diagnostiikkatoimijoita on markkinalla pilvin pimein. Emme kuitenkaan ole löytäneet tästä joukosta toimijaa, joka olisi Nightingalen tavoin jatkokehittänyt NMR-menetelmää suurelle näytevolyyymille ja laajalle biomarkerikokonaisuudelle, tai lähtenyt rakentamaan sairausriskien ennustamiseen vaadittavaa tutkimustietokantaa esimerkiksi biopankeista. Markkinalle tulon kynnyks (tutkimusdatan keräämisen pitkä tie) on yllä kuvaamamme dynamiikan myötä nähdäksemme korkea, joten kilpailijan tulo markkinoille tätä kautta vaikuttaa epätodennäköiseltä. Toimiala kehittyä kuitenkin nopeasti, eikä uusien kilpailijoiden ilmaantuminen tätä tai muuta

kautta olisi mielestämme silti yllätys etenkään pidemmällä aikahorisontilla.

Kokonaisuutena Nightingalella on nähdäksemme selvät kilpailulliset edellytykset pärjätä veren merkkiaineiden mittauksella tehtävän sairausriskien ennustamisen ja niiden ennaltaehkäisyn markkinalla.

Vasta yli vuosikymmenen aikahorisontilla alkaa arviomme mukaan selviämään, onnistuuko yhtiön lähestymistapa sairauksien laajamittaisen ennaltaehkäisyyn muuttamaan toimialan arvoketjua toimivalla kaupallisella mallilla. Yhtiön on kilpailuasemansa turvin nähdäksemme kuitenkin mahdollista tavoitella lähes monopoliasemaa tällä erittäin suurella globaalilla markkinalla, mikä tekisi yhtiöstä parhaassa markkinan muodostumisen skenaariossa terveysteknologialan globaalin jätin.



## Nightingalen keskeiset kilpailutekijät

- Skaalautuva, kustannustehokas ja kattava teknologia verinäytteiden biomarkkereiden analysointiin
- Pääsy biopankkien näytekantoihin ja laaja tietokanta analysoituja näytteitä
- Kyvykyys laajaan sairausriskien ennustamiseen
- Regulaatiohyväksynät mahdollistavat Nightingalen veritestin käytön myös perusterveydenhuollossa
- Referenssiasiakkuus terveydenhuollon rutiinikäytöstä (Terveystalo-työterveys)



## Nightingalen kilpailuhaitat

- Näytöt liiketoimintamallin toimivuudesta ja hyödyistä osapuolille ovat vielä rajallisissa käyttökohteissa
- Uskottavuus ja referenssit etenkin julkisen terveydenhuollon markkinoilla ovat vielä ansaitsematta, mikä vaikeuttaa markkinaa murtautumista
- Kilpailijat ovat merkittävästi paremmin rahoitettuja, Nightingalella pienemmät resurssit yhtiön kehitykseen
- Konservatiivinen kohdemarkkina, jossa yhtiön näytöt ovat vielä vähäiset (erit. perusterveydenhuolto)

Lähde: Inderes arvio



# Strategia ja taloudelliset tavoitteet 1/2

## Nightingale pyrkii integroitumaan nykyisiin terveydenhuollon arvo- ja hoitoketjuihin

Nightingalen strategian lähtökohtana on rakentaa liiketoiminta sen terveystietoalustan ympärille ja pitkällä tähtäimellä muuttaa terveydenhuoltoa ennaltaehkäisevään suuntaan. Yhtiö on kuitenkin vielä kaupallisesti varhaisessa vaiheessa ja sen strategian prioriteetit sekä painotukset muovautuvat sen markkinalta saaman palautteen mukaisesti. Nightingalen strategiana onkin nähdäksemme jatkuvasti testata nykyisten ja potentiaalisten uusien asiakkaiden kanssa erilaisia palvelumalleja, karsia näistä pois toimimattomat (kuten vuosina 2020-23 kokeiltu kuluttajapalvelu), ja lisätä panostuksia toimivien mallien mukaisten uusien asiakkuuksien hankintaa.

Merkittävän kokoluokan saavuttamiseksi Nightingalen täytyy käytännössä analysoida vähimmillään muutamia miljoonia verinäytteitä vuosittain. Terveysdenhuollon markkina on toisaalta konservatiivinen ja suuret muutokset vievät aikaa. Kasvun nopeuttamiseksi Nightingale pyrkii ensin tuomaan ratkaisunsa nykyisiin terveydenhuollon hoito- ja arvoketjuihin, kuten tehostamaan jo tehtäviä terveystarkastuksia. Samalla yhtiön on mahdollista päästä kerralla kiinni suuriin potilasnäytevirtoihin.

## Strategian toteutuksen näytöt ovat hyvät, mutta suuret sopimukset ja liikevaihdon selvää kasvua vielä odotetaan

Nightingale on saavuttanut lähes kaikki strategiansa edistämisen mukaiset lyhyen aikavälin tavoitteensa. Yhtiö on voittanut kaikki tavoittelemansa sopimukset, lukuun ottamatta tavoiteltua julkisen sektorin asiakkuutta. Toisaalta Yhdysvaltojen markkinalla FDA-hyväksyntä on viivästynyt huomattavasti, mutta regulaatiopolun selkeytymisen jäljiltä

arvioimme yhtiön saavan paikallisen laboratorion vaatimat luvat arviolta vuosien 2025-26 välillä.

Nightingalen kaupallinen strategia on kerännyt enemmän vauhtia vuoden 2023 asiakasvoittojen jälkeen. Näiden seurauksena Nightingalen teknologia otettiin 2024 alussa Suomessa käyttöön Terveystalon työterveydessä, jossa yhtiön alusta otettiin osaksi rutiininomaisia työterveystarkastuksia (~100 000 näyteanalyysiä vuodessa). Lisäksi yhtiön alusta on tuotu suuren diagnostiikkayhtiö Innoquest Diagnosticsin (Q1/2025, Singapore) ja Boston Heartin (aikataulu avoin, USA) testikatalogeihin, missä näytevolyymeja kasvatetaan osana kumppanien tarjontaa. Lisäksi yhtiö on voittanut useita pilottivaiheessa olevia sopimuksia etenkin vuonna 2024. Näiden sopimusten valossa yhtiö näyttää löytäneen markkinastaan reitin kasvuille.

Nightingalen strategian seuraava vaihe on nähdäksemme kypsytellä pilotteja jatkuvaan kumppanuusvaiheeseen, hakea edelleen uusia asiakasvoittoja, sekä skaalata käynnistyt kumppanuudet merkittävään kokoluokkaan. Yhtiön kaupalliset sopimukset eivät ole vielä tuottaneet olennaista liikevaihtoa (suuren volyymin Terveystalo-sopimus tehtiin matalalla pilottihinnalla), ja Innoquest Diagnostics- sekä Boston Heart –kumppanuuksissa volyymit rakennetaan vähitellen. Siten yhtiön keskipitkän ja pitkän aikavälin tavoitteet liiketoiminnan huomattavasta kasvusta sekä kääntymisestä kannattavaksi ovat edelleen huomattavan riskin takana. Samalla nyt jo voitettut kumppanuudet antavat viitteitä suurempien asiakasvoittojen mahdollisuudesta.

### Keskeiset tavoitteet

-  Saavutettu
-  Viivästynyt aikataulusta
-  Ei saavutettu
-  IPOssa annetut tavoitteet (2/2021)
-  Tilikauden 2022-2023 tavoitteet
-  Tilikauden 2023-2024 tavoitteet
-  Tilikauden 2024-2025 tavoitteet

### Lyhyt aikaväli\*

|                                                                                          |                                                                                     |
|------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------|
| ISO27001 tietoturvasertifikaatti                                                         |  |
| Sopimus vähintään 75 tuhannen näytteen analysoinnista                                    |  |
| Kumppanisopimus vakiintuneen terveydenhuollon palveluntarjoajan kanssa                   |  |
| Uuden sovellusversion lanseeraus                                                         |  |
| FDA-hyväksyntä**                                                                         |  |
| Merkittävä kaupallinen sopimus julkisen terveydenhuollon toimijan kanssa                 |  |
| Sopimukset yksityisen sektorin yritysten kanssa >50t verinäytteen analysoimiseksi        |  |
| Sopimukset tieteellisten tutkimuslaitoksien kanssa >175t verinäytteen analysoimiseksi    |  |
| Merkittävä kansainvälinen kaupallinen referenssisopimus terveydenhuollon toimijan kanssa |  |
| Merkittävä kansainvälinen kaupallinen referenssisopimus white label -kumppanin kanssa    |  |
| >3,2 MEUR:n arvosta uusia sopimuksia tutkimusasiakkailta                                 |  |
| Iso sopimus kansainvälisen terveydenhuollon toimijan kanssa                              |                                                                                     |
| Liikevaihdon kasvattaminen edellisestä tilikaudesta                                      |                                                                                     |
| Oikaistun käyttökatteen parantaminen edellisestä tilikaudesta                            |                                                                                     |

### Keskipitkä aikaväli

|                                                                                                   |
|---------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Saavuttaa positiivinen käyttökatte                                                                |
| Sopimus 2 miljoonasta näytteestä*** terveydenhuollon palveluyhtiöiden kanssa (Eurooppa)           |
| Sopimus 10 miljoonasta näytteestä*** terveydenhuollon palveluyhtiöiden kanssa (Yhdysvallat/Aasia) |

### Pitkä aikaväli

|                                           |
|-------------------------------------------|
| Liikevaihto yli 500 miljoonaa euroa       |
| Yli 100 miljoonan näytteen*** analysointi |

Lähde: Nightingale, Inderes  
\*Tavoitteet annettu aina noin yhdelle tilikaudelle kerrallaan  
\*\*FDA hyväksyntä on viivästynyt selvästi alkuperäisestä tavoitteesta (30.6.22)  
\*\*\*Tavoite alun perin käyttäjissä, mutta muutettiin B2B-strategian mukaiseksi



# Strategia ja taloudelliset tavoitteet 2/2

## Kohdemarkkina ja Nightingalen asemoituminen

Kohdemarkkinan<sup>1</sup> koko, 2024 **217 mrd. USD**

Markkinan kasvu, 2024-2031 **~10 % CAGR**

### Nightingalelle keskeiset markkinatrendit



Terveysterveysten digitalisaatio



Vanheneva väestö ja terveydenhuollon kuormittuminen



Panostaminen omaan terveyteen ja sen mittaamiseen

Kypsä teknologia elintapatairauksien ennustamiseen, kaupallistamisen alkumetreillä

**Nightingale Health**

## Strategiset painopisteet

1. Keskittyminen elintapatairauksien vähentämiseen verianalyysin ja sairausriskien ennusteiden kautta
2. Jatkuva palvelumallien testaus ja kehitys nykyisten ja tavoiteltujen uusien asiakkaiden kanssa
3. Integroituminen olemassa oleviin terveydenhuollon arvo- ja hoitoketjuihin, joiden läpi kulkee parhaimmillaan jo valmiiksi suuret potilasvolyymit
4. Panostukset voitettujen asiakkuuksien skaalaamiseen merkittävään kokoluokkaan



Negatiivisen kassavirran rahoittaminen kassasta, keskipitkällä tähtäimellä siirtyminen tulorahoitukseen



## Kannattavuuskäänne

Keskipitkällä aikavälillä käyttökatteella mitattuna

**+100 miljoonaa**

Analysoitua näytettä pitkällä aikavälillä

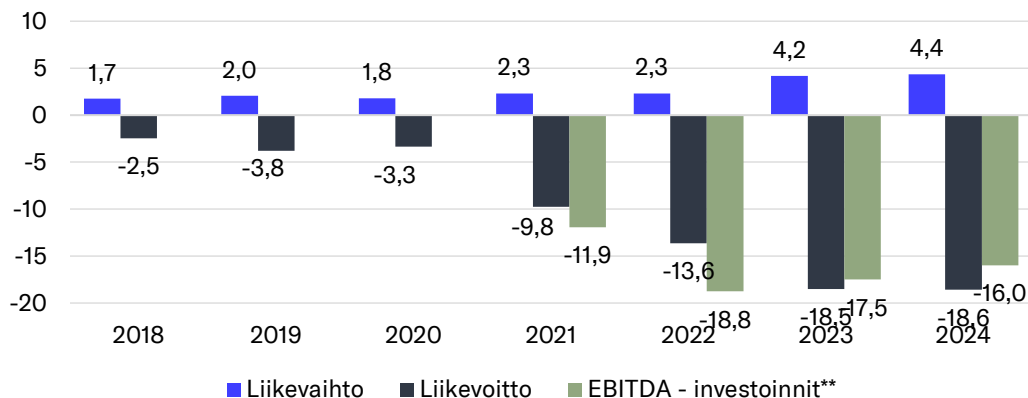
**+500 MEUR**

Liikevaihto pitkällä aikavälillä

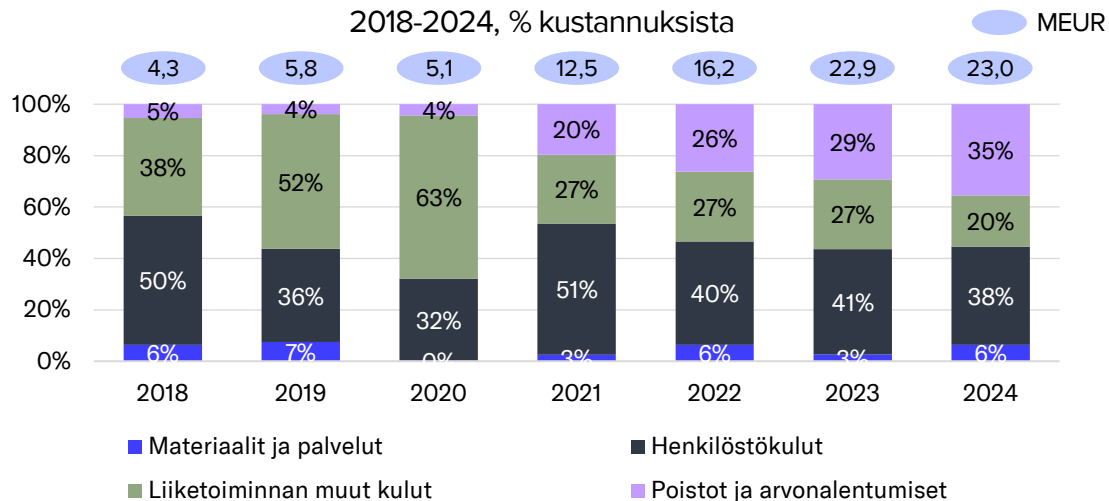
# Historiallinen kehitys ja tase 1/2

Liiketoiminta on ollut varhaisen kehitysvaiheen ja investointien myötä raskaasti tappiollista

Liikevaihto, Liikevoitto ja EBITDA – investoinnit,  
2018-2024



Operatiivinen\* kustannusrakenne,  
2018-2024, % kustannuksista

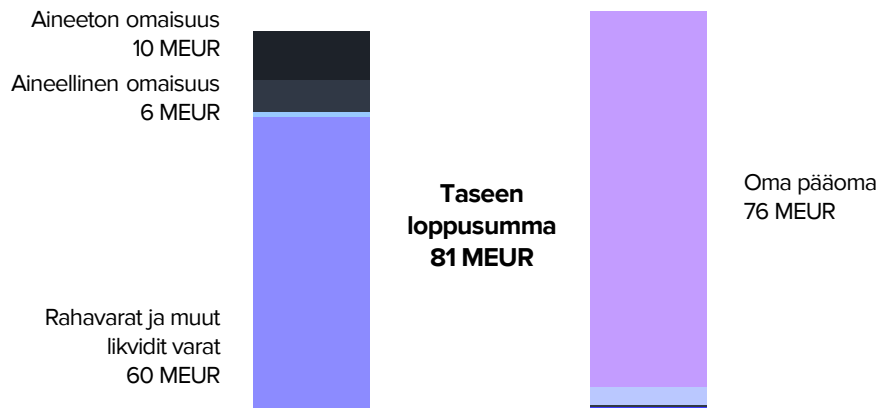


\*Tuloslaskelmassa ennen liikevoittoa kirjattavat kustannukset \*\*Investoinnit aineettomiin ja aineellisiin  
Lähde: Nightingale, Inderes. Luvut ovat FAS-standardissa vuoteen 2021 asti ja IFRS-standardissa 2021 alkaen.

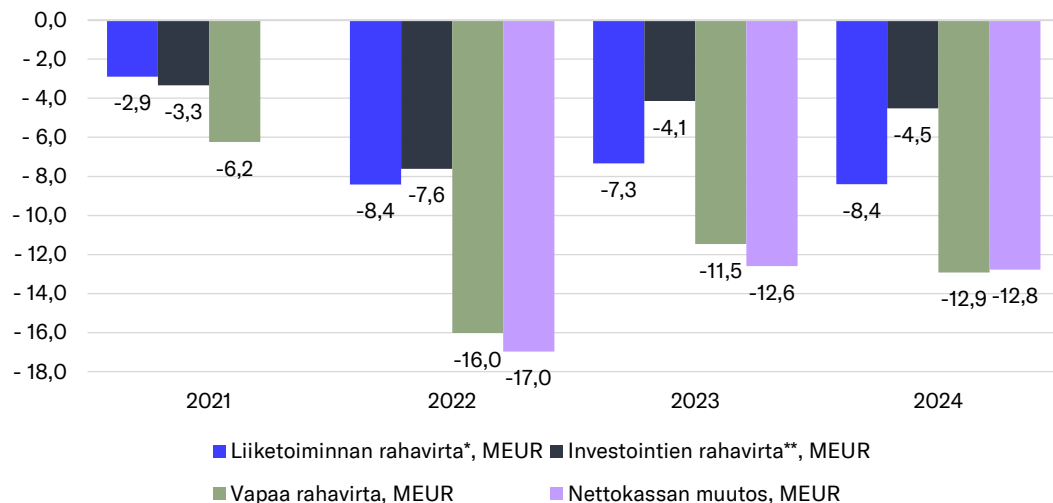
- Nightingalen liikevaihdon vuosikasvu\* (CAGR) on ollut 16 % tilikausina 2018-2024.
- Tilikauteen 2023 asti liikevaihto on muodostunut käytännössä puhtaasti akateemisten yhteistyösopimusten mukaisista analyysipalveluista tutkimustoimijoille. Yhtiö teki tällöin myös merkittävästi ilmaisia näyteanalyyskejä riskimalliensa rakentamiseksi. Tilikaudesta 2024 alkaen mukana on myös ollut myyntiä terveyspalveluyhtiöille, mutta kauden kasvu syntyi pääasiassa tutkimusliikevaihdon kasvusta, sillä yhtiö on arvioimme mukaan tällöin vähentänyt selvästi ilmaiseksi tehtyjä näyteanalyyskejä. Tulot terveyspalveluyhtiöiltä ovat kuitenkin vielä vähäisiä ja yhtiö tavoittelee niiden moninkertaistamista tulevaisuudessa.
- Kannattavuus on ollut negatiivisella trendillä tilikausina 2018-2022 (EBITDA – investoinnit), mutta lähtenyt vahvistumaan tilikausilla 2023-2024 pääasiassa liikevaihdon kasvun tuella. Kannattavuutta on heikentänyt teknologian kaupallistamisen kasvaneet investoinnit tilikaudesta 2021 alkaen, jolloin yhtiö myös listautui rahoittaakseen strategiansa toteutusta. Liikevaihdon kasvun ja kulukurin tuella yhtiön kannattavuus ja kassan kulumisen ovat kuitenkin kääntyneet paranevalle trendille, jonka odotamme liikevaihdon kasvun edetessä jatkuvan.
- Nightingalen kulurakenne on käytännössä lähes puhtaasti kiinteä. Yhtiön operatiiviset kulut ovat kasvaneet listautumisen jälkeen moninkertaisiksi (2020: 5,1 MEUR, 2024: 23,0 MEUR). Kulut painottuvat vahvasti kiinteisiin eriin ja henkilöstökulujen osuus kustannuksista on korkea (38 % tilikautena 2024). Yhtiön kulurakennetta rasittaa aiempien tuotekehityspanosten korkeat poistot ja niiden sijaan toteutuneilla investoinneilla (sis. IFRS-16 vuokratvelkojen takaisinmaksut) laskettuna yhtiön operatiivinen kulurakenne laski tilikaudella 2024.
- Tilikauteen 2020 asti kustannukset painottuivat erityisesti tutkimushenkilöstön palkkoihin, laboratoriovälineisiin ja vuokriin. Kustannukset ovat sisältäneet merkittävässä määrin yhtiön teknologian kehitystä sekä biopankkien näytteiden analysointia tutkimusdatan keräämiseksi. Nightingale on tilikaudesta 2021 alkaen lisännyt panoksia olennaisesti enemmän teknologiansa kaupallistamiseen, mikä on lisännyt erityisesti henkilöstökuluja. Lisäksi teknologian kaupallisen käytön alkamisen myötä yhtiön poistomassa on kasvanut. Nightingalen aktivoinnit ovatkin toistaiseksi poistoja pienempiä (2024 aktivoinnit 5,6 MEUR; poistot 8,2 MEUR), joten yhtiön kulurakenne näyttää hieman todellisuutta raskaammalta.
- Yhtiön kasvu vaatii jatkuvia panostuksia kiinteiden kustannusten puolella ja kannattavuuden kääntyminen neutraalille tasolle vaatisi yhtiön liikevaihdon moninkertaistumista.

# Historiallinen kehitys ja tase 2/2

## Taserakenne 31.12.2024



## Kassavirran kehitys, 2021-2024, MEUR



Lähde: Inderes, Nightingale. \*Vähennettynä vuokrasopimusvelkojen lyhennyksillä. \*\*Ilman rahoituserien ja yritysostojen vaikutusta. Nightingalen luvut ovat IFRS-kirjanpidon mukaisia 2020 lopusta alkaen.

## Nettovelaton tase painottuu kassavaroihin

- Nightingalen tase (31.12.2024) on hyvin vahva ja tarjoaa hyvät puskurit kassavirtanegatiivisen investointivaiheen rahoitukselle.
- Rahavarat (60 MEUR) muodostavat selvän enemmistön yhtiön taseesta. Yhtiön vahva nettokassa (58 MEUR) luo vahvat edellytykset kaupallistamiseen investoimiseen, eikä uusia rahoitustarpeita ole näköpiirissä vielä aivan lähivuosille. Yhtiön muut keskeiset varat ovat aktivoituihin tuotekehitys- ja tutkimusmenoihin painottuva aineeton omaisuus (10 MEUR) sekä laboratoriolaitteisiin painottuva aineellinen omaisuus (6 MEUR).
- Nightingalen tase (115 MEUR) on rahoitettu lähes puhtaasti omalla pääomalla (76 MEUR), jonka yhtiö keräsi pääasiassa listautumisessaan alkuvuodesta 2021. IFRS-raportoinnin myötä yhtiön korottomat velat (5 MEUR) sisältävät myös vuokrasopimusvelkoja (1 MEUR). Yhtiöllä ei ole olennaista korollista velkaa.

## Kassavirrat ovat vielä negatiivisia investointivaiheen takia

- Nightingalen kassavirta on vielä vahvasti negatiivinen. Yhtiön liiketoiminta on investointivaiheessa, mikä painaa sekä tuloksen (2024 nettotulos -18,2 MEUR) että vapaan rahavirran (-12,9 MEUR) negatiiviseksi. Nightingalen kassavirta on selvästi tulosta vähemmän negatiivinen, sillä yhtiön investoinnit (aktivoinnit, kiinteä omaisuus ja vuokravelojen takaisinmaksut) ovat toistaiseksi selvästi niistä kirjattuja poistoja matalammat (2024 investoinnit 5,6 MEUR; poistot 8,2 MEUR). Lisäksi osa yhtiön kuluista on osakepohjaisia maksuina (2024: 2,9 MEUR), jotka eivät ole kassavirtavaikuttavia ja muodostuvat yhtiön markkina-arvoon sidottujen optioiden teoreettisesta tulevasta toteutuksesta.
- Tilikaudella 2022 yhtiön rahavirrat olivat poikkeuksellisen heikot suurempien investointien takia (9,6 MEUR), sillä yhtiö osti tällöin vielä merkittävässä määrin ohjelmistokehityksen alihankintaa kuluttajasovelluskehitykseen (Livit), joka siirtyi myöhemmin sivurooliin yhtiön siirtäessä strategian panostukset terveystalvetyhtiöihin.
- Nightingalen liiketoiminta ei itsessään nykyisessä pienessä kokoluokassa sido merkittäviä pääomia ja yhtiön nettokäyttöpääoma on negatiivinen (2024: -2,9 MEUR, oikaistu lyhytaikaisista IFRS-vuokrasopimusveloista). Pidemmällä tähtäimellä oletamme nettokäyttöpääomaa silti sitoutuvan maltillisesti, vaikka tämä onkin täysin riippuvainen yhtiön pitkän tähtäimen liiketoimintamallin rakenteesta. Käytännössä liiketoiminnan pääomatarpeet ovat toistaiseksi syntyneet suoraan tuloslaskelmassa etupainotteisesti kasvatetun kiinteän kulurakenteen tuottamien tappioiden kattamisesta.

# Ennusteet ja arvonnääritys 1/6

## Ennustemme lähtökohtana on yhtiön kaupallisen strategian vaikeasti ennakoitava eteneminen

Nightingale toimii ennaltaehkäisevän terveydenhuollon markkinalla, jossa kasvunäkymät ovat yleisesti vahvat. Yhtiön teknologia on arviomme mukaan ainoa tarjolla oleva kustannustehokas tapa laajamittaiseen sairausriskien ennustamiseen. Yhtiö tuottaa myös samalla mittauksella veriarvoja kliiniseen käyttöön moninkertaisesti kilpailijoita halvemmalla (ks. s. 7). Lähtökohtaisesti yhtiölle olisi siten nähtävissä markkinarako ja kasvulle hyvät edellytykset.

Nightingale pyrkii kuitenkin murtautumaan uudella teknologialla konservatiiviseen terveydenhuollon asiakaskuntaan, eikä markkinakasvusta hyötyminen ole selviö. Mahdollisen laajan kaupallisen läpimurron ajoitusta on lisäksi hyvin haastavaa arvioida. Yhtiö on silti julkaissut useita asiakaspilotteja ja saanut testinsä kliiniseen suuren volyymin rutiinikäyttöön (Terveystalo työterveys). Tästä huolimatta ennustemme vaativat useita huomattavan epävarmoja oletuksia, joiden paikkansapitävyys selviää vasta ajan kuluessa. Oletukset koskevat liikevaihtoa, kasvun vaatimia investointeja ja kulurakenteen kehitystä.

Ennustemme nojaavat nykyhetkessä katsomaamme realistiseen, mutta korkean riskin skenaarioon yhtiön kasvusta. Sijoittajan on tärkeää tiedostaa ennusteidemme suuret riskit, sillä on edelleen täysin mahdollista ettei yhtiö onnistu tekemään laajaa kaupallista läpimurtoa. Käsittelemme erilaisia kasvun skenaarioita tarkemmin arvostuksen yhteydessä. Nightingalen tilikaudet päättyvät 30.6. (esim. 2024 tilikausi päättyi 30.6.2024), joten käsittelemme ennusteissamme vuosien sijaan tilikausia.

### Keskeiset ennusteparametrit

Nightingale raportoi liikevaihtonsa toistaiseksi lähinnä

maantieteellisesti, ja lyhyellä aikavälillä tämä jakauma muodostaa mielestämme loogisimman tulokulman liikevaihdon ennustamiseen. Liiketoiminnan pohjana on tutkimusliikevaihto, joka on suhteellisen vakaa liikevaihtoerä, jonka kasvupotentiaali ja suuruusluokka on varsin rajallinen. Merkittävän kasvun yhtiö voi nähdäksemme taas tehdä erinäisissä terveydenhuollon arvoketjun kumppanuuksissa. Nojaamme näitä koskevissa oletuksissamme tiedotettuihin kumppanuussopimuksiin ja uutisvirtaan niiden etenemisestä. Yhtiön asiakkuuksien ylösajot ovat pääsääntöisesti vienneet noin 12-24 kuukautta julkaisusta, joten julkaistut kumppanuudet tarjoavat muutaman vuoden sihdillä kohtuullista selkänöjää ennusteille. Lopulta Nightingalen tulovirrat nojaavat silti analysoitujen näytteiden määrään ja yksikköhintaan, joten mallinamme myös näitä parametrejä ja etenkin pitkällä aikavälillä nojaamme näihin ennusteissamme.

Nightingale ei raportoi tietoja näytevolyymeista tarkasti tai säännönmukaisesti (yleensä avaavat kumulatiivisen pyöristetyn näytemäärän), joten käyttämämme luvut sisältävät myös historian osalta oletuksia. Hintojen osalta yhtiön listahinnat ovat suuren volyymin tutkimusasiakkaille tiedossa (2021–2024: alkaen 18-24 €/näyte, 2025: alkaen 34 €/näyte). Yhtiö on etenkin historiassa analysoinut merkittävän määrän näytteitä ilmaiseksi, mikä on mahdollistanut sille kerätä merkittävän määrän data teknologiansa kehityksen tueksi. Lisäksi yhtiön referenssisopimuksissa on matalampia hintapisteitä ja kotitesteissä toisaalta korkeampia, joten keskimääräinen näytehintaa on asettunut historiassa ja voi asettua tulevaisuudessakin varsin laajaan vaihteluväliin.

Nightingalen liiketoiminnan kustannukset muodostuvat lyhyellä tähtäimellä hyvin pitkälti kiinteistä kustannuksista,

### Ennusteiden keskeiset ajurit

| Ennuste      | Keskeiset parametrit                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                           |
|--------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Liikevaihto  | <ul style="list-style-type: none"><li>Lähestymistapa 1 (pitkä aikaväli)<ul style="list-style-type: none"><li>Analysoitujen näytteiden määrä</li><li>Kaupallisten näytteiden osuus ja yksikköhinta</li></ul></li><li>Lähestymistapa 2 (lyhyt aikaväli)<ul style="list-style-type: none"><li>Liikevaihdon kehitys maantieteittäin, nojaten voitettuihin kumppanisopimuksiin, yhtiön omiin kaupallisiin hankkeisiin sekä pilottiasiakkuuksiin</li></ul></li></ul> |
| Kustannukset | <ul style="list-style-type: none"><li>Henkilöstökulut (lukumäärä ja yksikköhinta, optioiden ei-kassavirtavaikutteiset IFRS 2-kirjaukset)</li><li>Muuttuvat kustannukset:<ul style="list-style-type: none"><li>A. Kustannus per analysoitu näyte</li><li>B. Analysoitujen näytteiden määrä</li></ul></li></ul>                                                                                                                                                  |

Lähde: Inderes

## Ennusteet ja arvonmääritys 2/6

sillä yhtiö investoi edelleen merkittävästi tutkimukseen, tuotekehitykseen sekä myyntiin ja markkinointiin. Kiinteisiin kuluihin laskemme myös yhtiön johdon ja hallinnon.

Nightingalen analysoimat näytemäärät ovat edelleen varsin maltillisia, joten muuttuvat kustannukset ovat toistaiseksi pienemmässä roolissa kuin kiinteät kulut. Yhtiön antaman indikaation valossa näyteanalyysin kustannus olisi optimikäytössä 3-5 euroa analysoitua näytettä kohden. Vuonna 2018 Nightingale taas kertoi 0,5 miljoonan UK Biopankin näytteen analysoinnin vastaavan heiltä yli 10 MEUR:on investointia, tarkoittaen yli 20 euron näytekohtaista kustannusta. Arviomme mukaan yhtiön prosessit ovat kehittyneet tämän jälkeen ja kehittyvät edelleen testausvolyymin selvän kasvun myötä, mikä laskee analysoinnin muuttuvia kustannuksia ajan myötä. Kotitesteissä kustannukset ja myyntihinnat ovat selvästi korkeammat, mutta olemme niiden osuuden myynnistä pysyvän pitkällä aikavälillä vähemmistössä.

Nämä näyteanalyysin muuttuvat kulut sekoittuvat kuitenkin yhtiön tuloslaskelmassa kiinteisiin kuluihin. Ennustammekin siten yhtiön kulurakennetta kokonaisuutena ja hyödynnämme oletuksia muuttuvien ja kiinteiden kulujen kehityksestä ennusteiden taustatukena.

### Tilikaudella 2025 kerätään vauhtia kaupalliseen vaiheeseen siirtyneissä kumppanuuksissa

Ennustamme Nightingalen liikevaihdon kasvavan tilikaudella 2025 (1.7.2024–30.6.25) 20 % 5,2 MEUR:oon ja H1/2025-kaudella 10 % 2,9 MEUR:oon. Liikevaihto kasvoi H2/2024:lla 35 %, mitä ajoi osin vertailukaudelta vielä puuttuneet tulot Terveystalon työterveystoiminnasta. H1/2025:n osalta nämä ovat jo vertailuluvuissa mukana, mutta yhtiöllä on samalla käynnistynyt kaupalliset vaiheet

Innoquest Diagnostics (Singapore) ja Boston Heart (USA) -asiakkuuksissa. Arvioimme näiden tuovan yhtiölle jonkin verran tulovirtaa, mutta mikäli yhteistyö etenee hyvin, arvioimme volyymien ja liikevaihdon kasvun näkyvän selvemmin vasta tulevina tilikausina.

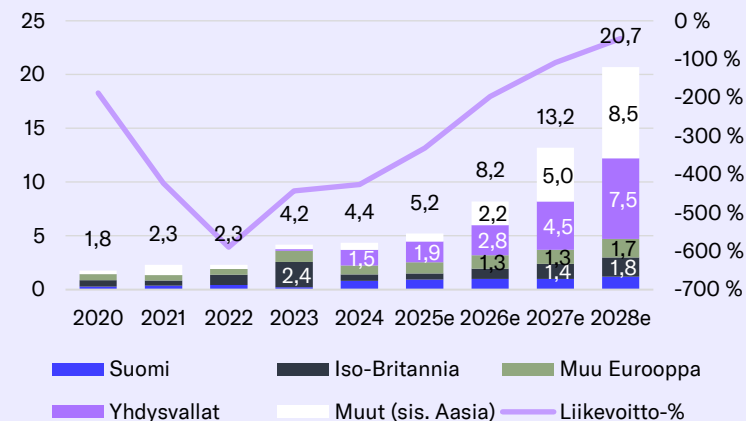
Ennustamme Nightingalen liikevoiton vahvistuvan lievästi ja nousevan 2025 tilikaudella -17,3 MEUR:oon (2024: -18,6 MEUR) ja H1/2025-kaudella -8,1 MEUR:oon (H1/2024: -9,3 MEUR). Ennustamaamme parannusta ajaa lähinnä poistotasojen lasku (yhtiön investoinnit ovat selvästi alle poistojen) ja liikevaihdon kasvu.

Nightingalen tavoitteena on kasvattaa tilikaudella liikevaihtoaan ja oikaistua käyttökatetta. Ennusteemme ovat siten linjassa myös näihin tavoitteisiin. Yhtiön tavoitteena on myös julkaista yksi uusi suuri sopimus kansainvälisen terveydenhuollon toimijan kanssa. Nightingale on toistaiseksi onnistunut lähes kaikissa asiakasvoittojen tavoitteissaan, joten näemme tähän hyvät edellytykset. Mahdollinen sopimus ei käytännössä silti ehtisi vaikuttaa kauden liikevaihtoon.

### Tilikausina 2026-2028 kumppanuuksia ajetaan suurempiin volyymeihin

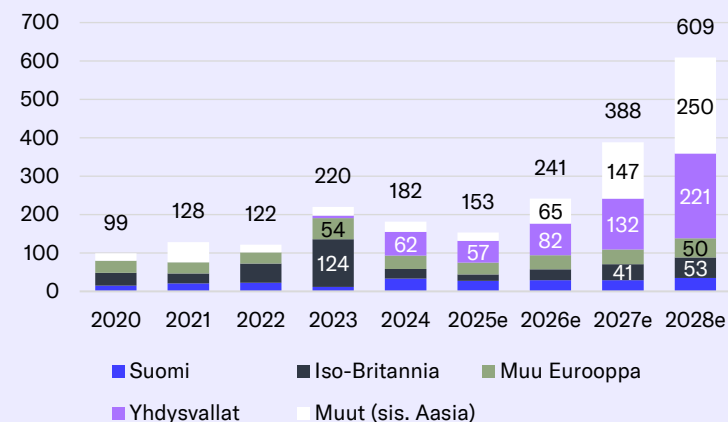
Arvioimme Nightingalen tutkimussegmentin liikevaihdon jatkavan euromääräisesti maltillista kasvua hinnankorotusten ajamana, sillä odotamme näytevolyymin pysyvän suhteellisen vakaana. Yhtiön liikevaihdon kasvulle keskeisemmät terveydenhuollon kumppanuudet, toistaiseksi Innoquest Diagnostics/Pathology Asia (Singapore / Kaakkois-Aasia) sekä Boston Heart (Yhdysvallat), siirtyvät oletuksissamme asteittain volyymivaiheeseen tilikausien 2026–2028 aikana. Kumppanuuksissa Nightingalen testiä myydään

Liikevaihdon maantieteellinen jakauma\* ja kannattavuuskehitys, Tilikaudet 2020-2028e, MEUR ja % liikevaihdosta



Lähde: Inderes. \*Yhdysvallat ovat osana Muut-kategoriaa tilikauteen 2022 asti. Luvut ovat 2020 asti FAS-kirjanpidossa, tämän jälkeen IFRS:n mukaisesti.

Laskennallisten\* analysoitujen kaupallisten näytemäärien maantieteellinen jakauma, Tilikaudet 2020-2028e, tuhatta näytettä



Lähde: Inderes. \*Mekaanisesti vuoden lopun listahinnoilla liikevaihdosta laskien: 18 €/näyte (2020-2021), 19 € (2022-2023), 24 € (2024) ja 34 € (2025->). **Huom:** Terveystalon työterveyden 1.1.2024 alkanut n. 100t/vuosi näytemäärä Suomessa toteutuu listahintaa matalammalla hintapisteellä sen referenssiarvon vuoksi, joten näytemäärät ovat oletettavasti todellisuudessa kasvaneet myös tilikausilla 2024 ja 2025.



# Ennusteet ja arvonmääritys 3/6

yksittäistilauksin, joten volyymikasvun onnistuminen vaatii onnistunutta myyntiä kumppaneiden asiakasverkostossa.

Ennustemme nojaa jo voitettuihin kumppanuuksiin etenkin tilikausina 2026–2027. Jotta tilikaudesta 2028 alkaen ennustemme toteutumiselle olisi edellytykset, täytyy näiden rinnalle solmia lisää kumppanuuksia tai siirtää nykyisiä, etenkin Yhdysvalloissa jo solmittuja, pilottiasiakkuuksia kaupalliseen vaiheeseen. Vaihtoehtoisesti nykyisten kaupallisten kumppanuuksien volyymikasvun täytyy onnistua erinomaisesti. Nightingale on kuitenkin onnistunut keräämään selvää kiinnostusta teknologialleen ja myös viemään sitä terveydenhuollon käyttöön, joten odotamme yhtiön julkaisevan vuosittain uusia asiakkuuksia tai kaupalliseen vaiheeseen siirtyviä pilottiasiakkuuksia.

Tilikausina 2026–2028 odotamme yhtiön liikevoiton vahvistuvan -16,2 MEUR:sta -9,5 MEUR:oon liikevaihdon kasvun ja poistojen kevenemisen myötä. Liikevaihdon kasvun ylläpito tulee vaatimaan yhtiöltä rekrytointeja, joten liikevoitto vahvistuu odotuksissamme tällä aikavälillä edelleen varsin maltillisesti.

## Tilikausien 2029-2039 kasvu vaatii jatkuvia kaupallisia onnistumisia

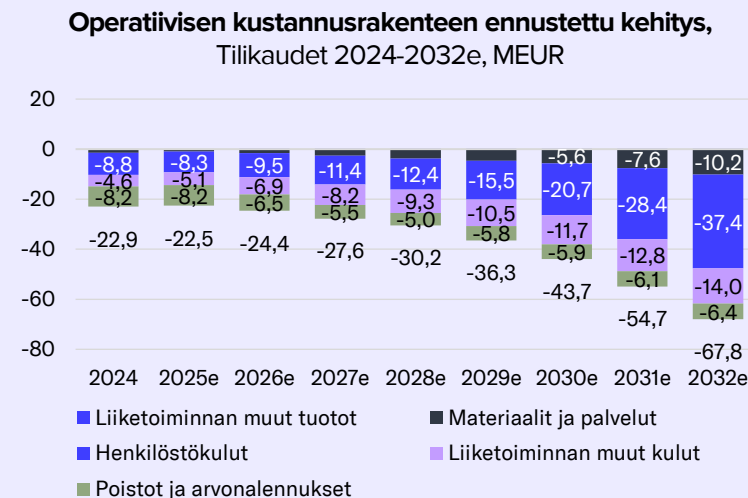
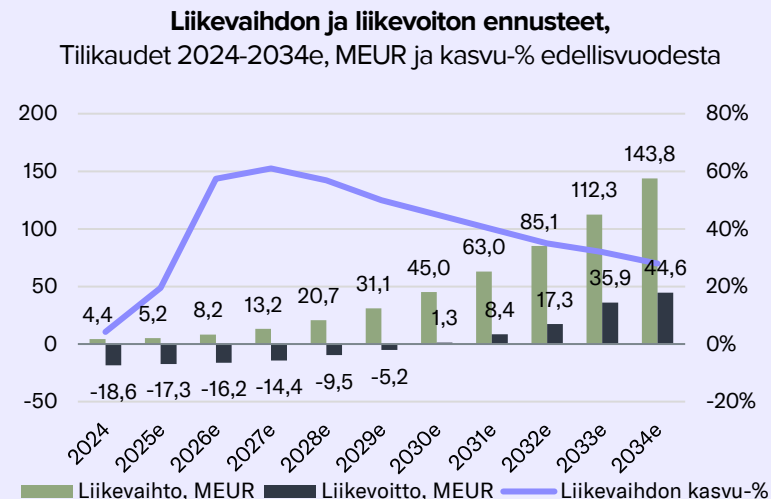
Ennustemme tilikausille 2029–2039 odottavat Nightingalen voittavan edelleen vuosittain vähintään keskikokoisia, vuosittain kymmenistä muutamaan sataan tuhanteen näytettä kattavia jatkuvia kaupallisia sopimuksia. Sopimukset voivat olla myös olemassa olevien asiakkuuksien laajennuksia ja yksittäinen huomattavan suuri asiakkuus voi tuoda ennustamamme näytevolyymin kasvun vuosien ajalle. Ennustemme vastaa 27 %:n vuosittaista liikevaihdon kasvua (CAGR) tilikausina 2029–2039, mikä

vastaa yhtiön liiketoiminnan moninkertaistumista globaalisti huomattavaan kokoluokkaan (2039e liikevaihto 260 MEUR), joten ennusteen toteutuminen vaatii yhtiöltä jatkuvaa vahvaa suorittamista kaupallisen strategian toteutuksessa.

Ennustemme vastaa 34 euron listahinnalla noin 300–1000 tuhannen kaupallisen näytteen vuosittaista kiihtyvää kasvua tilikausina 2029–2034 ja noin 100–1000 näytteen vuosittaista hidastuvaa kasvua tilikausina 2035–2039. Yhtiön vuosittain analysoitu näytemäärä nousisi siten noin 7 miljoonaan näytteeseen 2030-luvun lopulla.

Nightingalen strategian tavoitteet sisältävät sopimuksia terveydenhuollon toimijoiden kanssa: keskipitkällä tähtäimellä 2 miljoonan näytteen edestä Euroopassa ja pitkällä tähtäimellä 10 miljoonan näytteen edestä Yhdysvalloissa tai Aasiassa. Lisäksi yhtiö tavoittelee pitkällä tähtäimellä yli 500 MEUR:n liikevaihtoa (Inderes: 260 MEUR). Ennustemme ovat siten selvästi tavoitellun liikevaihdon alle, mutta toisaalta tavoitellut sopimusvoitot ovat varsin hyvin linjassa pitkän aikavälin ennusteisiimme.

Pitkän aikavälin ennustemme olettavat, että yhtiön kesäkuuhun 2025 mennessä näyttämä kaupallinen eteneminen jatkuu ja että yhtiö onnistuu saamaan testinsä varsin laajaan käyttöön terveydenhuollossa. Ennusteen pohjana on yhtiön antama konkreettinen näyttö testin arvosta terveydenhuollossa (erityisesti Terveystalon työterveydestä), sekä globaalisti kaupalliseen vaiheeseen edenneet kaupalliset kumppanuudet (Boston Heart ja Innoquest Diagnostics) ja useat pilottihankkeet. Keskeisenä epävarmuutena on taas testin käytön laajentumisen tahti, käytön vakiinnuttamisessa onnistuminen sekä tästä muodostuvan liiketoiminnan mittakaava. Nämä säilyvät ennusteidemme keskeisinä riskeinä pitkään.



\*Tuloslaskelmassa ennen liikevoittoa kirjattavat kustannukset  
Lähde: Inderes

# Tuloslaskelma

| Tuloslaskelma               | 2022  | 2023  | 2024  | H1'25 | H2'25e | 2025e | 2026e | 2027e | 2028e |
|-----------------------------|-------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|-------|
| Liikevaihto                 | 2,3   | 4,2   | 4,4   | 2,3   | 2,9    | 5,2   | 8,2   | 13,2  | 20,7  |
| Käyttökate                  | -9,4  | -12,9 | -10,4 | -4,7  | -4,4   | -9,1  | -9,7  | -8,9  | -4,5  |
| Poistot ja arvonalennukset  | -4,2  | -5,6  | -8,2  | -4,4  | -3,8   | -8,2  | -6,5  | -5,5  | -5,0  |
| Liikevoitto ilman kertaeriä | -13,6 | -18,5 | -18,6 | -9,1  | -8,1   | -17,3 | -16,2 | -14,4 | -9,5  |
| Liikevoitto                 | -13,6 | -18,5 | -18,6 | -9,1  | -8,1   | -17,3 | -16,2 | -14,4 | -9,5  |
| Nettorahoituskulut          | -2,6  | 0,3   | 1,2   | 0,6   | 0,4    | 0,9   | 0,7   | 0,2   | 0,0   |
| Tulos ennen veroja          | -16,2 | -18,2 | -17,4 | -8,6  | -7,8   | -16,3 | -15,5 | -14,2 | -9,5  |
| Verot                       | 0,1   | 0,0   | -0,1  | 0,0   | 0,0    | 0,0   | 0,0   | 0,7   | 0,5   |
| Vähemmistöosuudet           | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0    | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   |
| Nettotulos                  | -16,1 | -18,2 | -17,4 | -8,6  | -7,8   | -16,3 | -15,5 | -13,5 | -9,1  |
| EPS (oikaistu)              | -0,23 | -0,30 | -0,29 | -0,14 | -0,13  | -0,27 | -0,25 | -0,22 | -0,15 |
| EPS (raportoitu)            | -0,27 | -0,30 | -0,29 | -0,14 | -0,13  | -0,27 | -0,25 | -0,22 | -0,15 |

| Tunnusluvut                   | 2022     | 2023     | 2024     | H1'25    | H2'25e   | 2025e    | 2026e    | 2027e    | 2028e   |
|-------------------------------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|---------|
| Liikevaihdon kasvu-%          |          | 80,8 %   | 4,2 %    | 34,6 %   | 9,7 %    | 19,5 %   | 57,5 %   | 61,0 %   | 56,8 %  |
| Oikaistun liikevoiton kasvu-% |          | 35,9 %   | 0,4 %    | -1,9 %   | -12,5 %  | -7,2 %   | -6,1 %   | -11,3 %  | -33,6 % |
| Käyttökate-%                  | -405,9 % | -308,4 % | -239,4 % | -204,6 % | -151,0 % | -174,8 % | -118,3 % | -67,2 %  | -22,0 % |
| Oikaistu liikevoitto-%        | -589,5 % | -442,9 % | -426,6 % | -395,6 % | -280,3 % | -331,4 % | -197,6 % | -108,8 % | -46,1 % |
| Nettotulos-%                  | -695,7 % | -435,4 % | -400,0 % | -371,2 % | -267,4 % | -313,4 % | -189,0 % | -102,2 % | -43,8 % |

Lähde: Inderes

| Ennustemuutokset            | 2025e | 2025e | Muutos | 2026e | 2026e | Muutos | 2027e | 2027e | Muutos |
|-----------------------------|-------|-------|--------|-------|-------|--------|-------|-------|--------|
| MEUR / EUR                  | Vanha | Uusi  | %      | Vanha | Uusi  | %      | Vanha | Uusi  | %      |
| Liikevaihto                 | 5,2   | 5,2   | 0 %    | 8,2   | 8,2   | 0 %    | 13,1  | 13,2  | 0 %    |
| Käyttökate                  | -9,1  | -9,1  | 0 %    | -9,7  | -9,7  | 0 %    | -8,9  | -8,9  | 1 %    |
| Liikevoitto ilman kertaeriä | -17,3 | -17,3 | 0 %    | -16,2 | -16,2 | 0 %    | -14,4 | -14,4 | 0 %    |
| Liikevoitto                 | -17,3 | -17,3 | 0 %    | -16,2 | -16,2 | 0 %    | -14,4 | -14,4 | 0 %    |
| Tulos ennen veroja          | -16,3 | -16,3 | 0 %    | -15,5 | -15,5 | 0 %    | -14,2 | -14,2 | 0 %    |
| EPS (ilman kertaeriä)       | -0,27 | -0,27 | 0 %    | -0,25 | -0,25 | 0 %    | -0,22 | -0,22 | 0 %    |
| Osakekohtainen osinko       | 0,00  | 0,00  |        | 0,00  | 0,00  |        | 0,00  | 0,00  |        |

Lähde: Inderes

Koko vuoden osakekohtainen tulos on laskettu vuoden lopun osakemäärällä.

| Vastaavaa                      | 2023        | 2024        | 2025e       | 2026e       | 2027e       |
|--------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>Pysyvät vastaavat</b>       | <b>24,8</b> | <b>22,4</b> | <b>18,5</b> | <b>16,9</b> | <b>16,7</b> |
| Liikearvo                      | 1,0         | 1,0         | 1,0         | 1,0         | 1,0         |
| Aineettomat hyödykkeet         | 16,0        | 12,3        | 8,4         | 6,3         | 5,7         |
| Käyttöomaisuus                 | 7,2         | 8,6         | 8,7         | 9,2         | 9,5         |
| Sijoitukset osakkuusyrityksiin | 0,1         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| Muut sijoitukset               | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| Muut pitkäaikaiset varat       | 0,4         | 0,4         | 0,4         | 0,4         | 0,4         |
| Laskennalliset verosaamiset    | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| <b>Vaihtuvat vastaavat</b>     | <b>82,0</b> | <b>68,4</b> | <b>59,1</b> | <b>49,3</b> | <b>41,8</b> |
| Vaihto-omaisuus                | 0,6         | 0,7         | 1,2         | 1,5         | 2,2         |
| Muut lyhytaikaiset varat       | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| Myyntisaamiset                 | 0,8         | 1,7         | 3,2         | 5,7         | 8,0         |
| Likvidit varat                 | 80,6        | 66,0        | 54,7        | 42,1        | 31,6        |
| <b>Taseen loppusumma</b>       | <b>107</b>  | <b>90,8</b> | <b>77,7</b> | <b>66,2</b> | <b>58,5</b> |

Lähde: Inderes

| Vastattavaa                    | 2023        | 2024        | 2025e       | 2026e       | 2027e       |
|--------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>Oma pääoma</b>              | <b>97,4</b> | <b>82,9</b> | <b>69,6</b> | <b>57,1</b> | <b>46,6</b> |
| Osakepääoma                    | 0,1         | 0,1         | 0,1         | 0,1         | 0,1         |
| Kertyneet voittovarot          | -45,1       | -59,6       | -72,9       | -85,4       | -95,9       |
| 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                 | 142         | 142         | 142         | 142         | 142         |
| Vähemmistöosuus                | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| <b>Pitkäaikaiset velat</b>     | <b>2,7</b>  | <b>1,0</b>  | <b>0,7</b>  | <b>0,7</b>  | <b>0,7</b>  |
| Laskennalliset verovelat       | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| Varaukset                      | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| Korolliset velat               | 1,3         | 0,3         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| Vaihtovelkakirjalainat         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| Muut pitkäaikaiset velat       | 1,4         | 0,7         | 0,7         | 0,7         | 0,7         |
| <b>Lyhytaikaiset velat</b>     | <b>6,8</b>  | <b>7,0</b>  | <b>7,4</b>  | <b>8,4</b>  | <b>11,2</b> |
| Korolliset velat               | 1,4         | 0,6         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| Lyhytaikaiset korottomat velat | 4,4         | 5,3         | 6,3         | 7,3         | 10,1        |
| Muut lyhytaikaiset velat       | 1,0         | 1,1         | 1,1         | 1,1         | 1,1         |
| <b>Taseen loppusumma</b>       | <b>107</b>  | <b>90,8</b> | <b>77,7</b> | <b>66,2</b> | <b>58,5</b> |

# Ennusteet ja arvonmääritys 4/6

Nightingalen kannattavuus skaalautuu ennusteissamme korkeakatteisen liikevaihdon kasvun myötä. Odotamme kannattavuuden kääntyvän positiiviseksi tilikaudella 2030 ja nousevan liikevoitolla mitattuna noin 45 MEUR:oon (EBIT-% 31 %) tilikaudella 2034, sekä pitkällä aikavälillä noin 80 MEUR:oon tilikaudella 2039 (EBIT-% 30 %). Kannattavuuden vahvistuminen ja kääntyminen positiiviseksi on täysin ehdollista yhtiön kaupallisten näytevolyyymien merkittävälle kasvulle. Ennusteemme olettaa yhtiön bruttomarginaalin asettuvan pitkällä tähtäimellä yli 70 %:n tasolle.

## Nykyennusteilla kassa riittää hyvin, ja optiot tuovat diluutiota yhtiön menestyessä

Ennustamamme kasvun toteutuessa yhtiön nettokassa kävisi alimmillaan 20–22 MEUR:ssa tilikausina 2029–2030 ja riittäisi hyvin kasvun rahoittamiseen (ks. graafi oikealla). Kasvun epäonnistuessa tai viivästyessä merkittävästi myös kassan riittävyys riskit luonnollisesti kasvaisivat. Lähivuosina yhtiön rahoitusriski on sijoittajien näkökulmasta kuitenkin mielestämme joka tapauksessa vielä vähäinen.

Nightingalen johdolla, hallituksella sekä henkilöstöllä oli 30.6.2024 hallussaan noin 15,2 miljoonan osakkeen merkintään oikeuttavat optiot. Tämän jälkeen yhtiö on lisäksi tiedottanut noin 1,3 miljoonan osakkeen uusista optioista, joten optioiden kokonaismäärä vastaa kesäkuussa 2025 arviolta 16,5 miljoonaa osaketta. Nightingalella oli 30.6.2024 noin 60,9 miljoonaa osaketta, joten kaikkien optioiden merkinnän toteutuessa yhtiön osakekanta kasvaisi noin 27 %:lla. Siten optioiden toteutuminen aiheuttaisi sijoittajille merkittävän diluution osakekohtaiseen omistukseen. Optiot ovat toisaalta merkittävässä määrin sidottuja yhtiön markkina-arvon merkittävään kasvuun. Ansaintaportaatiot valtaosalla optioista

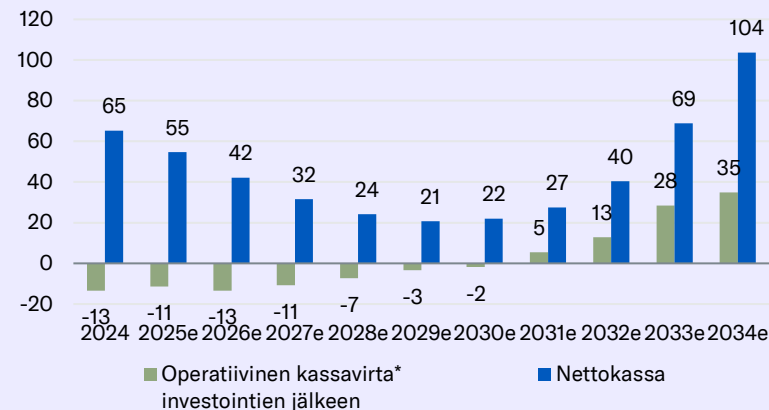
ovat 500–1500 MEUR markkina-arvon saavuttamisen tasolla, kun yhtiön nykyinen markkina-arvo on 165 MEUR (2,71 €/osake). Lisäksi optioiden merkintähinta on 2,5 euroa osakkeelta ja varsin lähellä kesäkuun 2025 osakekurssia. Siten optioiden aiheuttama osakemäärän kasvu syntyy sijoittajalle lähtökohtaisesti hyvin edullisessa tilanteessa, eikä nähdäksemme korkealla tasolla laimenna osakkeen pitkän aikavälin potentiaalia. Toisaalta yhtiön johdolla on vahvat kannustimet kasvattaa yhtiön arvoa, mikä on myös osakkeenomistajien etu. Optimistisessa skenaariossa optioiden merkinnät toki heikentäisivät sijoittajan tuotto-odotusta.

## Nightingalen arvo nojaa teknologian arvoon ja tulevaisuuden liiketoimintapotentiaaliin

Nightingalen fundamenttipohjainen arvonmääritys on erittäin vaikeaa, sillä mahdolliset skenaariot vaihtelevat pääoman tuhoutumisen ja moninkertaistumisen välillä. Nightingale on edelleen teknologiansa kaupallistamisen varsin varhaisessa vaiheessa. Näkemyksemme mukaan yhtiön arvo pohjautuu teknologian tulevaisuuden kaupalliseen potentiaaliin sekä strategiseen arvoon. Tämä arvo voi arviomme mukaan realisoitua joko kaupallistamisella tai päätymällä yritystokoteekiksi.

Nightingalen arvonmääritykseen liittyy poikkeuksellista epävarmuutta sen kaupallisesti varhaisen vaiheen takia, joten lähestymme arvostusta useasta näkökulmasta. Yhtiön arvonmääritykseen ei nähdäksemme käytännössä ole tarjolla yhtäkään luotettavaa menetelmää, ja arvonmäärityksen virhemarginaalit ovat siten leveät. Sijoittajan täytyy lähtökohtaisesti uskoa yhtiön kaupallisen potentiaalin toteutumiseen pidemmällä ajanjaksolla ja hyväksyä myös sijoitetun pääoman menetyksen riski.

Kassavirran ja rahoitusaseman kehitys, 2024-2034e, MEUR



Lähde: Inderes

\*Optioista kirjattavien ei-kassavirtavaikutteisten IFRS 2 –kulujen vaikutus oikaistu

## Arvostusmenetelmät

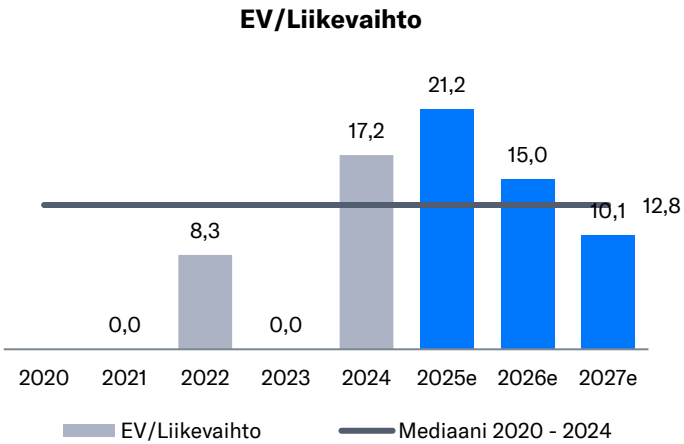
- Arvostuskertoimet
- Herkkyysanalyysi
- DCF-skenaariot

Lähde: Inderes

# Arvostustaulukko

| Arvostustaso          | 2020 | 2021  | 2022  | 2023  | 2024  | 2025e | 2026e | 2027e | 2028e |
|-----------------------|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Osakekurssi           |      | 5,77  | 1,81  | 0,87  | 2,30  | 2,71  | 2,71  | 2,71  | 2,71  |
| Osakemäärä, milj. kpl |      | 41,7  | 60,2  | 60,9  | 60,9  | 60,9  | 60,9  | 60,9  | 60,9  |
| Markkina-arvo         |      | 349   | 110   | 53    | 140   | 165   | 165   | 165   | 165   |
| Yritysarvo (EV)       |      | 241   | 19    | -25,0 | 75    | 110   | 123   | 134   | 141   |
| P/E (oik.)            |      | neg.  | neg.  | neg.  | neg.  | neg.  | neg.  | neg.  | neg.  |
| P/E                   |      | neg.  | neg.  | neg.  | neg.  | neg.  | neg.  | neg.  | neg.  |
| P/B                   |      | 2,8   | 1,0   | 0,5   | 1,7   | 2,4   | 2,9   | 3,5   | 4,1   |
| P/S                   |      | >100  | 47,6  | 12,7  | 32,2  | 31,7  | 20,1  | 12,5  | 8,0   |
| EV/Liikevaihto        |      | >100  | 8,3   | neg.  | 17,2  | 21,2  | 15,0  | 10,1  | 6,8   |
| EV/EBITDA             |      | neg.  | neg.  | 1,9   | neg.  | neg.  | neg.  | neg.  | neg.  |
| EV/EBIT (oik.)        |      | neg.  | neg.  | 1,3   | neg.  | neg.  | neg.  | neg.  | neg.  |
| Osinko/tulos (%)      |      | 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 % |

Lähde: Inderes





# Ennusteet ja arvonmääritys 5/6

## Kerroinpohjaisessa arvostuksessa tukipistettä täytyy hakea muutaman vuoden päästä

Nightingalen kannattavuus on etupainotteisten kasvupanostusten myötä vahvasti negatiivinen, minkä myötä liikevaihtokertoimet (EV/S) ovat yhtiölle toistaiseksi ainoa käyttökelpoinen arvostuskerroin. Koska yhtiön liikevaihto on vielä varsin maltillista, lähestymme kerroinpohjaista arvostusta katsoen kauemmas tilikauden 2028 ennusteisiimme ja oletettuihin EV/S-kertoimiin. Ennusteisiimme sisältyy huomattavasti ennusteriskiä johtuen liiketoiminnan varhaisesta vaiheesta. Lähestymme kerroinpohjaista arvonmääritystä matalan ja korkean skenaarion kautta, millä pyrimme kuvaamaan arvostusta vaihtelevissa kasvu- ja markkinaympäristöissä.

Pidemmällä tähtäimellä kasvun onnistuessa yhtiöllä olisi skaalautuvan kulurakenteen ja korkean katetason turvin arviomme mukaan edellytykset tehdä noin 25–35 %:n liikevoittoa. Olettaen yhtiön liiketoiminnan nojaavan tällöin defensiiviseen perusterveydenhuollon asiakaskuntaan, yhtiölle voisi nähdäksemme perustella noin 12–15x EV/EBIT-kertoimia. Kertoimet vastaavat 20 %:n veroasteella neutraalein rahoituskuluerin nettovelattomana noin 15–19x P/E-lukua tai 5–7 %:n vuosittaista tulostuottoa. Terveystenhuollon pitkän aikavälin kysynnän kasvuajurit ja defensiivisyys huomioiden luvut ovat nähdäksemme absoluuttisesti perusteltuja, kun tulostuottoon lisätään odotus liiketoiminnan 2–3 %:n vuosittaisesta kasvusta. Kertoimet ovat myös varsin linjassa sektorin kypsempien jättien kertoimiin (esim. Roche, Quest Diagnostics). Nightingalen kypsän kehitysvaiheen EV/S-kertoimet voisi siten perustella noin 3,0–6,5x haarukkaan.

Nykyennusteillamme arvioimme Nightingalen osakekohtaiseksi arvoksi 3,8–5,5 € tilikauden 2028e lopussa ja 2,5–3,6 € nykyhetkeen diskontattuna. Osakkeeseen on siten nykykurssilla (2,71 €) hinnoiteltu sisään karkeasti odottamamme kasvunäkymä riskitasoineen. Käytämme arviossa 10-15x toteutunutta ja noin 7-10x eteenpäin katsovaa EV/S-kerrointa tilikauden 2027 lopussa. Nämä kertoimet ovat nähdäksemme perustellut, sillä yhtiö olisi tällöin kannattavuuskäänteen kynnyksellä sekä antanut selviä näyttöjä kaupallisesta läpimurrosta. Tilikausi 2028 on ajallisesti jokseenkin kaukana, mutta Nightingale on jo voittanut keskeisimmät ennusteemme toteutumiseen vaadittavat kumppanuudet, joten tarkastelupiste on mielestämme relevantti. Luonnollisesti kumppanuuksien laajentumisen tahti ja mittakaava ovat epävarmoja, sekä vaikeasti ennustettavia.

## DCF-arvo on erittäin herkkä oletuksille

Nightingalen arvonmäärityksessä DCF havainnollistaa pitkän aikavälin potentiaalia, ja mallimme jatkuu poikkeuksellisesti 15 vuoden päähän. Lähestymme DCF-mallinnusta kolmen skenaarion kautta, sillä ne havainnollistavat hyvin yhtiön kasvutarinan etenemisen epävarmuuksia. Mallin kassavirrat painottuvat yli vuosikymmenen päähän (tilikauden 2035 jälkeiset kassavirrat 110 % DCF-arvosta), joten kassavirtojenkin näkökulmasta yhtiön arvo realisoituu vasta pitkällä aikavälillä, jos yhtiön kasvutarina onnistuu. Käytämme kaikissa skenaarioissa terminaalikasvuna 2,5 %:a.

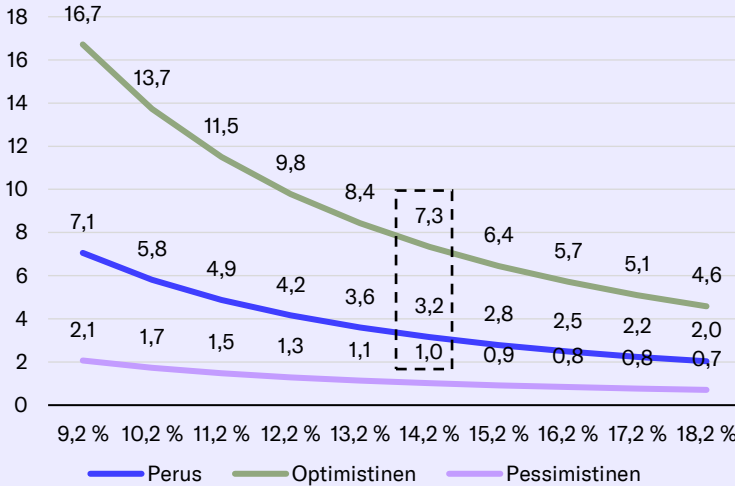
Peruskasvuarvio vastaa nykyennusteitamme. Tätä vastaava DCF-mallin mukainen oman pääoman arvo Nightingalelle on 192 MEUR tai 3,2 euroa osakkeelta.

## Arvioitu tulevaisuuden arvostushaarukka, Tilikausi 2028e

| 2028e tilikausi           | Matala kerroin | Korkea kerroin |
|---------------------------|----------------|----------------|
| Liikevaihto, MEUR         | 20,7           | 20,7           |
| EV/S, LTM, kerroin        | 10             | 15             |
| EV/S, NTM, kerroin        | 6,7            | 10,0           |
| EV, MEUR                  | 207            | 311            |
| Nettokassa, MEUR          | 24             | 24             |
| Markkina-arvo, MEUR       | 231            | 335            |
| Euroa per osake           | 3,8            | 5,5            |
| Nykyhetkeen diskontattuna | 2,5            | 3,6            |

Lähde: Inderes  
NTM = 12kk eteenpäin katsoen  
LTM = 12kk taaksepäin katsoen

## DCF-arvon herkkyys tuottovaatimukselle, euroa per osake, WACC-%



# Ennusteet ja arvonmääritys 6/6

Optimistisessa skenaariossa pitkän aikavälin liikevaihto nousee tilikaudella 2039 noin 100 % ja liikevoitto noin 140 % perusskenaariota suuremmaksi. Skenaariossa liikevaihto saavuttaa 530 MEUR:n ja EBIT-% 35 %:n tason tilikaudella 2039. Osakekohtaiseksi arvoksi tulee tällöin nykyhetkessä 7,3 €. Skenaario vaatii yhtiön saavuttavan pitkällä aikavälillä vähintään 10 miljoonan kaupallisen näytteen vuosittaisen analyysimäärän ja 500 MEUR:n pitkän aikavälin liikevaihtotavoitteensa. Tämä olisi nähdäksemme mahdollista, mikäli yhtiö onnistuu löytämään lukuisia Terveystalon työterveyden kaltaisia suuren näytevolyymin asiakkuuksia, joissa yhtiön testi tulisi rutiinikäyttöön.

Pessimistisessä skenaariossa Nightingalen liikevaihto jää tilikaudella 2039 noin 60 % ja liikevoitto noin 75 % perusskenaariota matalammaksi. Skenaariossa liikevaihto saavuttaa tilikaudella 2039 100 MEUR ja EBIT-% 20 % tason. Osakekohtaiseksi arvoksi tulee tällöin 1,0 €. Pessimistisessä skenaariossa Nightingale polttaisi kasvupanostuksillaan nettokassansa ja joutuisi todennäköisesti keräämään uutta rahoitusta, joka heikentäisi skenaarion vastaavaa arvoa arviotamme heikommaksi. Yhtiö kuitenkin onnistuisi hitaammin kasvavien asiakkuuksien kautta kasvattamaan liiketoimintaansa globaalisti merkittävään mittakaavaan. Luonnollisesti negatiivisempikin skenaario on mahdollinen, mutta yhtiön asiakasnäytöt huomioiden myös tässä skenaariossa on mielestämme perusteltua odottaa jonkinasteista kaupallista menestystä globaalisti.

Pessimistisessä skenaariossa yhtiön arvoa voisi mielestämme tukea myös yrityskauppaoptio. Nightingalen oma teknologia ja sillä mm. biopankeista kerätty terveystietokanta voisi löytää ostajan myös ilman sen ympärille rakentunutta merkittävää liiketoimintaa.

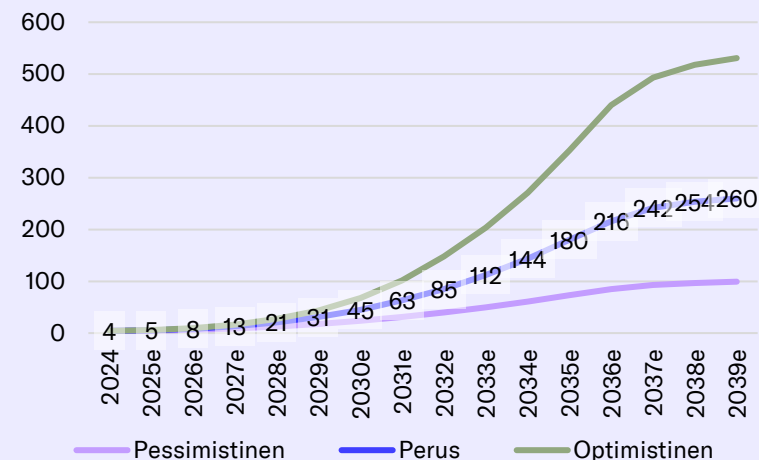
Yrityskauppaoptio on kuitenkin spekulatiivinen, emmekä siten nojautu siihen arvonmäärityksessämme.

Yhtiön kassavirtoihin liittyy suurta epävarmuutta ja tuotto-odotuksen on siten oltava tavanomaista selvästi korkeampi. Toisaalta yhtiö on käynnistänyt kaupallisen toiminnan Suomessa, Yhdysvalloissa ja Singaporessa, ja on voittanut lukuisia asiakaspilotteja, mikä lieventää hieman riskitasoa. Käytämme DCF-mallissamme 14,2 % tuottovaatimusta (WACC) ja 14,9 %:n oman pääoman tuottovaatimusta, mikä on linjassa muiden seurantamme varhaisen kehitysvaiheen yhtiöiden tuottovaatimuksiin (esim. Aiforia WACC 13,5 %, Betolar 18,3 %, Bioretec 12,0 %, Spinnova 20,3 %). Mikäli näkyvyys yhtiön kasvun onnistumiseen ja kulmakertoimeen paranee uusien kaupallisten näyttöjen kautta, tuottovaatimuksessa on luonnollisesti laskuvaraa.

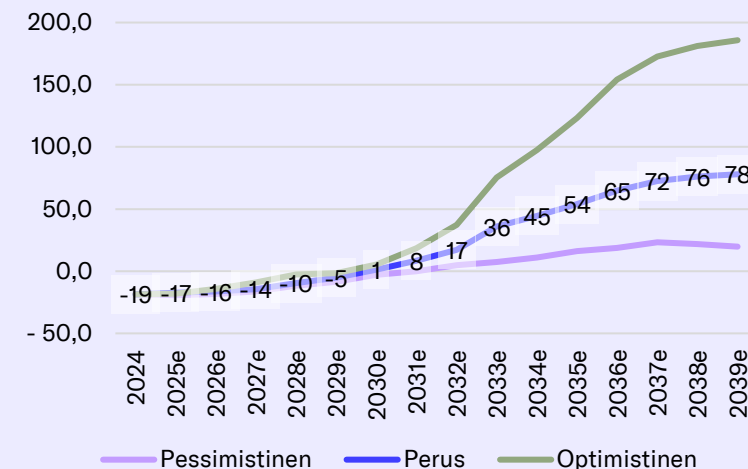
## Tuotto-riskisuhde on kaventunut liian heikoksi

Arvioimme Nightingalen osakkeen käyvän arvon 1,0–7,3 €/osake –haarukkaan DCF-skenaarioihin nojaten. Osaketta on mielestämme perusteltua hinnoitella edelleen skaalan alempaan puoliskoon, sillä terveydenhuollon segmentin liikevaihdon kasvun selvästä kiihtymisestä ei ole vielä saatu selviä merkkejä. Samalla vahva pilottiputki, mahdolliset uudet kumppanuudet sekä etenkin Pathology Asia ja Boston Heart -kumppanuuksien kaupallisen vaiheen ylösajon eteneminen nostavat luottoamme yhtiön kaupalliseen potentiaaliin ja tarjoavat osakkeelle positiivisia ajureita. Toistamme siten 2,9 euron tavoitehintamme. Osake ei nykykurssilla (2,71 €) kuitenkaan mielestämme tarjoa riskien vastapainoksi riittävää tuotto-odotusta vuoden sihdillä, joten käännymme vähennä-suositukseen (aik. lisää). Yhtiöön kannattaa mielestämme kuitenkin suhtautua vähintään useiden vuosien sijoitushorisontilla.

Liikevaihdon kehitys eri skenaarioissa, 2024-2039e, MEUR



Liikevoiton kehitys eri skenaarioissa, Tilikaudet 2024-2039e, MEUR



Lähde: Inderes

# Verrokkiryhmän arvostus

| Verrokkiryhmän arvostus<br>Yhtiö | Markkina-arvo<br>MEUR | Yritysarvo<br>MEUR | EV/Liikevaihto |       | Liikevaihdon kasvu-% |       | EBIT-% |        | EV/EBIT |       | P/E   |       | P/B   |
|----------------------------------|-----------------------|--------------------|----------------|-------|----------------------|-------|--------|--------|---------|-------|-------|-------|-------|
|                                  |                       |                    | 2025e          | 2026e | 2025e                | 2026e | 2025e  | 2026e  | 2025e   | 2026e | 2025e | 2026e | 2025e |
| Aiforia Technologies             | 104                   | 101                | 21,4           | 15,0  | 66 %                 | 60 %  | -253 % | -158 % |         |       |       |       | 46,5  |
| CellaVision                      | 434                   | 420                | 5,9            | 5,2   | 6 %                  | 12 %  | 28 %   | 29 %   | 20,8    | 17,9  | 27,6  | 23,5  | 5,2   |
| Grail                            | 1262                  | 671                | 5,2            | 4,3   | 19 %                 | 20 %  | -365 % | -304 % |         |       |       |       | 0,8   |
| Illumina                         | 11791                 | 12451              | 3,4            | 3,3   | -2 %                 | 3 %   | 22 %   | 23 %   | 15,7    | 14,4  | 20,1  | 18,2  | 4,5   |
| Immunovia                        | 14                    | 10                 | 55,9           | 9,3   |                      | 500 % |        |        |         |       |       |       | 4,9   |
| Nanopore                         | 1410                  | 1063               | 4,0            | 3,1   | 21 %                 | 28 %  | -64 %  | -42 %  |         |       |       |       | 2,6   |
| Pfizer                           | 119451                | 158996             | 2,9            | 2,9   | -1 %                 | 0 %   | 35 %   | 35 %   | 8,4     | 8,3   | 8,0   | 7,8   | 1,5   |
| Prenetics                        | 145                   | 109                | 1,6            | 0,9   | 131 %                | 83 %  | -39 %  | -2 %   |         |       |       |       |       |
| Quest Diagnostics                | 17212                 | 22297              | 2,4            | 2,3   | 10 %                 | 4 %   | 16 %   | 16 %   | 14,8    | 13,9  | 18,1  | 16,7  | 2,6   |
| Roche Holding                    | 233603                | 258401             | 3,8            | 3,7   | 4 %                  | 4 %   | 34 %   | 34 %   | 11,2    | 10,7  | 13,4  | 12,6  | 5,6   |
| Standard BioTools                | 360                   | 134                | 0,9            | 0,8   | -1 %                 | 12 %  | -67 %  | -36 %  |         |       |       |       | 1,1   |
| Nightingale Health (Inderes)     | 165                   | 110                | 21,2           | 15,0  | 20 %                 | 57 %  | -331 % | -198 % | -6,4    | -7,6  | -10,1 | -10,7 | 2,4   |
| Keskiarvo                        |                       |                    | 9,8            | 4,6   | 25 %                 | 66 %  | -65 %  | -41 %  | 14,2    | 13,0  | 17,4  | 15,7  | 7,5   |
| Mediaani                         | 1262                  | 671                | 3,8            | 3,3   | 8 %                  | 12 %  | -12 %  | 7 %    | 14,8    | 13,9  | 18,1  | 16,7  | 3,6   |
| Erotus-% vrt. mediaani           | -87 %                 | -84 %              |                | 360 % | 144 %                | 379 % |        |        |         |       |       |       | -33 % |

Lähde: Refinitiv / Inderes. Huomautus: Inderesin käyttämä markkina-arvo ei ota huomioon yhtiön hallussa olevia omia osakkeita.

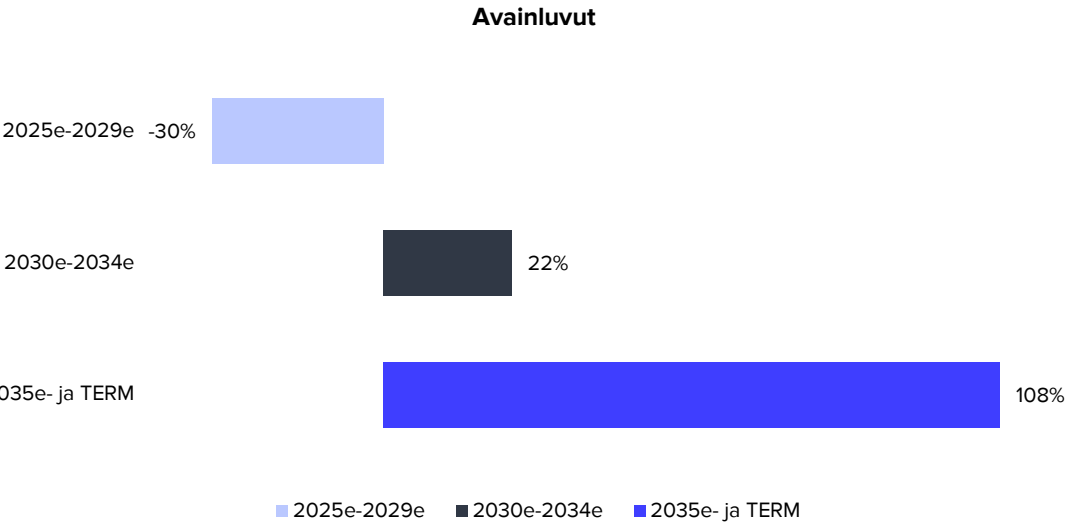
# DCF-laskelma

| DCF-laskelma                            | 2024     | 2025e    | 2026e    | 2027e    | 2028e   | 2029e   | 2030e  | 2031e  | 2032e  | 2033e  | 2034e  | 2035e  | 2036e  | 2037e  | 2038e  | 2039e  | TERM   |
|-----------------------------------------|----------|----------|----------|----------|---------|---------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Liikevaihdon kasvu-%                    | 4,2 %    | 19,5 %   | 57,5 %   | 61,0 %   | 56,8 %  | 50,0 %  | 45,0 % | 40,0 % | 35,0 % | 32,0 % | 28,0 % | 25,0 % | 20,0 % | 12,0 % | 5,0 %  | 2,5 %  | 2,5 %  |
| Liikevoitto-%                           | -426,6 % | -331,4 % | -197,6 % | -108,8 % | -46,1 % | -16,9 % | 2,9 %  | 13,3 % | 20,3 % | 32,0 % | 31,0 % | 30,0 % | 30,0 % | 30,0 % | 30,0 % | 30,0 % | 30,0 % |
| Liikevoitto                             | -18,6    | -17,3    | -16,2    | -14,4    | -9,5    | -5,2    | 1,3    | 8,4    | 17,3   | 35,9   | 44,6   | 53,9   | 64,7   | 72,5   | 76,1   | 78,0   |        |
| + Kokonaispoistot                       | 8,2      | 8,2      | 6,5      | 5,5      | 5,0     | 5,8     | 5,9    | 6,1    | 6,4    | 6,3    | 6,7    | 7,1    | 7,4    | 7,8    | 8,5    | 8,4    |        |
| - Maksetut verot                        | -0,1     | 0,0      | 0,0      | 0,7      | 0,5     | 0,3     | -0,1   | -0,4   | -1,3   | -3,6   | -5,6   | -8,1   | -12,9  | -14,5  | -15,2  | -15,6  |        |
| - verot rahoituskuluista                | 0,0      | 0,0      | 0,0      | 0,0      | 0,0     | 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    | 0,0    | 0,0    | 0,0    | 0,0    | 0,0    |        |
| - Käyttöpääoman muutos                  | 0,0      | -1,0     | -1,8     | -0,3     | -0,6    | -1,2    | -2,5   | -1,8   | -2,2   | -2,7   | -3,1   | -3,6   | -3,6   | -2,6   | -1,2   | -0,6   |        |
| Operatiivinen kassavirta                | -10,5    | -10,1    | -11,5    | -8,4     | -4,7    | -0,4    | 4,6    | 12,3   | 20,1   | 36,0   | 42,5   | 49,3   | 55,6   | 63,1   | 68,1   | 70,2   |        |
| + Korottomien pitkä aik. velk. lis.     | -0,7     | 0,0      | 0,0      | 0,0      | 0,0     | 0,0     | 0,0    | 0,0    | 0,0    | 0,0    | 0,0    | 0,0    | 0,0    | 0,0    | 0,0    | 0,0    |        |
| - Bruttoinvestoinnit                    | -5,8     | -4,3     | -4,9     | -5,3     | -5,7    | -6,0    | -6,4   | -6,8   | -7,3   | -7,5   | -7,7   | -7,9   | -8,2   | -8,3   | -8,3   | -8,7   |        |
| Vapaa operatiivinen kassavirta          | -17,0    | -14,4    | -16,4    | -13,7    | -10,4   | -6,4    | -1,8   | 5,4    | 12,9   | 28,5   | 34,8   | 41,4   | 47,4   | 54,8   | 59,8   | 61,4   |        |
| +/- Muut                                | 0,0      | 3,0      | 3,0      | 3,0      | 3,0     | 3,0     | 3,0    | 0,0    | 0,0    | 0,0    | 0,0    | 0,0    | 0,0    | 0,0    | 0,0    | 0,0    |        |
| Vapaa kassavirta                        | -17,0    | -11,4    | -13,4    | -10,7    | -7,4    | -3,4    | 1,2    | 5,4    | 12,9   | 28,5   | 34,8   | 41,4   | 47,4   | 54,8   | 59,8   | 61,4   | 539    |
| Diskontattu vapaa kassavirta            |          | -11,3    | -11,6    | -8,1     | -4,9    | -2,0    | 0,6    | 2,4    | 5,1    | 9,8    | 10,5   | 10,9   | 10,9   | 11,1   | 10,6   | 9,5    | 83,4   |
| Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta |          | 127      | 138      | 150      | 158     | 163     | 165    | 164    | 162    | 157    | 147    | 136    | 126    | 115    | 104    | 93,0   | 83,4   |

|                                 |      |
|---------------------------------|------|
| Velaton arvo DCF                | 127  |
| - Korolliset velat              | -0,8 |
| + Rahavarat                     | 66,0 |
| -Vähemmistöosuus                | 0,0  |
| -Osinko/pääomapalautus          | 0,0  |
| Oman pääoman arvo DCF           | 192  |
| Oman pääoman arvo DCF per osake | 3,2  |

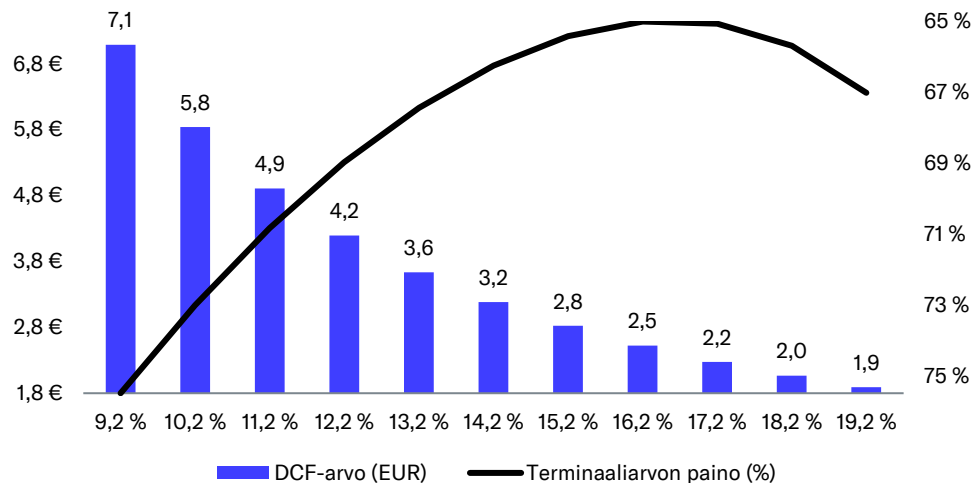
|                                     |        |
|-------------------------------------|--------|
| Pääoman kustannus (WACC)            |        |
| Vero-% (WACC)                       | 20,0 % |
| Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E) | 10,0 % |
| Vieraan pääoman kustannus           | 10,0 % |
| Yrityksen Beta                      | 2,5    |
| Markkinoiden riski-preemio          | 4,75 % |
| Likviditeettipreemio                | 0,50 % |
| Riskitön korko                      | 2,5 %  |
| Oman pääoman kustannus              | 14,9 % |
| Pääoman keskim. kustannus (WACC)    | 14,2 % |

Lähde: Inderes

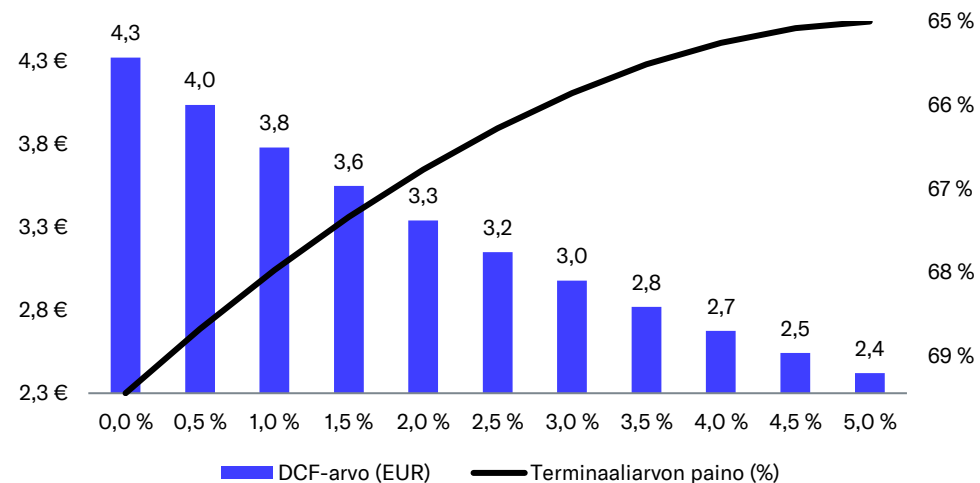


# DCF:n herkkyysslaskelmat ja avainoletukset graafeina

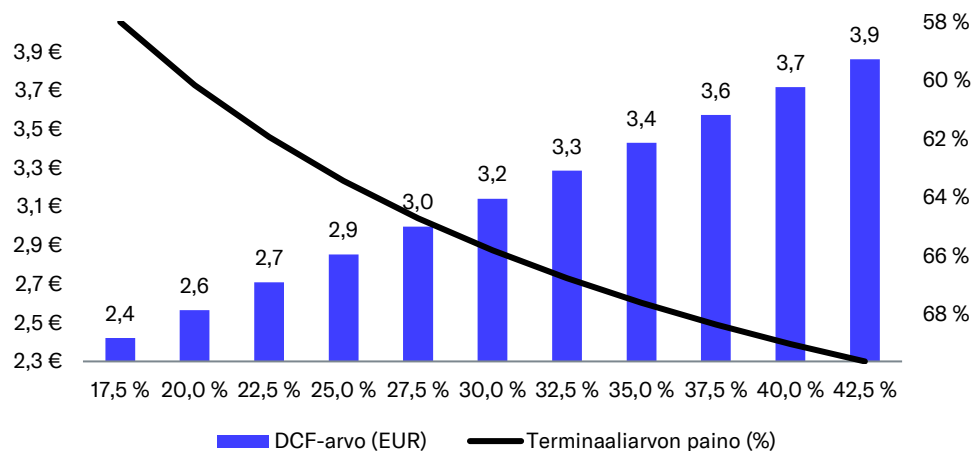
DCF-arvon herkkyys muutoksille WACC-%:ssa



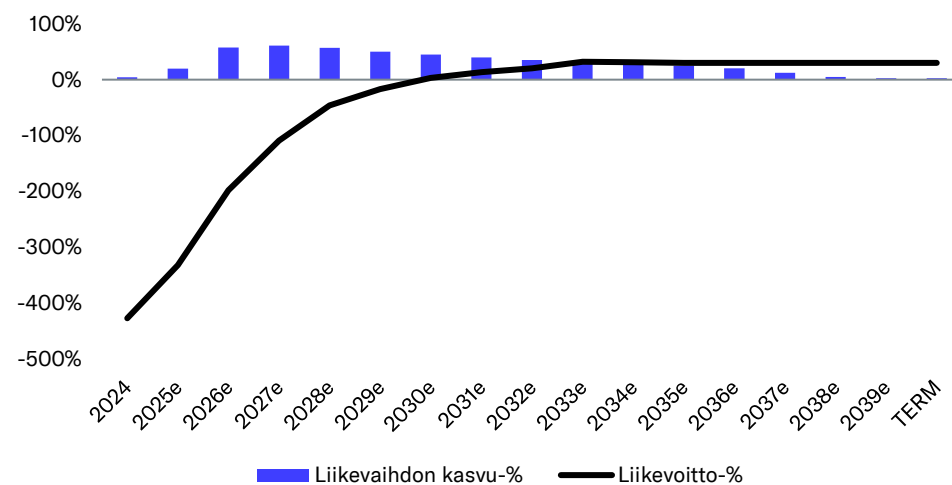
DCF-arvon herkkyys muutoksille riskittömässä korossa



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



DCF-laskelman kasvu- ja kannattavuusoletukset



# Yhteenveto

| Tuloslaskelma        | 2022  | 2023  | 2024  | 2025e | 2026e |
|----------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Liikevaihto          | 2,3   | 4,2   | 4,4   | 5,2   | 8,2   |
| Käyttökate           | -9,4  | -12,9 | -10,4 | -9,1  | -9,7  |
| Liikevoitto          | -13,6 | -18,5 | -18,6 | -17,3 | -16,2 |
| Voitto ennen veroja  | -16,2 | -18,2 | -17,4 | -16,3 | -15,5 |
| Nettovoitto          | -16,1 | -18,2 | -17,4 | -16,3 | -15,5 |
| Kertaluontoiset erät | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   |

| Tase              | 2022  | 2023  | 2024  | 2025e | 2026e |
|-------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Taseen loppusumma | 124,0 | 106,8 | 90,8  | 77,7  | 66,2  |
| Oma pääoma        | 111,4 | 97,4  | 82,9  | 69,6  | 57,1  |
| Liikearvo         | 1,0   | 1,0   | 1,0   | 1,0   | 1,0   |
| Nettovelat        | -90,6 | -78,0 | -65,2 | -54,7 | -42,1 |

| Kassavirta                | 2022  | 2023  | 2024  | 2025e | 2026e |
|---------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Käyttökate                | -9,4  | -12,9 | -10,4 | -9,1  | -9,7  |
| Nettokäyttöpääoman muutos | -1,3  | 0,1   | 0,0   | -1,0  | -1,8  |
| Operatiivinen kassavirta  | -10,6 | -12,8 | -10,5 | -10,1 | -11,5 |
| Investoinnit              | -7,2  | -3,7  | -5,8  | -4,3  | -4,9  |
| Vapaa kassavirta          | -18,4 | -17,1 | -17,0 | -11,4 | -13,4 |

| Arvostuskertoimet | 2022  | 2023  | 2024  | 2025e | 2026e |
|-------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| EV/Liikevaihto    | 8,3   | neg.  | 17,2  | 21,2  | 15,0  |
| EV/EBITDA         | neg.  | 1,9   | neg.  | neg.  | neg.  |
| EV/EBIT (oik.)    | neg.  | 1,3   | neg.  | neg.  | neg.  |
| P/E (oik.)        | neg.  | neg.  | neg.  | neg.  | neg.  |
| P/B               | 1,0   | 0,5   | 1,7   | 2,4   | 2,9   |
| Osinkotuotto-%    | 0,0 % | 0,0 % | 0,0 % | 0,0 % | 0,0 % |

Lähde: Inderes

| Osakekohtaiset luvut             | 2022  | 2023  | 2024  | 2025e | 2026e |
|----------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| EPS (raportoitu)                 | -0,27 | -0,30 | -0,29 | -0,27 | -0,25 |
| EPS (oikaistu)                   | -0,23 | -0,30 | -0,29 | -0,27 | -0,25 |
| Operat. Kassavirta / osake       | -0,18 | -0,21 | -0,17 | -0,17 | -0,19 |
| Operat. Vapaa kassavirta / osake | -0,31 | -0,28 | -0,28 | -0,19 | -0,22 |
| Omapääoma / osake                | 1,85  | 1,60  | 1,36  | 1,14  | 0,94  |
| Osinko / osake                   | 0,00  | 0,00  | 0,00  | 0,00  | 0,00  |

| Kasvu ja kannattavuus    | 2022     | 2023     | 2024     | 2025e    | 2026e    |
|--------------------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| Liikevaihdon kasvu-%     | 0 %      | 81 %     | 4 %      | 20 %     | 57 %     |
| Käyttökatteen kasvu-%    | 29 %     | 37 %     | -19 %    | -13 %    | 7 %      |
| Liikevoiton oik. kasvu-% | 58 %     | 36 %     | 0 %      | -7 %     | -6 %     |
| EPS oik. kasvu-%         | 13 %     | 28 %     | -4 %     | -6 %     | -5 %     |
| Käyttökate-%             | -405,9 % | -308,4 % | -239,4 % | -174,8 % | -118,3 % |
| Oik. Liikevoitto-%       | -589,5 % | -442,9 % | -426,6 % | -331,4 % | -197,6 % |
| Liikevoitto-%            | -589,5 % | -442,9 % | -426,6 % | -331,4 % | -197,6 % |
| ROE-%                    | -13,7 %  | -17,4 %  | -19,3 %  | -21,4 %  | -24,5 %  |
| ROI-%                    | -11,1 %  | -17,1 %  | -20,2 %  | -22,5 %  | -25,6 %  |
| Omavaraisuusaste         | 89,8 %   | 91,2 %   | 91,2 %   | 89,5 %   | 86,2 %   |
| Nettovelkaantumisaste    | -81,3 %  | -80,1 %  | -78,7 %  | -78,7 %  | -73,8 %  |



# 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 (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 sijoituskohteen arvoon vaikuttavista seikoista ja ottaa huomioon omat tavoitteensa, taloudellinen tilanteensa sekä tarvittaessa käytettävä neuvonantajia. Asiakas vastaa sijoituspäätöksensä tekemisestä ja niiden taloudellisesta tuloksesta.

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

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen 12 kuukauden kokonaistuotto-odotukseen (sis. kurssinousu ja osingot) ja huomioi Inderesin näkemyksen tuotto-odotukseen liittyvästä riskistä. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituksin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään 2-4 kertaa vuodessa yhtiöiden osavuosikatsausten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvion mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmäärittämismenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmäärittämismenetelmät 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 laatiineilla analyytikoilla tai Inderesin työntekijöillä ei voi olla 1) merkittävän taloudellisen edun ylittäviä omistuksia tai 2) yli 1 %:n omistusosuuksia missään tutkimuksen kohteena olevissa yhtiössä. Inderes Oyj voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoittavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oyj:n omistukset esitetään yksilöitynä 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 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 liikkeeseen laskijoille sijoittajaviestinnän palveluita, joiden tavoitteena on parantaa yhtiön ja pääomamarkkinoiden välistä kommunikaatiota. Näitä palveluita ovat sijoittajatilaisuuksien ja -tapahtumien järjestäminen, sijoittajaviestinnän liittyvä neuvonanto, sijoitustutkimusraporttien laatiminen.

Kaikki Inderes Oyj:n osakeomistukset sen seurannassa olevissa kohdeyhtiöissä esitetään yksilöityinä oikeaa rahaa sijoittavassa Inderes Oyj:n mallisalkussa.

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

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

## Suositus historia (>12 kk)

| Pvm        | Suositus | Tavoite | Osakekurssi |
|------------|----------|---------|-------------|
| 17/03/2023 | Vähennä  | 1,30 €  | 1,19 €      |
| 24/03/2023 | Vähennä  | 1,30 €  | 1,27 €      |
| 05/06/2023 | Vähennä  | 1,10 €  | 0,99 €      |
| 29/09/2023 | Vähennä  | 1,10 €  | 1,01 €      |
| 08/03/2024 | Lisää    | 1,25 €  | 1,02 €      |
| 11/05/2024 | Vähennä  | 1,60 €  | 1,79 €      |
| 23/09/2024 | Vähennä  | 2,90 €  | 3,33 €      |
| 07/03/2025 | Lisää    | 2,90 €  | 2,55 €      |
| 11/06/2025 | Vähennä  | 2,90 €  | 2,71 €      |



# TIETO ON SJOITTAJAN PERUSOIKEUS

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

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

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

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

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

## **Inderes Oyj**

Porkkalankatu 5  
00180 Helsinki  
+358 10 219 4690

## **Inderes Ab**

Vattugatan 17, 5tr  
Stockholm  
+46 8 411 43 80

Palkittua analyysia osoitteessa **inderes.fi**

**inderes.se**

**inde  
res.**