

NEXSTIM

25.06.2025 22.07 EEST



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

INDERESIN YHTIÖASIAKAS
LAAJA RAPORTTI



Tuloskäännne käsillä

Nexstim on terveysteknologiayhtiö, jonka magneettistimulaatiolaitteistoja käytetään vaativien aivoleikkausten suunnittelussa ja neurologisten sairauksien ja -häiriöiden hoidossa. Yhtiö on viime vuosien onnistuneen kasvun jälkeen tekemässä kuluvana vuonna voitollista tulosta. Tuloskäänteen myötä sijoitusprofiili on kehittynyt asteen kypsempään vaiheeseen, vaikka Nexstim profiloituukin edelleen varhaisen voitollisen vaiheen kasvuyhtiöksi. Odotamme yhtiöltä lähivuosina vahvaa kasvua uusien kumppanuussopimusten tukemana, joiden toteutumiseen liittyy myös epävarmuuksia. Nostamme tavoitehintamme 10,0 euroon (aik. 9,0) ennustetarkastusten myötä ja laskemme suosituksen vähennä-tasolle (aik. lisää) voimakkaan kurssinousun laskettua tuotto-riski-suhdetta.

Arvonluontia laitteistoilla, lisenssituotoilla ja klinikkaverkostomallilla

Nexstim kehittää ja myy laitteistoja terapiasovelluksiin vakavan masennuksen ja kivun hoitoon sekä diagnostiikkasovelluksiin vaativien aivoleikkausten suunnitteluun. Laitteistomyynti on päässyt kasvukantaan heikomman vuoden 2023 jälkeen ja loppuvuonna 2025 odotetaan uuden NBS6-laitteiston lanseerausta diagnostiikkaominaisuuksilla. Yhtiö on solminut viimeisen vuoden aikana yhteistyösopimuksia, jotka avaavat uusia kasvumahdollisuuksia. Brainlab-yhteistyö tuo diagnostiikkatuotteille jakeluvoimaa ja yhteistyö Sinaptica Theraputicsin kanssa avaa mahdollisuuksia Alzheimerin taudin hoidossa. Nexstim on myös lisensoinut teknologiaansa masennuksen hoitoon, mutta sopimus on ajautunut erimielisyyksiin. Nexstim on rakentanut yhteistyöklินิกoiden verkostoa ja tavoittelee siten osuutta hoitoklinikoiden arvonmuodostuksesta. Yhtiön liiketoimintamallissa on skaalautuvia piirteitä ja potentiaali korkeaan kannattavuuteen. Tällä hetkellä yhtiö profiloituu vielä selvästi kasvuyhtiöksi, jonka profiili on muuttumassa astetta kypsemmäksi tuloskäänteen

saavuttamisen myötä.

Odotuksissa voitollisuus 2025 alkaen

Nexstim on onnistunut viime vuosina kasvussaan ja on pienentänyt tappioitaan. Odotamme yhtiöltä pysyvämpää tuloskäännettä vuodesta 2025 alkaen Brainlab-yhteistyön ja siihen liittyvän 4 MEUR:n takuukatteen tukemana. Pidämme Sinaptican kanssa tehdyn aiesopimuksen virallistamista todennäköisenä, mikä myös toisi Nexstimille merkittävää kasvua lähivuosina ja vahvistaisi osaltaan tuloskäännettä. Ennustamme lähivuosille voimakasta kasvua, minkä saavuttaminen edellyttää onnistumista Brainlab-yhteistyössä, Sinaptica-sopimuksen toteutumista ennakkotietojen mukaan, lisenssituottojen toteutumista ja orgaanisessa kasvussa onnistumista. Ennusteriski on varsin korkea, sillä kasvu nojaa erittäin vahvasti sopimusten toteutumisiin ja uusiin liiketoiminta-avauksiin joihin näkyvyys on vähäinen. Pitkällä aikavälillä näemme potentiaalia jopa 20 %:n liikevoittoon korkean myyntikatteen ja lisenssituottojen ajamana, mikäli yhtiö onnistuu kasvustrategiassaan pitkällä aikavälillä. Nexstimin rahoitusasema on parantunut huomattavasti viimeisen vuoden aikana lainainstrumenttien, Brainlabin pääomasijoituksen ja tuloskäänteen näkymän myötä.

Hintalappu on korkean puoleinen tulevaisuuden epävarmuudet huomioiden

Tukeudumme arvonmäärityksessä EV/S-kertoimiin ja DCF-malliin lähivuosien tulostason ollessa vielä varsin epävarmalla pohjalla. Nexstimin 2025e EV/S on 6,1x ja laskee 2026e 4,7x tasolle voimakasta kasvua sisältävillä ennusteillamme. Osake on hinnoiteltu neutraalisti omaan historiaansa ja korkeasti listattuihin verrokkiyhtiöihin nähden. Kassavirtamalli (DCF) antaa osakkeelle 10,4 euron arvon. Osake on arviomme mukaan hieman yläkanttiin hinnoiteltu ja positiivinen suositus edellyttäisi matalampia arvostuskertoimia epävarman kasvun vastapainoksi.

Suositus

Vähennä

(aik. Lisää)

Tavoitehinta:

10,00 EUR

(aik. 9,00 EUR)

Osakekurssi:

12,30 EUR

Liiketoimintariski



Arvostusriski



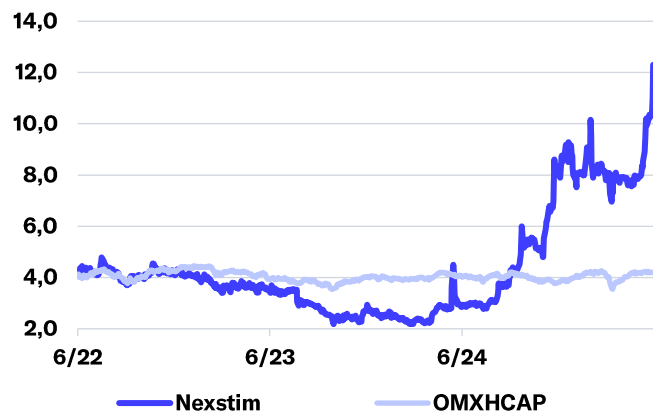
	2024	2025e	2026e	2027e
Liikevaihto	8,7	14,9	18,5	20,7
kasvu-%	21 %	70 %	25 %	11 %
EBIT oik.	-0,5	2,7	4,2	5,4
EBIT-% oik.	-6,1 %	18,4 %	22,9 %	26,1 %
Nettotulos	-0,9	2,5	4,0	5,3
EPS (oik.)	-0,12	0,35	0,57	0,74
P/E (oik.)	neg.	34,8	21,8	16,7
P/B	15,0	13,9	8,5	5,6
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
EV/EBIT (oik.)	neg.	33,3	20,4	15,1
EV/EBITDA	>100	24,5	15,6	12,7
EV/Liikevaihto	7,0	6,1	4,7	4,0

Lähde: Inderes

Ohjeistus

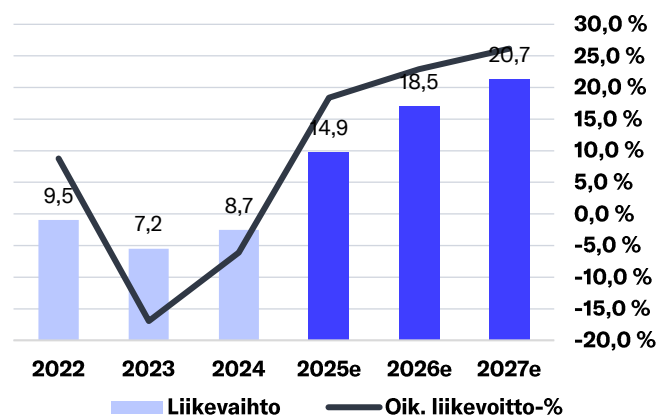
Yhtiö arvioi liikevaihdon kasvavan ja liiketuloksen paranevan vuonna 2025.

Osakekurssi



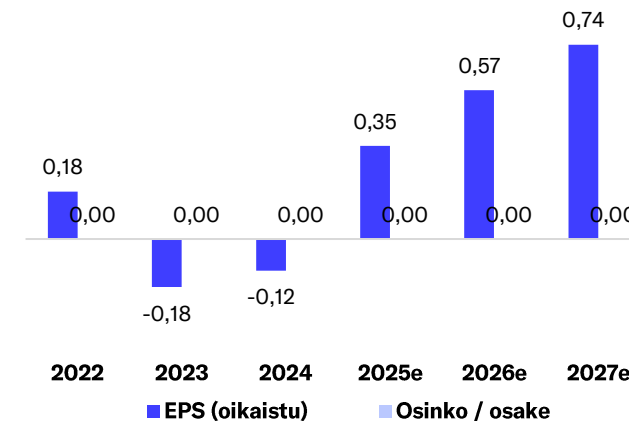
Lähde: Millistream Market Data AB

Liikevaihto ja liikevoitto-% (oik.)



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes

Arvoajurit

- Suuri kohdemarkkina, jota megatrendit tukevat.
- TMS-hoitojen suosio ja käyttö on trendinomaisessa kasvussa.
- Lisensointitulot voivat tuoda merkittävää kassavirtaa.
- Vahva asema diagnostiikkaliiketoiminnassa.
- Mahdollisuuksia laajentaa uusissa käyttöaiheissa, kuten Alzheimerin taudissa.
- Mahdollisuuksia uusilla markkinoilla, kuten Intiassa ja Japanissa.

Riskitekijät

- Terapiamarkkinan kilpailutilanne on paikoin haastava.
- Kilpailu diagnostiikassa on lisääntynyt.
- Yhtiön resurssit ovat rajatut kilpailijoihin nähden.
- Vähäinen näkyvyys tulevaan.
- Binäärinen riski Sinaptica- ja Magnus Medical –sopimukseen liittyen.

Arvostustaso	2025e	2026e	2027e
Osakekurssi	12,3	12,3	12,3
Osakemäärä, milj. kpl	7,16	7,16	7,16
Markkina-arvo	88	88	88
Yritysarvo (EV)	91	87	82
P/E (oik.)	34,8	21,8	16,7
P/E	34,8	21,8	16,7
P/B	13,9	8,5	5,6
P/S	5,9	4,7	4,3
EV/Liikevaihto	6,1	4,7	4,0
EV/EBITDA	24,5	15,6	12,7
EV/EBIT (oik.)	33,3	20,4	15,1
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %

Lähde: Inderes

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus	6-7
Teknologia ja tuotteet	8-11
Liiketoimintamalli	12-16
Toimiala ja kilpailu	17-22
Strategia ja taloudelliset tavoitteet	23
Taloudellinen tilanne	24-25
Sijoitusprofiili	26-27
Ennusteet	28-32
Arvonmäärittäminen ja suositus	33-39
Yhteenvetotaulukko	40
Vastuunvapauslauseke ja suositushistoria	41

Nexstim lyhyesti

Nexstim on terveysteknologiayhtiö aivosairauksien diagnostiikan ja hoidon alalla. Yhtiön laitteistoja käytetään aivoleikkausten suunnitteluun sekä vakavan masennuksen ja pitkittyneen kivun hoitoon.

2000

Perustamisvuosi

2014

Listautuminen First North -markkinapaikalle

8,7 MEUR (+20,5 % vs. 2023)

Liikevaihto 2024

-0,5 MEUR

Liiketulos 2024 (-6 % liikevaihdosta)

52 % / 48 % liikevaihdosta

Diagnostiikka- ja terapialiiketoimintojen osuus.

40

Henkilöstö 2024 lopussa

2000-2020 Perustan rakentamista

- 2000 Nexstim perustetaan
- 2009 FDA-hyväksyntä aivokuoren liikealueen kartoitukseen
- 2012 FDA-hyväksyntä puhealueen kartoitukseen
- 2014 listautuminen
- 2016-2018 Tutkimustulokset eivät puolla terapialaitteiston kaupallistamista aivohalvauspotilaiden kuntoutukseen.
- 2017 Terapialaitteistolle FDA-hyväksyntä vakavan masennuksen hoitoon
- 2018 Terapialaitteiston myynti alkaa. Yhtiö keskittyy vakavaan masennukseen ja krooniseen kipuun.

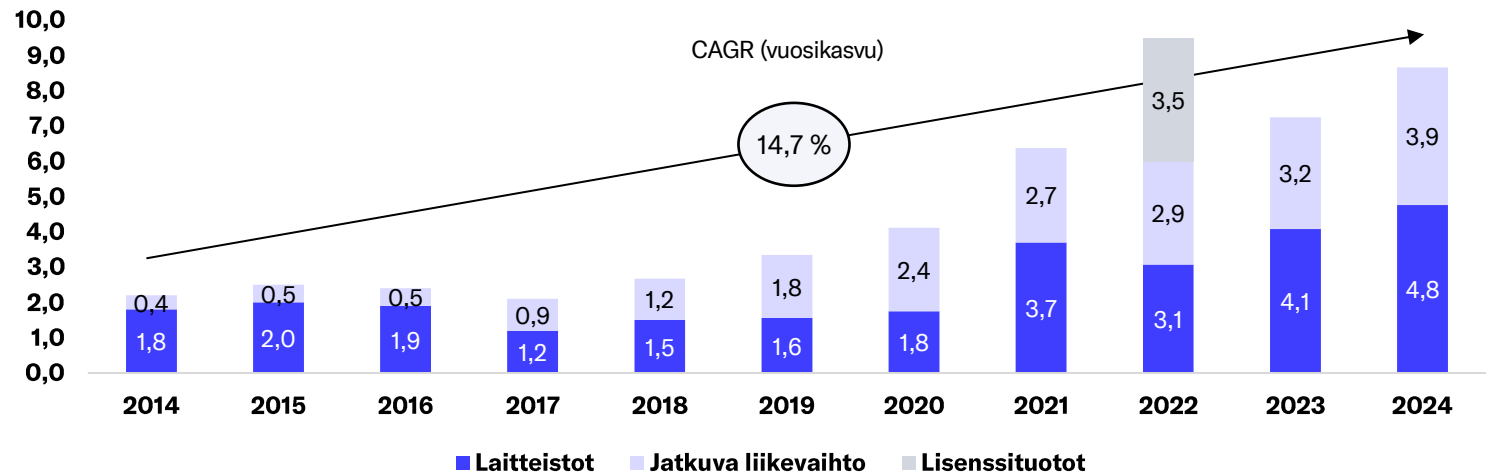
2021-2023 Kasvua ja uusia avauksia

- 2021 Taseen vahvistaminen 6,6 MEUR osakeannilla.
- 2021 Yhteistyöklinikkaverkoston käynnistäminen ja verkostoinvestointeihin liittyvän pääomasijoitusyhtiön perustaminen.
- 2022 Teknologian lisensointi Yhdysvaltojen terapiamarkkinalla Magnus Medicalille
- 2023: FDA-hyväksyntä uudelle NBS6-laitteistolle vakavan masennuksen hoitoon ja CE-merkintä masennuksen ja kroonisen kivun hoitoon.

2024 → Näkymä voitollisuuteen

- 2024 Aiesopimus teknologian käytöstä Alzheimerin taudin hoidossa
- 2024 Lisensointisopimus Magnus Medicalin kanssa ajautuu erimielisyyksiin
- 2024 Laaja jakelu- ja kehittämissopimus diagnostiikkalaitteistoissa Brainlabin kanssa.
- 2025 Uusi strategia 2025–28
- 2025 Odotuksissa viranomaishyväksyntä NBS6:n diagnostiikkasovelluksiin.
- 2025 mahdollinen sitova sopimus Alzheimerin taudin hoidon kehittämiseen.

Liikevaihto, MEUR



Yhtiökuvaus

Terveysteknologian käännetyhtiö rakentaa kasvua laitteistoilla, lisensoinnilla ja palveluilla

Nexstim on suomalainen kansainvälisillä markkinoilla toimiva terveysteknologiayhtiö, jonka tuotteet mahdollistavat aivoalueen toiminnallisten alueiden kartoituksen ja halutun aivoalueen tarkan stimuloinnin sähkökentän avulla. Yhtiö on perustettu 2000 ja se listautui Nasdaq First North -listalle 2014. Nexstimin missiona on mahdollistaa vaikeiden aivosairauksien ja -häiriöiden yksilöllinen ja tehokas diagnostiikka ja hoito.

Nexstimin liiketoiminta jakaantuu diagnostiikka- ja terapia-liiketoimintoihin. Diagnostiikkalaitteistot saivat myyntiluvat Euroopassa (CE-merkintä) ja Yhdysvalloissa (FDA-hyväksyntä) 2000-luvun lopulla ja 2010-luvun alkupuolella aivoalueen puhe- ja liikealueiden kartoitukseen. Terapialaitteisto lanseerattiin vuonna 2018 ja sillä on CE-merkintä ja FDA-hyväksyntä vakavan hoitoresistentin masennuksen hoitoon sekä CE-merkintä kroonisen neuropaattisen kivun hoitoon. Aiemmin diagnostiikka- ja terapiasovelluksiin myytiin eri laitteistomalleja. Yhtiön uusiin malli, keväällä 2023 terapiasovelluksiin lanseerattu NBS6 mahdollistaa eri sovellusten toteuttamisen ja niiden päivittämisen samalla modulaarisella laitteistoalustalla. NBS6 tulee arviomme mukaan olemaan pidemmällä aikavälillä yhtiö keskeisin ja mahdollisesti ainoa laitteisto, kunhan sille saadaan viranomaishyväksyntä myös diagnostiikkasovelluksiin. Yhtiö odottaa näitä lupia 2025 aikana. Nexstim sijoittuu markkinoilla korkeimpaan hinta- ja laatukategoriaan perustuen laitteistojen tarkkuuteen ja diagnostiikan ja terapian yhdistäviin integroituihin laitteistoihin.





Yhtiön myynti muodostuu kertaluontoisesta

laitteistomyynnistä, jatkuvasta palvelutyypisistä laskutuksesta, yhteistyöklonikoiden verkoston tuotoista ja teknologian lisensointituotoista. Kirjoitushetkellä 6/2025 valtaosa liikevaihdosta muodostuu laitteistomyynnistä ja laitteistojen käyttöön liittyvästä jatkuvasta liikevaihdosta. Lisenssimaksuliiketoiminta on potentiaalisesti mittavaa, mutta tällä hetkellä tuloja ei Nexstimille siitä toteudu. Myös klinikkaverkoston kautta tuleva liikevaihto on käsityksemme mukaan vielä pientä.

Yhtiön liiketoiminta on ollut historiassa tappiollista kertaluontoisen lisenssimaksun tukemaa vuotta 2022 lukuun ottamatta. Yhtiö on kuitenkin ennusteidemme mukaan tekemässä voitollista tulosta vuonna 2025 erityisesti Brainlab-jakeluyhteistyön tukemana. Nexstim onkin profiililtaan mielestämme kasvu- ja käännetyhtiö. Toimialalle tyypillisesti liiketoiminta on myös defensiivistä. Liikevaihto on korkeakatteista ja kustannuksista suuri osa kiinteitä, mikä tuo tulokseen hyvää skaalautumispotentiaalia, jos yhtiö onnistuu kasvattamaan liikevaihtoaan ajan myötä. Klinikaverkostomallilla on arviomme mukaan mahdollista tuottaa defensiivistä ja kassavirtaposiitivista, mutta alempikatteista ja vähemmän skaalautuvaa liiketoimintaa. Mahdolliset lisensointituotot olisivat luonnollisesti erittäin korkeakatteisia.

Riskien osalta yhtiön kustannusrakenne on toistaiseksi korkea liikevaihdon tasoon nähden ja resurssit ovat pieniä keskeisimpiin kilpailijoihin verrattuna. Näkyvyys tulevaan kehitykseen on myös melko alhaisella tasolla defensiivisyydestä huolimatta ja kehitykseen liittyy binääristä riskiä sen perusteella toteutuvatko yksittäiset sopimukset ja millaisilla aikatauluilla ja ehdoilla.

Nexstim pähkinänkuoressa

 Yhtiö	Nexstim Perustettu 2000; listautuminen 2014 Nasdaq First North				
	<table><tr><td>Laitteistot</td><td>Jatkuva liikevaihto</td><td>Lisensointi</td><td>Klinikkayhteistyöt</td></tr></table>	Laitteistot	Jatkuva liikevaihto	Lisensointi	Klinikkayhteistyöt
Laitteistot	Jatkuva liikevaihto	Lisensointi	Klinikkayhteistyöt		
 Diagnostiikkaliiketoiminta	Diagnostiikka Leikkausta edeltävä aivoalueen liike- ja puhealueiden kartoitus				
	<table><tr><td>NBS5+ Nykyinen laitteisto on elinkaarensa lopussa</td><td>NBS6 Viranomais-hyväksynät 2025¹</td></tr></table>	NBS5+ Nykyinen laitteisto on elinkaarensa lopussa	NBS6 Viranomais-hyväksynät 2025 ¹		
NBS5+ Nykyinen laitteisto on elinkaarensa lopussa	NBS6 Viranomais-hyväksynät 2025 ¹				
 Terapia-liiketoiminta	Terapia Vakavan hoitoresistentin masennuksen ja kroonisen neuropaattisen kivun hoito				
	NBS6 FDA-hyväksyntä masennus; CE-merkintä masennus ja kipu				
 Kumppanuudet	Brainlab Diagnostiikkalaitteiston jakelu ja laitteiston kehitysyhteistyö				
	Sinaptica Therapeutics Aiesopimus Alzheimerin taudin alalla				
	Magnus Medical Teknologian lisensointisopimus (ajautunut erimielisyyksiin)				
	Klinikkaverkosto Kolme ² yhteistyöklonikkaa Yhdysvalloissa				

- 1) Nexstimin arvio myyntilupien saamisesta diagnostiikkasovelluksiin
- 2) Tilanne 6/2025. Nexstimin strateginen tavoite on verkoston kasvattaminen

Lähde: Nexstim / Inderes

Liiketoimintamallin tiivistelmä

Asiakkaat



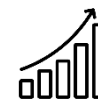
Toimintamalli



Monetisaatio



Kasvun mahdollisuudet



Laitteistot ja jatkuva liikevaihto

Sairaalat, tutkimuslaitokset ja yksityiset klinikat globaalisti. Päämarkkinat Yhdysvalloissa ja EU-alueella.

Laitteistojen myynti oman organisaation ja jakelijoiden yhdistelmämallilla. Diagnostiikkalaitteistoissa kumppani Brainlabilla keskeinen rooli.

Jatkuva liikevaihto huoltosopimuksista, käyttölisensseistä ja kertakäyttöosista.

Kertaluonteinen liikevaihto laitteistomyynistä.

Jatkuva liikevaihto laitteistojen leasing- ja huoltosopimuksista sekä kertakäyttöosista.

Laitekannan kasvattaminen.

Jatkuvan liikevaihdon kasvu käyttöasteita nostamalla ja suuremman laitekannan kautta.



Kumppanuudet ja lisensointi

Sinaptica Therapeutics: vaiheen III monikeskustutkimus suunnitteilla. Myöhemmin Alzheimerin tautia hoitavat sairaalat ja klinikat.

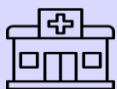
Magnus Medical: Sairaalat ja klinikat, joissa hoidetaan vakavaa masennusta nopeutetulla TMS-protokollalla. Maantieteellinen fokus Yhdysvalloissa.

Aiesopimus Alzheimerin taudin hoitoon liittyen Sinaptican kanssa.

Kumppanuus Magnus Medicalin kanssa, masennuksen hoidossa. Yhtiöillä erimielisyyksiä lisenssimaksuista.

Nexstim on saanut lisensoinnin allekirjoitusmaksun 3,5 MEUR vuonna 2022. Jatkossa mahdollisesti myytiin liittyviä lisenssimaksuja.

Nexstim on viitannut mahdollisuuksiin myös uusissa teknologian lisensointisopimuksissa.



Yhteistyö-klinikoiden verkosto

Yksityiset klinikat erityisesti Yhdysvalloissa ja Euroopassa.

Nexstim on omistaja tai osakas palveluyhtiössä, joka tukee klinikan toimintaa päivittäisillä toiminnoilla ja asiantuntijapalveluilla. Myös suora sijoitus klinikkaan voi olla mahdollista Euroopassa. Arviomme mukaan defensiivinen ja alkuvaiheen jälkeen kassavirtapositiivinen toimintamalli.

Palveluyhtiö laskuttaa klinikkaa palveluista.

Investoinnit uusiin palveluyhtiöihin ja olemassa olevien klinikoiden kasvu.

Teknologia ja tuotteet 1/3

Transkraniaalinen magneettistimulaatio (TMS)

Transkraniaalinen magneettistimulaatio (TMS) on 1980-luvulla kehitetty menetelmä, jossa kallon ulkopuolisella magneettikelalla tuotetulla sähkökentällä saadaan aikaan aivojen sähköisen toiminnan muutoksia. Nexstim on edelleen kehittänyt TMS-menetelmää erityisesti sen kohdennettavuuden, tarkkuuden ja toistettavuuden parantamiseksi. Teknologia on todistetusti hyödyllinen useissa käyttöaiheissa osalle potilaista, kuten vakavan hoitoresistentin masennuksen hoidossa. TMS-hoito palauttaa aivojen sähköistä toimintaa normaaliin suuntaan ja vähentää masennuksen oireita. Vaikutus kestää tyypillisesti joitain viikkoja tai kuukausia. Myös esimerkiksi pitkittyneen neuropaattisen kivun hoidossa menetelmän hyödyistä on vahvaa näyttöä. TMS:n etuja muihin hoitoihin verrattuna on lääkkeettömyys, kajoamattomuus (ei tarvita leikkausta), vähäiset haittavaikutukset ja helppous potilaalle. Haittapuolena on nähdäksemme pitkä ja kallis hoitajakso, joka voi vähentää hoidon käyttöä ja potentiaalisten potilaiden määrää. Myös hoidon vaikutus hiipuu tyypillisesti ajan mittaan .

Nexstimin laitteistojen käyttö edellyttää ensin magneettiresonanssikuvannuksella (MRI) hankittua tarkkaa kolmiulotteista kuvaa potilaan aivoista. Kuvantamisen kustannukset ovat tyypillisesti muutamia satoja euroja. Kuvantamisen jälkeen aivokuorta voidaan aktivoida TMS:llä. Osalla TMS-valmistajista MRI-kuvannusta ei tarvita, jolloin TMS on vähemmän tarkkaa, mutta toisaalta nopeampaa ja halvempaa toteuttaa.

Nexstimin teknologian vahvuus on sähkökentän navigoitavuus. Yhtiön laitteilla voidaan määrittää sähkökentän paikka, suunta ja voimakkuus reaaliajassa. Kun

kolmiulotteinen MRI-kuva aivoista yhdistetään sähkökentän mittaustietoihin, hoitohenkilökunta voi kohdentaa hoidon tarkasti ja aktivoida tai inhiboida juuri halutun aivoalueen. Nexstimin laitteisto mahdollistaa myös TMS:n visualisoinnin ja sähkökentän muutokset reaaliajassa, kun hoitava henkilö muuttaa magneettikelan paikkaa. Tarkka tieto sähkökentän paikasta ja suunnasta auttaa myös hoidon toistamista samanlaisena hoitokerrasta toiseen. Korkea tarkkuus tukee osaltaan terapisovellusten vaikuttavuutta ja hyviä leikkaustuloksia diagnostiikkasovelluksissa.

Nexstimin laitteistot on hyväksytty vakavan masennuksen ja kroonisen kivun hoitoon

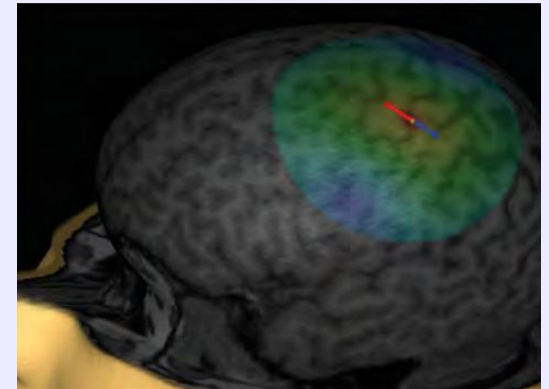
Nexstimillä on viranomaisluvut vakavan masennuksen hoitoon Euroopassa ja Yhdysvalloissa sekä kroonisen kivun hoitoon Euroopassa NBS6-laitteistolle. TMS-teknologiaa käytetään myös muihin käyttöaiheisiin, kuten pakko-oireisen häiriön tai riippuvuuksien hoitoon (ks sivut 21-22). Nexstim on myös vihjannut mahdollisiin käyttöaiheiden laajennuksiin tulevaisuudessa. Ilmiselvä mahdollisuus liittyy Alzheimerin taudin hoitoon (ks. sivut 13-14).

Masennuksen hoidossa vakavasti masentuneilla potilailla on tyypillisesti sähköisesti normaalia epäaktiivisempi vasen etuaivolohko. TMS-hoidossa tätä aluetta aktivoidaan kerran päivässä 4-6 viikon ajan. Hoito vähentää todistetusti masennuksen oireita. Lisäksi hoito voidaan yhdistää psykoterapiaan ja/tai lääkehoitoon mahdollisesti entistä parempien tulosten saavuttamiseksi. Myös kroonisen kivun hoidossa TMS:llä saavutetaan tuloksia tietyillä potilasryhmillä. Toistaiseksi kivun hoito on arviomme mukaan Nexstimille pientä liiketoimintaa verrattuna masennuksen hoitoon.

Laitteisto hoitokäytössä



Sähkökenttä visualisoituna aivojen 3D -mallin päällä



Kuvat: Nexstim

Teknologia ja tuotteet 2/3

Diagnostiikkasovellukset perustuvat aivokuoren puhe- ja liikealueiden kartoitukseen

Nexstimin diagnostiikkasovellukset perustuvat yhtiön Navigated Brain Stimulation (NBS) -teknologiaan. NBS mahdollistaa aivokuoren puhe- ja liikealueiden täsmällisen kartoittamisen, mikä voidaan hyödyntää esimerkiksi aivoleikkausten tai sädehoidon suunnittelussa. Kartoitusta käytetään ensisijaisesti vaativien aivoleikkausten suunnittelussa, jolloin leikkaava kirurgi tai sädehoitoa antava lääkäri saavat tärkeää tietoa näiden alueiden suhteesta aivokasvaimeen tai esimerkiksi leikattaviin epilepsian kannalta keskeisiin alueisiin. Teknologia johtaa todistetusti parempiin hoitotuloksiin. Laitteistoa käytetään myös tutkimustarkoituksiin yliopistoissa ja tutkimuslaitoksissa, joissa Nexstimillä on käsityksemme mukaan vahva asema perustuen laitteiston korkeaan tarkkuuteen. Yhtiö on myynyt diagnostiikkalaitteistojaan vuodesta 2010 lähtien yli 245 laitteistoa maailmanlaajuisesti (Q1'25 tilanne). Tällä hetkellä suosituin laitteisto on NBS5+, mutta odotamme vielä viimeisiä viranomaislupia odottavan NBS6:n korvaavan sen tulevaisuudessa.

Puhtaat terapia-laitteistot ovat jäämässä pois myynnistä

Nexstim sai vuonna 2017 FDA:n hyväksynnän terapia-laitteistonsa (Navigated Brain Therapy NBT) käyttöön vakavan masennuksen hoidossa ja aloitti myynnin vuonna 2018. Lisäksi Euroopassa yhtiöllä on laitteistolle CE-merkintä vakavan masennuksen ja pitkittyneen hermoperäisen kivun hoitoon. Laitteistojen tärkeimpiä asiakkaita ovat TMS-hoitoa tarjoavat yksityiset klinikat Yhdysvalloissa sekä sairaalat EU-alueella. NBS5+ ja NBS6-yhdistelmä-laitteistot ovat jo pitkälti korvanneet puhtaasti terapiakäyttöön tarkoitetut NBT-

laitteistot.

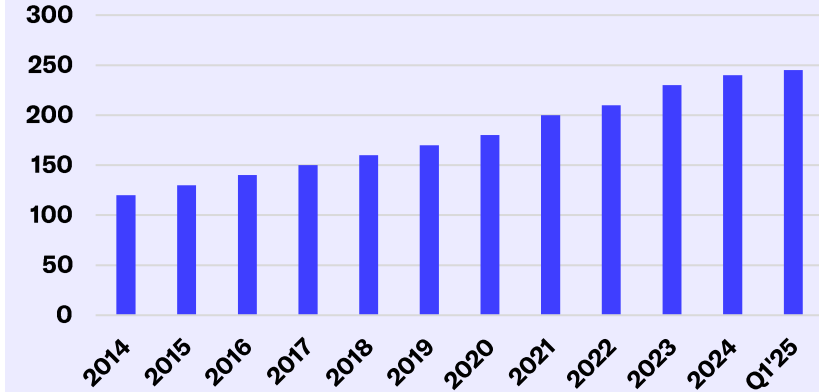
NBS6 – modulaarinen yhdistelmä-laitteisto

Nexstimin uusi tuote NBS6 on modulaarinen laitteisto, joka kykenee sekä diagnostiikka- että terapiasovelluksiin. Eri sovelluksia voidaan lisätä laitteistoon ohjelmistopäivityksinä, joista asiakas maksaa Nexstimille lisenssimaksuja. Laitteisto tuo siten joustavuutta asiakkaille ja skaalautuvuutta Nexstimin liiketoimintaan jatkuvan korkeakatteisen liikevaihdon myötä. NBS6 eroaa aiemmista laitteistoversioista yhtiön mukaan erityisesti helppokäyttöisyyden osalta.

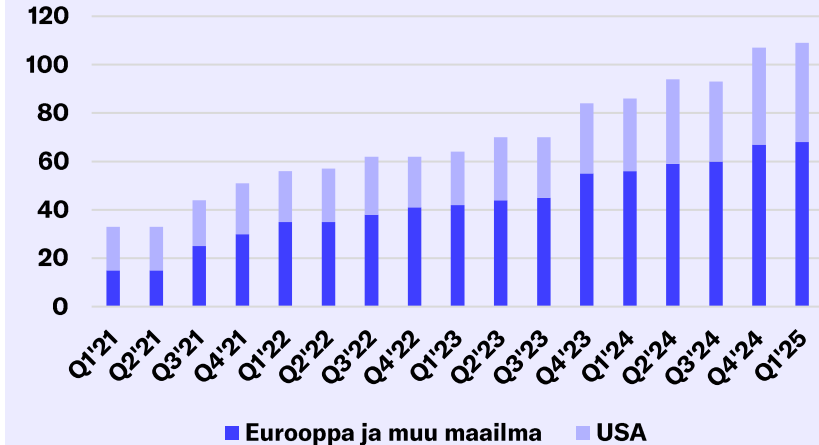
Nexstim sai NBS6-laitteistolle CE-merkinnän ja FDA-hyväksynnän terapiakäyttöön vuonna 2023. Diagnostiikkasovelluksiin yhtiö on kertonut odottavansa hyväksyntöjä vuoden 2025 aikana. Asiakkaat, jotka haluavat molemmat toiminnallisuudet samaan laitteistoon ennen näitä lupia, joutuvat toistaiseksi valitsemaan vanhemman sukupolven NBS5+ -yhdistelmä-laitteiston. Toisaalta diagnostiikkasovelluksia on mahdollista lisätä NBS6-laitteeseen myöhemmin, jos asiakas ei niitä heti tarvitse. Käsityksemme mukaan yhdistelmä-laitteistoja käytetään sairaaloissa ja tutkimuslaitoksissa yhteiskäytössä useiden osastojen kesken, jolloin laiteiston hankinnan kynnyks voi madaltua ja käyttöaste nousta. Yhdistelmä-laitteita voidaan käyttää myös klinikoilla potilaiden diagnosointiin ja hoitamiseen.

Terapiakäyttöön soveltuva laitteistokanta (sis NBT, NBS5 ja NBS6). On kasvanut 109:n (Q1'25). Laitteistoissa 41 sijaitti Yhdysvalloissa ja 68 Euroopassa ja muualla maailmassa.







Myytyt diagnostiikkalaitteistot, kumulatiivisesti



Terapia-laitteistokanta, kpl



Teknologia ja tuotteet 3/3 – Sovellusalueet

	Tarve/ongelma 	Nexstimin ratkaisu 	Nexstimin vahvuudet 	Muuta 
 Diagnostiikka-sovellukset	<p>Vaativa aivosyöpäleikkaus tai sädehoito voi vahingoittaa tärkeitä aivokuoren puhe- tai liikealueita.</p> <p>Leikkauksen aikana tapahtuva perinteinen kartoitus lisää komplikaatioiden riskiä.</p> <p>Lapsille soveltuva ennakkokartoitus puuttuu.</p>	<p>Teknologia mahdollistaa aivoalueiden toiminnallisen kartoituksen, jolloin tärkeät alueet eivät vahingoitu.</p> <p>Kartoitus tehdään kallon ulkopuolelta magneettikentän avulla ilman leikkausta.</p> <p>Menetelmä sopii myös lapsipotilaille.</p>	<p>Ainoa kyseisen teknologian tarjoaja, jolla on sekä FDA- että CE-hyväksynät. Ratkaisu tuottaa parempia hoitotuloksia.</p> <p>Kajoamaton menetelmä parantaa leikkauksen tai sädehoidon tuloksia ja on potilaalle turvallisempi ja miellyttävämpi leikkaukseen verrattuna. TMS on myös tarkempi funktionaaliseen MRI:n (fMRI) verrattuna.</p>	<p>Viranomaisilta sekä FDA-hyväksyntä (Yhdysvallat) että CE-merkintä (Eurooppa) puhe- ja liikealueiden kartoitukseen.</p> <p>Noin 250 myytyä laitteistoa. Laitteistokanta arviomme mukaan yli 100 kappaletta.</p> <p>Laitteiston listahinta noin 300 000 euroa.</p>
 Terapia-sovellukset	<p>Merkittävä osa vakavasti masentuneista tai kroonisesta kivusta kärsivistä potilaista ei hyödy olemassa olevista muista hoidoista.</p> <p>Lääkehoito voi aiheuttaa haittavaikutuksia.</p>	<p>Teknologia mahdollistaa oireiden lieventämisen muuttamalla sairauteen liittyvien aivoalueiden toimintaa.</p> <p>TMS on lääkkeetön, turvallinen ja sen haitat ovat vähäiset.</p>	<p>Korkea tarkkuus hoidon kohdentamisessa tukee hyviä hoitotuloksia ja parantaa hoidon toistettavuutta.</p>	<p>Vakavan masennuksen hoitoon FDA-hyväksyntä ja CE-merkintä. Kroonisen neuropaattisen kivun hoitoon CE-merkintä.</p> <p>Laitteistokanta noin 110 sisältäen terapisovelluksiin kykenevät yhdistelmälaitteistot.</p> <p>Listahinta noin 200 000 euroa.</p>

Esimerkkejä diagnostiikka ja terapiasovelluksista

Leikkausta edeltävä kartoitus diagnostiikkalaitteistolla

1



Potilaan aivoista rakennetaan kolmiulotteinen malli magneettiresonanssikuvannuksen ja Nexstimin ohjelmiston avulla.

2



Hoitava henkilö kohdistaa kolmiulotteisen mallin avulla diagnostiikkalaitteiston luoman sähkökentän halutulle aivokuoren liike- tai puhealueelle. Seurauksena kyseinen aivoalue aktivoituu.

3



Liikettä säätelevä aivokuoren alue saadaan kartoitettua mittaamalla aivokuoren aktivaation kanssa samaan aikaan lihasaktiivisuutta esimerkiksi käsistä.

3



Puhealueen kartoituksessa potilas nimeää näkemiään kuvia samalla, kun aivojen puhealuetta stimuloidaan. Puhealue voidaan tunnistaa kun potilaalle tulee vaikeuksia nimetä näkemiään kuvia stimulaation seurauksena.

4



Kartoituksen jälkeen voidaan tehdä leikkaus tai antaa sädehoito. Diagnostiikkalaitteistolla tehty kartoitus johtaa todistetusti parempiin hoitotuloksiin.

Masennuksen ja kivun hoito terapialaitteistolla

1



Potilaan aivoista rakennetaan kolmiulotteinen malli magneettiresonanssikuvannuksen ja Nexstimin ohjelmiston avulla. Hoito mukautetaan potilaan aivojen rakenteen mukaan.

2



Hoitava henkilö kohdistaa kolmiulotteisen mallin avulla terapialaitteiston luoman sähkökentän oikealle alueelle.

3



Hoito toistetaan hoitoprotokolla mukaan. Esimerkiksi vakavaa masennusta hoidetaan kerran päivässä joka arkipäivä 4-6 viikon ajan.

Hoidon toteutus

- Potilas on tajuissaan ja voi liikkua
- Hoito on lähes kivuton ja haittavaikutukset harvinaisia
- Liikealueen kartoituksen kesto n 1 tunti
- Puhealueen kartoitus useita tunteja
- Masennuksen ja kivun hoitokerta 15-45 minuuttia hoitoprotokollasta riippuen

Liiketoimintamalli 1/4

Laitteistojen asiakkaat ovat sairaaloita, klinikoita ja tutkimuslaitoksia

Diagnostiikkaliiketoiminnan asiakkaat ovat tyypillisesti vaativia aivoleikkauksia tekevät ja sädehoitoa antavat sairaalat ja yksityiset klinikat. Laitteistoja käytetään myös tutkimustarkoituksiin esimerkiksi yliopistoissa ja sairaaloiden psykiatrian osastoilla. Diagnostiikkalaitteistojen potentiaalinen asiakaskunta on rajattu ja suhteellisen helposti määriteltävissä: se koostuu Nexstimin mukaan EU:ssa ja Yhdysvalloissa noin 1200 sairaalan osastosta tai klinikasta. Yhtiö tiedostaa ja tuntee arviomme mukaan tämän potentiaalisen asiakaskunnan hyvin.

Terapialiiketoiminnan tärkeimpiä asiakkaita ovat psykiatriset sairaalat ja yksityiset TMS-klinikat. TMS-hoidon vakuutuskorvattavuus Yhdysvalloissa tekee hoidon hinnan puolesta houkuttelevammaksi ja nostaa Yhdysvallat alan ja yhtiön tärkeimmäksi markkinaksi. Euroopassa asiakaskenttä on pirstaloituneempi vaihtelevien kansallisten käytäntöjen ja vakuutuskorvattavuuden vaihtelevuuden vuoksi.

Diagnostiikkalaitteistojen listahinta on käsityksemme mukaan noin 300 000 euroa ja terapialaitteistojen noin 200 000 euroa. Laitteistot muodostaa arviomme mukaan asiakkaille merkittävän investoinnin, johon liittyy harkinnanvaraisuutta. Toimintaympäristön muutos inflaation ja korkojen nousun myötä vaikuttaakin hidastaneen asiakkaiden päätöksentekoa jossain määrin 2022-2023 aikana. Tämä vaikutus jäi kuitenkin käsityksemme mukaan väliaikaiseksi ja liiketoiminta on kokonaisuudessaan mielestämme defensiivistä.

Valmistus on ulkoistettu pitkäaikaiselle kumppanille

Nexstim ei valmista laitteitaan itse, vaan käyttää valmistuksessa suomalaista alihankkijaa. Kyseessä on pitkäaikainen yhteistyö, joka on ymmärtääksemme toiminut hyvin. Käsityksemme mukaan sopimusvalmistus olisi

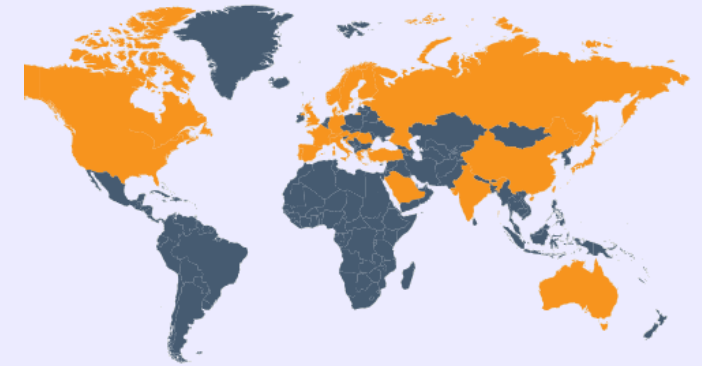
mahdollista siirtää myös toiselle valmistajalle verrattain helposti, jos sille ilmenisi tarvetta. Sopimusvalmistukseen ei siten mielestämme liity merkittävää riskiä.

Diagnostiikkalaitteistojen jakelu nojaa Brainlab-yhteistyöhön

Diagnostiikkalaitteistojen osalta Nexstimin laitteistojen jakelu tulee nojaamaan vahvasti yhteistyöhön saksalaisen Brainlabin kanssa. Yhtiöt julkistivat loppuvuodesta 2024 jakelu- ja kehittämissopimuksen. Sopimuksen mukaan Brainlab tulee olemaan diagnostiikkalaitteistojen pääasiallisena jakelijana. Nexstim jatkaa laitteistojen suoramyyntiä omalla organisaatiolla esimerkiksi diagnostiikkalaitteistojen tutkimuskäyttöön. Aiempien jakelijoiden suhteen sovelletaan siirtymäaikaa. Osana sopimusta Nexstim saa vuonna 2024 takuukatteen 4 MEUR, joka toimii siltarahoituksena, kun vanhoista jakelijoista luovutaan ja omaa myyntiorganisaatiota fokusoidaan uudelleen. Sopimus sisältää myös enimmillään 5,1 MEUR:n pääomasijoituksen Nexstimin. Tästä toteutui välittömästi 1,15 MEUR:n sijoitus sopimuksen solmimisen yhteydessä. Terapialaitteistojen ja tutkimuskäyttöisten laitteistojen suhteen Nexstim jatkaa edelleen olemassa olevien jakelijoiden ja oman myyntiorganisaation yhdistelmällä.

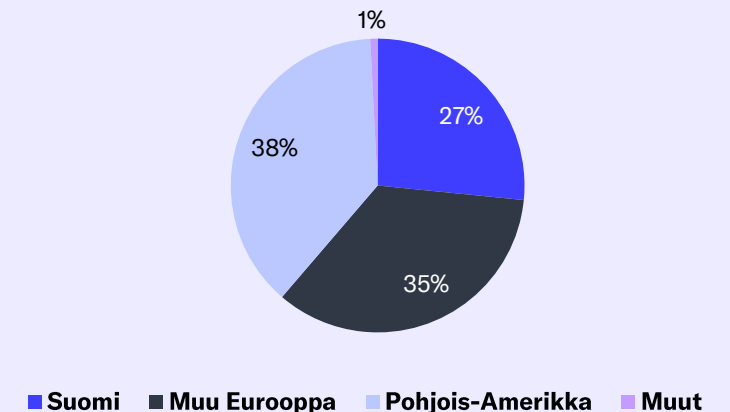
Nexstim päivitti organisaatiotaan alkuvuodesta 2023 globaaliksi prosessiorganisaatioksi, joka vastaa keskitetysti esimerkiksi maailmanlaajuisesta terapialaitteistojen myynnistä ja markkinoinnista. Aiemmin Nexstimin tytäryhtiöt vastasivat saksankielisessä Euroopassa ja Yhdysvalloissa niiden markkinoiden myynnistä itsenäisemmin. Oma myynti-, markkinointi- ja asiakastuenorganisaatio mahdollistaa Nexstimille tiiviin yhteyden asiakkaisiin avainmarkkinoilla ja erinomaisen myyntikatteen. Toisaalta oma organisaatio tarkoittaa korkeampia kiinteitä kuluja.

Nexstimillä on asiakkaita noin 30 maasta



Kuva: Nexstim

Liikevaihdon maantieteellinen jakauma 2024



Lähde: Nexstim

Liiketoimintamalli 2/4

Avainmarkkinoiden ulkopuolella Nexstimin terapialaitteistojen myynti tapahtuu jakelijoiden kautta. Arvioimme jakelijoiden kautta tapahtuvan myynnin olevan omaa myyntiä matalakatteisempaa jakelijoiden katteen ollessa arviolta noin 40 %. Toisaalta jakelijoiden käyttö mahdollistaa Nexstimille globaalin myyntiverkoston suhteellisen pienillä kiinteillä kuluilla. Nexstimin laitteistoja onkin käytössä noin 30 maassa ympäri maailmaa. Yhtiöllä on käsittääksemme myös hyvät edellytykset tehdä myyntiä ja koulutusta virtuaalisesti Suomesta käsin.

Laitteistomyynti ja jatkuva liikevaihto

Nexstimin liikevaihto muodostuu sekä diagnostiikka- että terapialiiketoiminnoissa laitteistomyynnistä ja jatkuvasta liikevaihdosta. Jatkuva liikevaihto muodostuu esimerkiksi laitteistojen leasing-sopimuksista, kertakäyttöosista, huolto- ja ylläpitosopimuksista, sekä koulutus- ja tukipalveluista. Laitteistomyynnissä on kausiluonteisuutta myynnin painottuessa vuoden loppuun sairaaloiden budjettien käytöstä johtuen. Sekä laitteistomyynti että jatkuva liikevaihto ovat defensiivistä ja korkeakatteista liiketoimintaa.

Diagnostiikan laitteistomyynti (2024: 3,1 MEUR) on yhtiölle selvästi tärkeämpää jatkuvaan liikevaihtoon (1,4 MEUR) verrattuna. Tämä johtuu suhteellisesti pienemmästä kertakäyttöosien tarpeesta terapiakäyttöön verrattuna. Tilanne on päinvastainen terapiasovelluksissa, jossa laitteistomyynti (2024: 1,6 MEUR) alittaa selvästi jatkuvan liikevaihdon (2,5 MEUR) tason. Jatkuvan liikevaihdon osalta huoltosopimusten käyttö on käsityksemme mukaan lisääntymässä. Tämä tuonee jatkossa jatkuvaa liikevaihtoa enenevissä määrin myös diagnostiikkaliiketoiminnoista. Toisaalta kertakäyttöosissa on ollut kilpailun tuomaa hintapainetta, mikä laskee hieman jatkuvan liikevaihdon roolia terapialiiketoiminnassa.

Nexstimillä on ollut satunnaisesti myös projektiluonteista

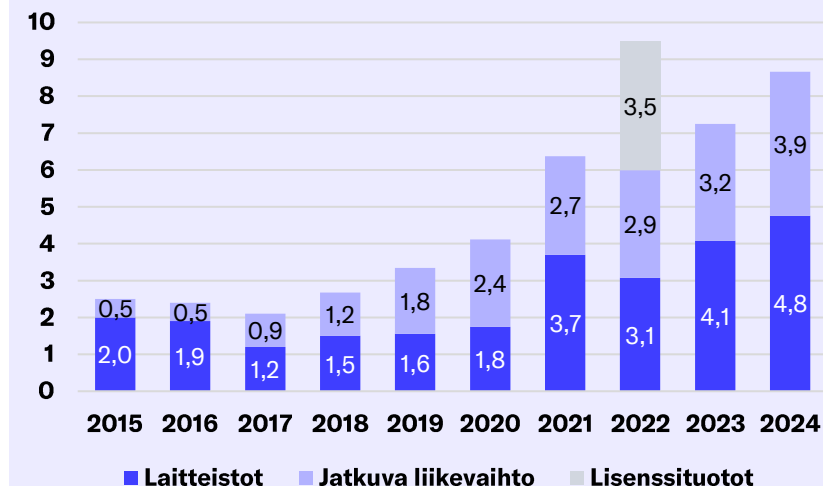
liiketoimintaa räätälöityjen laitteiden myynnin kautta. Esimerkiksi H2'21:llä yhtiö toimitti asiakkailleen kaksi räätälöityä prototyypilaitteistoa, joiden yhteenlaskettu liikevaihto oli 0,9 MEUR. Käsityksemme mukaan räätälöidyt tuotteet ovat yhtiölle kannattavaa, mutta harvinaista liiketoimintaa.

Teknologian lisensointi tuo korkeakatteista liikevaihtoa lähivuosina

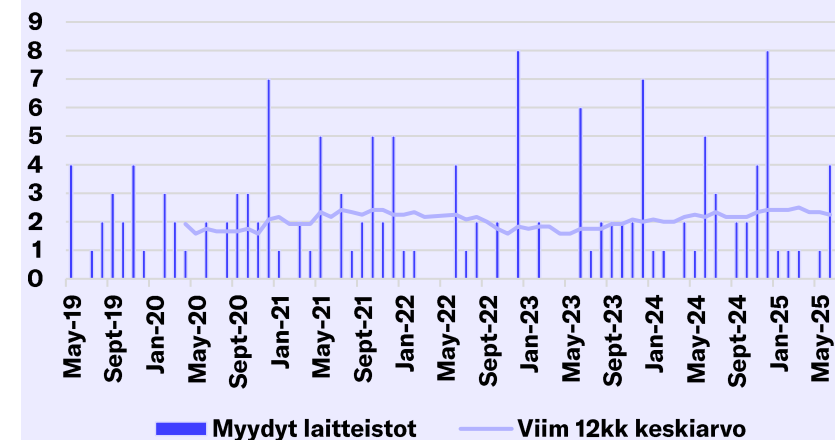
Viime vuosin Nexstimin liiketoimintaan on tullut uutena elementtinä laitteistomyynnin ja jatkuvan liikevaihdon rinnalle teknologian lisensointi ja siihen liittyvät maksut. Toistaiseksi lisenssimaksuja on realisoitunut vasta yhden allekirjoitusmaksun verran, mutta tulevaisuudessa potentiaali näyttää olevan kasvamassa.

Ensimmäinen avaus lisenssiliiketoimintaan tuli alkuvuodesta 2022, kun Nexstim kertoi lisensoineensa teknologiaansa Yhdysvaltalaiselle Magnus Medicalille masennuksen hoitoon. Nexstim sai sopimuksesta 3,5 MEUR allekirjoitusmaksun, joka tuloutui samana vuonna. Loppuosa sopimuksesta on tarkoitus toteuttaa viisivuotisen lisensointikauden aikana, joka käynnistyy Magnus Medicalin laitteiston kaupallistamisesta. Koko lisensointisopimuksen arvo oli yhtiöiden arvion mukaan 17 MUSD, perustuen Magnus Medicalin liiketoimintasuunnitelmaan ja sen toteutumiseen. Magnus Medicalin laitteiston kaupallistaminen alkoi keväällä 2024. Pian sen jälkeen Nexstim tiedotti erimielisyyksistä lisensointiin liittyen, joten rojaltilmaksujen toteutuminen on kirjoitushetkellä epävarmalla pohjalla. Nexstim ei luonnollisesti voi juuri kommentoida keskeneräistä asiaa ja tilanteen kehittymisestä onkin saatu niukasti tietoja. Ennusteissamme olemme arvioineet rojaltiltulojen jäävän pienemmiksi kuin mitä sopimuksen yhteydessä yhtiöt arvioivat.

Liikevaihto, MEUR



Myydyt laitteistot, kpl



Lähde: Nexstim

Liiketoimintamalli 3/4

Toinen avaus lisensointiin on kesällä 2024 julkistettu aiesopimus Sinaptica Therapeuticsin kanssa Alzheimerin taudin hoitoon liittyen. Aiesopimus käsittää ensivaiheessa laitteiston kehittämistä Sinaptican tarpeisiin ja noin 20 laitteiston toimittamisen Sinaptican vaiheen III (faasi III) ratkaisevaan tutkimukseen. Tässä tutkimuksessa on tarkoitus selvittää laitteiston toimivuus Alzheimerin taudin hoidossa/oireiden lievittämisessä. Laitteistotoimitusten ja muiden mahdollisten maksujen arvo Nexstimille tässä ensimmäisessä vaiheessa olisi aiesopimuksen mukaan 6 MEUR. Mikäli tutkimustulokset ovat riittävän hyviä, aikoo Sinaptica kaupallistaa laitteiston Alzheimerin taudin hoitoon. Kaupallistamisvaiheessa Nexstimillä olisi yksinoikeus laitteistojen toimittamiseen. Yksinoikeuden kokonaiskesto on 10 vuotta ja sitä voidaan jatkaa yhtiöiden yhteisellä sopimuksella.

Kirjoitushetkellä aiesopimusta ei vielä ole muutettu lopulliseksi sopimukseksi. Käsityksemme mukaan Sinapticalta puuttuu vielä rahoitusta vaiheen III toteuttamiseksi, mikä voi olla syy siihen että lopullista sopimusta ei ole allekirjoitettu. Nexstim on toimittanut kuitenkin Sinapticalle laitteistoja vuonna 2025 toisen (vaiheen II) tutkimuksen toteuttamiseksi, eli yhteistyö yhtiöiden välillä on edennyt konkreettisella tasolla. Uusimman tiedon mukaan yhtiöt neuvottelevat vaiheittaisesta sopimuksesta.

Sinaptican rahoituksen järjestyessä arvioimme karkeasti, että tutkimuksen aloittamisen voisi kestää noin puoli vuotta ja itse tutkimus kestää noin 2 vuotta. Sen jälkeen tutkimustulokset analysoidaan ja toimitetaan viranomaisen arvioitavaksi myyntilupaa varten, mikäli Sinaptica katsoo tulokset riittävän hyviksi. Viranomaisprosessi kestää alalle tyypillisesti arviolta noin vuoden, jonka jälkeen lanseeraus voisi toteutua valmistelujakson jälkeen. Uusien lääkinnällisten laitteiden ja teknologioiden kaupallistamiselle on tyypillistä, että myynti

etenee asteittain ja konservatiivisilla markkinoilla verrattain hitaasti. Uuden avauksen kaupallista arvoa on etukäteen erittäin vaikeaa arvioida, sillä se riippuu keskeisesti tulevista tutkimustuloksista. Myös muun hoidollisen ympäristön kehitys, kuten jo olemassa olevat ja mahdolliset tulevat lääkkeet vaikuttavat kaupalliseen potentiaaliin. Karkeita suuntaviivoja voinee hahmotella TMS-teknologian markkinan kehityksestä esimerkiksi suurimmassa vakavan masennuksen hoidon indikaatiossa (ks Markkinat ja kilpailu -kappale).

Kasvua kumppaniklinikoiden verkosto kautta

Laitteistoliiketoiminnan ja lisensoinnin rinnalla Nexstimillä on kolmas liiketoiminta: kumppaniklinikoiden verkosto. Tyypillisesti tämä tarkoittaa, että Nexstim ja TMS-hoitoja tarjoava klinikka perustavat yhteisyrityksen, joka tarjoaa klinikalle palveluja. Vaihtoehtoisesti Nexstim voinee tehdä myös suoria sijoituksia klinikkayhtiöihin.

Käsityksemme mukaan kyseessä on Yhdysvaltojen markkinoilla tyypillinen toimintamalli, jossa partnerin tuella klinikan henkilöstö vapautuu keskittymään potilaiden hoitoon hallinnollisen työn siirtyessä palveluyhtiölle. Palveluyhtiö vastaa klinikan potilashoitoon liittymättömästä toiminnasta, kuten potilaiden vastaanottamisesta ja laskuttamisesta ja saa vastaavasti osuuden koko klinikan arvonmuodostuksesta. Käsityksemme mukaan palveluyhtiö voi myös hoitaa vaativampia asiantuntijatehtäviä esimerkiksi hoitojen vakuutuskorvattavuuteen liittyen. Tämä on yhtiölle uusi toimintamalli, jolla se pyrkii lähempään strategiseen yhteistyöhön asiakkaidensa kanssa. Nexstim saa mallista käyttöönsä myös potilaiden (anonymisoitua) hoitodataa, mikä voi auttaa yhtiötä tuotteiden palveluiden jatkokehityksessä. Arvioimme tämän liiketoimintamallin olevan yhtiölle toistaiseksi selvästi vähemmän tärkeää laitteistoliiketoimintaan verrattuna.

Kumppanuudet ja yhteistyöt

Brainlab	Kehitys- ja jakelusopimus diagnostiikan alalla. Brainlab ottaa vastuulleen valtaosan markkinoista. 4 MEUR:n takuukate vuonna 2025. Kumppanuus teknologian jatkokehityksessä. 1,15 MEUR:n pääomasijoitus Nexstim Warranttien kautta optio 3,95 MEUR:n lisäsjoitukseen. Suunnitelmassa Nexstimin tuotteiden kaupallistaminen Japanissa lähivuosina.
Sinaptica Therapeutics	Maailmanlaajuinen, yksinoikeudellinen, 10-vuotinen kumppanuus Optio 3-vuotisista jatkokaudesta Alkuvaiheessa vähintään 20 laitteiston toimitus vaiheen III kliiniseen tutkimukseen. Alkuvaiheen arvioitu arvo 6 MEUR Merkittäviä mahdollisuuksia kaupallisessa vaiheessa, jonka toteutuminen kuitenkin on epävarmaa.
Magnus Medical	Nexstimin teknologian lisensointi Magnuksen laitteiston kehitykseen 2022. Ennakkomaksu 3,5 MUSD Viisivuotinen lisensointikausi alkaen laitteiston kaupallistamisesta Sopimuksen ennustettu kokonaisarvo 17 MUSD Laitteiston kaupallistaminen alkoi 2024 Yhtiöt erimielisiä teknologian käytöstä ja lisenssimaksuista
Klinikka-kumppanit	Investoinnit klinikoiden palveluyhtiöihin Yhdysvalloissa tai suoraan klinikoihin Euroopassa. Ensimmäinen avaus Kaliforniassa vuonna 2021 Toinen New Jerseyssä 2024 Kolmas Pohjois-Carolinassa 2024

Lähde: Nexstim, Inderes

Liiketoimintamalli 4/4

Nexstim teki vuonna 2021 ensimmäisen strategisen investoinnin (0,5 MEUR) San Franciscossa toimivan TMS-klinikan palveluyhtiöön. Vuonna 2022 Nexstim kertoi perustaneensa pääomasijoitusyhtiön Yhdysvaltoihin. Käsitksemme mukaan pääomasijoitusyhtiön tarkoitus on kiihdyttää uusien yhteistyöklonikoiden perustamista erityisesti Yhdysvalloissa, mutta mahdollisesti myös Euroopassa. Nexstim on partneroitunut pääomasijoitusyhtiössä saman klinikan perustajan kanssa, jonka palveluyhtiöön se investoi vuonna 2021. Tämän jälkeen yhtiö on kertonut kahdesta investoinnista: vuonna 2024 New Jerseyssä sekä Pohjois-Carolinassa toimiviin klinikoiden palveluyhtiöihin. Tällä hetkellä investointeja on siten kolme ja yhtiö on viestinyt strategiassaan jatkavan edelleen investointeja mahdollisuuksien mukaan.

Tuloksessa on skaalautuvuuspotentiaalia

Nexstimin kiinteät kustannukset ovat verrattain korkeat myynnin, TK-panostusten ja hallinnollisen työn (sisältäen myyntilupien hakeminen) vaatiessa resursseja. Näiden kustannusten pitäisi arviomme mukaan skaalautua hyvin, mikäli yhtiö onnistuu kasvattamaan liikevaihtoaan. Myös laitteistoliiketoiminnan erinomainen noin 80 %:n myyntikate tuo skaalautuvuuspotentiaalia, joskin tässä voi olla tulevaisuudessa painetta alaspäin Brainlab-jakelun kasvattaessa osuutta myynnistä. Huomautamme, että mahdollisesti tulevaisuudessa kasvava klinikoiden palveluliiketoiminta on profiililtaan selvästi vähemmän skaalautuvaa kasvun vaatiessa investointeja. Tämä osa liiketoimintaa on myös kannattavuuspotentiaaliltaan selvästi alhaisempaa. Kokonaisuutena Nexstimin kannattavuuspotentiaali on alalle tyypillisesti korkea, mutta sen saavuttaminen edellyttää liikevaihdon, jotta kiinteiden

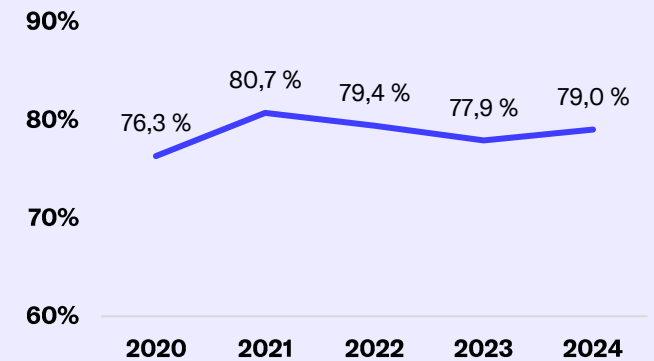
kustannusten suhteellinen osuus laskisi. Mahdolliset lisenssitulot ovat luonnollisesti lähes puhdasta liikevoittoa, joten lisenssitulot vakuttavat oleellisesti yhtiön tulevaan tuloskuuntoon.

Laitteistoliiketoiminta ei arviomme mukaan sido merkittävästi pääomaa, joskin TK-kustannukset ovat välttämättömiä pitkän aikavälin kilpailukykyyn säilyttämiseksi. Nexstimin TK-kulut ovat olleet noin 1-2 MEUR viime vuosina. Klinikoiden palveluverkostoliiketoiminnan pääomaintensiivisyys on tässä vaiheessa vielä epäselvää. Jos malli tarkoittaa olemassa olevien palveluyhtiöiden ostamista, se tulee arviomme mukaan sitomaan Nexstimin kokoluokkaan nähden merkittävästikin pääomia.

Rahoitusriski on laskenut selvästi

Nexstim teki vuonna 2024 useita rahoitusratkaisuja, jotka ovat parantaneet yhtiön rahoitusasemaa yhdessä paranevan operatiivisen tuloskunnan kanssa. Yhtiö keräsi 0,65 MEUR vaihtovelkakirjalainalla. Laina mahdollisti osaltaan 1,5 MEUR:n digitalisaatio- ja innovaatiolainan nostamisen Finnveralta. Osana yhteistyösopimusta, Brainlab teki Nexstimiin 1,15 MEUR:n pääomasijoituksen ja maksoi 1 MEUR ennakkomaksuna. Osana sopimusta Brainlabilla merkitsi warrantteja, jotka oikeuttavat mutta eivät sido merkitsemään Nexstimin osakkeita 3,95 MEUR:lla maaliskuun 2027 loppuun mennessä. Merkintä muodostuu 790 000 osakkeesta 5,00 euron merkintähinnalla. Kommentoimme rahoitustilannetta tarkemmin taloudellinen tilanne -osiossa.

Myyntikate-% (oik.)



Lähde: Nexstim, vuoden 2022 luvusta on oikaistu 3,5 MUSD:n lisenssimaksu vertailukelpoisuuden vuoksi.

Toimiala ja kilpailu 1/4

Diagnostiikkaliiketoiminnan markkinat

Nexstimin on aiemmin arvioinut (2021 vuosikatsaus), että Yhdysvalloissa ja EU-alueella diagnostiikkalaitteistojen kokonaismarkkina on noin 1200 laitteistoa. Tämä vastaisi noin 300 MEUR:n markkinaa, jos laitteiston keskihinnaksi oletetaan 250 000 euroa. Arvioimme diagnostiikkalaitteiston keskimääräiseksi käyttöikäksi 6-8 vuotta, jolloin vuositasolla markkinan arvo olisi 38-50 MEUR. Tämän lisäksi yhtiö arvioi aiemmin laitteisiin liittyvien kertakäyttövälineiden ja palvelujen potentiaaliksi olevan 24 MEUR vuosittain. Markkinoiden keskimääräisellä kasvulla korjattuna tämä vastaisi noin 34 MEUR:n markkinaa vuonna 2025.

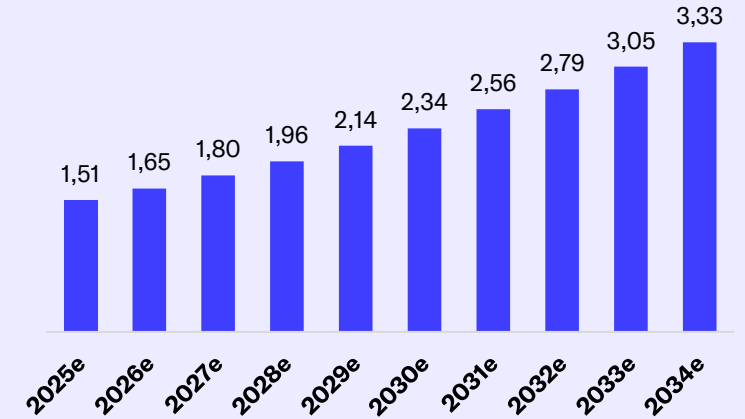
Arviomme diagnostiikka-liiketoiminnan kokonaismarkkinaksi ylläolevan perusteella noin 72-84 MEUR vuodessa. Sovellamme TMS markkinan ennustettua kasvunopeutta 9 % (CAGR), mikä tarkoittaisi 115 MEUR:n markkinaa vuonna 2030. Diagnostiikkaliiketoiminnan liikevaihto oli 4,5 MEUR vuonna 2024, eli 5,4-6,2 % potentiaalisesta kokonaismarkkinasta. Diagnostiikkamarkkinan vuosikasvun arvioimme olevan linjassa TMS-markkinan yleisen arvioidun kasvun kanssa. Tämä tarkoittaisi noin 9 %:n vuosikasvua kuluvalle vuosikymmenellä (Precedence Research). Arvio perustuu TMS-kartoituksen suosion kasvuun suhteessa muihin menetelmiin, uusien käyttöaiheisiin TMS-teknologialle ja myyntihintojen nousuun. Arviomme mukaan tietoisuus leikkausta edeltävän kartoituksen hyödyistä on kasvussa käyttäjäkunnan keskuudessa, mikä tukee myös markkinan kasvua. Tietoisuuden lisääntymistä tukevat jatkuvasti julkaistavat uudet tutkimukset ja mielipidevaikuttajien (key opinion leaders) kuten huippusairaaloiden lääkäreiden laitteiden käyttö.

Diagnostiikkamarkkinan kilpailutekijät

Nexstim on tällä hetkellä käsityksemme mukaan johtava toimittaja aivokuoren puhe- ja liikealueiden kartoitukseen soveltuvassa TMS-teknologiassa. Kartoitusta voidaan tehdä myös leikkauksen aikana tai ennen leikkausta fMRI-menetelmällä (toiminnallinen magneettiresoluutiokuvannus). Käsityksemme mukaan TMS:n suosio suhteessa muihin menetelmiin on tällä hetkellä vakaa tai hieman TMS:ää suosiva muiden menetelmien kustannuksella. TMS:n edut perustuvat menetelmän tarkkuuteen, turvallisuuteen, kajoamattomuuteen (ei vaadi leikkausta) ja helpouteen potilaan näkökulmasta. Diagnostiikkalaitteistojen avulla kartoitetaan vakavasti sairaita potilaita, joille tehdään vaativia leikkauksia. Käsityksemme mukaan asiakaskunta vaatii laitteilta ensisijaisesti huippuominaisuuksia kuten kohdentamisen tarkkuutta ja luotettavuutta. Näihin vaatimuksiin Nexstim vastaa arviomme mukaan hyvin.

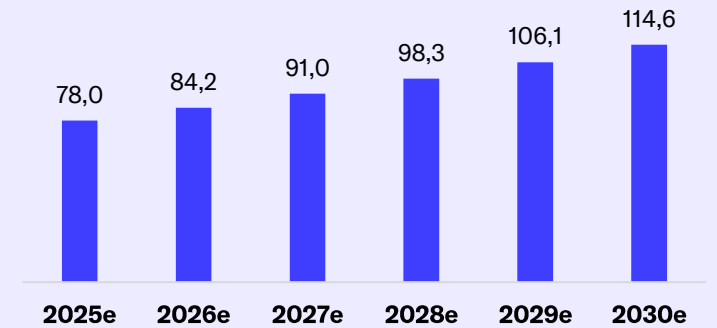
Käsityksemme mukaan Nexstimin diagnostiikkalaitteistojen listahinta on karkeasti 300 000 – 350 000 euroa ominaisuuksista ja markkinasta riippuen. Toteutuvat hinnat alennuksineen voivat olla alhaisempia. Laitteiden hinta on laatu- ja luotettavuustekijöiden jälkeen näkemyksemme mukaan pienempi asiakkaiden päätöksiin vaikuttava tekijä varsinkin vaativia leikkauksia tekevässä sairaaloissa. Käsityksemme mukaan Nexstim on onnistunut nostamaan hintojaan viime vuosina, mutta hintojen korottaminen edelleen merkittävästi voi olla vaikeaa. Uskomme, että Nexstim on tässä omassa asiakaskentässään löytänyt oikean tasapainon laitteen hinnan ja jatkuvan liikevaihdon välillä diagnostiikkalaitteistojen melko pitkän myyntihistorian aikana.

TMS-laitteistomarkkina, mrd USD



Lähde: Precedence Research– Transcranial Magnetic Stimulation System Market Size, Share and Trends 2025 to 2034

Diagnostiikkamarkkina, MEUR



Lähde: Nexstim vuosiraportti 2021, Inderesin arvio

Toimiala ja kilpailu 2/4

Nexstimin uusilla laitteistoilla asiakkailla on mahdollisuus käyttää diagnostiikkalaitteistoa myös terapiasovelluksiin. Tämä tapahtuu uuslaitemyynnin kautta tai ottamalla käyttöön jo myydyin NBS5+ -laitteiston terapiaohjelmisto. Arvioimme tämän lisännen laitteiston kiinnostavuutta, sillä sairaaloilla ja tutkimuslaitoksilla on entistä paremmat mahdollisuudet saada organisaatioistaan lisää sisäisiä käyttäjiä. Suurempi käyttäjäkunta madaltaa hankinnan kynnyksen, koska kustannustaakka jakautuu useammalle käyttävälle yksikölle.

Nexstimin asema diagnostiikkamarkkinassa on käsityksemme mukaan vahva. Menestyksen tässä liiketoiminnassa ratkaisee mielestämme ylläpitää teknologista etumatkaa kilpailijoihin.

Terapiatoimiala – vakava masennus

Nexstim keskittyy terapia-liiketoiminnassaan erityisesti vakavan hoitoresistentin masennuksen ja kroonisen neuroopaattisen kivun hoitoon. Käsityksemme mukaan masennuksen hoito on tällä hetkellä Nexstimille huomattavasti tärkeämpi osa-alue, vaikka yhtiö ei näiden luku raportoikaan erikseen. Uutta potentiaalia yhtiölle voi olla tiedossa keskipitkällä/pitkällä aikavälillä Alzheimerin taudin hoidon ja mahdollisesti muiden neurologisten sairauksien hoidon puitteissa.

Nexstim arvioi, että Yhdysvalloissa ja EU-alueella on 5,9 miljoonaa vakavaa masennusta sairastavaa henkilöä, jotka olisivat oikeutettuja saamaan TMS-hoitoa. Yhtiö arvioi markkinan euromääräiseksi kooksi 40 miljardia euroa. Inderesin arvion mukaan TMS-laitteistojen ja -palveluiden osuus tästä kokonaismarkkinasta on tällä hetkellä noin 1-2 %. Tällä oletuksella vakavan masennuksen hoidon TMS-markkina on arvoltaan 400-800 MEUR. TMS-laitteistomarkkinan vuosikasvun (CAGR) on arvioitu olevan 9-10 % kuluvan vuosikymmenen aikana (Biospace). Masennuksen hoidossa

näyttö TMS:n hyödyistä on vahvaa (ks esim [käypä hoito](#)).

Terapiatoimiala – krooninen kipu

Kroonisesta hermovaurioperäisestä kivusta kärsii Yhdysvalloissa ja EU-alueella noin 9,6 miljoonaa ihmistä. Yli puolet potilaista ei saa tyydyttävää lievitystä tarjolla olevista hoidoista. Arvioimme TMS-teknologian olevan vielä marginaalisessa asemassa kroonisen kivun hoidossa. Pitkällä aikavälillä uskomme kohtalaisen vahvan tutkimusnäytön tukevan tämän hoitotyypin yleistymistä. Kipua hoidetaan TMS-laitteilla globaalisti käsityksemme mukaan melko vähän. Suomi on tällä alueella edelläkävijä ja Nexstimin laitteita käytetäänkin kivun hoitoon kaikissa maan yliopistosairaloissa. Yhtiöllä on sovellukselle tällä hetkellä ainoastaan CE-merkintä, joten Yhdysvalloissa laitteistoa ei voi vielä markkinoida kivun hoitoon. Seuraamme markkinan kehitystä, mutta kivun hoidon merkitys Nexstimille lähivuosina on vielä mielestämme vähäinen.

Alzheimerin tauti – tulevaa potentiaalia

TMS:n mahdollista tulevaa roolia Alzheimerin taudin hoidossa on tässä vaiheessa mahdotonta arvioida edes tyydyttävällä tarkkuudella. Tämä johtuu siitä, että kaupallistamisen toteutuminen ja sen laajuus riippuu keskeisesti tulevasta Sinaptican vaiheen III –tutkimustuloksista, jotka kertovat onko laitteisto riittävän tehokas suhteessa hoidon kustannuksiin ja tarjolla olevaan lääkitykseen ja muihin hoitoihin. Alzheimerin tautia sairastaa keskeisimmällä markkinalla Yhdysvalloissa yli 7 miljoonaa potilasta ja väestön ikääntyessä määrä on kasvussa (Alzheimer's Association). Potentiaalinen hoitomarkkina on siten erittäin merkittävä. Arvioimme mukaan kaupallistamisen onnistuessa markkinan kehitys voisi muistuttaa TMS-teknologian ensimmäistä ja edelleen suurinta käyttöaihetta: masennuksen hoitoa.

NBS-markkinapotentiaali



1200 potentiaalista sairaalaa ja klinikkaa EU:ssa ja Yhdysvalloissa.



Yksi laitteisto asiakasta kohti keskihinnalla 250 000 euroa.

Laitteen käyttöikä 8-10 vuotta



Kertakäyttövälineet ja palvelut 24 MEUR vuodessa.



Markkinan kokonaispotentiaali 45-55 MEUR vuodessa.

Kasvu 6-10 %.

Kroonisen kivun hoitomarkkina



Noin 6-7 miljoonaa potilasta Yhdysvalloissa ja Euroopassa ei saa riittävää apua nykyisistä hoidoista.



TMS-hoitojen osuus kokonaismarkkinasta vielä marginaalinen.

Lähde: Nexstim ja Inderes

Toimiala ja kilpailu 3/4

Masennuksessa TMS:ää käytetään tietyille potilasjoukolle (vakava hoitoresistentti masennus) osana hoitojen kokonaisuutta. Keskeisimmät tutkimukset TMS:n sovelluksesta masennuksen hoitoon tehtiin 1990-luvulla. Masennuksen TMS-markkina alkoi muodostua vuodesta 2009, jolloin Neuronetics lanseerasi Neurostar-laitteistonsa. Tähän mennessä markkina on kasvanut edellä mainittuun muutaman sadan miljoonan euron kokoluokkaan asteittain. Markkinan asteittain muodostuessa kakkua jakamaan on myös saapunut kasvava määrä TMS-yhtiöitä.

Kilpailijat TMS-markkinassa

Ensimmäinen kaupallinen TMS-laitteisto lanseerattiin käsityksemme mukaan 1990-luvun alussa edelleen toimivan MagStim-yhtiön toimesta. Keskeisistä kilpailijoista parhaiten tietoa on saatavilla pörssilistatuista Yhdysvaltalaisesta Neuroneticsistä ja Yhdysvaltalais-Israelilaisesta Brainswaystä. Näiden lisäksi markkinoilla on joukko listaamattomia yhtiöitä, joiden määrä on ollut tasaisessa kasvussa viime vuosina. Selvityksemme perusteella olemme tunnistaneet Nexstimin lisäksi 15 TMS-laitteistoa kehittävä ja kaupallistavaa yhtiötä (ks taulukko sivuilla 21-22). Näiden lisäksi muutama toimija myy muiden kehittämiä laitteistoja joissain tapauksissa omalla brändillään. Tutkimuskäyttöön on myös kehitetty uusia ratkaisuja, kuten kannettavia TMS-laitteistoja. Näitä ratkaisuja voidaan ajan myötä tuoda osaksi kaupallista TMS-markkinaa. Lisätietoa kiinnostuneille löytyy tästä selvityksestä.

Molempien listattujen kilpailijoiden liiketoiminta on ollut pitkään tappiollista, mutta Brainsway on tehnyt viime aikoina

tuloskäännettä. Tappiollisuus on johtunut osittain isoista myynti- ja markkinoitipanostuksista, kun kilpailijat ovat tavoitelleet markkinaosuuksia arviomme mukaan kannattavuuden kustannuksella erityisesti masennuksen hoidossa. Myös suurin osa listaamattomista kilpailijoista on saanut FDA-hyväksynnän masennuksen hoitoon, mikä on todennäköisesti kiristänyt osaltaan kilpailutilannetta. Listaamattomista yhtiöistä on vähemmän luotettavaa tietoa saatavilla, mutta arvioimme valtaosan toimijoista olevan toistaiseksi tappiollisia. Pidemmällä aikavälillä yhtiöiden lisääntynyt määrä aiheuttanee alalla konsolidaatiota ja kilpailukyvyttömiä yhtiöiden karsiutumista markkinoilta. Tähän mennessä ainoa tiedossamme oleva yritysosto alalla on Kiinalaisen Yingchin ostama EBNeuro vuonna 2024.

Osa listaamattomista kilpailijoista kuten MagStim, Magventure ja Yingchi kykenevät teknologisesti hoidon tarkkaan kohdentamiseen MRI-teknologialla. Kyseisillä yhtiöillä on myös tarjolla teknologiaa aivoalueiden kartoitukseen. Lisäksi Ant Neuro -yhtiön visor2-neuronavigaatiotuote mahdollistaa neuronavigaatio-ominaisuuden lisäämisen muiden valmistajien TMS-laitteistoihin. Tuote on yhteensopiva useimpien kelojen ja stimulaatiolaitteiden kanssa. Visor2 mahdollistaa myös puhealueen kartoituksen ja tuo siten TMS-yhtiöille mahdollisuuden laajentaa laitteistonsa ominaisuuksia. Nexstimillä on arviomme mukaan edelleen etua kilpailijoihin nähden, koska sen laitteisto on integroitu sisältäen terapia- ja kartoitussovellukset yhdessä paketissa. NBS6-laitteiston modulaarinen suunnittelu mahdollistaa jatkossa myös eri sovellusten päivittämisen yhteen laitteistoon joustavasti.

Kilpailu on kuitenkin arviomme mukaan kireää erityisesti yleisimmissä terapiakäyttöaiheissa, kuten masennuksessa. Myös neuronavigaatioissa kilpailevaa tarjontaa lienee aiempaa enemmän.

Uutena toimijana masennuksen hoidon TMS-markkinoille on tullut Magnus Medical. Yhtiö on lisensoinut hiljattain Stanfordin yliopiston kehittämän nopean protokollan masennuksen hoitoon. Alustavien tietojemme mukaan Magnus Medicalin laitteiston myynti ei ole alkanut erityisen suotuisasti, vaikka konkreettisia lukuja meillä ei olekaan tiedossa. Magnus Medicalin myynnin edistyminen vaikuttaa Nexstimin mahdollisiin rojaltiluoihin, joskin yhtiöiden erimielisyys lisenssimaksuista varjostaa rojaltilmaksujen tulevaisuutta. Sopimukseen liittyvät kilpailunrajoitukset eivät koske yhteistyöklonikoiden verkostoa, joiden kautta Nexstim voi edelleen luoda arvoa masennuksen hoitomarkkinassa Yhdysvalloissa ja muualla maailmassa.

Vakavan masennuksen hoidon ohella TMS-teknologiaa käytetään useisiin muihin käyttöaiheisiin (ks sivun 21-22 kuva), joista yleisin on pakko-oireinen häiriö (OCD). Nexstimin toinen hyväksytty (CE-merkintä) terapiakäyttöaihe krooninen kipu erottaa yhtiön tällä hetkellä valtaosasta kilpailijoista. Kivun hoito on arviomme mukaan vielä pieni osa Nexstimin kokonaisuutta, mutta tarjoaa yhtiölle mielestämme vähemmän kilpaillun lokeron kasvun tavoittelemiseen. Nexstim on myös hiljattain viitannut uusiin käyttöaiheisiin laajentamiseen, joten uusista avauksista saataneen tietoa kuluvan strategiakauden aikana.

Toimiala ja kilpailu 4/4

Terapiatoimialan kilpailutekijät
















Nexstim profiloituu näkemyksemme mukaan laadullisesti ja hinnallisesti markkinoiden premium-toimijoihin. Kilpailijoiden joukossa Nexstim profiloituu erinomaisella kohdennettavuudella, tarkkuudella, mahdollisuudella visualisoida hoidon antamista ja hoidon tuloksia. Uusi NBS6-laitteisto tuo myös joustavuutta asiakkaille helppokäyttöisyyden ja ominaisuuksien laajennettavuuden kautta, jonka modulaarinen suunnittelu mahdollistaa. Kilpailijat kehittävät luonnollisesti omia laitteistojaan ja teknologiaansa jatkuvasti. Useat kilpailijat pystyvät käsityksemme mukaan myös korkeaan tarkkuuteen. Brainswayn teknologia poikkeaa jossain määrin muista TMS-yhtiöistä mahdollistamalla aivokuoren syvempien osien stimuloinnin. Nexstimin kilpailuasetelma suhteessa Brainswayhin onkin mielestämme vähemmän suora.

Arviomme mukaan vakavan masennuksen ja muiden yleisimpien TMS-käyttöaiheiden hoitomarkkinalla on useita toimijoita ja hintakilpailu onkin verrattain kovaa. Osa kilpailijoista painottaa edullista ja nopeakäyttöistä teknologiaa, jonka tukemana hoitoklinikan investointi- ja hoitokertakohtaiset kustannukset jäävät matalammiksi. Osa asiakkaista suosineekin edullisemman hintatason laitteistoja, jotka eivät esimerkiksi edellytä aikaa ja rahaa vievää MRI-kuvannusta. Osa asukkaista toistaalta halunnee teknologisesti edistyneempiä laitteistoja. Käsityksemme mukaan Nexstim panostaakin parasta laatua edellyttäviin asiakkaisiin ja on positioitunut yläsegmenttiin. Kivun hoidossa kilpailu on arviomme mukaan tällä erää

vähäisempää. Vastapainona myös TMS:n rooli kivun hoidossa on vielä pientä. Kilpailijoista esimerkiksi MagVenturella on FDA-hyväksyntä kivun hoitoon.

Mielestämme Nexstimin kilpailutekijät tulevat vahvimmin esiin sairaalaympäristössä, jossa investoidaan herkemmin parhaisiin teknologioihin hinnan jäädessä pienempään rooliin. Tämä näkyy Nexstimin myynnin painottumisessa aiempaa enemmän sairaaloihin mukaan lukien lastensairaalat. Yhtiön tulevaisuuden kannalta tärkeä Brainlab-yhteistyö keskittyy myös käsityksemme mukaan pitkälti vaativiin sairaalaympäristöihin. TMS-klinikoihin suuntautuvassa myynnissä yhtiö vaikuttaa keskittyvän yhteistyöklinikoihin ja niiden laajentamiseen jättäen kovimmin kilpaillut TMS-klinikka-asiakkuudet vähemmälle huomiolle.















Toimiala ja kilpailu – TMS-markkinan keskeiset toimijat

Yhtiö 	Laitteisto 	Käyttöaiheet ¹ 	Navigoitavuus 	Kartoitus 
 Nexstim	NBS5+ & NBS6	Diagnostiikka: puhe- ja liikealueiden kartoitus (CE&FDA); terapia: MDD ¹ (CE&FDA), neuropaattinen kipu (CE)	MRI & Sähkökenttä	Puhe- ja liikealueet
 ant neuro	Visor2™	Puhe- ja liikealueen kartoitus (CE&FDA) Voidaan yhdistää useimpien muiden valmistajien laitteistoihin.	MRI & Sähkökenttä	Puhe- ja liikealueiden moduuli
 BrainsWay	Deep TMS™ System	MDD, masennukseen liittyvä ahdistus, pakko-oireinen häiriö, tupakkariippuvuus (FDA); kaksisuuntainen mielialahäiriö, trauma-peräinen stressireaktio, skitsofrenia, Alzheimerin tauti, autismi (CE)	Ei	Ei
 CLOUDTMS	CloudTMS Machine	MDD, pakko-oireinen häiriö.	Ei	Ei
 MAG & more	Apollo TMS, PowerMag	MDD	MRI	Ei
 magnusmedical	SAINT System	MDD, nopeutettu protokolla	MRI & sähkökenttä	-
 magstim	Horizon 3.0 Clinical TMS	MDD, pakko-oireinen häiriö, masennukseen liittyvä ahdistus.	MRI	Liikealueet
 MagVenture	MagPro	MDD, pakko-oireinen häiriö (FDA&CE); päihderiippuvuus, masennukseen liittyvä ahdistus; diagnostiikka	MRI	Liikealueet
 Neuronetics	Neurostar	MDD, pakko-oireinen häiriö, masennukseen liittyvä ahdistus (FDA).	Ei	Ei
 SEBERS Medical <small>Because we care</small>	Blossom TMS	MDD (FDA).	Ei	Ei

1) MDD = Major Depressive Disorder (vakava masennus)

Lähde: Yhtiöiden www-sivut, Gutierrez-Muno et al: The complex landscape of TMS devices: A brief overview, Inderes

Toimiala ja kilpailu – TMS-markkinan keskeiset toimijat

Yhtiö 	Laitteisto 	Käyttöaiheet ¹ 	Navigoitavuus 	Kartoitus 
 Neurosoft	Neura-MSD	NA	Ei	Liikealueet
 REMED <small>Rehabilitation Medical Company</small>	ALTMS	FDA: MDD	NA	NA
 BRAINBOX	DuoMag TMS	NA	MRI	NA
 YINGCHI	E- ja M-series	FDA: MDD	MRI	Liike- ja puhealueet
 MR Medical Revolution	MagRex	CE	Ei	Ei
 eNeura [®]	sTMS Mini	FDA: migreeni	Ei	Ei
 Deymed DIAGNOSTIC	DuoMAG XT	NA	NA	NA
 BETTER. SMARTER. Soterix medical	SPRY TMS; MEGA TMS	FDA: MDD	Ei	Liikealueet
 Axilum Robotics	Robot-TMS; Cobot-TMS	Cobot: Hyväksytty Magventuren magneettikelan asemointiin; Robot: tutkimuskäyttöön	MRI	Liike- ja puhealueet

1) MDD = Major Depressive Disorder (vakava masennus)

Lähde: Yhtiöiden www-sivut, Gutierrez-Muno et al: The complex landscape of TMS devices: A brief overview, Inderes

Strategia 2025–2028

Strategiakausi tähtää kannattavaan kasvuun

Nexstim julkaisi uudistetun 2025–2028 strategiansa alkuvuodesta 2025. Se nojaa neljään liiketoiminta-alueeseen: 1) diagnostiikkaliiketoiminta, 2) terapialiiketoiminta, 3) tutkimus ja neurotiede ja 4) klinikayhteistyöt. Koko kauden kattavia taloudellisia tavoitteita yhtiö ei ole itselleen asettanut, mutta yhtiö julkaisee aiempaan tapaan vuosittaiset tavoitteet.

Diagnostiikkaliiketoiminnassa yhtiö tavoittelee laitteisto- ja huoltomyynnin volyymin kasvattamista erityisesti Brainlab-yhteistyön kautta. Yhteistyön onnistumisessa on keskeistä yhdistää neurokirurgian, neurofysiologian ja neurotieteen ratkaisuja yhdessä Brainlabin kanssa.

Terapialiiketoiminnassa strategia perustuu kilpailukykyisen laitteisto- ja huoltotarjonnan jatkuvaan kehittämiseen hyväksytyissä käyttöaiheissa (masennus ja krooninen kipu). Liiketoimintaa pyritään myös kasvattamaan uusien mahdollisten käyttöaiheiden ja markkinatilaisuuksien kautta.

Tutkimuksen ja neurotieteen alueella strategia perustuu myyntiin johtaville tutkimussairaaloille ja klinikoille. Asiakkaita tuketaan teknologisen ja kliinisen kehityksen kärjen saavuttamisessa ja kärkiaseman säilyttämisessä.

Klinikayhteistyön osalta Nexstim tavoittelee toiminnan laajentamista ja nykyisten yhteistyöklินิกoiden toiminnan erinomaisuutta. Samalla yhtiö hyödyntää klinikayhteistöitä mahdollisten uusien hoitomuotojen tunnistamiseksi.

Vuoden 2025 tavoitteet

Nexstimin vuoden 2025 ensimmäinen strateginen päätavoite on jatkaa kannattavaa liikevaihdon kasvua ja

parantaa tilikauden liiketulosta samalla minimoiden tulevaisuuden pääomatarpeet. Toinen strategisista päätavoitteista on Brainlabin kanssa aloitetun pitkäaikaisen yhteistyön tukeminen sekä muiden yhteistyökumppanien ja klinikoiden verkoston laajentaminen ensisijaisesti Yhdysvalloissa. Kolmas strateginen päätavoite on uuden NBS 6 -diagnostiikkatuotteen lanseeraus päämarkkinoille.

Inderesin kommentit strategiasta

Diagnostiikkaliiketoiminnan osalta strategiassa on tapahtunut merkittävä muutos edelliseen, kun laitteistomyynnin odotetaan tapahtuvan pääasiassa Brainlab-yhteistyön kautta. Yhteistyö tuo Nexstimille lisää jakeluvoimaa, sillä Brainlab palvelee jo laajaa asiakasjoukkoa neurokirurgian alalla. Yhteistyön kautta Nexstimin tuotteille on myös avautumassa uusia markkinoita esimerkiksi Japaniin. Lyhyellä aikavälillä takuukate tekee siirtymästä Nexstimille taloudellisesti edullisen. Pidemmällä aikavälillä myynnin pitäisi kasvaa jakeluvoiman ansiosta. Nexstimin myyntikate oletettavasti laskee jakelijan osuuden vuoksi. Yhteistyö voi myös johtaa Brainlabin ostotarjoukseen pidemmällä aikavälillä.

Terapialiiketoiminnan osalta strategia jatkaa pitkälti aiemmalla linjalla. TMS-teknologiaa käytetään useisiin eri käyttöaiheisiin ja Nexstimin on kertonut harkitsevansa käyttöaiheiden laajentamista nykyisestä. Tässä keskeistä on kilpailutilanteen analyysi, sillä osassa käyttöaiheista kilpailutilanne on arviomme mukaan kireä.

Tutkimus ja neurotiede on strategiassa uusi alue, joka jää Brainlab-yhteistyön ulkopuolelle. Tutkimus on käsityksemme mukaan kaupallisesti rajattu alue, jossa Nexstim on kuitenkin suhteellisen vahva ja josta löytynee

myös uusia kasvumahdollisuuksia.

Klinikkaverkoston laajentaminen on tähän asti sujunut asteittain ja klinikoiden määrä on nyt kolme. Emme odota Nexstimin investoivan verkostoon aggressiivisesti, mutta yhtiöllä on kohtaisen hyvät edellytykset tehdä investointeja taloudellisen tilanteen puolesta, kun sopivia kumppanikandidaatteja löytyy.

Inderesin kommentit vuoden 2025 tavoitteista

Ensimmäisen tavoitteen saavuttaminen liikevaihdon kasvusta ja liiketuloksen parantamisesta vaikuttaa mielestämme selvältä. Brainlab-yhteistyö tuo Nexstimille vuonna 2025 takuukatetta 4 MEUR, mikä tarkoittaa arviomme mukaan selvää positiivista vaikutusta sekä liikevaihtoon että erityisesti tulokseen. Lisätukea tavoitteen saavuttamiseen tuo defensiivinen jatkuva liikevaihto ja hyvä laitteistomyynnin näkymä.

Toinen tavoite on enemmän laadullinen ja Brainlab-yhteistyön käynnistymisestä on jo merkkejä H1'25 aikana. Yhteistyöklินิกoiden määrän kasvuun tai muihin yhteistyöaloitteisiin ei ulkopuolelta ole näkyvyyttä, mutta yhtiö käy käsityksemme mukaan säännöllisesti keskusteluja potentiaalisten kumppanien kanssa.

Kolmantena tavoitteena lanseeraus tämän vuoden aikana riippuu viranomaisprosessista, johon ei myöskään ole ulkopuolelta näkyvyyttä. Alun perin lanseerausta suunniteltiin jo vuodelle 2024, mutta viranomaisprosessi myyntilupien saamiseksi on käsityksemme mukaan kirjoitushetkellä 6/2025 edelleen kesken.

Taloudellinen tilanne 1/2

Tuloskäännne etenee

Nexstimin liiketoiminta on ollut sen perustamisesta lähtien tappiollista lukuun ottamatta lisensoinnin 3,5 MUSD:n allekirjoitusmaksun tukemaa vuotta 2022. Yhtiö on kuitenkin pienentänyt tappioitaan ja odotamme positiivista tulosta vuonna 2025. Yhtiön profiili on siten muuttumassa ja tuloskehitys tukee oleellisesti yhtiön taloudellista tilannetta ja liikkumavaraa tulevaisuudessa.

Kulurakenne

Vuonna 2024 yhtiön operatiivisista kuluista 17 % oli materiaaleja ja palveluita, jotka liittyvät tuotteiden valmistamiseen. Nexstim ei valmista laitteitaan itse, vaan käyttää valmistuksessa suomalaista alihankkijaa. Myyntikate on viime vuosina ollut 80 %:n molemmin puolin. Odotamme näiden kulujen suhteellisen osuuden kasvavan jatkossa, kun myyntiä siirtyy enemmän jakelijalle (Brainlab).

Suurin kuluerä yhtiön operatiivisessa liiketoiminnassa on viime vuosina ollut henkilöstökulut (2019-2024 noin 44-50 % liikevaihdosta). Henkilöstökulujen pitäisi arviomme mukaan kasvaa liikevaihtoa jonkin verran hitaammin. Kasvun toteutuessa yhtiö tulee arviomme mukaan panostamaan jonkin verran lisää henkilöstöön. T&K-henkilöstöä ei arviomme mukaan tarvita näillä näkymin merkittävästi lisää.

Operatiivisista kuluista reilu 30 % on ollut liiketoiminnan muita kuluja, joiden suhteellinen osuus on hieman laskenut viime vuosina. Tämä erä sisältää myyntiin ja markkinointiin liitännäisiä kuluja, ulkopuolisista tuotekehitysyhteistöistä koituvia kuluja ja tavanomaisia hallintoon liittyviä kuluja. Nämä kuluerät ovat arviomme mukaan pääosin kiinteitä ja siten ovat skaalautuneet liikevaihdon mukana hyvin. Poistot käsittivät

noin 8 %. Poistojen osuus on ollut kasvussa, koska TK-kustannuksia on aktivoitu poistoja enemmän. Ajan myötä odotamme poistojen saavuttavan aktivointien tason.

Rahavirta ailahtelee lisenssimaksujen myötä

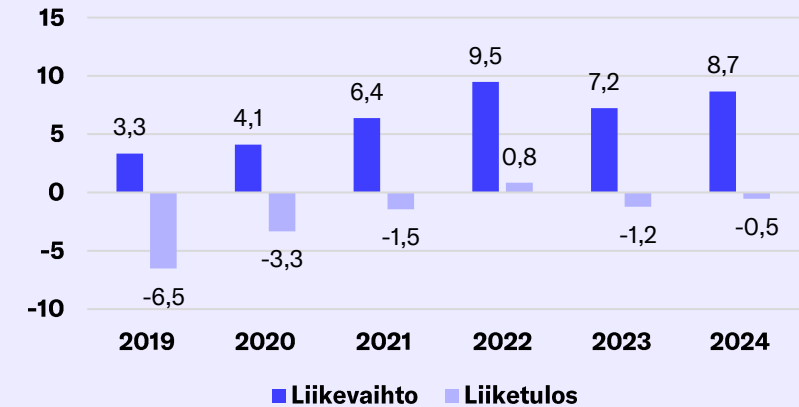
Nexstimin liiketoiminnan ja investointien yhteenlaskettu rahavirtavirta on kehittynyt asteittain hyvään suuntaan (ks seuraavan sivun kuvaaja). Vuonna 2022 rahavirtaa kohensi kertaluonteinen 3,5 MEUR:n allekirjoitusmaksu. Vuonna 2024 rahavirta oli karkeasti nollassa, joskin käyttöpääoman voimakas pieneminen näkyi rahavirrassa kertaluonteisen positiivisesti. Rahavirran trendi on kuitenkin ollut selvästi koheneva tuloskehityksen mukaisesti. Viime vuosina rahavirta on ollut keskimäärin raportoitua tulosta heikompaa, sillä TK-kulujen aktivoinnit ovat ylittäneet poistot. Tilanne tulee kuitenkin tasoittumaan tulevaisuudessa. Odotamme rahavirran kääntyvän voitolliseksi vuonna 2025 kasvavan liikevaihdon ja erityisesti Brainlab-takuukatteen tukemana.

Tase on vahvistunut

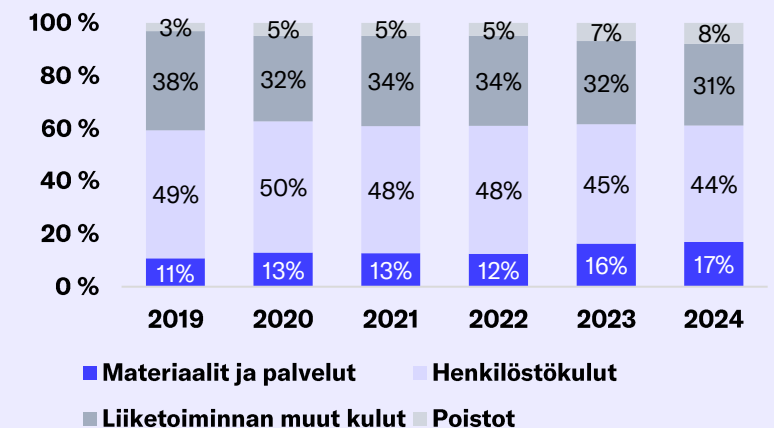
Nexstimin vuoden 2024 lopun taseessa oli 3,8 MEUR aineetonta omaisuutta, joka muodostuu aktivoituista kehittämismenoista sekä aineettomista oikeuksista. Aktivoidut kehittämismenot ovat kasvaneet viime vuosina ja liittyvät käsityksemme mukaan uuden NBS6-laitteiston ja muiden hankkeiden kehittämiseen.

Aineellista omaisuutta on liiketoiminnan luonteen mukaisesti vähän (0,4 MEUR), ja ne koostuvat lähinnä liiketoiminnan käytössä olevista terapialaitteistoista. Sijoituksia osakkuusyhtiöihin yhtiön taseessa oli 1,0 MEUR, joka koostuu investoinnista yhteistyöklonikoiden palveluyhtiöihin.

Liikevaihto ja -tulos, MEUR



Kulurakenne (% operatiivisista kuluista)



Taloudellinen tilanne 2/2

Vaihto-omaisuutta oli noin 0,8 MEUR, myyntisaamisia 3,9 MEUR. Suuria myyntisaamisia selittää loppuvuonna tehdyt lukuisat laitteistotoimitukset, joiden rahavirta realisoituu vasta alkuvuonna. Näihin saamisiin ei arviomme mukaan liity merkittävää riskiä, sillä asiakkaat ovat pääasiassa julkiselta sektorilta. Rahaa ja pankkisaamisia oli 3,9 MEUR.

Taseen toisella puolella omaa pääomaa on 3,7 MEUR. Pitkäaikaista velkaa on 4,2 MEUR, josta 2 MEUR on Business Finlandin tuotekehityslainaa. Lyhytaikaista velkaa rahoituslaitoksilta on puolestaan 1,1 MEUR. Korollista vierasta pääomaa oli yhteensä 4,2 MEUR ja omavaraisuusaste oli 31,2 %.

Rahoitusasema on parantunut ja on kohtalaisen hyvä

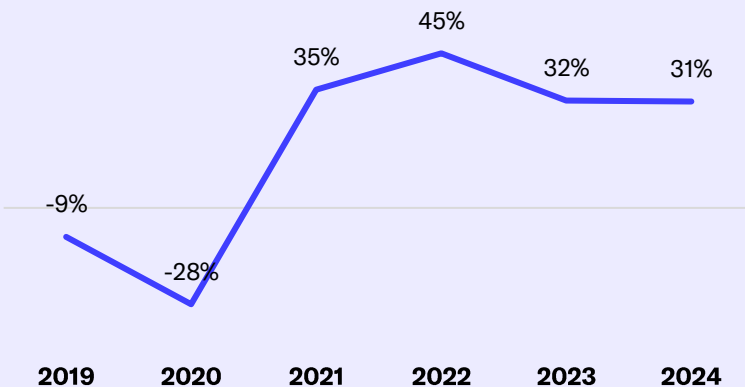
Yhtiön tappiollisen historian ja etupainotteisten tuotekehityspanostusten vuoksi Nexstim on tehnyt useita rahoituskierroksia, joista viimeisin vuonna 2021. Rahavirrat ovat olleet pääasiassa tappiollisia sen jälkeenkin, mutta näyttävät kääntyvän tulevaisuudessa positiivisiksi. Tämä tukee luonnollisesti rahoitusasemaa merkittävästi.

Yhtiöllä on edelleen nettovelkaa, joten emme näe Nexstimille mahdollisena maksaa lähivuosina osinkoja tai tehdä klinikkaverkoston kasvattamisen lisäksi merkittäviä yritysostoja. Epävarmuutta rahoituksen suhteen on edelleen, mutta näkymä on tällä hetkellä mielestämme selvästi aiempia vuosia parempi.

Kassavirran kehitys (MEUR)



Omavaraisuusaste-%



Sijoitusprofiili

Nexstim on kasvua tavoitteleva terveysteknologiayhtiö

Sijoittajille Nexstim profiloituu selkeästi kasvuyhtiöksi defensiivisellä terveysteknologian sektorilla, jossa se asemoituu vaikeiden aivosairauksien segmenttiin. Toimialaa tukevat houkuttelevat pidemmän ajan fundamentit ja trendit, ja yhtiölle toimiala tarjoaa suuren markkinapotentiaalin. Nexstim on vielä kaupallisesti melko varhaisessa vaiheessa, sillä liikevaihto on vielä absoluuttisesti alhainen ja historiassa tulos ja kassavirta ovat olleet negatiivisia. Yhtiön tulos on kuitenkin nousemassa voitolliseksi. Tulokäänteestä huolimatta yhtiö on vielä melko korkean riskin sijoituskohde eri liiketoiminta-alueiden vähäisestä ennustettavuudesta johtuen. Riskiprofiili on kuitenkin laskenut ja mielestämme lasku voi edelleen jatkua, jos defensiivisten ja skaalautuvien liiketoimintojen kasvu jatkuu ja kannattavuus paranee. Matalariskisempään vaiheeseen yhtiö voi kypsyä kuitenkin vasta useiden vuosien päästä.

Kasvuyhtiölle tyypillisesti Nexstim tarvitsee pääomia kasvun luomiseen (sis. investoinnit kulurakenteeseen ja aineettomaan omaisuuteen), joten osinkoa yhtiöstä ei ole lähivuosina odotettavissa. Näin ollen sijoittajien mahdollinen tuotto tulee Nexstimissä muodostumaan osakkeen hinnan muutoksesta. Lisäksi historiallisesti yhtiö on tarvinnut kasvun rahoittamiseen ulkoisia pääomia myös omistajiltaan. Tällä hetkellä näköpiirissä ei kuitenkaan ole ulkoisen rahoituksen tarvetta.

Positiiviset arvoajurit ja mahdollisuudet

Nexstimin kohdetoimiala on huomattavan suuri yhtiön

liikevaihtoon nähden ja sisältää merkittäviä kasvun mahdollisuuksia. Lisäksi TMS-hoitojen odotetaan valtaavan hitaasti alaa muilta hoidoilta, joka tukee yhtiön kasvumahdollisuuksia.

Nexstimin laitekanta on kasvussa erityisesti yhdistelmälaitteiden myynnin tukemana. Tämä luo pohjaa tulevaisuudessa hyvin skaalautuvan ja kannattavan jatkuvan liikevaihdon kasvulle. Yhtiön kannalta erityisen potentiaalinen luu Brainlab-yhteistyön kautta avautuvat kasvumahdollisuudet ja mahdolliset uudet markkinoita laajentavat käyttöaiheet. Nexstim on myös todistanut, että sen teknologian lisensointiin liittyy liiketoimintamahdollisuuksia, jotka voivat luoda lisäkassavirtaa tulevaisuudessa.

Nexstim on rakentamassa uutta liiketoimintamallia Yhdysvalloissa, joka perustuu osuuteen yhteistyöklินิกoiden arvonluonnista. Uusi malli sisältää mahdollisuuksia, mutta sen toimivuutta arvonluojana ei ole vielä täysin todistettu.

Pitkällä aikavälillä yhtiöllä on mahdollisuus laajentua uusiin käyttöaiheisiin (eli indikaatioihin), esimerkiksi sairaalahoidossa oleviin vakavasti masentuneisiin potilaisiin, Alzheimerin tautiin tai muihin neurologisiin sairauksiin.

Riskit ja uhat

Kilpailu terapialaitteissa on paikoin kireää ja yhtiön kasvu voi jäädä ennusteita alhaisemmalle alhaiselle tasolle. Tämä johtaisi jatkuvan liikevaihdon odotuksia vaisumpaan kasvuun ja hidastaisi yhtiön kannattavuuskäännettä. Nexstimillä on myös pienet resurssit suhteessa kilpailijoihin erityisesti

myynnin ja markkinoinnin suhteen. Markkinatilanteessa on mielestämme osittain haastavia piirteitä suurempien kilpailijoiden tavoittellessa kasvua kannattavuuden kustannuksella terapia-alueella. Ennusteisiin liittyvä riski on myös varsin korkea.

Nexstim voi epäonnistua uuden yhteisklinikoihin perustuvan liiketoimintamallin kannattavuuden rakentamisessa. Arviomme mukaan klinikkaverkoston kasvattaminen vaatii myös onnistuessaan yhtiön kokoon nähden melko suuria investointeja, mikä voi kuluttaa yhtiön rajallisia resursseja.

Uusien käyttöaiheiden tutkiminen on keskeistä Nexstimin pitkän aikavälin menestykselle, mutta nämä vaativat pitkäaikaista ja epävarmaa tutkimusta. Mahdollinen epäonnistuminen heikentäisi terapialiiketoiminnan pitkän aikavälin potentiaalia. Jo olemassa olviin käyttöaiheisiin on mahdollista hakea myyntilupia melko kevyellä prosessilla, mutta tällöin yhtiö altistuu monella alueella kireälle kilpailulle.

Ennusteet 1/3

Mallituksen taustat

Liikevaihtoennustemme vuosille 2025-2027 perustuu laitteistomyynnin, jatkuvan liikevaihdon ja kliinikkaverkoston kasvun mallintamiseen. Näiden lisäksi mallinnamme Sinaptica-sopimukseen liittyvää liikevaihtoa sekä Magnus Medcalin kanssa tehtävään sopimukseen liittyen lisenssituloja. Näihin kahteen viimeiseen liikevaihdon lähteeseen liittyy binäärisyyttä, sillä molempien toteutumisessa on epävarmuuksia niin lopullisen toteutumisen, aikataulujen ja taloudellisten yksityiskohtien osalta. Tätä binääristä riskiä mallinnamme arvioimalle sopimuksille toteutumisen todennäköisyyden, jolla kerromme ennustemme. Arviomme todennäköisyyksistä voi luonnollisesti muuttua ajan myötä, mikä vaikuttaa vastaavasti ennusteisiin. Pidemmällä aikavälillä ennustemme perustuu odotettuun markkinakasvuun, markkinoiden ajureihin ja Nexstimin kilpailutekijöihin.

Näkyvyys laitteistomyyntiin ja jatkuvaan liikevaihtoon on mielestämme kohtalainen, vaikka yhtiö ei annakaan ohjeistusta myynnin odotetusta kehityksestä. Vaikeutta ennustettavuuteen tuo lähivuosina Sinaptica-sopimuksen merkittävä vaikutus ennusteisiin (aiesopimuksen mukaan vähintään 20 laitteistotoimitusta) yllämainitut epävarmuudet huomioiden. Laitteistomyynnin kannalta olennaista on uuden NBS6-laitteiston tuleva diagnostiikkaominaisuuksien lanseerauksen aikataulu ja sen vaikutus kysyntään. Brainlab-yhteistyö tuo Nexstimin diagnostiikkalaitteistoille lisää jakeluvoimaa, minkä pitäisi näkyä kasvussa keskipitkällä aikavälillä.

Jatkuvan liikevaihdon osalta ennustettavuus on melko hyvällä tasolla ja se heijastelee laitteistokannan kasvua. Käsitksemme mukaan suuri osa jatkuvasta liikevaihdosta



tulee laitteistojen leasing-sopimuksista, jotka kestävät arviomme mukaan tyypillisesti noin kolme vuotta. Siten myyty laitteisto tuottaa arviomme mukaan jatkuvaa liikevaihtoa enemmän ensimmäisten vuosien aikana. Leasing-sopimusten vuoksi oletamme että jatkuvan liikevaihdon kasvun kulmakerroin jää laitteistokannan kasvua alhaisemmalle tasolle, kuten on historiallisestikin käynyt.

Kliinikkaverkoston kasvun näkyvyys on vähäistä sen riippuessa oleellisesti epäorgaanisesta kasvusta. Oletamme kasvun tässä kategoriassa jäävän maltilliselle tasolle perustuen yhtiön rajattuihin resursseihin ja viime vuosien melko verkkaiseen investointitahtiin. Lisenssitulojen arvioinnissa joudumme nojaamaan vahvasti Nexstimin ja Sinaptican (alkuvaiheen sopimuksen arvo 6 MEUR) ja Magnus Medicalin (sopimuksen kokonaisarvo 17 MUSD) yhteisiin arvioihin, joita on ulkopuolelta vaikeaa arvioida datan puuttumisen vuoksi.

Liikevaihdon kasvua eri lähteistä

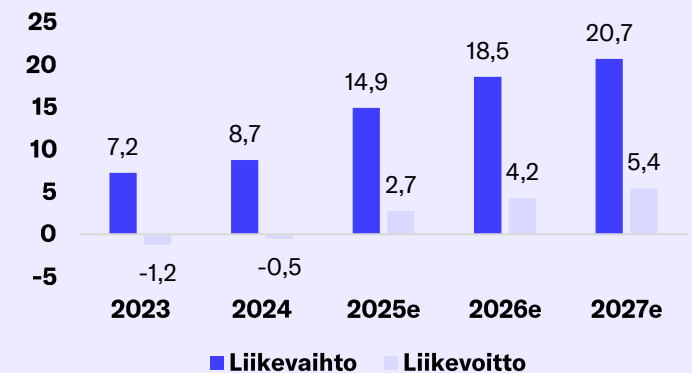
Odotamme vuoden 2025 liikevaihdoksi 14,9 MEUR. Merkittävä kasvu perustuu osaltaan jo varsin varmalla pohjalla olevaan Brainlab-yhteistyön tuomaan takuu katteeseen (4 MEUR), joka nostaa arviomme mukaan liikevaihtoa selvästi vertailukaudesta. Tärkeä osa kasvua on myös Sinaptica-sopimus, jonka osalta odotamme 1 MEUR:n liikevaihtoa. Kasvua tukevat myös odotukset Brainlab-sopimuksen ulkopuolisesta laitteistomyynnistä ja jatkuvasta liikevaihdosta sekä pieneltä osin odotuksemme kliinikkaverkoston laajentamisesta. Nexstimin oma ohjeistus vuodelle on liikevaihdon ja liiketuloksen kasvu vuoteen 2024 verrattuna. Pidämme ohjeistuksen saavuttamista käytännössä varmana Brainlab-sopimuksen takuukatteen tukemana.

Ennusteiden taustoja

	 Mahdollisuus	 Riski
Laitteistot ja jatkuva liikevaihto	Kasvava jakeluvoima Brainlab-yhteistyön kautta; NBS6-lanseeraus; uudet markkinat (Japani, Intia); kasvava laitteistokanta	Kilpailu erityisesti terapiasovelluksissa; NBS6-myöhästyminen; tavoitteista jääminen Brainlab-jakelussa
Kumppanuudet ja lisensointi	Tutkimushanke ja kaupallistaminen Alzheimerin taudissa; Magnus Medical -lisenssitulot	Sopimusten kaatuminen; arvon jääminen odotetusta; aikataulujen viivästyminen
Kliinikka-yhteistyöt	Defensiivinen, rahavirtaposiivinen kasvu; Uusien hoitomahdollisuuksien tunnistaminen	Kasvu vaatii investointeja, joiden pääoman tuotto vielä epäselvä; hyötyjen ulosmittaus edellyttäisi suurempaa skaalaa; resursseja tarvitaan myös muuhun kasvuun

Lähde: Inderes

Liikevaihto ja -voitto, MEUR



Ennusteet 2/3

Tulevina vuosina odotamme liikevaihdon kasvavan edelleen. Kasvun keskeisinä ajureina toimivat Brainlab-yhteistyön kautta tapahtuva markkinoiden laajeneminen sekä nykyisillä kohdemarkkinoilla uusiin sairaaloihin että uusien markkinoiden avaaminen erityisesti Japaniin. NBS6-laitteiston lanseeraus diagnostiikkaominaisuuksilla voi tuoda joksikin aikaa normaalia korkeampaa kysyntää, jos asiakkaat ovat lykänneet investointejaan odottaessaan uutta tuotetta. Ennusteemme sisältää selvää kasvua myös Sinaptica- ja Magnus Medical -sopimukseen liittyen, joihin kuten todettua, liittyy binääristä riskiä. Terapialaitteistomarkkinan suhteen odotamme kilpailutilanteen jatkuvan melko tiukkana. Toisaalta kohdemarkkinan kasvu ja TMS-teknologian käytön yleistyminen tuo myös mahdollisuuksia. Nexstimin laitteistojen myynti tutkimustarkoituksiin on verrattain pientä, mutta yhtiön asema tässä markkinassa on vahva, joten odotamme yhtiön yltävän markkinakasvuun.

Jatkuvan liikevaihdon osalta odotamme vakaata ja maltillisesti kasvavaa liikevaihtoa laitteistokannan kasvuun perustuen. Jatkuvan liikevaihdon osalta terapialiiketoiminta on Nexstimille tärkeämpää, missä kilpailutilanne on kuitenkin laskenut kertakäyttöosien hintoja. Yleistyvät huoltosopimukset tukevat kuitenkin sekä terapia- että diagnostiikka-alueiden jatkuvaa liikevaihtoa.

Lisenssitulojen osalta odotamme yhteensä noin 5 EUR:n tuottoja, mikä on selvästi alle alkuperäisen sopimuksen noin 14 MUSD:n lisensointikauden tulojen. Arviomme sisältää turvamarginaalia, koska yhtiöiden näkemyksissä sopimuksen soveltamisesta on erimielisyyttä. Yhtiöiden mukaan lisensointikausi on viisivuotinen laitteiston kaupallistamisesta alkaen. Ennusteissamme lisensointia toteutuu H2'26 alkaen, vaikka laitteiston myynti alkoi jo H1'24. Ennustamme lisenssitulojen kasvavan asteittain viisivuotisen kauden aikana.

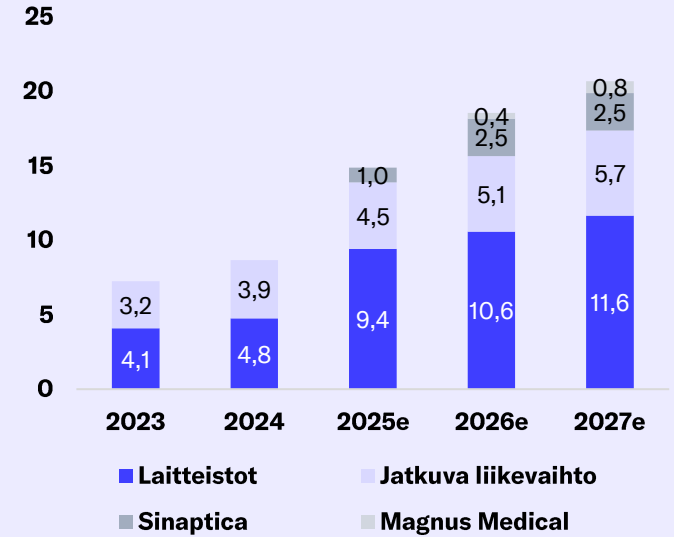
Klinikkaverkoston kasvuun liittyvät odotuksemme kasvusta ovat maltillisia perustuen verkoston melko maltilliseen toteutuneeseen kasvutahtiin sekä yhtiön kommentteihin. Verkoston kehittäminen on kuitenkin yksi strategiakauden keskeisiä asioita, joten odotamme yhtiön edelleen tekevän maltillisia panostuksia mahdollisuuksien mukaan. Näkyvyys klinikkaverkoston kasvuun on vähäinen, sillä se perustuu pääasiassa epäorganiseen kasvuun.

Odotamme tuloskäännettä 2025

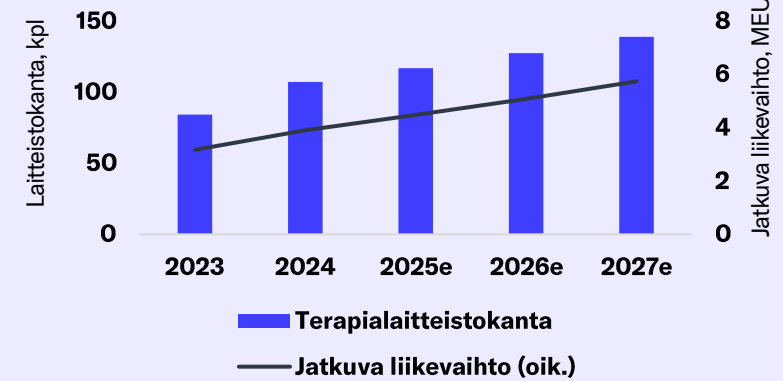
Brainlab-sopimuksen myötä tuleva taattu käyttökate 4 MEUR nostaa liikevaihdon lisäksi erityisesti tulosta, sillä odotamme yhteistyön alkuvaiheessa takuukatteesta toteutuvan merkittävän osan käteismaksuna laitteistojen myyntiin jäädessä vielä selvästi takuukatteen saavuttamisen edellyttämää tasoa alemmas. Tämä tukee vahvasti tulosrivejä ja auttaa arviomme mukaan Nexstimia saavuttamaan yhtiön historian ensimmäisen voitollisen tilikauden, jos huomiotta jätetään 3,5 MEUR:n lisenssimaksun tukema vuosi 2022 (EBIT: +0,8 MEUR). Tulosenusteeseen vuonna 2025 vaikuttaa nostavasti myös oletus Sinaptica-sopimuksen loppuun lyömisestä ja siihen liittyen 1 MEUR:n liikevaihdosta korkealla kannattavuudella. Odotusten ylittyminen tai alittuminen vaikuttaisi luonnollisesti tulosenusteeseen.

Vuodesta 2026 alkaen tulosta tukee oletus Magnus Medicalin lisenssimaksujen alkamisesta. Kuten todettua, tähän ennusteeseen liittyy merkittävää riskiä, jos maksut jäävät ennusteita alemmalle tasolle tai jäävät jopa kokonaan toteutumatta. Brainlab-jakelun osalta odotamme takuukäyttökäteen roolin laskevan ja varsinaisen laitteistomyynnin osuuden kasvavan ajan myötä. Tämä laskee ennustamaamme myyntikatetta maltillisesti, kun Brainlab saa osuutensa myynnistä. Tulostaso kuitenkin kohenee ennusteissamme liikevaihdon kasvun perässä.

Liikevaihdon jakautuminen, MEUR



Terapialaitteistokanta ja jatkuva liikevaihto



Ennusteet 3/3

Kustannusten odotamme kehittyvän maltillisesti

Nexstim on onnistunut puolustamaan myyntikatettaan hyvin viime vuosien inflatorisessa ympäristössä. Myyntikate on säilynyt erinomaisella noin 80 %:n tasolla. Jatkossa odotamme myyntikatteeseen maltillista laskua noin 78 %:n tasolle vuoteen 2027 mennessä. Laskun syy on laitteistomyynnin jakelukanavan suhteellisen osuuden kasvu Brainlabin vastatessa suuremmasta osuudesta Nexstimin myyntiä. Myyntikatetta tukee korkeakatteinen jatkuva liikevaihto ja mahdolliset lisenssimaksut.

Henkilöstömäärän odotamme kasvavan maltillisesti nykyisestä liikevaihdon kasvua hitaammin. Tämä perustuu myös Brainlab-yhteistyöhön, jolloin kumppani vastaa suuremmasta osasta myyntiä ja Nexstimin omia henkilöstöresursseja vapautuu muuhun käyttöön, joka puolestaan vähentää rekryointitarvetta. Yhtiöllä oli vuoden 2024 lopussa 40 työntekijää ja odotamme henkilöstön määrän kasvavan 45:n vuoden 2027 loppuun mennessä. Keskimääräisten palkkojen odotamme kasvavan hieman inflaatiota nopeammin 4 % vuodessa. Liiketoiminnan muut kulut tulevat ennusteessamme kasvamaan liiketoiminnan laajentumisen myötä, mutta liikevaihdon kasvua hitaammin lähivuosina. Tämä auttaa lyhyellä aikavälillä tuloksen skaalautumisessa. Poistojen odotamme olevan aiempia vuosia korkeammalla tasolla johtuen viime vuosien TK-kulujen aktivoineista taseeseen ja niiden lisääntyvistä poistoista NBS6-laitteiston kaupallistamisen edistyessä. Lähivuosina odotamme poistojen nousevan investointien tasolle, jolloin raportoitu tulos ja rahavirrat alkavat olla lähellä toisiaan. Viime vuosina rahavirta on ollut tulosta hieman heikompi TK-aktivoitien ylittäessä poistojen tason.

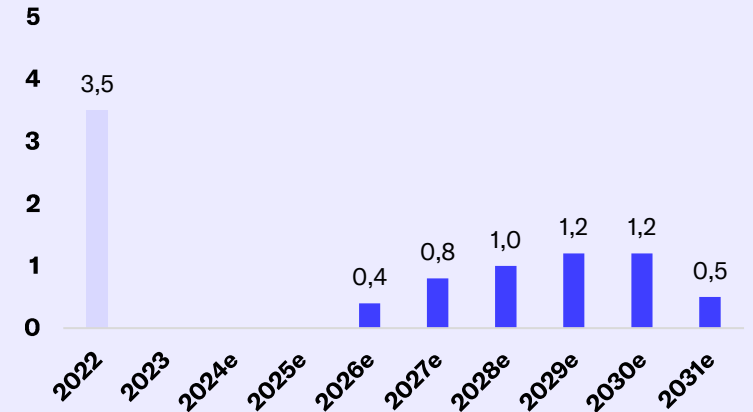
Emme ennusta yhtiön maksavan veroja lähivuosina menneiden tappioiden vähennyskelpoisuudesta johtuen. Rahoituskulut jatkuvat ennusteessamme tasaisella -021 MEUR:n tasolla.

Kassa riittää näillä näkymin

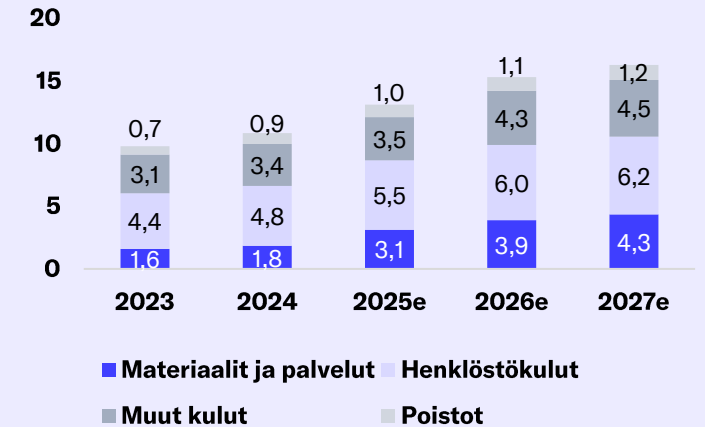
Vuonna 2024 Nexstimin liiketoiminnan ja investointien yhteenlaskettu rahavirta jäi aavistuksen tappiolliseksi (-0,1 MEUR). Rahavirtaa paransi kuitenkin merkittävä käyttöpääoman pieneneminen, joten oikaistu rahavirta jäi vielä selvästi tappiolliseksi. Vuodesta 2025 alkaen odotamme rahavirran kuitenkin kääntyvän positiiviseksi liikevaihdon ja tuloksen ajureiden ansiosta. Myös rahavirtojen suhteen edellä mainitut epävarmuudet pätevät. Investointien rahavirtaan vaikuttaa luonnollisesti merkittävästi se, missä suuruusluokassa Nexstim investoi kllnikkaverkostoonsa.

Nexstimin rahavarat vuoden 2024 lopussa olivat 3,9 MEUR. Lisäksi yhtiöllä oli vuoden lopun kiireisestä myyntisesongista johtuen myyntisaamisia 3,7 MEUR. Yhtiön kassatilanne oli siten varsin vahva. Taustalla oli vuonna 2024 solmittu vaihtovelkakirjasopimus ja sen mahdollistamana Business Finlandin 2 MEUR:n tuotekehityslaina. Lisäksi kassaa vahvisti Brainlabin 1,15 MEUR:n pääomasijoitus ja 1 MEUR:n ennakkomaksu, jonka Nexstim hyvittää tulevaisuudessa liiketoimissa. Nexstimillä on edelleen nettovelkaa, mutta hyvän nykyisen kassatilanteen ja tuloskäänteen yhdistelmä asettaa yhtiön aiempaa selvästi parempaan rahoitusasemaan. Nexstim joutunee jatkossakin harjoittamaan tarkkaa kassan hallintaa, jotta panoksia kasvuinvestointeihin riittäisi jatkossakin.

Lisensointituotot, MEUR



Kustannukset, MEUR



Arvonmääritys 1/4

Arvonluontia laitteistomyynnistä, kliinikkaverkostosta ja lisensoinnista

Nexstimin arvonluonti rakentuu mielestämme kolmeen tekijään: 1) laitteistomyyntiin ja jatkuvaan liiketoimintaan, 2) kliinikkaverkoston kasvattamiseen ja 3) lisensointituloihin. Laitteistomyynti on kehittynyt vaisuhkon vuoden 2023 jälkeen positiiviseen suuntaan ja jatkossa ajureina toimivat Brainlab-yhteistyön kautta kasvava jakeluvoima ja NBS6-laitteiston lanseeraus diagnostiikkaominaisuuksilla. Laitteistomyynnin kasvattaminen on yhtiölle erittäin tärkeää, jotta skaalautuneet pääsisivät esiin korkean myyntikatteen ja kiinteiden kulujen skaalautumisen kautta. Jatkuva liikevaihto tuo yhtiölle defensiivistä ja korkeakatteista tulovirtaa. Sen kasvu on kiinteästi linkittyynyt laitteistomyynnin määrään ja sen kautta laitteistokannan kasvuun, joka tarvitsee huoltoa ja ylläpitoa.

Kliinikkaverkoston kasvattaminen on Nexstimille edelleen strateginen fokusalue uudella strategiakaudella 2025-2028. Kliinikkayhteistyö on jäänyt aiempia odotuksiamme pienimuotoisemmaksi liiketoiminnaksi ja sen rooli tulevassa arvonluonnissa onkin mielestämme selvästi laitteistoliiketoimintaa pienempää. Kliinikkayhteistyöllä on potentiaalia tuoda liiketoimintaan entistä enemmän defensiivisyyttä ja matalan riskin positiivista kassavirtaa. Näkyvyys tähän liiketoimintaan on vähäinen, sillä kasvu on luonteeltaan pääosin epäorgaanista, joskin olemassa olevien klinikoiden orgaanisessa kasvussakin lienee mahdollisuuksia.

Lisenssitulot voivat tuoda yhtiölle merkittävää kassavirtaa tulevaisuudessa, jonka toteutumisen kokoluokkaan ja ajoitukseen liittyen näkyvyyttä ei juuri ole. Lisenssoinnissa on Nexstimin mukaan myös mahdollisuuksia uusiin sopimuksiin tulevaisuudessa.

Arvonmäärityksemme perustuu liikevaihtokertoimiin ja

kassavirtalaskelmaan

Nexstimin on tekemässä tuloskäännettä, joten tuloskertoimien käyttö arvonmäärityksessä alkaa olla aiempaa käyttökelpoisempaa. Ennusteiden epävarmuuksista johtuen tuloksen ennustaminen on kuitenkin vielä erittäin hataralla pohjalla, joten mielestämme liikevaihtokertoimet ovat vielä toistaiseksi perustellumpi lähestymistapa arvonmääritykseen kertoimien vakauden vuoksi. Liikevaihtoperusteisesti voimme peilata EV/S-kerrointa tulevaisuuden kasvunäkymiin, kannattavuuspotentiaaliin ja verrokkien sekä toimialan arvostukseen. Ennustettujen kassavirtojen nykyarvoa kuvaava DCF-laskelma on mielestämme myös käyttökelpoinen arvonmääritysmenetelmä. Kassavirtojen ennusteriski on luonnollisesti myös korkea.

EV/liikevaihto-kerroin on neutraali yhtiön omaan historiaan peilaten

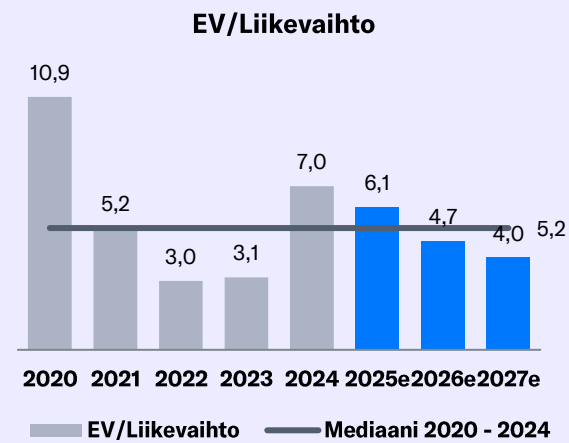
Nexstimin EV/S-kerroin on voimakasta kasvua sisältävillä 2025 ennusteillamme 6,1x. Kerroin laskee ensi vuonna 4,7x:n ja tippuu edelleen pidemmällä tulevaisuudessa, mikäli ennustamamme kasvu toteutuu. Vuosien 2020-2024 mediaani EV/S-kerroin on ollut 5,2x (vaihteluväli 3x-11x). Nykykerroin on siten aavistuksen historiallisen arvostuksen yläpuolella. Tämä on kuitenkin mielestämme perusteltua tuloskäänteen etenemiseen perustuen.

Verrokkeihin nähden EV/S-kerroin on korkea

Nexstimillä on kaksi selkeää listattua toimialaverrokkia Neuronetics ja Brainsway, jotka ovat kuuluvat käsityksemme mukaan TMS-laitteistovalmistajien suurimpiin yhtiöihin. Näiden verrokkien EV/S-kertoimet vuosille 2025-2026 ovat Neuronetics 3,8x ja 3,8x sekä Brainsway 4,6x ja 3,7x.

Arvostustaso	2025e	2026e	2027e
Osakekurssi	12,3	12,3	12,3
Osakemäärä, milj. kpl	7,16	7,16	7,16
Markkina-arvo	88	88	88
Yritysarvo (EV)	91	87	82
P/E (oik.)	34,8	21,8	16,7
P/E	34,8	21,8	16,7
P/B	13,9	8,5	5,6
P/S	5,9	4,7	4,3
EV/Liikevaihto	6,1	4,7	4,0
EV/EBITDA	24,5	15,6	12,7
EV/EBIT (oik.)	33,3	20,4	15,1
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %

Lähde: Inderes



Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	H1'24	H2'24	2024	H1'25e	H2'25e	2025e	H1'26e	H2'26e	2026e	2027e	2028e
Liikevaihto	3,2	5,6	8,7	5,7	9,2	14,9	7,9	10,7	18,5	20,7	24,4
Käyttökate	-0,5	0,8	0,3	0,6	3,1	3,7	1,6	3,7	5,6	6,4	7,9
Poistot ja arvonalennukset	-0,4	-0,5	-0,9	-0,5	-0,5	-1,0	-0,5	-0,6	-1,3	-1,0	-1,0
Liikevoitto	-0,9	0,3	-0,5	0,1	2,6	2,7	1,1	3,1	4,2	5,4	6,8
Osuus osakkuusyhtiöiden tuloksesta	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettorahoituskulut	-0,1	-0,3	-0,3	-0,1	-0,1	-0,2	-0,1	-0,1	-0,2	-0,1	-0,1
Tulos ennen veroja	-0,9	0,1	-0,9	0,0	2,5	2,5	1,0	3,0	4,0	5,3	6,7
Verot	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,7
Vähemmistöosuudet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	-0,9	0,1	-0,9	0,0	2,5	2,5	1,0	3,0	4,0	5,3	6,1
EPS (oikaistu)	-0,13	0,01	-0,12	0,00	0,35	0,35	0,14	0,42	0,57	0,74	0,85
EPS (raportoitu)	-0,13	0,01	-0,12	0,00	0,35	0,35	0,14	0,42	0,57	0,74	0,85

Tunnusluvut	H1'24	H2'24	2024	H1'25e	H2'25e	2025e	H1'26e	H2'26e	2026e	2027e	2028e
Liikevaihdon kasvu-%	26,9 %	17,2 %	20,5 %	78,0 %	65,7 %	70,2 %	39,4 %	15,7 %	24,7 %	11,4 %	18,0 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	-37,7 %	107,2 %	-56,5 %	-114,8 %	690,9 %	-611,2 %	774,6 %	20,1 %	55,4 %	27,2 %	26,4 %
Käyttökate-%	-14,7 %	14,2 %	3,7 %	10,8 %	33,6 %	24,9 %	20,9 %	34,6 %	30,0 %	31,0 %	32,3 %
Oikaistu liikevoitto-%	-27,2 %	5,9 %	-6,1 %	2,3 %	28,3 %	18,4 %	14,2 %	29,3 %	22,9 %	26,1 %	28,0 %
Nettotulos-%	-28,8 %	1,0 %	-9,8 %	0,5 %	27,2 %	17,0 %	12,9 %	28,4 %	21,8 %	25,6 %	24,8 %

Lähde: Inderes

Tase

Vastaavaa	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Pysyvät vastaavat	3,9	5,2	5,2	5,0	5,1
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aineettomat hyödykkeet	2,9	3,8	3,6	3,2	3,2
Käyttöomaisuus	0,3	0,4	0,6	0,7	0,8
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,7	1,0	1,0	1,0	1,0
Muut sijoitukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verosaamiset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vaihtuvat vastaavat	5,9	9,0	10,6	11,3	16,1
Vaihto-omaisuus	1,0	0,8	1,3	1,7	1,9
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	3,4	4,4	5,2	5,6	5,8
Likvidit varat	1,5	3,9	4,0	4,1	8,4
Taseen loppusumma	9,9	14,2	15,8	16,3	21,2

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Oma pääoma	2,8	3,8	6,3	10,4	15,6
Osakepääoma	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Kertyneet voittovarot	-52,3	-53,2	-50,6	-46,6	-41,3
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	55,0	56,9	56,9	56,9	56,9
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	3,6	4,2	3,9	2,0	1,5
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	3,6	4,2	3,9	2,0	1,5
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset velat	3,4	6,3	5,6	4,0	4,0
Korolliset velat	0,8	4,6	2,9	0,7	0,5
Lyhytaikaiset korottomat velat	2,6	1,7	2,7	3,3	3,5
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	9,9	14,2	15,8	16,3	21,2

Arvonmääritys 2/4

Verrokkiyhtiöiden kertoimet ovat vaihdelleet historiallisesti voimakkaasti, joten erityisen tukevaa perustaa vertailu näihin yhtiöihin ei mielestämme anna. Pidämme Brainswaytä parempana verrokkina, sillä yhtiö on kasvanut tasaisesti orgaanisesti ja on hiljattain saavuttanut tuloskäänteen. Tässä mielessä yhtiö on kehitysvaiheeltaan ja kasvultaan lähellä Nexstimä, vaikka Brainswayn liikevaihto onkin selvästi Nexstimä korkeampi (2024: 41 MUSD; +29 % vs 2023) Arvioimme Nexstimin kasvupotentiaalin näitä verrokkejajonkin verran paremmaksi, minkä perusteella hyväksymme Nexstimille verrokkeja hieman korkeamman EV/S-kertoimen. Toisaalta Nexstimin pieni koko puoltaa osaltaan preemiota isommat resurssit omaaviin verrokkeihin nähden. Kokonaisuutena pidämme Nexstimin EV/S-kerroinperäistä arvostusta korkeana verrokkeihin, erityisesti Brainswayhin, nähden.

Suhteellisen arvostuksen tarkastelussa hyödynnämme lisäksi sektorin yleistä arvostusta. Global Medical Devices & Supplies Competitive Peers -indeksin pitkän aikavälin (2014-2024) mediaani taaksepäin katsova EV/S-kerroin on ollut 4,7x ja tuorein lukema (Q1'25) 4,3x. Nexstimin tulevaan voimakkaaseen kasvuun nojaava EV/S-kerroin 6,1x on noin 30 % yli sektorin historiallisen taaksepäin katsovat mediaanikertoimen.

Sektorin-indeksi koostuu suurista, globaaleista, laadukkaista, pääosin Yhdysvaltalaisista terveysteknologian yhtiöistä. Verrokki-indeksin yhtiöiden riskitaso on selvästi Nexstimä alhaisempi. Toisaalta Nexstimin kasvupotentiaali on verrokkeja korkeampi. Sektorin yhtiöt ovat hyvin kannattavia ja keskimääräinen liikevoittoprosentti on ollut 14 %. Mielestämme Nexstim on neutraalisti tai hieman korkeasti hinnoiteltu suhteessa sektorin tämänhetkiseen ja

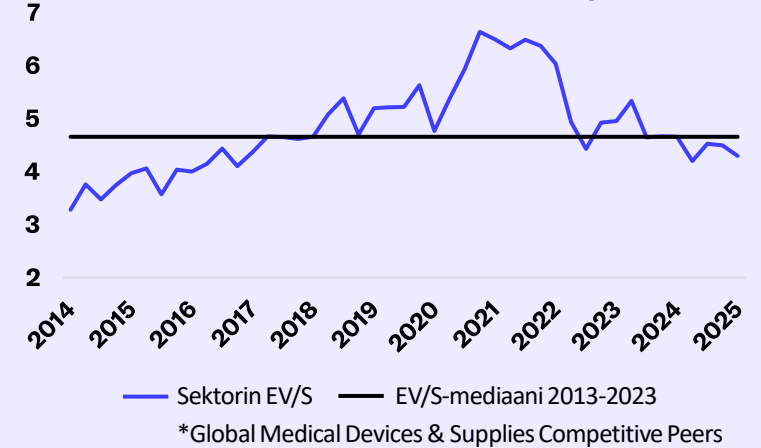
historialliseen keskimääräiseen arvostukseen nähden.

Hyväksyttävät EV/S-kertoimet riippuvat keskeisesti odotetusta liikevaihdon kasvusta. Odotamme Nexstimiltä voimakasta kasvua 2025 Brainlabin takuukatteen ja todennäköisenä pitämämme Sinaptica-sopimuksen ansiosta keskipitkällä aikavälillä. Pidemmällä aikavälillä odotamme kasvun tasaantuvan lähelle markkinoiden keskimääräistä kasvua. Arviomme mukaan Nexstimin EV/S-kertoimien käypä haarukka on noin 4x-6x, perustuen kasvunäkymiin ja kannattavuuspotentiaaliin. Korkea ennusteriski tuo haarukan määrittelyyn maltillista laskupainetta. Toisaalta rahoitusriskin lasku tuo nostetta hyväksyttäviin kertoimiin yhtiön aiempaan tilanteeseen verrattuna. Nykyarvostus kuluvaan vuoden ennusteella on haarukan ylälaidalla ja lyhyen tähtäimen voimakas kasvu on mielestämme hinnoiteltu osakkeeseen sisään. Selvästi houkuttelevalle tasolle EV/S-kerroin painuu mielestämme ennusteillamme vuonna 2027, jolloin kerroin saavuttaa 4x:n tason.

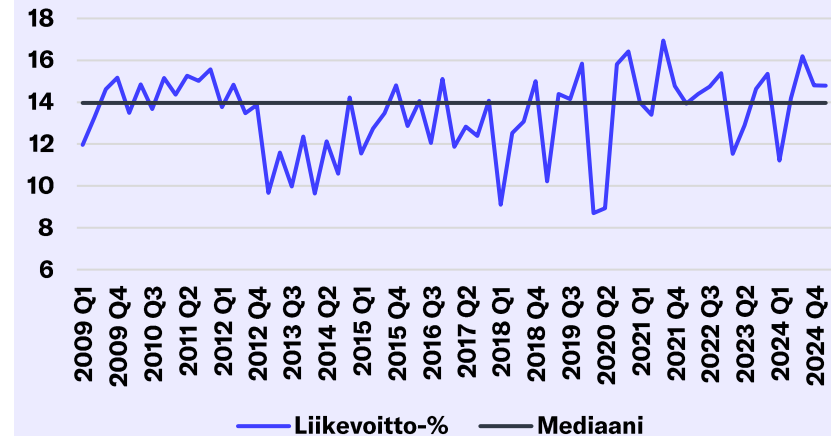
Tulosperusteisesti katse pitää siirtää kauas

Tulospohjaisten kertoimien hyödyntäminen on vielä vaikeaa, koska tulostasoon liittyy vielä merkittävää epävarmuutta sopimusten toteutumisesta riippuen. Ennusteillamme P/E-kerroin laskee yhtiön profiili huomioiden halvalle 17x tasolle vuonna 2027. Ennusteisiin sisältyy suurta epävarmuutta, joten osakkeen arvostukselle ei mielestämme ole tarjolla mielekäästä tulosperusteista tukea tässä vaiheessa.

Sektorin* historiallinen EV/S



Sektorin historiallinen liikevoittoprosentti



Lähde: Bloomberg, Inderes

Arvonmääritys 3/4

Kassavirtalaskelma viittaa osakkeen maltilliseen nousuvaraan

Diskontattu kassavirtalaskelma (DCF) antaa osakkeen nykyarvoksi 10,4 euroa. Pidämme DCF-mallia Nexstimin arvonmäärityksessä käyttökelpoisena, mutta mallin herkkyyden vuoksi kannustamme sijoittajia vertaamaan mallissa käytettyjä oletuksia omiin arvioihin ja tuottovaatimukseen.

Oman pääoman kustannuksena mallissa olemme käyttäneet 10,1 % ja pääoman keskimääräisenä kustannuksena (WACC) 9,5 % (aik. 10 %). Laskenut WACC heijastaa päivitettyä näkemystämme osakkeen tuloskäänteen etenemisestä ja laskeneesta rahoitusriskistä. WACC on hieman Inderesin seurannan mediaania korkeammalla, mutta ero on pieni. Tuloskäänteen vuoksi WACC on alhaisemmalla tasolla muihin karkeasti samassa kehitysvaiheessa oleviin, mutta tappiollisiin lääkinnällisten laitteiden valmistajiin kuten Optomediin (10,8 %), Bioreteciin (12 %) ja Modulightiin (11,5 %) nähden.

Terminaalijakson kasvuksi olemme määritelleet 2,5 % heijastellen TMS-markkinan yleisesti hyviä kasvunäkymiä ja ikääntyvän väestön kasvavia hoitotarpeita. Liikevoittotasona olemme käyttäneet 20 %, joka on erittäin korkea suhteessa yhtiön historiaan. Perustelemme korkeaa terminaalikannattavuutta yhtiön potentiaalilla skaalautuvaan kannattavuuteen, korkeaan myyntikatteeseen ja terveysteknologian sektorin historialliseen hyvään kannattavuuteen. Sektorin voitolliset suuremmat yhtiöt pääsevät tyypillisesti 20-30 %:n liikevoittomarginaaliin ja Nexstimillä on mielestämme edellytykset hyvin korkeaan kannattavuuteen positiivisessa skenaariossa.

Osakkeen nykyarvosta 53 % perustuu laskelman terminaaliarvoon, eli vuoden 2034 jälkeisiin vapaisiin

kassavirtoihin. Luku on verrattain maltillinen ja selittyy osittain lisenssituloilla, jotka toteutuvat ennusteissa kokonaisuudessaan ennen terminaalijakson alkamista.

Arvostuksen yhteenveto

Nexstimin kehitysvaihe huomioiden arvonmäärityksen menetelmät ovat rajatut ja ennusteisiin liittyy merkittävää riskiä. Tämän seurauksena arvonmääritys on verrattain epätarkkaa, vaikka EV/S-kertoimen tarkastelu kasvunäkymiin, kannattavuuspotentiaaliin ja verrokkeihin nähden. EV/S-kertoimien tarkastelu eri kulumista ja DCF-malli viittaa osakkeen tuotto-riski-suhteen jäävän epätydyttäväksi.

Kassatilanteen ja kassavirtaennusteidemme vuoksi emme odota yhtiön maksavan osinkoa lähivuosina ja osaketuotto muodostuukin arviomme mukaan puhtaasti osakkeen hinnan muutoksista.

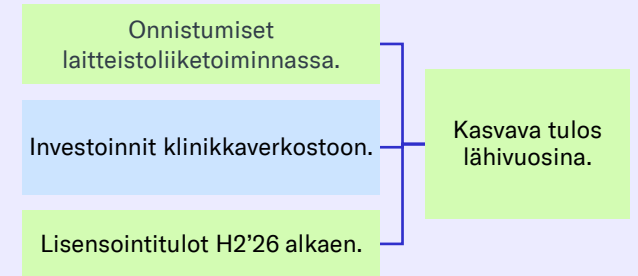
Positiivisessa kehityskulussa laitteistomyynti nousisi trendinomaisesti korkeammalle tasolle Brainlab-yhteistyön ja uuden NBS6-laitteiston vetämänä, jolloin kertaluonteiset laitteistomyyntitulot ja jatkuva liikevaihto nousisivat uudelle tasolle. Kassavirta kääntyisi selvästi positiiviseksi lisenssitulojen ja onnistuneiden klinikaverkostoinvestointien seurauksena. Alzheimerin taudin hoidon eteneminen kaupalliseen vaiheeseen toisi edelleen tulevaisuuden potentiaalia. Tässä skenaariossa osaketuotto voisi arviomme mukaan olla edelleen erittäin hyvä nykyiseltä kurssitasolta.

Pessimistisemmässä kehityskulussa Brainlab-yhteistyö jää tavoitteista, NBS6-laitteisto ei tuo merkittävää tasokorotusta myyntiin, Alzheimerin taudin potentiaali ei realisoidu ja lisenssimaksut Magnus Medicalilta eivät toteudu. Tässä skenaariossa tuotto-odotus voi mielestämme jäädä erittäin heikoksi.

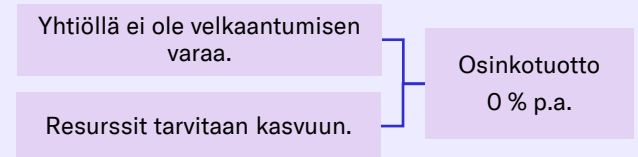
Osaketuoton ajurit 2025-2027

Positiivinen Neutraali Negatiivinen

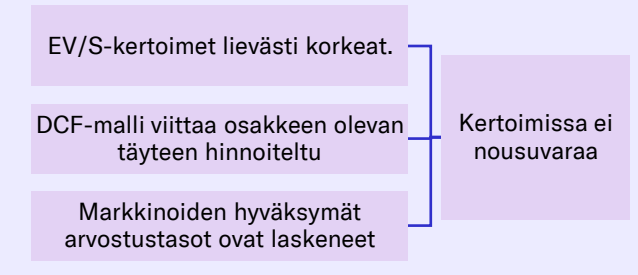
Tulostuoton ajurit



Osinkotuoton ajurit



Arvostuskertoimien ajurit



Osakkeen tuotto-odotus on tuottovaatimuksen tasolla tai hieman sen alle

Arvonmääritys 4/4

Näkemyksemme Nexstimin osakkeen käyvästä arvosta on 8-12 euroa useisiin menetelmiin perustuen. Ennusteisiin sekä hinnoittelu ympäristöön liittyvän korkean epävarmuuden vuoksi pidämme melko laajaa haarukkaa perusteltuna. Osakkeen 12 kuukauden tuotto-odotus jää näkemyksemme mukaan korkeintaan tuottovaatimuksen tasolle tai hieman sen alle. Nexstimillä on vahvuuksia ja mahdollisuuksia myös ennusteiden ylittämiseen. Tällä hetkellä sijoittaja ei kuitenkaan mielestämme saa riittävää tuotto-odotusta riskien vastapainoksi.

Arvostustaulukko

Arvostustaso	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	2028e
Osakekurssi	0,10	4,78	4,00	2,69	7,90	12,3	12,3	12,3	12,3
Osakemäärä, milj. kpl	439,6	7,27	7,27	7,27	7,16	7,16	7,16	7,16	7,16
Markkina-arvo	43	35	29	20	57	88	88	88	88
Yritysarvo (EV)	45	33	28	23	61	91	87	82	76
P/E (oik.)	neg.	neg.	22,2	neg.	neg.	34,8	21,8	16,7	14,6
P/E	neg.	neg.	22,2	neg.	neg.	34,8	21,8	16,7	14,6
P/B	neg.	10,9	7,1	6,9	15,0	13,9	8,5	5,6	4,1
P/S	10,5	5,4	3,1	2,7	6,5	5,9	4,7	4,3	3,6
EV/Liikevaihto	10,9	5,2	3,0	3,1	7,0	6,1	4,7	4,0	3,1
EV/EBITDA	neg.	neg.	21,4	neg.	>100	24,5	15,6	12,7	9,6
EV/EBIT (oik.)	neg.	neg.	33,6	neg.	neg.	33,3	20,4	15,1	11,1
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	25,0 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	1,7 %

Lähde: Inderes

DCF-laskelma

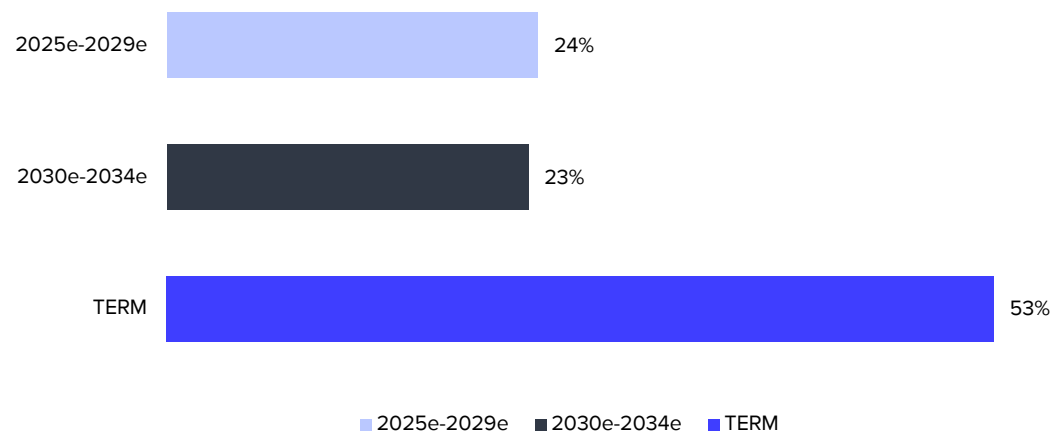
DCF-laskelma	2024	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	2034e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	20,5 %	70,2 %	24,7 %	11,4 %	18,0 %	16,0 %	14,0 %	12,0 %	10,0 %	5,0 %	2,5 %	2,5 %
Liikevoitto-%	-6,1 %	18,4 %	22,9 %	26,1 %	28,0 %	28,0 %	28,0 %	28,0 %	20,0 %	20,0 %	20,0 %	20,0 %
Liikevoitto	-0,5	2,7	4,2	5,4	6,8	7,9	9,0	10,1	7,9	8,3	8,5	
+ Kokonaispoistot	0,9	1,0	1,3	1,0	1,0	1,1	1,0	1,0	1,1	1,1	1,1	
- Maksetut verot	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,7	-1,6	-1,8	-2,0	-1,6	-1,6	-1,7	
- verot rahoituskuluista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	-1,6	-0,4	0,0	-0,2	0,0	0,2	-2,8	3,9	0,1	-0,1	-0,1	
Operatiivinen kassavirta	-1,2	3,3	5,5	6,2	7,2	7,6	5,4	13,0	7,5	7,6	7,9	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-1,7	-1,1	-1,1	-1,1	-1,1	-1,1	-1,1	-1,1	-1,1	-1,2	-1,2	
Vapaa operatiivinen kassavirta	-2,9	2,2	4,5	5,1	6,1	6,5	4,3	11,9	6,4	6,4	6,7	
+/- Muut	1,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	-1,9	2,2	4,5	5,1	6,1	6,5	4,3	11,9	6,4	6,4	6,7	98,8
Diskontattu vapaa kassavirta		2,1	3,9	4,0	4,4	4,3	2,6	6,6	3,3	3,0	2,8	41,7
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		78,7	76,6	72,7	68,7	64,3	60,0	57,4	50,8	47,5	44,6	41,7
Velaton arvo DCF		78,7										
- Korolliset velat		-8,7										
+ Rahavarat		3,9										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
Oman pääoman arvo DCF		73,9										
Oman pääoman arvo DCF per osake		10,4										

Pääoman kustannus (WACC)

Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	10,0 %
Vieraan pääoman kustannus	5,0 %
Yrityksen Beta	1,28
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	1,50 %
Riskitön korko	2,5 %
Oman pääoman kustannus	10,1 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	9,5 %

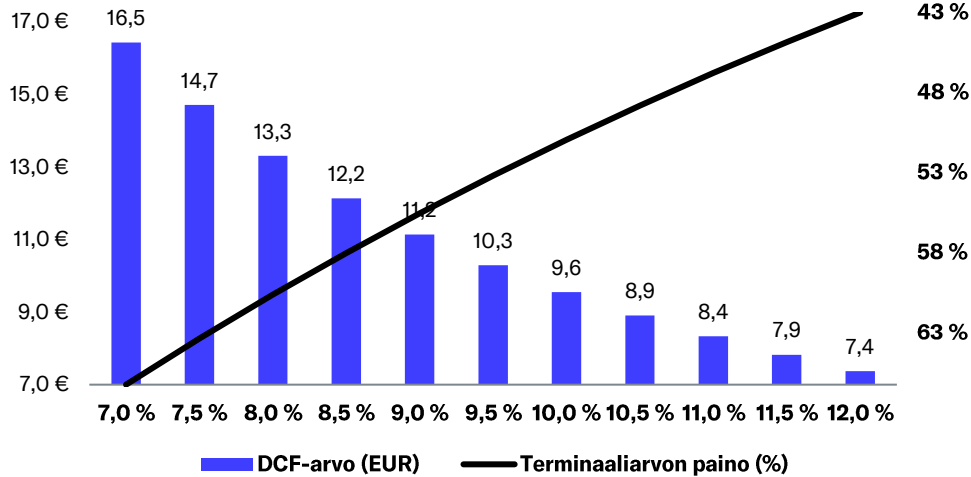
Lähde: Inderes

Rahavirran jakauma jaksoittain

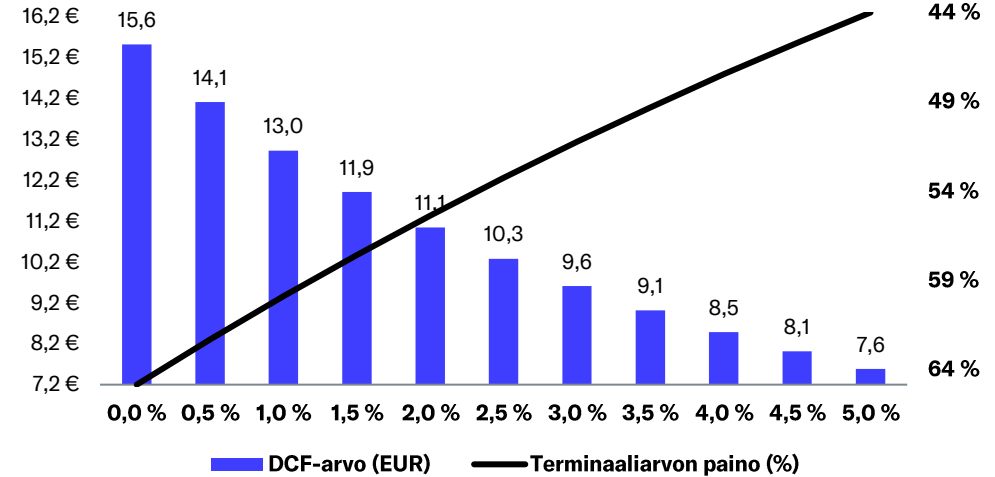


DCF:n herkkyysskalkelmat ja avainoletukset graafeina

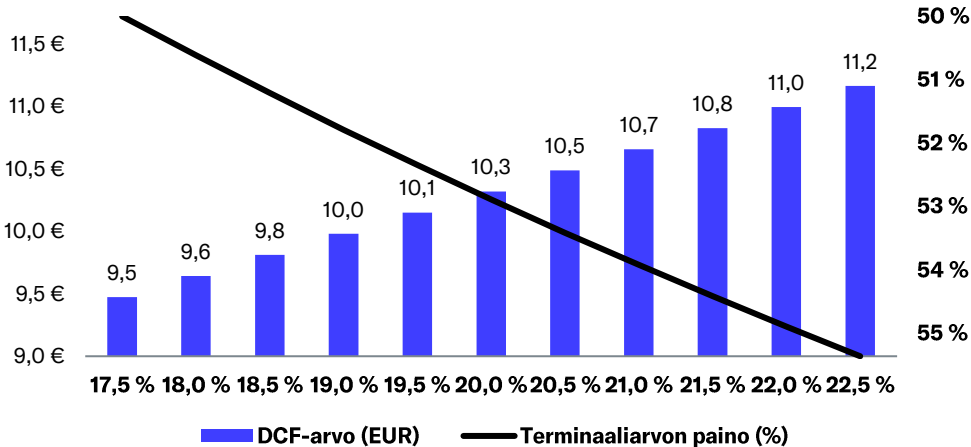
DCF-arvon herkkyysskalkelmat WACC-%:ssa



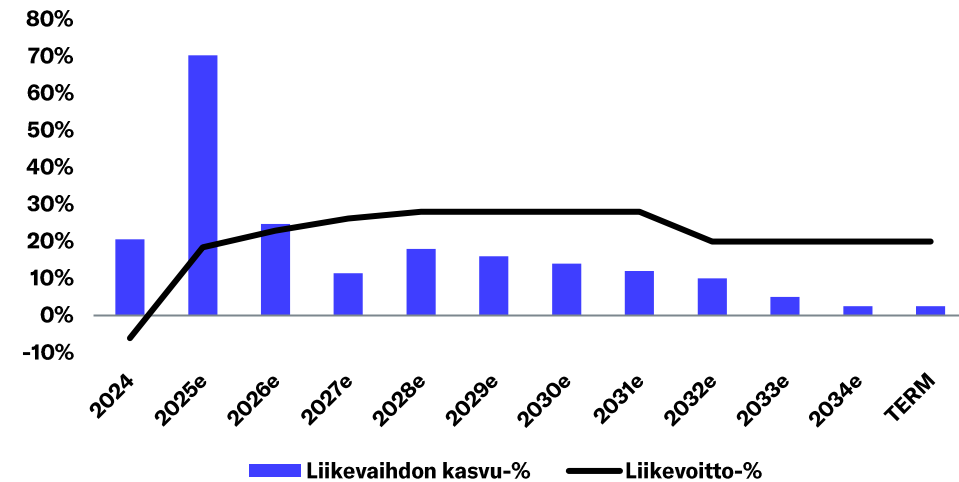
DCF-arvon herkkyysskalkelmat riskittömässä korossa



DCF-arvon herkkyysskalkelmat terminaalin liikevoittomarginaalissa (EBIT-%)



DCF-laskelman kasvu- ja kannattavuusoletukset



Lähde: Inderes. Huomaa, että terminaaliarvon paino (%) on esitetty käänteisellä asteikolla selkeyden vuoksi.

Yhteenveto

Tuloslaskelma	2022	2023	2024	2025e	2026e	Osakekohtaiset luvut	2022	2023	2024	2025e	2026e
Liikevaihto	9,5	7,2	8,7	14,9	18,5	EPS (raportoitu)	0,18	-0,18	-0,12	0,35	0,57
Käyttökate	1,3	-0,5	0,3	3,7	5,6	EPS (oikaistu)	0,18	-0,18	-0,12	0,35	0,57
Liikevoitto	0,8	-1,2	-0,5	2,7	4,2	Operat. Kassavirta / osake	0,14	-0,31	-0,17	0,46	0,77
Voitto ennen veroja	1,3	-1,3	-0,9	2,5	4,0	Operat. Vapaa kassavirta / osake	-0,05	-0,51	-0,27	0,31	0,62
Nettovoitto	1,3	-1,3	-0,9	2,5	4,0	Omapääoma / osake	0,56	0,39	0,53	0,88	1,45
Kertaluontoiset erät	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	Osinko / osake	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Tase	2022	2023	2024	2025e	2026e	Kasvu ja kannattavuus	2022	2023	2024	2025e	2026e
Taseen loppusumma	10,2	9,9	14,2	15,8	16,3	Liikevaihdon kasvu-%	49 %	-24 %	21 %	70 %	25 %
Oma pääoma	4,1	2,8	3,8	6,3	10,4	Käyttökateen kasvu-%	-230 %	-140 %	-161 %	1046 %	50 %
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	Liikevoiton oik. kasvu-%	-158 %	-247 %	-56 %	-611 %	55 %
Nettovelat	-1,0	3,0	4,8	2,8	-1,5	EPS oik. kasvu-%	-257 %	-201 %	-34 %	-395 %	60 %
Kassavirta	2022	2023	2024	2025e	2026e	Käyttökate-%	13,8 %	-7,3 %	3,7 %	24,9 %	30,0 %
Käyttökate	1,3	-0,5	0,3	3,7	5,6	Oik. Liikevoitto-%	8,8 %	-16,9 %	-6,1 %	18,4 %	22,9 %
Nettokäyttöpääoman muutos	-0,3	-1,7	-1,6	-0,4	0,0	Liikevoitto-%	8,8 %	-16,9 %	-6,1 %	18,4 %	22,9 %
Operatiivinen kassavirta	1,0	-2,2	-1,2	3,3	5,5	ROE-%	36,0 %	-38,5 %	-26,0 %	50,2 %	48,5 %
Investoinnit	-1,4	-1,5	-1,7	-1,1	-1,1	ROI-%	11,4 %	-16,6 %	-5,4 %	21,3 %	32,5 %
Vapaa kassavirta	-0,4	-3,7	-1,9	2,2	4,5	Omavaraisuusaste	39,8 %	28,6 %	26,7 %	40,0 %	63,5 %
						Nettovelkaantumisaste	-23,4 %	105,6 %	127,9 %	44,3 %	-14,1 %
Arvostuskertoimet	2022	2023	2024	2025e	2026e						
EV/Liikevaihto	3,0	3,1	7,0	6,1	4,7						
EV/EBITDA	21,4	neg.	>100	24,5	15,6						
EV/EBIT (oik.)	33,6	neg.	neg.	33,3	20,4						
P/E (oik.)	22,2	neg.	neg.	34,8	21,8						
P/B	7,1	6,9	15,0	13,9	8,5						
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %						

Lähde: Inderes

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

Suositushistoria (>12 kk)

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 esittäjensä 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 neuvonantaja. Asiakas vastaa sijoituspäätöksensä tekemisestä ja niiden taloudellisesta tuloksesta.

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

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen 12 kuukauden kokonaistuotto-odotukseen (sis. kurssinousu ja osingot) ja huomioi Inderesin näkemyksen tuotto-odotukseen liittyvästä riskistä. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituksin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään 2-4 kertaa vuodessa yhtiöiden osavuosikatsausten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvion mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmäärittämenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmäärittämenetelmät 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 suosituksen mukaan ottama riski, joka vaihtelee voimakkaasti eri yhtiöiden ja tilanteiden välillä. Korkea tuotto-odotus ei siis välttämättä johda positiiviseen suositukseen riskien ollessa poikkeuksellisen suuria, eikä matala tuotto-odotus johda vastaavasti negatiiviseen suositukseen riskien ollessa Inderesin näkemyksen mukaan maltillisia.

Inderesin tutkimusta laatineilla analyytikoilla tai Inderesin työntekijöillä ei voi olla 1) merkittävän taloudellisen edun ylittäviä omistuksia tai 2) yli 1 %:n omistusosuuksia missään tutkimuksen kohteena olevissa 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 laiteinen 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.

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
30/05/2022	Vähennä	4,60 €	4,85 €
15/08/2022	Vähennä	4,40 €	4,73 €
08/09/2022	Vähennä	4,40 €	4,06 €
10/01/2023	Vähennä	4,30 €	4,25 €
28/02/2023	Lisää	4,50 €	3,96 €
05/07/2023	Lisää	4,20 €	3,51 €
21/08/2023	Lisää	3,60 €	3,05 €
26/09/2023	Vähennä	3,00 €	2,89 €
03/01/2024	Lisää	3,00 €	2,69 €
28/02/2024	Lisää	3,00 €	2,40 €
28/04/2024	Lisää	3,00 €	2,26 €
10/06/2024	Lisää	4,00 €	3,64 €
12/06/2024	Vähennä	3,40 €	3,38 €
19/08/2024	Lisää	3,40 €	2,95 €
21/10/2024	Myy	4,00 €	6,00 €
02/12/2024	Lisää	6,20 €	5,52 €
03/01/2024	Vähennä	7,00 €	8,76 €
16/01/2024	Vähennä	8,50 €	9,28 €
28/02/2025	Vähennä	9,00 €	9,54 €
04/03/2025	Lisää	9,00 €	7,90 €
26/06/2025	Vähennä	10,00 €	12,30 €



TIETO ON SJOITTAJAN PERUSOIKEUS

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

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

Pörssiyhtiöille tuotamme ratkaisuja, joiden avulla toteuttaa tehokasta ja avointa sijoittajaviestintää. Inderesin tuotetarjooma kattaa kaikki keskeiset pörssiyhtiön 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](https://www.inderes.fi)

[inderes.se](https://www.inderes.se)

**inde
res.**