

Bioretec

Seurannan aloitus

23.9.2022 07:00



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

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde
res.

Luunkovaa kasvua ja korkeaa riskiä

Bioretec on terveysteknologiayhtiö, jonka tuotteita käytetään aikuisilla ja lapsilla luu- ja pehmytkudosvaurioiden hoitoon. Yhtiö on tuomassa markkinoille uutta tuoteperhettä, jonka avulla se tavoittelee erittäin kovaa kasvua. Ennusteissamme vahva kasvu Yhdysvalloissa ja Euroopassa uusien tuotteiden ja kasvavan markkinan ajamana kääntää tuloksen voitolliseksi 2026. Kasvutavoitteiden toteuttaminen vaatii näkemyksemme mukaan lisää oman pääoman ehtoista rahoitusta, joka liudentaa osakekantaa. Hyvistä kasvunäkymistä huolimatta osakkeen tuotto-odotus ei tällä hetkellä tarjoa arviomme mukaan riittävän houkuttelevaa vastapainoa korkealle riskitasolle. Aloitamme seurannan vähennä-suosituksella ja 1,6 euron tavoitehinnalla. Osake sopii voimakasta kasvua tavoittelevalle riskiä sietävälle kärsivälliselle sijoittajalle.

Sijoitustarina perustuu uuden RemeOs™-tuoteperheen kaupallistamisen onnistumiseen ja läpilyöntiin

Bioretecin biohajoavien tuotteiden etu on niiden liukeneminen elimistöön leikkauksen jälkeen, jolloin poistoleikkausta ei tarvita. Tämä säästää terveydenhuollon kustannuksia ja vähentää potilaan kokemia haittoja. Yhtiön nykyinen Activa-tuoteperhe soveltuu tarkoituksiin, joissa ei tarvita suurta kuormankantokykyä. Uuden magnesiumista valmistetun RemeOs™-tuoteperheen käyttömahdollisuudet sen sijaan ovat laajemmat sen paremman kuormankantokyvyn vuoksi. RemeOs™-traumaruuville odotetaan myyntilupaa Yhdysvalloissa ja Euroopassa H2'22 aikana ja kolme seuraavaa RemeOs™-tuotetta aiotaan kaupallistaa 2024-2027. Bioretec tavoittelee 100 MEUR:n liikevaihtoa vuoteen 2027 mennessä ja kassavirtaposiitiivisuutta 2025 mennessä uusien tuotteiden avulla.

Ennustamme voimakasta kasvua, kannattavuuskäännettä ja osakeantia

Bioretecin uudet tuotteet tuovat arviomme mukaan selvää lisäarvoa terveydenhuollolle ja potilaille. Yhtiö on lisäksi kaupallistamisessa oikea-aikaisesti liikkeellä markkinoilla, jotka kasvavat vuosittain Yhdysvalloissa noin 9 % ja Euroopassa yli 10 % kuluvan vuosikymmenen aikana. Ennusteemme perustuvat RemeOs™-tuotteiden onnistuneeseen kaupallistamiseen ja kasvaviin markkinaosuuksiin Yhdysvalloissa ja Euroopassa. Tavoitellun kasvun vaatimat investoinnit pitävät yhtiön tuloksen tappiollisena ja odotamme osakeantia jo lähiaikoina negatiivisten kassavirtojen tilkitsemiseksi.

Arvonmäärittäyksessä katse täytyy suunnata kauas epävarmaan tulevaisuuteen

Arvonmäärittäyksemme nojaa ensisijaisesti ennustettujen kassavirtojen arvottamiseen DCF-mallilla eri skenaarioissa sekä EV/liikevaihto-kertoimen tarkasteluun. DCF-malli antaa osakkeelle 1,6 euron arvon kassavirtojen painottuessa valtaosin 2031 jälkeiseen aikaan. EV/liikevaihto-kerroin vuosille 2023-2024 on 8,0x ja 5,3x, joka on selvästi yli pohjoismaisten verrokkien ja yhdysvaltalaisen lääkinnällisten laitteiden sektorin yhtiöiden kertoimien. Arvioimme yhtiön käyvän arvon olevan 1,3-2,3 euron haarukassa. Osakkeen riskitaso on korkea tuotteiden markkinoille pääsyn ja kaupallistamisen onnistumisen ollessa epävarmaa. Kauas katsovat voimakkaaseen kasvuun perustuvat ennusteemme sisältävät myös merkittävää riskiä arvioiden toteutumisesta. Mahdollinen osakemäärän kasvu voi myös tuoda painetta osakkeen hintaan. Houkuttelevasta kasvusta ja kannattavuuspotentiaalista huolimatta osake ei tällä hetkellä arviomme mukaan tarjoa riittävää tuotto-odotusta suhteessa riskitasoon.

Suositus

Vähennä

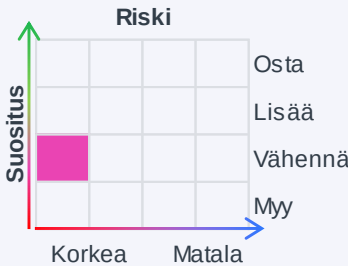
(aik.-)

1,60 EUR

(aik.-)

Osakekurssi:

1,86



Avainluvut

	2021	2022e	2023e	2024e
Liikevaihto	2,0	2,8	3,9	6,5
kasvu-%	34 %	40 %	39 %	67 %
EBIT oik.	-2,7	-2,8	-3,2	-2,1
EBIT-% oik.	-133,1 %	-100,2 %	-80,9 %	-32,2 %
Nettotulos	-6,0	-3,0	-3,4	-2,6
EPS (oik.)	-0,43	-0,21	-0,24	-0,19

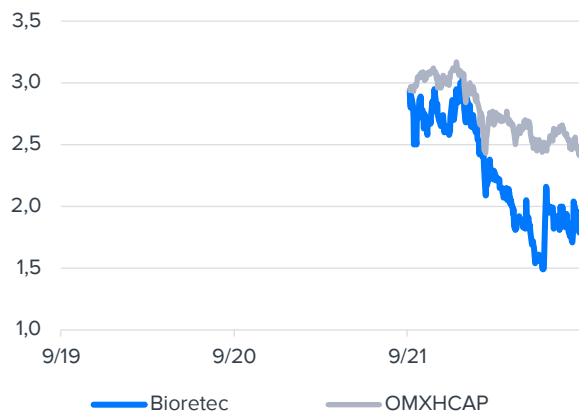
P/E (oik.)	neg.	neg.	neg.	neg.
P/B	8,8	19,8	neg.	neg.
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
EV/EBIT (oik.)	neg.	neg.	neg.	neg.
EV/EBITDA	neg.	neg.	neg.	neg.
EV/Liikevaihto	16,7	9,7	8,0	5,3

Lähde: Inderes

Ohjeistus

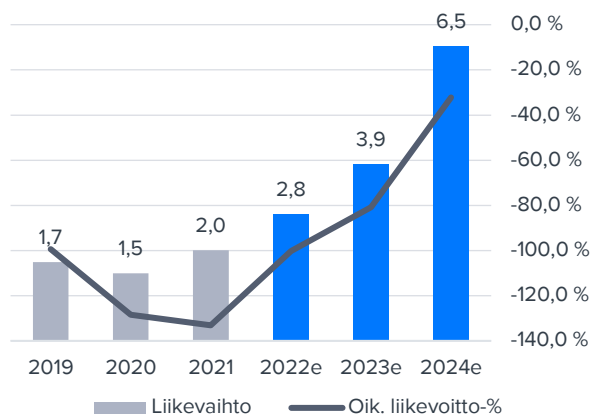
Bioretec ei anna ohjeistusta.

Osakekurssi



Lähde: Millstream Market Data AB

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes



Arvoajurit

- RemeOs™-tuotteet tuovat uusia ratkaisuja ja selvää lisäarvoa terveydenhuoltojärjestelmälle ja potilaille
- Mahdollisuus olla ensimmäinen toimija tärkeimmillä Yhdysvaltojen markkinoilla
- Mahdollisuus pitkäaikaiseen voimakkaaseen kasvuun ja vahvaan kannattavuuteen defensiivisellä toimialalla



Riskitekijät

- Markkinoille pääsy ja siellä läpilyönti on epävarmaa ja todennäköisesti hidasta
- Investointitarpeiden ja tappiollisuuden vuoksi voitollisuus on parhaassakin tapauksessa muutaman vuoden päässä
- Sijoittaja joutuu varautumaan osakeanteihin kasvun rahoittamiseksi

Arvostustaso	2022e	2023e	2024e
Osakekurssi	1,86	1,86	1,86
Osakemäärä, milj. kpl	14,1	14,1	14,1
Markkina-arvo	26	26	26
Yritysarvo (EV)	27	31	34
P/E (oik.)	neg.	neg.	neg.
P/E	neg.	neg.	neg.
P/Kassavirta	neg.	neg.	neg.
P/B	19,8	neg.	neg.
P/S	9,4	6,7	4,0
EV/Liikevaihto	9,7	8,0	5,3
EV/EBITDA (oik.)	neg.	neg.	neg.
EV/EBIT (oik.)	neg.	neg.	neg.
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %

Lähde: Inderes

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus, tuotteet ja liiketoimintamalli	s. 6-13
Sijoitusprofiili	s. 14
Toimiala ja kilpailu	s. 15-18
Strategia ja taloudelliset tavoitteet	s. 19-20
Taloudellinen tilanne	s. 21-22
Ennusteet	s. 23-28
Arvonmääritys ja suositus	s. 29-35
Vastuuvapauslauseke	s. 36

Bioretec lyhyesti

Bioretec on terveysteknologian alan yhtiö, joka kehittää, valmistaa ja myy biohajoavia ortopedisiä implantteja. Tuotteita käytetään esimerkiksi luunmurtumien ja pehmytkudosvaurioiden hoitoon.

2003

Perustamisvuosi

2021

Listautuminen

2,0 MEUR (+33,6 % vs. 2020)

Liikevaihto 2021

7,6 mrd EUR

Ortopedisten traumatuotteiden markkina 2021

+9 % CAGR 2022-2027

Biohajoavien traumaruuviin kasvu päämarkkinalla

-2,7 MEUR (-133 % lv:sta)

Liiketappio 2021

27

Henkilöstö H1'22 lopussa

2003-2018

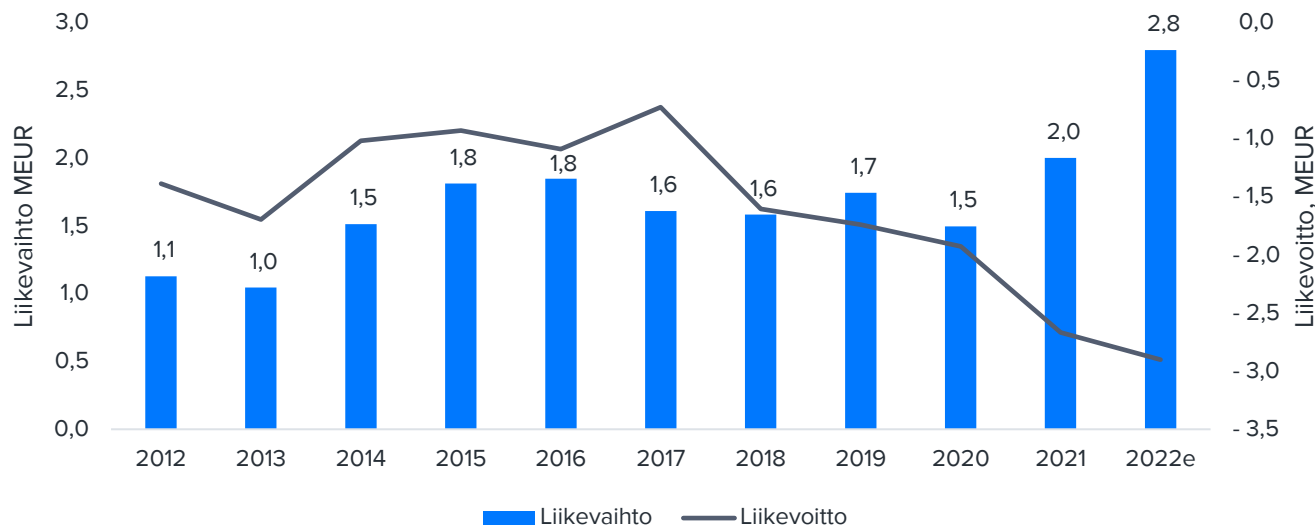
- 2003-2007: Bioretec saa myyntiluvat EU:ssa ja Yhdysvalloissa useille Activa-perheen tuotteille
- 2014: Bioretec ylitti 100.000:n myydyin tuotteen rajapyykin
- 2015–2018: Magnesium-kalsium-sinkki -yhdistelmän prekliiniset kokeet
- 2017: Bioretec ylitti 200.000:n myydyin tuotteen rajapyykin

2018-2020

- 2018-2020: RemeOs™-kliininen koe
- 2019: Bioretec hankki itävaltalaisen BRI.Techin (RemeOs™:n taustalla oleva Mg-Ca-Zn -teknologia).
- 2019: kansainvälinen ja Eurooppalainen patenttihakemus koskien hybridiseosta
- 2020: magnesiumseosta koskeva patenttihakemus Euroopassa
- 2020: Bioretec ylitti 300.000:n myydyin tuotteen rajapyykin

2021-2022

- 2021: RemeOs™-tuoteperheen traumaruuvi saivat FDA:n myöntämän Breakthrough Device Designation -statuksen
- 2021: tekninen listautuminen Nasdaq First Northiin
- 2021: Yhtiö kerää kahdessa annissa noin 9 MEUR:a
- 2021-22: Yhtiö hakee myyntilupia RemeOs™-traumaruuviin Yhdysvalloissa ja Euroopassa
- H2'22: myyntilupapäätöksiä odotetaan
- H2'22: Komposiittiin liittyvän patentin hyväksyminen Euroopassa



Yhtiökuvaus

Bioretec ratkoo ortopedian haasteita

Bioretec on suomalainen terveysteknologian alan yhtiö, joka kehittää, valmistaa ja kaupallistaa biohajoavia (eli kehossa hitaasti hajoavia) implantteja. Implantteja käytetään aikuisten ja lapsien luu- ja pehmytkudosvaurioiden hoitoon. Yhtiö on perustettu 2003 ja se listautui Nasdaq First North -listalle syyskuussa 2021. Bioretecin visio on tulla maailmanlaajuisesti tunnetuksi lääkinnällisten tuotteiden valmistajaksi ja johtavaksi yhtiöksi biohajoavissa metallisissa implanteissa. Yhtiön missiona on tuoda markkinoille innovatiivisia, korkealaatuisia biohajoavia kirurgisia laitteita, jotka edesauttavat potilaiden paranemista, turvallisuutta ja hoidon kustannustehokkuutta.

Yhtiön tuotteet ovat ortopediassa (luu- ja tukieliinsairauksia koskeva lääketieteen ala) käytettäviä nauloja, ruuveja ja muita tuotteita, joilla voidaan esimerkiksi liittää murtuneen luun osat toisiinsa leikkauksen yhteydessä. Biohajoavuus tarkoittaa, että yhtiön tuotteet liukenevat hitaasti elimistöön. Biohajoavuuden selkeä etu on, että implantteja ei tarvitse poistaa leikkauksen jälkeen, mikä säästää terveydenhoidon resursseja ja vähentää leikkauksiin liittyviä komplikaatioita sekä potilaan sairauspoissaoloja.

Bioretecin tuotteita myydään noin 40 maassa. Tällä hetkellä tärkein markkina on Eurooppa, josta tulee noin 50 % myynnistä. Saavutettavissa oleva ortopedisten traumatutuotteiden markkina on noin 7600 MEUR ja se kasvaa maltillisesti, mutta ennustettavasti trendien tukemana. Tulevaisuudessa yhtiön tärkein markkina on Yhdysvallat, joka edustaa noin 65 % osuutta globaalista kohdemarkkinasta (GlobalData Report 2020).

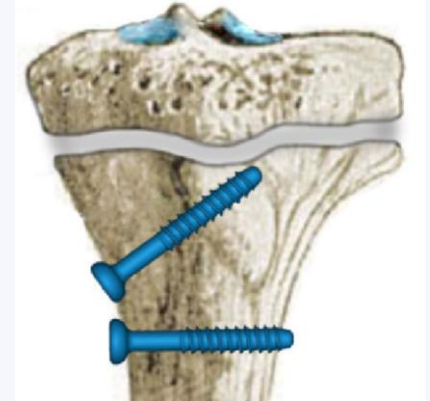
Tulevaisuus nojaa uuden tuoteperheen menestykseen

Yhtiöllä on kaksi tuoteperhettä, joista toisen odotetaan saavan myyntiluvan lähiaikoina. Yhtiön tämän hetkinen liikevaihto (2 MEUR vuonna 2021) muodostuu pääasiassa Activa-tuoteperheen myynnistä. Activa-tuotteet valmistetaan hyvin tunnetusta ja laajalti käytetystä maitohapon ja glykolihiapon kopolymeerista, PLGA:sta (poly-L-laktidi-co-glykolidi). Sen etuna on hyvä turvallisuusprofiili. Toisaalta materiaalista valmistetut tuotteet kestävästi vähemmän kuormaa kilpaileviin titaani- ja terästuotteisiin verrattuna. Activa-tuotteita käytetäänkin tyypillisesti pienten luiden murtumien ja pehmytkudosvaurioiden hoidossa erityisesti lapsilla.

Kaupallistamisvaiheessa oleva RemeOsTM-tuoteperhe sen sijaan valmistetaan magnesium-kalsium-sinkki materiaalista, jonka etu on biohajoavuuden ohella sen suurempi kuorman kantavuus. Tuotteita voidaan siis käyttää myös laajemmin ja vaativammissa kohteissa, kuten nilkan murtumissa. Ensimmäiselle RemeOsTM-tuotteelle on haettu myyntilupaa Yhdysvaltojen viranomaiselta FDA:lta ja lupaa odotetaan H2'22. Euroopan CE-merkintää odotetaan myös H2: aikana. Tietojemme mukaan RemeOsTM-traumaruuvilla on mahdollisuus olla ensimmäinen biohajoava metalli-implantti Yhdysvaltojen markkinoilla.

Yhtiö tavoittelee hyvin voimakasta liikevaihdon kasvua (100 MEUR vuonna 2027). Kassavirtaposiitivisuutta yhtiö tavoittelee 2025 mennessä. Tavoitteiden toteutuminen nojaa mielestämme lähes täysin RemeOsTM-tuotteiden markkinoille pääsyyn ja siellä menestymiseen.

Kaavakuva traumaruuvien käytöstä luunmurtuman korjauksessa



Magnesium-pohjainen traumaruuvi röntgen-kuvassa



Kuvat: Holweg P et al, Acta Biom 2020, 113: 646-659.

Yhtiön liiketoiminnan perusteet

	 Tarve/ongelma	 Bioretecin ratkaisu	 Vahvuudet	 Muuta
RemeOs™-tuoteperhe Biohajoavat metalli-implantit	Ortopedisissä korjausleikkauksissa käytettyjä implantteja joudutaan poistamaan uusintaleikkauksilla. Uudet leikkaukset aiheuttavat potilaalle terveydellisiä haittoja kuten kipua ja haavojen tulehtumisia. Sairaspoissaolot aiheuttavat taloudellisia menetyksiä.	RemeOs™-metalli-implantit liukenevat elimistössä 2-3 vuoden aikana. Kuorma siirtyy luulle vähitellen implantin liuetessa. Implantit edistävät luun kasvua ja siten murtuman paranemista toisin kuin biohajoavat polymeerit.	RemeOs™-tuotteissa ei käytetä useista kilpailijoista poiketen harvinaisia maametalleja, joiden pitkäaikaisvaikutuksia ei tunneta. Yhtiöllä on mahdollisuus päästä ensimmäisenä biohajoavien metalli-implanttien tarjoajana tärkeille Yhdysvaltojen markkinoille.	RemeOs™-traumaruuvilla on FDA:n Breakthrough Device Designation -status, joka nopeuttaa myyntiluvan hakuprosessia. Traumaruuvin myyntilupapäätöksiä Yhdysvalloissa ja Euroopassa odotetaan H2'22.
Activa-tuoteperhe Biohajoavat biopolymeeri-implantit	Implanttien poistoleikkaukset sitovat sairaanhoidon resursseja ja aiheuttavat merkittäviä kustannuksia.	Activa-tuotteet valmistetaan vähemmän kuormaa kantavasta biopolymeeristä. Ne soveltuvat esimerkiksi lapsipotilaille ja pienten luiden sekä pehmytkudosvaurioiden korjaamiseen	Yhtiö on myynyt tuotteita yli 15 vuotta ja myyntiä on nykyisin noin 40 maassa. Kokemus auttaa RemeOs™-tuotteiden kaupallistamisessa. Yhtiö on saanut Activa-tuoteperheen kasvuun viime vuosina, vaikka lähtötaso onkin matala.	Tuoteperheessä on edelleen kasvumahdollisuuksia uusien käyttöaiheiden ja maantieteellisen laajentumisen myötä. Viime aikoina yhtiö on löytänyt tuotteille kasvua Aasiasta.

Teknologia ja tuotteet

Implanttien poistoon liittyy ongelmia

Ortopediassa on käytetty perinteisesti metallisia implantteja (titaani ja teräs), jotka vaativat usein poistoleikkauksen. Uusi leikkaus aiheuttaa potilaalle haittoja, kuten kipua, tulehdusriskin ja sairaspotilaita. Erityisesti lapsipotilailla implanttien poisto on välttämätöntä kasvavan ja kehittyvän luuston vuoksi.

Terveydenhuollolle poisto-operaatiosta aiheutuu merkittäviä kustannuksia. Esimerkiksi Saksassa arvioitiin vuonna 2014, että poistoleikkaukset aiheuttivat maalle 1,1 mrd euron vuosittaiset kustannukset¹. Kustannuksia aiheuttavat paitsi itse leikkaukset, myös sairaspotilaita liittyvä tuottavuuden lasku ja komplikaatioiden kuten leikkauksiin liittyvien tulehdusten hoito.

Nykyinen Activa-tuoteperhe

Activa käsittää seitsemän tuoteperhettä, joita käytetään pienten luiden ja pehmytkudosvaurioiden kirurgiassa, jossa ei tarvita korkeaa kuorman kantokykyä. Tuotteita käytetään lapsilla ja aikuisilla esimerkiksi trauma- ja urheilukirurgian käyttökohteisiin. Tuotteet valmistetaan PLGA-biopolymeeristä, joka on hyvin tunnettu ja turvallinen materiaali. Tärkeimpiä tuotteita on IM-Nail™, joka on ensimmäinen markkinoilla oleva biohajoava elastinen luuydinnaula lasten ja nuorten käsivarsimurtumien hoitoon. Bioretec tutkii tuotteen käytön laajentamista lasten rannemurtumien hoitoon kliinisessä tutkimuksessa. Rannemurtumat ovat yksi yleisimmistä lasten murtumatyypeistä.

Kaupallistettava RemeOs™-tuoteperhe

RemeOs™ on Bioretecin uusi tuoteperhe, joka perustuu magnesiumseokseen (traumaruuvi ja K-piikki) ja hybridikomposiittiin (luuydinnaula ja selkärangan luudutusfuusioimplantti). Potilastutkimuksen mukaan traumaruuvi liikenee elimistöön 2-3 vuoden aikana. Hidas liukeneminen mahdollistaa kuorman vähittäisen siirtymisen implantilta luulle. Lisäksi implantista liukenevat metalliyhdisteet tukevat luun uudismuodostusta.

RemeOs™-tuotteiden on tarkoitus korvata osittain Activa-tuoteperheen tuotteita parempien ominaisuuksiensa ansiosta. Käytetyt materiaalit mahdollistavat suuremman kuormankantokyvyn, joten RemeOs™-tuotteita voidaan käyttää laajasti ylä- ja alaraajojen alueella esimerkiksi nilkan tai reisiluunmurtumien korjaamisessa. Traumaruuvien jälkeen yhtiö suunnittelee kaupallistavansa kolme muuta RemeOs™-tuotetta vuosina 2024-2027.

Yhtiö on hakenut myyntilupaa uudelle RemeOs™-traumaruuville, Yhdysvalloissa ja Euroopassa. Päätöksiä myyntiluvista odotetaan H2'22 aikana. Luuydinnaulassa ja selkärangan luudutusfuusioimplantissa käytettäväksi suunniteltu hybridikomposiitti-materiaali on vielä kehitysvaiheessa. Materiaali sai hiljattain patentin Euroopassa.

Yhtiön biopolymeereista valmistettujen Activa- ja magnesium-pohjaisten RemeOs™-tuotteiden ohella Bioretecin tarjontaan kuuluu noin 100 tuotteen asennukseen tarvittavaa leikkausvälinettä ja 4 leikkausvälinetarjontaa.

RemeOs™-implanttien edut suhteessa titaani- ja teräsimplantteihin



Edistävät luun kiinnittymistä ja uudismuodostusta



Hidas hajoaminen lisää luun kuormaa vähitellen



Parantunut luu on vähemmän altis uusille murtumille



Ei aiheuta häiriöitä magneettikuvauksessa, jota voidaan tarvita paranemisen seuraamisessa tai muihin hoitoihin liittyen



Eivät sisällä mahdollisesti haitallisia harvinaisia maametalleja

Lähde: Bioretec / Inderes

¹ Destatis; Robert Koch-Institute; Federal Health Report; Federal Occupational Health and Safety Agency; National Association of Statutory Health Insurance Funds; InEK – Institute for Hospital Remuneration Systems; Uniform Evaluation Scales (EBM) of the Association of Statutory Health Insurance Physicians. Osteosynthesis Working Group – Association for the Study of Internal Fixation (AO/AO-ASIF)

Liiketoimintamalli 1/3

Tuotanto on pääosin yhtiön omissa käsissä

Bioretec hankkii tuotteisiin käytettävät materiaalit ulkoisilta toimittajilta. Erityisen tärkeässä asemassa tulevat olemaan lääkinnällisiin laitteisiin soveltuvan magnesiumin toimittajat. Yhtiö on kertonut, että sen tuotantoon liittyvään riskien hallintaan kuuluu magnesiumin hankkiminen kahdelta eri toimittajalta. Käsityksemme mukaan soveltuvia toimittajia on rajallinen määrä, joten yhtiö on jossain määrin riippuvainen toimittajistaan. Yhtiö on kuitenkin pyrkinyt rajaamaan tätä riskiä hankintaa hajauttamalla. Biopolymeerituotteiden valmistaminen on validoitu kahdelle eri toimittajalle.

Bioretec valmistaa tuotteensa itse Suomessa sijaitseissa puhdastiloissa, jotka täyttävät viranomaisen lääkinnällisille laitteille asettamat tarkat laatuvaatimukset. Yhtiö on hiljattain muuttanut uusiin tiloihin, joissa on käsityksemme mukaan tilaa tuotannon skaalaamiseen useiksi vuosiksi eteenpäin. Tuotannon yksikkökustannukset tulevat arviomme mukaan laskemaan kasvun myötä, vaikka tuotannon ylös ajo edellyttääkin investointeja henkilöstöön ja laitteisiin. Biohajoavien materiaalien käsittely ja työistö vaativat erityisosaamista, jota yhtiö haluaa kehittää ja ylläpitää organisaation sisällä. Esimerkiksi magnesiumin käsittelyyn liittyy syttymisvaara ja tuotteiden sorvaaminen vaatii erityisosaamista. Yhtiö näkee erityisosaamista vaativan valmistukseen myös kilpailutekijäksi. Monivaiheinen valmistusprosessi on Activa-tuotteiden sterilointia lukuun ottamatta yhtiön omissa käsissä.

Lääkinnällisten laitteiden tuotantovaatimukset edellyttävät hyvin tiukkaa laadunvalvontaa. Yhtiö seuraakin jatkuvasti esimerkiksi materiaalien ja ilman laatua sekä tuotteiden steriiliyttä. Activa-perheen tuotteet primääripakataan yhtiön tuotantolaitoksella, josta ne lähetetään steriloitavaksi alihankkijalle. Tuotteet palaavat sitten tuotantolaitokselle lopullista pakkaamista ja jakelua varten. Tulevien RemeOs™-tuotteiden osalta prosessi tulee virtaviivaistumaan, sillä tuotteet voidaan steriloida tuotantotiloissa eikä niitä tarvitse lähettää välillä alihankkijalle.

Nykyinen myynti tapahtuu jakelijoiden kautta

Yhtiön nykyisten Activa-tuoteperheen tuotteiden jakelu noin 40 maahan perustuu alueellisten jakelijoiden käyttöön. Aiemmin Bioretec on myynyt tuotteita myös suoraan asiakkaille ilman jakelijoita. Jakelijoiden kate vaihtelee markkinoiden mukaan ja on noin 30-60 %. Yhtiö kertoo arvioivansa jatkuvasti sopivinta myynti- ja jakelumallia kullakin markkinalla Activa-tuotteiden osalta. Yhtiö kertoo parhaiden jakelukumppanien löytämisen olevan hyvin tärkeää ja arvioi siksi jakeluverkostonsa koostumusta jatkuvasti. Bioretecin mukaan jakelussa ja myynnissä korostuu markkinatuntemus, kokemus vastaavista tuotteista ja sopivuus jakelijan portfolioon sekä myyntiresurssit. Valuuttakurssiriskiä yhtiö pyrkii rajaamaan solmimalla euromääräisiä sopimuksia.

Bioretecillä on myös private label-valmistusta, josta se saa suurempia myyntimääriä. Suurin potentiaali private label -jakelun kasvuun on yhtiön mukaan Kiinassa.

Tuotteiden valmistus ja jakelu

Laadunvalvonta		Activa	RemeOs™
	Materiaalien hankinta	Hajautetusti vähintään kahdelta alihankkijalta	
	Valmistus	Oma tuotantolinja Suomessa	
	Sterilointi	Lähetetään ulkoiselle kumppanille, joka toimittaa tuotteen takaisin	RemeOs™-tuotteet steriloidaan Bioretecin tuotantolaitoksella
	Pakkaus ja lähetys	Oma pakkaamo tuotantolaitoksella, josta valmiit tuotteet lähetetään asiakkaille	
	Jakelu ja myynti	Jakelijoiden kautta	Yhdysvalloissa oman myynti- ja jakeluorganisaation kautta; muualla maailmassa jakelijoiden kautta

Lähde: Bioretec / Inderes

Liiketoimintamalli 2/3

Venäjällä on ollut myynnissä historiallisesti tärkeä osuus. H1'22-raportin mukaan myynti oli 0,16 MEUR ja tätä osuutta ollaan ajamassa alas nopeasti.

RemeOs™-tuotteiden myynti hoidetaan omin voimin Yhdysvalloissa

Mikäli RemeOs™-tuotteet saavat myyntiluvan, Bioretec kertoo suunnittelevansa oman jakelukeskuksen perustamista ja myyntiorganisaation rakentamista Yhdysvaltoihin. Yhtiön suunnitelmien mukaan myynti muualla maailmassa jatkuisi edelleen jakelijoiden kautta. Oma myyntiorganisaatio mahdollistaisi yhtiölle paremmat katteet, mutta nostaisi toisaalta kiinteitä kustannuksia. Lisäksi yhtiö voisi kouluttaa myyjät erityisesti RemeOs™-tuotteisiin ja voisi kohdentaa myyntiponnistelut potentiaalisimpiin asiakkaisiin. Organisaation rakentaminen vaatii kuitenkin Bioretecin mukaan noin 10-15 henkilön palkkaamista ja kouluttamista, mikä loisi yhtiön kokoluokkaan nähden suuria etupainotteisia kustannuksia. Investointeja on tarkoitus tehdä vaiheittain, joten emme odota kustannusten välitöntä täysimääräistä nousua korkeammalle tasolle. Tarkastelemme investointien rahoitustarpeita Taloudellinen tilanne-kappaleessa.

Asiakkaita julkisen ja yksityisen terveydenhuollon sektoreilla

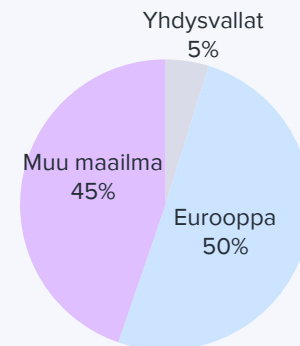
Bioretecin asiakkaita ovat julkisen ja yksityisen sektorin sairaanhoidon yksiköt ja sairaanhoitopiirit. Maantieteellisesti suurin

markkina-alue vuonna 2021 oli Eurooppa (50 % liikevaihdesta). Yhdysvaltojen osuus oli 5 % ja muun maailman 45 %. Yhdysvaltojen osuuden odotetaan kasvavan merkittävästi tulevaisuudessa Yhdysvaltojen ollessa RemeOs™-tuotteiden myyntistrategian keskiössä.

Lääkinnällisten laitteiden toimiala on perinteisesti mielletty hidasliikkeiseksi. Tämä perustuu käsityksemme mukaan siihen, että potilaita hoitavat lääkärit jatkavat mielellään toimiviksi tunnettujen tuotteiden käyttämistä, joista heillä on vahva henkilökohtainen kokemus. Päätös tuotteen vaihtamisesta edellyttää tyypillisesti vahvaa näyttöä tuotteen paremmuudesta ja turvallisuudesta tai uusista ominaisuuksista, jotta vaihtaminen voidaan perustella.

Arviomme mukaan yhtiön onkin myyntiponnisteluissaan ensisijaisesti vakuutettava tuotteita loppukäyttävät ortopedian kirurgit. Tätä Bioretec tavoittelee toisaalta toimimalla yhteistyössä ortopedian alan mielipidevaikuttajien kanssa (eng. key opinion leaders), joilla on alan sisällä vaikutusvaltaa. Nämä henkilöt ovat tyypillisesti tunnettujen yliopistollisten sairaaloiden tunnettuja professoreita. Yhtiö odottaa muiden sairaaloiden ja maiden ottavan tuotteet jatkossa helpommin käyttöön mielipidevaikuttajien vanavedessä. Yhtiön myyntistrategiaan kuuluu myös tutkimusten edistäminen ja vahvan klinisen näytön luominen, joka osaltaan auttaa mielipidejohtajien vakuuttamisessa tuotteiden toimivuudesta ja turvallisuudesta.

Liikevaihdon maantieteellinen jakauma 2021, % liikevaihdesta



RemeOs™-tuotteiden myynnin kulmakivet



Tutkimuksen edistäminen



Mielipidejohtajien vakuuttaminen



Oman myyntiorganisaation ja jakelukeskuksen perustaminen Yhdysvaltoihin



Myynti jakelijoiden välityksellä Euroopassa ja myöhemmin muualla maailmassa

Lähde: Inderes

Liiketoimintamalli 3/3

Tuotekehitys ja myyntiluvat

Bioretec in tuotteiden kehitys, tuotanto ja myynti ovat erittäin tarkkaan säädeltyjä ja edellyttävät viranomaisen myöntämää myyntilupaa. Luvan saaminen edellyttää tarkkaa määräyksien seurantaa ja laadunvalvontaa kehityksen ja tuotannon aikana, jotta vaadittuihin laatu- ja puhtausvaatimuksiin päästään ja ne voidaan todistaa. Lisäksi tuotteiden turvallisuus ja toimivuus tulee todistaa ensin laboratoriokokein ja niiden jälkeen kliinisessä potilastutkimuksessa.

Magnesium-pohjaisilla RemeOs™-tuotteilla ei ole vielä myyntilupaa. Ensimmäinen tuote eli traumaruuvi on saanut Yhdysvalloissa FDA:n (Food and Drug Administration) läpimurtotuotteen (Breakthrough Device Designation) statuksen keväällä 2021. Tämän myötä yhtiöllä on mahdollista käydä joustavaa jopa viikoittaista vuoropuhelua FDA:n kanssa myyntilupahakemuksen valmistelemiseksi. Hakemus jätettiin toukokuussa 2022 ja yhtiö odottaa päätöstä hakemukseen H2'22 aikana. Euroopan myyntilupaa, eli CE-merkintää yhtiö kertoo odottavansa myös H2:n aikana.

Tutkimukseen perustuva näyttö on keskeistä, kun Bioretec pyrkii laajentamaan tuotteidensa käyttöaiheita. Yhtiö pyrkii edistämään erityisesti tutkijalähtöisten tutkimusten alkamista, mutta tekee mahdollisuuksien mukaan myös itserahoitettuja (eli sponsoroituja) tutkimuksia. Tutkimusnäyttö tuotteiden turvallisuudesta ja toimivuudesta on näkemyksemme mukaan keskeistä, kun loppukäyttäjät tekevät valintoja

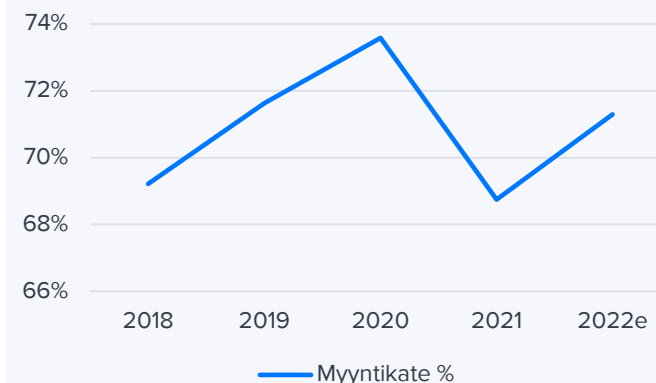
käyttämistään tuotteista ja materiaaleista. Bioretec in meneillään olevat ja suunnitellut tutkimukset on esitetty seuraavan sivun kuvassa.

Arvonluontia kasvun ja korkean myyntikatteen kautta

Bioretec in myyntikate on 2019-2021 ollut terveellä 69-74 % tasolla. Tulevien RemeOs™-tuotteiden materiaalikustannukset ovat Activa-tuotteiden biopolymeerejä alhaisempia. Lisäksi RemeOs™-tuotteiden valmistus on edullisempaa, sillä tuotteet voidaan steriloida samassa tuotantolaitoksessa lähettämättä niitä muualle. Yhtiö onkin arvioinut tulevaisuuden myyntikatteen yli 85 % traumaruuvien tuotantokustannusten ollessa 5-15 euroa ja oletetun keskimääräisen myyntihinnan ollessa keskimäärin 600 USD perustuen vastaavien titaani- ja terästuotteiden hintoihin (GlobalData Report 2020). Muualla maailmassa tuotteista saatavan hinnan odotetaan olevan alhaisempi, mutta silti hyvällä, yli 80 % myyntikattetasolla. Yhtiöllä on siten huomattava kannattavuuspotentiaali, mikäli se onnistuu liikevaihdon kasvusuunnitelmissaan.

Pidämme Bioretec in liikevaihdon kasvutavoitteita (100 MEUR vuoteen 2027 mennessä) hyvin kunnianhimoisina. Toteutuessaan tavoitteet johtaisivat näkemyksemme mukaan vahvaan kannattavuuteen. Kassavirtaposiitivisuutta yhtiö tavoittelee vuoteen 2025 mennessä. Käsittelemme yhtiön kasvunäkemiä tarkemmin Ennusteet-kappaleessa.

Myyntikatteen kehitys¹



1) Vuonna 2021 myyntikatetta painoi tuotannon siirtyminen uusiin tiloihin

Bioretec in näkemys arvonluonnin potentiaalista



Liikevaihdon kasvutavoite 100 MEUR vuoteen 2027 mennessä



Kannattavuustavoitteena kassavirtaposiitivisuus vuoteen 2025 mennessä



Myyntikatearvio yli 85 %; Yhdysvalloissa jopa 90 %

Lähde: Bioretec / Inderes

Bioretecín tutkimusohjelma



Tuotekehityksen ja kaupallistamisen edistyminen

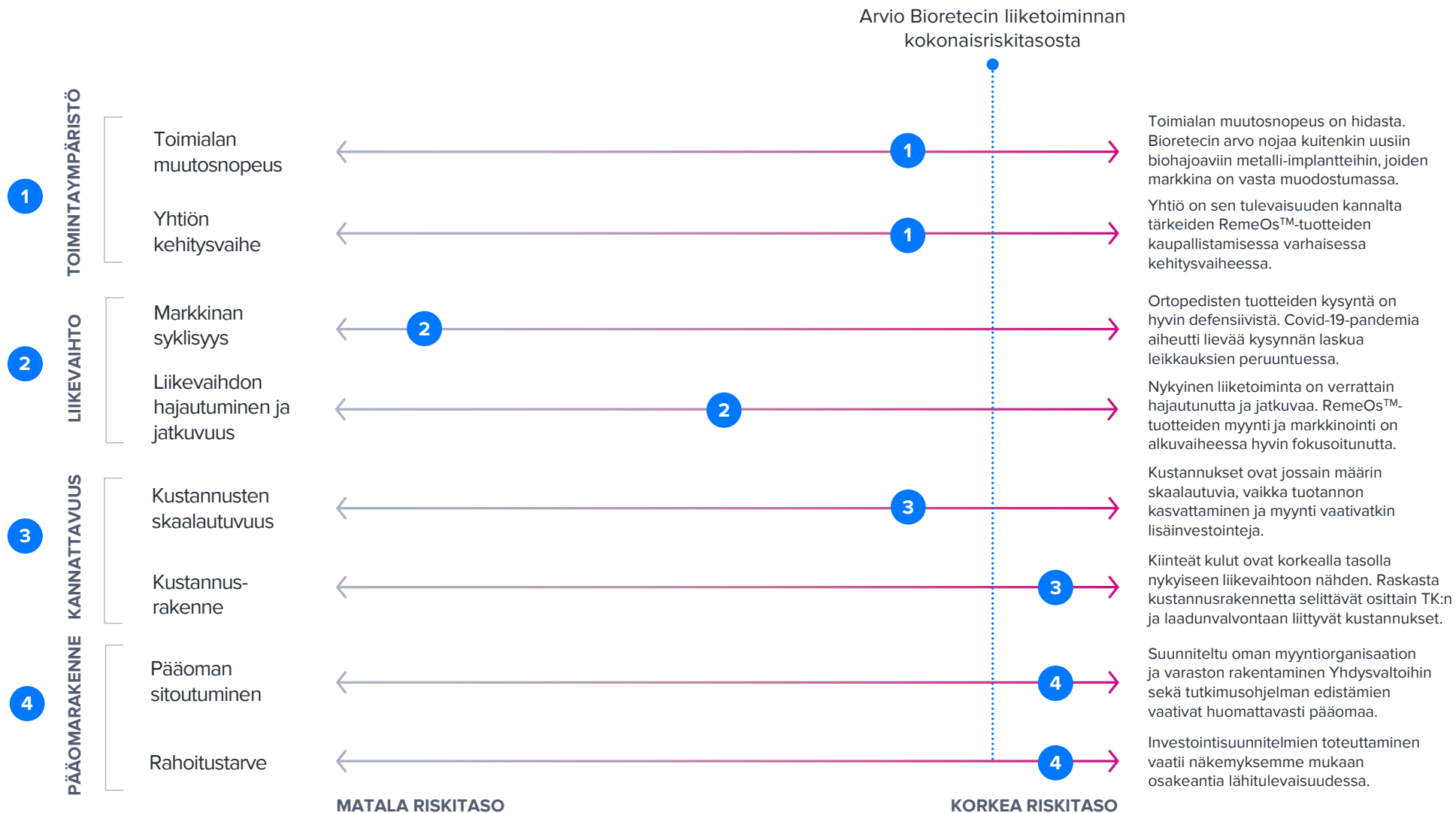
Tuoteperhe & materiaalit	Tuote & käyttöaihe	Tuotekehitys & prekliiniset kokeet	Potilastutkimus	Myyntiluvan saanti (Inderesin arvio)	Seuraavat tapahtumat
RemeOs™ Magnesiumseos & Magnesium-komposiitti	Traumaruuvi¹ Aikuispotilaiden luuvauriot	-2018	2018-2020	H2'22	FDA:n päätöstä myyntilupahakemuksesta ja CE-merkintää odotetaan H2'22
	K-piikki¹ Kädet, jalat, kyynärpäät, ranteet	2015-2020	2022-2024	2024	Potilaskokeiden aloitus 2022 aikana
	Luuydinnaula² Pitkien luiden murtumat aikuisilla	-2022	2023-2025	2026	Soveltuvuuskoe käynnissä; potilastutkimus 2023 alkaen
	Selkärangan implantti² Välilevyn korjaaminen	-2024	2025-2026	2027	Prekliiniset kokeet suunniteltu 2023-2024
Activa Biopolymeeri PLGA	IM-naulat Lasten kyynärvarren murtumat	-2010	2010-2017	2023	Myyntiluvan jälkeinen seurantatutkimus käynnissä (Post-market Clinical Follow-up PMCF)
	IM-naulat Lasten rannemurtumat	-2024	2021-	NA	Tutkijalähtöinen potilastutkimus alkanut 2021

1) Traumaruuvi ja K-piikki valmistetaan magnesium-kalsium-sinkki –seoksesta.

2) Luuydinnaula ja selkärangan fuusioimplantti valmistetaan magnesiumkomposiitista, joka on vielä tuotekehitysvaiheessa

Lähde: Bioretec / Inderes

Liiketoimintamallin riskiprofiili



Sijoitusprofiili

1.

Erittäin vahvaa kasvua tavoitteleva lääkinnällisten laitteiden yhtiö

2.

Suuri, defensiivinen ja kasvava markkina

3.

Kasvustrategian onnistuessa yhtiöllä on potentiaali vahvaan kannattavuuteen

4.

Menestys nojaa uuden RemeOs™-tuoteperheen markkinoille pääsyyn ja läpilyöntiin

5.

Liiketoiminnan epävarmuudet, kaukana olevat kassavirrat ja rahoitustarpeet pitävät sijoittajan riskitason korkeana

Potentiaali



- RemeOs™-tuotteet tuovat uusia ratkaisuja ja selvää lisäarvoa terveydenhuoltojärjestelmälle ja potilaille
- Mahdollisuus olla ensimmäinen toimija tärkeimmillä Yhdysvaltojen markkinoilla
- Mahdollisuus pitkäaikaiseen voimakkaaseen kasvuun ja vahvaan kannattavuuteen defensiivisellä toimialalla

Riskit



- Markkinoille pääsy ja siellä läpilyönti on epävarmaa ja todennäköisesti hidasta
- Investointitarpeiden ja tappiollisuuden vuoksi voitollisuus on parhaassakin tapauksessa muutaman vuoden päässä
- Sijoittaja joutuu varautumaan osakeanteihin kasvun rahoittamiseksi

Toimiala ja kilpailu 1/4

Ortopediset traumatuotteet ovat Bioretecin päämarkkina

Bioretec toimii laajasti katsottuna ortopedisten tuotteiden markkinalla. Ortopediset tuotteet ovat erilaisia laitteita, varusteita, tarvikkeita ja muita tarvikkeita, joita käytetään tuki- ja liikuntaelinten vammojen ja sairauksien hoitoon tai ehkäisyyn. Tällaisia ovat esimerkiksi luiden nivelten ja lihasten korjaukseen käytetyt välinnet ja tarvikkeet. Ortopedisten tuotteita käytetään pääasiassa leikkausta edellyttävissä toimenpiteissä. Tyypillisiä käyttökohteita ovat esimerkiksi luunmurtumien korjaukset. Globaalien ortopedisten tuotteiden markkina oli 55 mrd USD vuonna 2021¹, joista traumatuotteet kattoivat 15 %.

Bioretecin päämarkkina on ortopedisten traumatuotteiden markkina, jonka koko oli noin 7,6 mrd USD vuonna 2021¹. Markkinoiden kasvun 2016-2023 on arvioitu olevan noin 3 %. Biohajoavien implanttien odotetaan kuitenkin kasvavan huomattavasti nopeammin niiden ottaessa markkinaosuus titaani- ja teräsimplanteilta. Markkinoiden kasvun tärkein ajuri on luunmurtumien määrien kasvu. Tämän kasvun taustalla on muun muassa väestön ikääntyminen, murtumille altistavien urheilulajien suosion kasvu sekä väestön ylipainon yleistymisen.

Maantieteellisesti Bioretec keskittyy ensisijassa Yhdysvaltoihin ja Eurooppaan. Yhdysvaltojen osuus traumatuotteiden markkinasta on noin 65 %. Korkeaa osuutta markkinasta selittävät tuotteiden korkeat hinnat sekä tuki- ja liikuntaelinvammojen yleisyys. Seuraavaksi suurin

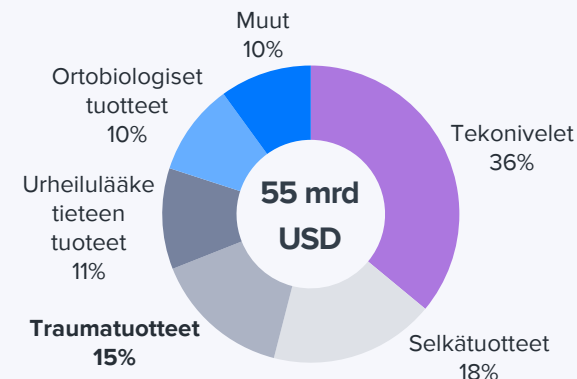
markkina on Eurooppa, Lähi-Itä ja Afrikka (17 %), jota seuraa Aasian ja Tyynen valtameren alue (13 %). Muun maailman osuus on (5%).

Markkina on käsityksemme mukaan varsin defensiivinen perustuen murtumien ja vammojen tasaiseen ja hyvin ennustettavaan esiintyvyyteen. Covid-19-pandemia aiheutti kuitenkin traumatuotteiden markkinassa noin 5 % laskun vuonna 2020, joka johtui peruuntuneista ja lykkääntyneistä leikkauksista. Pandemian ei kuitenkaan odoteta vaikuttavan alan pitkän ajan kasvunäkymiin^{1,2}.

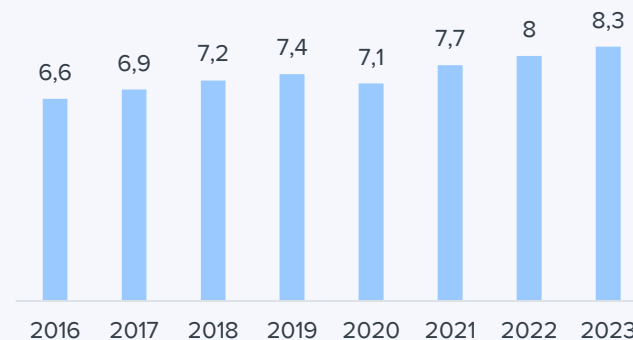
Biohajoavat tuotteet

Traumatuotteet valmistetaan yleisimmin titaanista tai ruostumattomasta teräksestä. Yhdysvaltojen markkinoilla titaani on käytetyin valmistusmateriaali noin 55 % markkinaosuudella traumaruuveissa². Lisäksi traumatuotteissa käytetään ruostumatonta terästä ja biohajoavia materiaaleja kuten biopolymeereja ja biokomposiitteja. Biohajoavien tuotteiden käytön odotetaan yleistyvän tasaisesti erityisesti kehittyneissä maissa. Esimerkiksi biohajoavien traumaruuviin markkinan odotetaan kasvavan Yhdysvalloissa kumulatiivisesti 9,4 % vuosittain vuoteen 2030 saakka². Arviomme mukaan erityisesti biohajoavat metalli-implantit voivat tuoda merkittävää terveydellistä hyötyä potilaille ja säästää terveydenhuollon kustannuksia. Odotamme siten biohajoavien metalli-implanttien ottavan markkinaosuus sekä biohajoavilta biopolymeeri-implanteilta, että perinteisiltä ruostumattomasta teräksestä valmistetuilta implanteilta.

Ortopedisten tuotteiden myynti segmenteittäin, 2021, % kokonaismyynnistä



Ortopedisten traumatuotteiden markkinakehitys, mrd USD



Lähde: Bioretec / Inderes

1 Orthopedic Industry Annual Report 2021.

2 Global Data, Trauma Fixation (orthopedic devices), 2020

Toimiala ja kilpailu 2/4

Muutoksen nopeutta on kuitenkin vaikea arvioida. Lääkinnällisten laitteiden markkina onkin tyypillisesti konservatiivinen ja hidasliikkeinen, joten biohajoavien metalli-implanttien suosion lisääntyminen voi olla hidas prosessi.

Activa-tuoteperheen markkina

Bioretec arvioi sen nykyisen Activa-tuoteperheen saavutettavissa olevan markkinan olevan noin 300 MEUR. Activa-tuotteet on valmistettu biopolymeereistä, joten niiden kuorman kantokyky rajoittaa tuotteiden käytön esimerkiksi pienten luiden murtumien korjaukseen ja pehmytkudosvaurioihin sekä lasten kirurgiaan.

RemeOs™-tuoteperheen biohajoavat metalli-implantit puolestaan kantavat enemmän kuormaa, joka mahdollistaa niiden käytön laajasti kuormankantoa vaativissa kohteissa ala- ja yläraajoissa. Esimerkkikohteita ovat nilkan, reisiluun ja olkaluun murtumat. Laajemmat käyttöaiheet selittävät myös tuotteiden suurempaa kohdemarkkinaa. Bioretec odottaa RemeOs™-tuotteiden osin korvaavan sen omia Activa-tuotteita niiden parempien ominaisuuksien vuoksi.

RemeOs™-tuoteperheen kohdemarkkina

Suunnitellut RemeOs™-tuoteperheen lanseeraukset kattavat valtaosan traumatuotteiden markkinasta. Vuonna 2019 traumaruuvien markkinoiden arvioitiin olevan 1200 MUSD, K-piikkien 100 MUSD, luuydinnaulojen 2700 MUSD ja selkärangan luudutusfuusioimplanttien 2000 MUSD¹. Traumaruuvit, K-piikit ja luuydinnaulat kuuluvat traumatuotteiden kategoriaan ja kattaisivat siten arviomme mukaan yli puolet traumatuotteiden kokonaismarkkinasta.

Selkärangan luudutusimplantit kuuluvat selkätuotteet -kategoriaan. Neljän uuden RemeOs™-tuotteen myötä yhtiö arvioi, että näiden tuotteiden saavutettavissa oleva markkina kasvaa noin 7 mrd USD:n vuoteen 2027 mennessä, kun kaikki neljä tuotetta on yhtiön suunnitelmien mukaan lanseerattu. Huomautamme, että yhtiö suunnittelee tuovansa selkärangan luudutusfuusioimplantin markkinoille aikaisintaan 2027, joten sillä tuotteella ei ole mielestämme realistista tavoitella merkittävää osaa kokonaismarkkinasta 2027 mennessä.

RemeOs™-traumaruuvien markkinat¹

Yhtiön lähivuosien kirkkaasti tärkein kasvuajuri on RemeOs™-traumaruuvi erityisesti Yhdysvaltojen ja Euroopan markkinoilla. Traumaruuvien vuotuinen kokonaismarkkina Yhdysvalloissa on noin 500 MUSD ja sen ennustetaan kasvavan noin 550 MUSD:n vuoteen 2027 mennessä. Biohajoavien tuotteiden osuus luunmurtumien korjausleikkauksissa vuonna 2019 oli 14,7 % ja niiden osuuden odotetaan nousevan 23,5 %:n vuoteen 2027 mennessä. Markkinaosuuden nousun odotetaan nousevan teräs-tuotteiden kustannuksella ja titaani-traumaruuvien säilyttävän 55 %:n markkinaosuuden lähivuosina.

Dollarimääräisesti biohajoavien tuotteiden markkina oli vuonna 2019 Yhdysvalloissa oli 72 MUSD ja kasvuennuste vuoteen 2027 mennessä 130 MUSD (CAGR 8,8 %). Euroopassa yhtiön kannalta tärkeillä Saksan ja Ranskan biohajoavien traumaruuvien markkinoiden odotetaan olevan arvoltaan 32 MUSD ja 18 MUSD vuoteen 2027 mennessä.

Markkinoiden trendit



Väestön ikääntyminen



Traumojen määrän kasvu



Suotuisat korvauskäytännöt

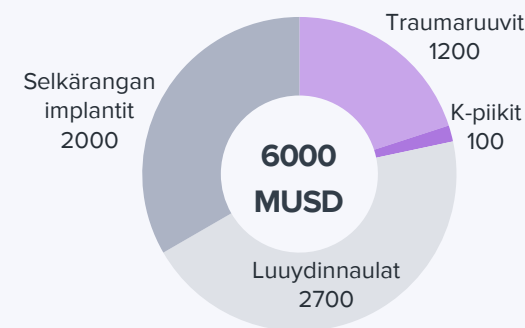


Kasvava kysyntä edistyneille ortopedisille implanteille



Asiakaskesteisten ratkaisujen tarpeen kasvu

RemeOs™-tuotteiden Kohdemarkkinat, 2019, MUSD



¹ Global Data, Trauma Fixation (orthopedic devices), 2020

Toimiala ja kilpailu 3/4

Laajassa ortopedisten traumatutuotteiden kilpailukentässä toimii suuri joukko isoja ja pieniä yhtiöitä

Ortopedisissa traumatutuotteissa toimii suuri joukko kilpailevia yhtiöitä. Näistä neljä suurinta DePuy Synthes Inc (Johnson & Johnsonin tytäryhtiö), Stryker Corporation, Zimmer Biomet Holdings Inc. ja Smith & Nephew Plc. kattoivat 69 % traumatutuotteiden liikevaihdosta vuonna 2019.

Bioretecin mukaan pienille yhtiöille jää kuitenkin tilaa toimi innovaattorin roolissa, sillä suuret yhtiöt varovat uusiin tuotteisiin liittyviä maine- ja oikeuskannerriskejä. Erityisesti Yhdysvalloissa joukkokanteet voivat johtaa hyvin merkittäviin vahingonkorvausvaatimuksiin. Bioretec odottaa suurten yhtiön toimivan aktiivisemmin siinä vaiheessa esimerkiksi yritysostorintamalla, kun uusista tuotteista on jo ehtinyt kertyä turvallisuusdataa ja käyttökokemuksia, jotka laskevat maine- ja oikeuskannerriskejä.

Biohajoavien metallisten implanttien kilpailutilanne

Biohajoavia metallisia implantteja kehittäviä yhtiöitä on selvästi pienempi joukko ortopedisten traumatutuotteiden valmistajiin verrattuna. Tiedossamme olevat kilpailevat yhtiöt on listattu oheisessa kaaviossa. Kilpailijat ovat pieniä, listaamattomia yhtiöitä.

Bioretecin kahdella Saksalaisella kilpailijalla on CE-merkinnät niiden tuotteille ja tietojemme mukaan tuotteita myydään Euroopan

markkinoilla. Näiden kilpailijoiden tuotteet sisältävät harvinaisia maametalleja, joiden pitkän aikavälin turvallisuusprofiilia ei vielä tunneta. Bioretecin tuotteiden turvallisuusprofiili onkin arviomme mukaan hieman näitä kilpailijoita parempi ja uskomme yhtiön hyödyntävän turvallisuusargumentteja markkinoinnissaan. Bioretecin mahdollista harvinaisten maametallien puuttumiseen perustuvaa kilpailuetua on tässä vaiheessa kuitenkin vaikeaa arvioida. Seuraamme tulevaisuudessa kilpailijoiden myynnin kehittymistä ja arvioimme yhtiöiden suhteellisia kilpailuetuja.

Bioretecin Etelä-Korealaisella ja Kiinalaisella kilpailijoilla on myös CE-merkinnät ja myyntiluvat niiden kotimarkkinoilla. Näistä Kiinalaisen Pure Magnesiumin implantti on suunniteltu kallokirurgian sovellukseen. Se ei siis ole kuormaa kantava implantti eikä siten kilpaile suoraan Bioretecin RemeOs™-tuotteiden kanssa. Pure Magnesiumilla voi olla kuitenkin tuotteelleen muita suunniteltu käyttöaiheita, joista tietoa ei ole tällä hetkellä saatavilla. Sama puutteellinen informaatio käyttöaiheiden suhteen pätee muihinkin Bioretecin kilpailijoihin niiden ollessa listaamattomia yhtiöitä.

Yhdysvaltalaisen nanoMAG-yhtiön tuotteet ovat tuotekehitysvaiheessa, eivätkä käsityksemme mukaan ole Bioretecin välittömiä kilpailijoita lyhyellä aikavälillä. Toinen Yhdysvaltalaisyhtiö Magnesium Development Company suunnittelee potilaskokeiden aloittamista ja painottaa strategiassaan urheilulääketieteen sovelluksia.

Biohajoavien metallisten implanttien kilpailijat

	 Tuote ¹	 kehitysvaihe	 Muuta
Bioretec	Mg-Ca-Zn-pohjaiset biohajoavat implantit	FDA-lupaa ja CE-merkintää odotetaan H2'22	Tuotteet eivät sisällä harvinaisia maametalleja
Syntellix Ag Saksa	Mg-pohjaiset biohajoavat implantit	CE-merkintä, FDA-prosessi kesken	Tuotteet sisältävät harvinaisia maametalleja
Medical Magnesium GmbH Saksa	Mg-pohjaiset biohajoavat implantit	CE-merkintä	Tuotteet sisältävät harvinaisia maametalleja
U&I Corporation Etelä-Korea	Mg-Ca-pohjaiset biohajoavat implantit	CE-merkintä ja myyntilupa Etelä-Koreassa	Keskisuuri yhtiö, jolla on laaja tuoteportfolio
Pure Magnesium Ltd Kiina	Biohajoava Mg-implantti kallokirurgiaan	CE-merkintä ja myyntilupa Kiinassa	Tuote ei sovellu kuormaa kantaviin sovelluksiin
Magnesium Develop. Co LLC Yhdysvallat	Mg-pohjaiset biohajoavat implantit	Potilaskoe suunnitteilla	Fokus urheilulääketieteen sovelluksissa
nanoMAG LLC Yhdysvallat	Mg-Mn-pohjaiset biohajoavat implantit kallokirurgiaan	Tuotteet kehitysvaiheessa	

¹ Kilpailijoiden tuotteiden tarkat käyttöaiheet eivät ole tiedossa. **17**
Lähde: Bioretec/Inderes

Toimiala ja kilpailu 4/4

Esimerkkejä alan viimeaikaisista yrityskaupoista

Yhdysvaltalainen listattu Conmed (NYSE:CNMD) hankki elokuussa 2022 varhaisen vaiheen lääkinnällisen teknologian Biorez-yhtiön. Biorezin tuote on biokomposiitti (kollageeni I + PLLA). FDA-hyväksynnän saanut tuote on tarkoitettu pehmytkudosvaurioiden korjaamiseen. Kauppahinta oli 85 MUSD ja sopimus sisältää mahdollisuuden 165 MUSD etappimaksuihin neljän vuoden aikana perustuen Biorezin kasvuun.

Toinen tiedossamme oleva yrityskauppa on Yhdysvaltalaisen Paragon 28:n ostama suomalainen Disior. Disior suunnittelee ohjelmistoa kolmiulotteisten kuvien analysointiin. Analyysin avulla ortopedian kirurgit voivat saada apua diagnoosin tekemiseen, leikkauksen suunnitteluun ja hoitotulosten seurantaan. Kauppahinta oli 18 MUSD.

Pidämme Bioreteciä mahdollisena yritysostokohteena suuremmalle lääkinnällisten laitteiden valmistajalle. Yritysostotarjouksen todennäköisyys kasvaisi arviomme mukaan myyntiluvan saamisen ja myynnin käynnistymisen jälkeen. Kertyvä käyttökokemus Bioretecin tuotteista tuo lisävarmuutta tuotteiden toimivuudesta ja turvallisuudesta ja pienentää siten ostajan riskiä esimerkiksi joukkokanteisiin liittyen.

Kasvu ja kannattavuuspotentiaali on lupaava

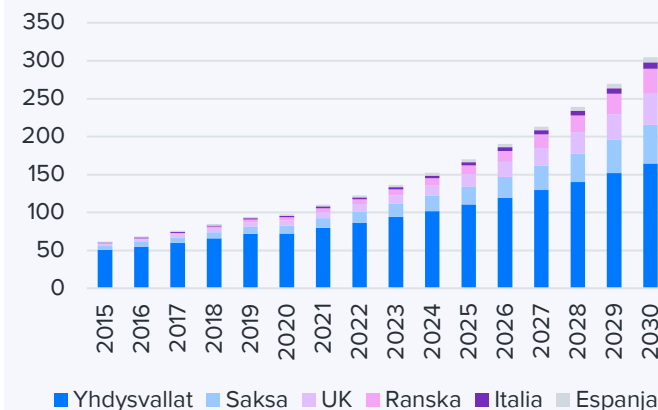
Arviomme mukaan biohajoavien metallisten implanttien markkina on vasta alkamassa rakentua. Tietojemme mukaan esimerkiksi

suurimmille Yhdysvaltojen markkinoille ei ole vielä hyväksytty näitä tuotteita ja Bioretecillä onkin mahdollisuus päästä markkinoille ensimmäisenä yhtiönä. Uskomme, että markkinoilla on tilaa useammalle toimijalle lähivuosina. Kilpailulla voi tässä vaiheessa olla myös myönteisiä puolia, sillä useiden yhtiöiden markkinoilla olo voi edesauttaa biohajoavien metalli-implanttien käytön läpilyöntiä ja auttaa siten kaikkia alan yhtiöitä. Markkinan kasvua määrittää arviomme mukaan pääasiassa asiakkaiden nopeus uusien metallisten implanttien käytön omaksumisessa.

Ainakin alkuvaiheessa arvioimme tuotteiden hinnoittelun perustuvan jo markkinoilla oleviin titaani- ja teräsimplanttien hintoihin. Traumaruuvien hinnat riippuvat tuotteen koosta ja ovat Yhdysvalloissa keskimäärin noin 600 USD kappaleelta (GlobalData 2020). Tällä hinnoittelulla Bioretecin on arviomme mukaan mahdollista päästä erittäin hyvään kannattavuuteen.

Keskipitkällä ja pitkällä aikavälillä metallisilla implanteilla on erinomaiset kasvunäkymät niiden voittaessa markkinaosuuksia ominaisuuksiltaan heikommilta biopolymeeri-implanteilta ja poistoleikkausta vaativilta titaani- ja teräsimplanteilta. Markkinoiden rakentuessa ja kypsyessä pidämme todennäköisenä, että alalla tapahtuu konsolidaatiota ja yrityskauppoja suurten lääkinnällisten laitteiden yhtiöiden hankkiessa pienempiä yhtiöitä tuoteportfoliotaan täydentämään.

Biohajoavien traumaruuvien keskeiset kohdemarkkinat, MUSD



Lähde: GlobalData Report 2020, Inderes

Bioretecin kilpailutekijät



Potilaille ja terveydenhoitojärjestelmälle merkittävää lisäarvoa tuovat tuotteet



RemeOs™-tuoteperhe on tulossa arviomme mukaan oikea-aikaisesti markkinoille



Harvinaisten maametallien puuttuminen voi tuoda etua kilpailijoihin nähden



RemeOs™-tuoteperheen kaupallistaminen vaatii huomattavia resursseja yhtiön kokoon ja taloudelliseen tilanteeseen nähden

Strategia ja taloudelliset tavoitteet 1/2

Visio ja strategia

Bioretecin visio on tulla maailmanlaajuisesti tunnetuksi lääkinällisten laitteiden valmistajaksi ja johtavaksi yhtiöksi biohajoavissa metallisissa implanteissa. Yhtiöllä on kolmiosainen strategia:

Laajentuminen korkean potentiaalin markkinasegmenteille. Yhtiö tavoittelee RemeOs™-traumaruuvien kaupallistamista Yhdysvalloissa oman myyntiorganisaation voimin ja Euroopassa jakelijoiden kautta 2022. Seuraavien tuoteperheiden kaupallistamista yhtiö suunnittelee 2024-2027.

Huippuluokan kyvykkyyden vaaliminen organisaatiossa. Yhtiö pyrkii vaalimaan kulttuuria, joka houkuttelee puoleensa korkean osaamisasteen työntekijöitä.

Keskittyminen korkean kannattavuuden saavuttamiseen. Bioretec tavoittelee kannattavuuden parantamista operatiivisen tehokkuuden ja kevyen organisaation avulla.

Taloudelliset tavoitteet

Bioretec tavoittelee liikevaihdon kasvua 100 MEUR:oon vuoteen 2027 mennessä ja kassavirtaposiitivisuutta vuoteen 2025 mennessä. Liikevaihtotavoite nojaa arviomme mukaan lähes täysin RemeOs™-tuotteiden läpilyöntiin ja voimakkaaseen kasvuun, sillä tavoitteiden saavuttaminen edellyttäisi liikevaihdon noin 50-kertaista kasvua vuoden 2021 toteutuneisiin lukuihin verrattuna. Biopolymeerituotteiden liikevaihdossa on näkynyt 2021-2022

nopeamman kasvun merkkejä. Pidemmällä aikavälillä kasvu on kuitenkin ollut maltillista (2012-2021 CAGR 6,6 %). Koska yhtiö on listautunut hiljattain, sen aiempien tavoitteiden saavuttamisen arviointi on vaikeaa.

Vuoteen 2027 mennessä kasvun keskeisin ajuri on RemeOs™-traumaruuvi, jonka kaupallistamisessa yhtiö keskittyy ensisijaisesti Yhdysvaltoihin ja Eurooppaan ja toissijaisesti muualle maailmaan. Biohajoavien traumaruuvien markkinan kokoon peilaten (ks edellinen sivu), yhtiön tulisi tavoitteidensa saavuttamiseksi saada huomattava markkinaosuus Yhdysvaltojen ja Euroopan avainmarkkinoilta. Mielestämme yhtiön tuleekin onnistua kaupallistamisessa myös muualla maailmassa, jotta sen liikevaihtotavoitteet toteutuisivat.

Tavoitteiden saavuttaminen edellyttää lyhyellä aikavälillä yhtiön kokoluokkaan nähden suuria kasvuinvestointeja. Yhtiö suunnittelee rekrytoivansa 10-15 myyjää ja asiantuntijaa Yhdysvaltojen myyntiorganisaatioon sekä jakeluvaramon perustamista. Yhtiön arvion mukaan näiden investointien kokoluokka on vähintään 10 MEUR, joka jakautuu usean vuoden ajalle. Lisäksi yhtiön tulisi onnistua tutkimusohjelmansa rahoittamisessa ja toteuttamisessa, jotta uudet RemeOs™-tuotteet pääsisivät suunnitellussa aikataulussa markkinoille myyntiä täydentämään.

Myynnillisesti tavoitteiden saavuttaminen vaatisi arviomme mukaan pikaista FDA-luvan saamista, myyntiorganisaation pystyttämistä ja kouluttamista

sekä myynnin onnistunutta edistymistä. Alan konservatiivisuuden vuoksi on mielestämme realistista odottaa myynnin käynnistyvän rauhallisesti ja kiihtyvän pikkuhiljaa myyntiponnistelujen ja tuotteiden tunnettuuden kasvaessa ja yhtiön oman myyntikompetenssin kasvaessa.

Yhtiön tavoitteiden saavuttamista tukevat kohdemarkkinan suuri koko, toimialan defensiivisyys ja trendien tukema kasvu, selkeä tarve RemeOs™-tuotteille sekä yhtiön selkeä strategia. Mielestämme haasteita tavoitteiden saavuttamiselle tuovat yhtiön verrattain pienet resurssit ja toimialan luonne, jossa uusien tuotteiden ja ratkaisujen omaksuminen on hidasta ja vaatii suuria myyntiponnisteluja. Yhtiöllä on myös jonkin verran kilpailua uusissa tuotteissa vaikkakin mahdollisuus päästä ensimmäisenä Yhdysvaltojen markkinoille onkin Bioretecin etu.

Yhteenvetona pidämme yhtiön taloudellisten tavoitteiden saavuttamista mahdollisina, mutta varsin haastavina.

Strategia ja taloudelliset tavoitteet 2/2

Bioretecin visio

Bioretecin visio on tulla maailmanlaajuisesti tunnetuksi lääkinällisten laitteiden valmistajaksi ja johtavaksi yhtiöksi biohajoavissa metallisissa implanteissa

Toimiala

Ortopedisten traumatuotteiden markkina, 2021 **7,6 mrd EUR**

Biohajoavien traumaruuviavainmarkkina, (USA/Eurooppa), 2021 **110 MEUR**

Avainmarkkinoiden kasvu, 2022-2027 CAGR **~14,5 %**

Trendit

Väestön ikääntyminen

Murtumien määrän kasvu

Suotuisat korvauskäytännöt

Kasvava kysyntä edistyneille implanteille

Asiakaskeskeisten ratkaisujen tarpeen kasvu

Strategiset tavoitteet

Laajentuminen korkean potentiaalin markkinasegmenteille

- RemeOs™-traumaruuviavainmarkkinoita Yhdysvalloissa ja Euroopassa 2022 alkaen
- Muiden RemeOs™-tuotteiden kehittäminen ja kaupallistaminen 2024-2027

Huippuluokan kyvykkyyden vaaliminen organisaatiossa

- Korkean osaamistason henkilöstön houkuttelevuus ja pitäminen yhtiössä

Keskittyminen korkean kannattavuuden saavuttamiseen

- Nopea myynnin kehitys
- Kevyt ja tehokas organisaatio

Taloudelliset tavoitteet

Kassavirtaposiitivisuus 2025 mennessä

Liikevaihto 100 MEUR 2027 mennessä

Strategian toimeenpano

Lähtötila, 1-2 vuotta

- FDA:n myyntiluvan ja CE-merkinnän saaminen H2'22 RemeOs™-traumaruuville
- Myyntiorganisaation ja jakelukeskuksen rakentaminen Yhdysvaltoihin
- Traumaruuvin myynnin aloitus valikoiduille asiakkaalle sekä myynnin ja asiakaspohjan laajentaminen

Seuraavat 5 vuotta

- Traumaruuvin laajamittainen kaupallistaminen myös muualla maailmassa
- Uusien RemeOs™-tuotteiden kehittäminen ja kaupallistaminen
- Kassavirtaposiitivisuuden ja kannattavuuden saavuttaminen
- Uusien kasvuaihioiden tunnistaminen ja valmistelu

Taloudellinen tilanne 1/2

Historiallinen tuloskehitys

Bioretecin tulos on ollut tappiollinen koko yhtiön olemassa olon ajan. Konsernin kertyneet tappiot perustamisesta alkaen ovat olleet -30,5 MEUR. Keskeinen syy tappiollisuuteen on arviomme mukaan alhainen liikevaihdon taso suhteessa kustannuksiin sekä etupainotteiset TK-investoinnit. Hyvästä kannattavuuspotentiaalista huolimatta liikevaihtoon nähden raskas kustannusrakenne on pitänyt toiminnan tappiollisena. Liikevaihdon kasvu (CAGR) on ollut 6,6 % vuosina 2012-2021. Konserniraportoinnin aikana 2018-2021 vuosittainen kasvu on ollut 8,1 %. Covid-19-pandemialla oli selvä negatiivinen vaikutus yhtiön liiketoimintaan 2020, jolloin leikkauksia jouduttiin perumaan yhteiskuntien sulkutoimien vuoksi.

Kustannusrakenne on raskas nykyiseen liikevaihtoon nähden

Bioretecin kustannuksista suurimman osuuden muodostavat henkilöstökulut, jotka olivat -2,2 MEUR vuonna 2021 (109 % liikevaihdesta). Odotamme henkilöstökulujen nousevan voimakkaasti lähivuosina, sillä yhtiö suunnittelee oman myyntiorganisaation rakentamista Yhdysvaltoihin. Tämä edellyttää arviolta noin 10 henkilön rekrytoimista. Toiseksi suurin kuluera ovat liiketoiminnan muut kulut, jotka vuonna 2021 olivat -1,1 MEUR. Yhtiön mukaan nämä kulut liittyvät toimitiloihin, IT:n, markkinointiin, konsultointiin ja osaan TK-toiminnasta. Materiaalit ja palvelut olivat 0,5 MEUR vuonna 2021. Yhtiön ostot koostuivat raaka-aineista, instrumenteista,

pakkausmateriaaleista ja komponenteista. Palveluiden osuus tästä kustannuskategoriasta oli noin viidennes. Suorat valmistuskustannukset kohdistuivat Activa-tuoteperheeseen. Näiden tuotteiden myyntikate oli 69 %. Odotamme myyntikatteen parantuvan tulevaisuudessa (ks. Ennusteet-kappaleet). Poistot ja arvonalentumiset olivat 0,2 MEUR.

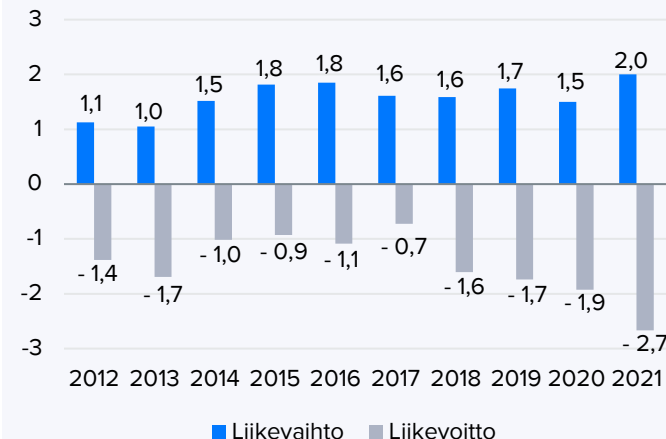
Liiketoiminnan tappiot ja kasvustrategian toteutus edellyttävät kassan vahvistamista

Vuonna 2021 Bioretecin liiketoiminnan kassavirta oli -2,2 MEUR kustannusrakenteen ollessa raskas liikevaihtoon nähden. Liiketoiminnan kassavirtaa painavat erityisesti RemeOs™-tuoteperheeseen liittyvät kehityskustannukset. Neljästä suunnitellusta RemeOs™-tuotteesta kolme on edelleen kehitysvaiheessa. TK-kulut ovatkin olleet yli 30 % kokonaiskustannuksista viime vuosina.

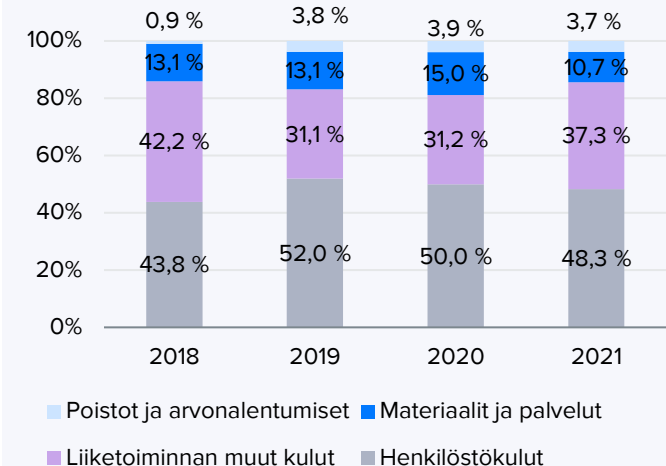
Negatiivista kassavirtaa on paikattu rahoitusjärjestelyin ja yhtiö onkin tehnyt historiassaan useita osakeanteja. Tuoreimpina rahoitusjärjestelynä yhtiö keräsi vuonna 2021 7,2 MEUR Springvestin järjestämästä joukkorahoituskerrokselta sekä 1,7 MEUR suunnatulla annilla.

Bioretecin kasvustrategian toteutus vaatii huomattavia investointeja. Yhtiön listautumista edeltävissä suunnitelmassa RemeOs™-tuoteperheen kaupallistamiseen suunniteltiin käytettäväksi 11 MEUR usean vuoden aikana.

Liikevaihdon ja liikevoiton kehitys, MEUR



Operatiivinen* kustannusrakenne, % kustannuksista



*Tuloslaskelmassa ennen liikevoittoa kirjattavat kustannukset
Lähde: Inderes

Taloudellinen tilanne 2/2

Lisäksi komposiittimateriaaleihin perustuvien RemeOs™-tuotteiden, eli luuydinnaulan ja selkärangan luudutusfuusioimplantin kehittäminen ja kliininen tutkimus vaativat investointeja. TK-kustannuksia yhtiön on arviomme mukaan mahdollista rahoittaa merkittävässä määrin Business Finlandin TK-lainoilla.

Liiketoiminnan rahavirran pysyessä negatiivisena ja investointitarpeiden kasvaessa pidämme ilmeisenä, että yhtiö tulee järjestämään osakeannin lähitulevaisuudessa. Bioretecín 2022 yhtiökokous valtuuttikin hallituksen päättämään osakeannista. Valtuutus koskee enimmillään 5 miljoonaa osaketta. Toteutuessaan täysimääräisesti anti kasvattaisi Bioretecín osakemäärää noin 35 %. Kirjoitushetkellä maksimaalisen osakemäärän anti vastaisi 9,0 MEUR:a, mikäli anti suoritettaisiin ilman alennusta. Tällä hetkellä ei ole tiedossa suunnitteleeko yhtiö suunnattua vai merkintäoikeusantia ja sitä, millä ehdoilla mahdollinen anti tulisi toteuttamaan. Pidämme antia kuitenkin erittäin todennäköisenä ja kehoitamme sijoittajia varautumaan sen toteutumiseen jo lähitulevaisuudessa. Tyypillisesti annit toteutetaan 10-20 %:n alennuksella sen hetkiseen osakekurssiin nähden. Alennus näkyisi vastaavasti kerättyjen varojen alempana määränä.

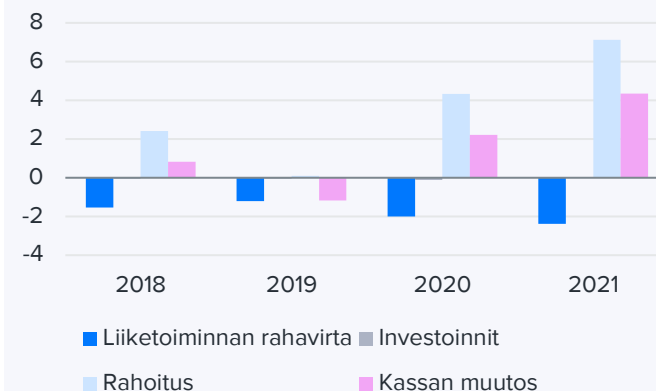
Tase

Taseen vastaavaa puolella yhtiöllä oli 2021 tilinpäätöksen mukaan aineetonta omaisuutta vain 0,3 MEUR, josta noin puolet koostui konserniliiketoiminnasta ja hieman alle puolet

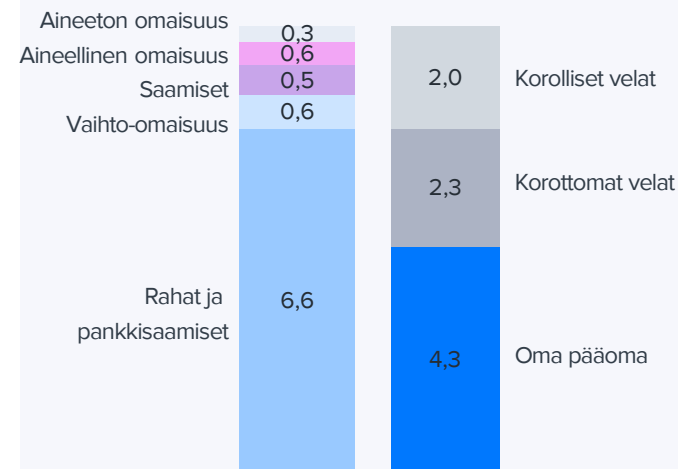
aineettomista oikeuksista. Myös aineellista omaisuutta yhtiöllä oli varsin vähän (0,6 MEUR). Saamiset olivat 0,5 MEUR ja koostuivat pääosin myyntisaamisista, joihin emme näe liittyvät merkittäviä riskejä asiakkaiden ollessa vakaita terveydenhuollon julkisia ja yksityisiä toimijoita. Yhtiön 0,6 MEUR:n vaihto-omaisuus koostui puoliksi materiaaleista ja valmiista tuotteista. Rahat, pankkisaamiset ja rahoitusarvopaperit olivat 6,6 MEUR. Hyvää likviditeettiä tilannetta selittävät vuoden 2021 aikana tehdyt rahoitusratkaisut. Huomautamme, että H1'22-raportin mukaan kyseinen tase-erä oli supistunut 3,8 MEUR:n. Laskua selittävät tappiollinen tilikauden tulos sekä vaihtovelkakirjalainojen ja niihin liittyvien korkojen kokonaismaksusta. Yhtiö kertoi lisäksi H1-raportissaan maksaneensa katsauskauden jälkeen Business Finlandille takaisin pääomallainan lyhytaikaisen osuuden. Takaisin maksettu pääoma ja korot olivat yhteensä 1,3 MEUR:a. Arvioimmekin yhtiön ehtyvien kassavarojen vaativan pikaista täydennystä.

Taseen vastattavaa puolella korolliset velat olivat uusimman tilinpäätöksen mukaan 2,0 MEUR ja ne olivat laskeneet H1-raporttiin mennessä 1,4 MEUR:oon. Arvioimme korollisten velkojen laskeneen edelleen yllämainitun Business Finlandin pääomallainan osittaisen takaisin maksun vuoksi. Korottomat 2,3 MEUR:n velat selittyvät valtaosin 2,0 MEUR:n siirtoveltoilla. Edellisen tilikauden 4,3 MEUR:n oma pääoma oli laskenut 3,0 MEUR:oon H1'22 mennessä.

Kassavirran kehitys, MEUR



Tase 2021 lopussa 8,6 MEUR



Lähde: Inderes

Ennusteet 1/4

Epävarmat kasvuennusteet nojaavat RemeOs™-tuoteperheen menestykseen

Bioretecin ennusteemme nojaavat seuraaviin ajureihin, joista keskeisin on RemeOs™-traumaruuvien myynnin kehitys. Ennusteiden toteutumiseen liittyvät riskit korostuvat erityisesti vielä myyntilupaa odottavien RemeOs™-tuotteiden kohdalla.

Activa-tuoteperheen kasvu jatkuu ennusteissamme prosentuaalisesti voimakkaana, mutta tuotteiden rajatut käyttömahdollisuudet pitävät myynnin absoluuttisen määrän verrattain alhaisena. Liikevaihdon kasvun ajureina toimivat uudet käyttöaiheet, maantieteellinen laajentuminen erityisesti Aasian markkinoilla ja kasvava myynti nykyisillä markkinoilla. Kasvun kulmakertoimen arviointi on varsin epävarmaa etenkin, kun RemeOs™-tuotteiden odotetaan osaltaan vievän myyntiä ominaisuuksiltaan heikommilta Activa-tuotteilta.

RemeOs™-traumaruuvien myyntiluvan saaminen ja myynnin kasvu. Odotamme yhtiön saavan myyntiluvan RemeOs™-traumaruuville Yhdysvaltojen ja Euroopan markkinoille H2'22:n aikana. Pidämme myyntiluvan saamista todennäköisenä perustuen FDA:n myöntämään Breakthrough Device Designation -statukseen sekä suotuisiin tutkimustuloksiin. Täysin varmana myyntiluvan saamista ei voida kuitenkaan pitää. Myyntiluvan saamatta jääminen olisi Bioretecille vakava vastoinikäminen ja muuttaisi sijoitustarinaa olennaisesti negatiiviseen suuntaan. Myyntiluvan saamisen viivästyksellä olisi lievempi kielteinen

vaikutus. Ennusteissamme traumaruuvien myynti alkaa pienellä volyymillä jo tänä vuonna ja pääsee voimakkaan kiihtyvän kasvun vaiheeseen 2023-2027, jonka jälkeen myynti tasaantuu kohti keskimääräistä markkinakasvua.

Yhtiö suunnittelee oman myyntiorganisaation rakentamista Yhdysvaltoihin traumaruuvien ja myöhemmin muiden RemeOs™-tuotteiden myymiseksi. Rekrytoinnit ja henkilöstön kouluttaminen vievät arviomme mukaan aikaa, joten mallinnamme traumaruuvien myynnin kasvua aluksi maltillisesti kasvaen. Myynnin kasvukäyrää loiventaa näkemyksemme mukaan myös alalle tyypillinen asiakkaiden konservatiivisuus uuden tuotteen käytön omaksumisessa. Konservatiivisuus perustuu käsittääksemme lääkärin varovaisuuteen tilanteissa, joissa potilaan hoidon kannalta toimiviksi ja turvallisiksi tutkimuksen ja kokemuksen kautta tiedettyjä tuotteita vaihdetaan uusiin tuotteisiin, joista kokemusta ja tietoa on vielä vähemmän.

Seuraavien RemeOs™-tuotteiden markkinoille pääsy ja myynnin kehitys. Ennusteissamme oletamme Bioretecin onnistuvan uusien tuotteiden kehittämisessä ja myynnin aloittamisessa suunnitellussa aikataulussa. Tulevien tuotteiden myynti kehittyy ennusteissamme traumaruuvia nopeammin, sillä uskomme asiakkaille olevan käyttökokemuksen myötä valmiuksia ottaa biohajoavia metallituotteita nopeammin käyttöön. Tuotekehityksen onnistumiseen ja aikatauluun sekä kaupallistamisen aloitukseen liittyä luonnollisesti epävarmuuksia.

Ennusteiden keskeiset epävarmuustekijät ja mahdollisuudet			
	 Ajoitus	 Riski	 Mahdollisuus
Myyntiluvat Yhdysvalloissa ja Euroopassa	H2'22	Epätodennäköinen kielteinen päätös estäisi tai hidastaisi tuotteiden myyntiä	Mahdollisuus olla ensimmäinen toimija Yhdysvaltojen markkinoilla
Kasvun rahoitus	H2'22 – H1'23	Kasvustrategian riittämätön rahoitus; sijoittajan omistuksen liudentuminen	Onnistunut rahoitus antaa mahdollisuuden voimakkaaseen ja kannattavaan kasvuun
Traumaruuvien myynti	Täysipainoisesti 2023 alkaen	Ennusteita hitaampi myynnin kehitys	Ennusteiden mukainen tai nopeampi kasvu olisi erittäin kannattavaa
Uusien RemeOs™ -tuotteiden kehitys	2022-2027	Kehityksen viivästyminen, rahoitus ja myyntilupien saaminen	Uusien markkinoiden avautuminen
Uusien RemeOs™ -tuotteiden myynti	2024-2027	Ennusteita hitaampi myynnin kehitys tai aloituksen viivästyminen	Kannattava kasvu pitkällä aikavälillä

Lähde: Inderesin arvio

Ennusteet 2/4

K-piikin myynti alkaa ennusteissamme 2024. Tuotteen markkinapotentiaali on RemeOs™-tuoteportfolion alhaisin, joten K-piikin osuus ennustetusta myynnistä jää pieneksi. Luuydinnaula sen sijaan on markkinapotentiaaliltaan tärkeä tuote. Ennusteissamme naula pääsee markkinoille 2026 ja vaikuttaa liikevaihtoennusteisiin merkittävästi jo seuraavana vuonna 2027. Selkärangan luudutusfuusioimplantti on myös korkea potentiaalin tuote, joka ennusteissamme pääsee markkinoille 2027 ja vaikuttaa ennusteisiimme voimakkaasti seuraavasta vuodesta alkaen. Kaksi jälkimmäistä tuotetta perustuu uuteen magnesiumkomposiittimateriaaliin, joka vaatii vielä tuotekehitystä ja sisältää siten epävarmuuksia.

Toimialan defensiivisyydestä johtuen makrotalouden ennusteet eivät vaikuta arvioomme liikevaihdon kasvusta.

Lyhyen aikavälin liikevaihtoennuste muodostuu Activa-tuotteiden kasvusta

Bioretecin liikevaihto vuonna 2021 oli 2,0 MEUR. Nykyiseen liikevaihtoon nähden yhtiön vuoden 2027 kasvutavoitteet (100 MEUR:n liikevaihto) ovat mielestämme erittäin kunnianhimoisia ja vaativat toteutuakseen saumatonta onnistumisten sarjaa. Kassavirtaposiitivisuutta yhtiö tavoittelee vuonna 2025. Lyhyemmän tähtäimen tavoitteita tai ohjeistusta Bioretec ei anna.

Yhtiön kuluva vuosi on alkanut hyvin ja liikevaihto kasvoi Activa-perheen vetämänä 1,4 MEUR:oon H1'22 aikana. Kasvun taustalla oli markkinoiden

laajentuminen erityisesti Aasiassa. Ennustamme kuluvalle vuodelle 2,8 MEUR:n liikevaihtoa, joka on lähes täysin Activa-tuotteiden myynnin kasvun ansiota.

2023-2027 ennusteissamme on liikevaihdon monikertaistuminen RemeOs™-tuotteiden myötä

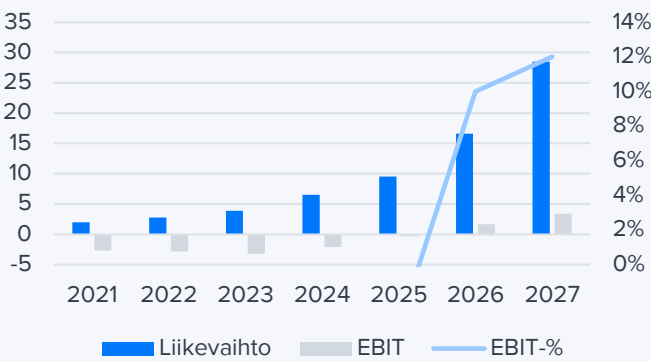
Keskipitkällä ja pitkällä aikavälillä mallinamme liikevaihtoa perustuen Bioretecin tuoteryhmien liikevaihtoennusteisiin sekä ennusteisiin biohajoavien tuotteiden kehittyvistä markkinaosuuksista (GlobalData:n markkinaennusteisiin perustuen). Arvioimme lisäksi Bioretecin saavuttamaa markkinaosuutta biohajoavien tuotteiden markkinassa kussakin tuoteryhmässä. Ennusteiden keskeisin ajuri vuoteen 2027 saakka on RemeOs™-traumaruuvien myynti, jolle ennustamme 2 %:n ja 7,5 %:n markkinaosuutta vuosiin 2024 ja 2027 mennessä Yhdysvaltojen, Saksan, Ranskan, Italian, Espanjan ja Yhdistyneen kuningaskunnan markkinoilla. Muiden tuotteiden osalta odotamme markkinaosuuksien kehittyvän hieman nopeammin perustuen oletukseen biohajoavien metalli-implanttien yleisestä läpilyönnistä asiakkaiden keskuudessa.

Vuosille 2023-2024 odotamme 39 % ja 67 %:n liikevaihdon kasvua. Kasvun keskeisenä ajurina toimii RemeOs™-traumaruuvi hitaasti alkava, mutta kiihtyvä myynti. Ennusteissamme 2024 liikevaihto on 6,5 MEUR, josta Activa-tuotteiden osuus on vielä noin puolet.

RemeOs™-ennusteiden oletukset

	Kaupallistaminen	Markkinaosuus 2%	Markkinaosuus 7,5 %
Traumaruuvi	2022	2024	2027
K-piikki	2024	2025	2028
Luuydinnaula	2026	2027	2030
Selkärangan luudutusfuusioimplantti	2027	2028	2031

Liikevaihto- ja liikevoittoennusteet, MEUR



Lähde: Inderes

Ennusteet 3/4

Yhtiön tavoitevuoden 2027 liikevaihtoennustemme on 28,5 MEUR. Ennusteissamme traumaruuvien myynti kehittyy tasaisen voimakkaasti ja tuo liikevaihdosta 16 MEUR. Lisätukea liikevaihtoon tuo erityisesti luuydinnaula (5,8 MEUR). Muut ennustettuun liikevaihtoon vaikuttavat tuotteet 2027 ovat K-piikki (1,8 MEUR), ja selkärangan luudutusfuusioimplantti (1,5 MEUR) ja hitaasti kasvava Activa-tuoteperhe (3,5 MEUR). Kasvu jatkuu ennusteissamme vauhdikkaasti vuosikymmenen lopulla 19-30 % vuodessa tuoteportfolion laajentaessa myyntiään globaalisti. DCF-mallissa käytettäväksi terminaalikasvuksi olemamme 2 %.

Ennustamme Bioretecille huomattavaa pitkäaikaista kasvua perustuen uusien tuotteiden onnistuneeseen kaupallistamiseen. Positiivinen ennusteemme nojaa käsitykseemme yhtiön tuotteiden toimivuudesta ja turvallisuudesta sekä niiden potilaille ja sairaanhoitojärjestelmälle tuottamasta huomattavasta lisäarvosta, joka luo asiakkaille vahvan kannustimen tuotteiden käyttöönottamiseksi. Yhtiön on arviomme mukaan myös tulossa oikea-aikaisesti markkinoille. Ennustamamme kasvu jää kuitenkin yhtiön omista tavoitteista melko selkeästi.

Riski ennusteen toteutumisesta on mielestämme huomattava, mutta yhtiöllä on myös mahdollisuus yltää ennusteitamme parempaan kehitykseen. Käsitlemme erilaisia liikevaihdon kasvuskenaarioita tarkemmin Arvonmääritys-kappaleessa.

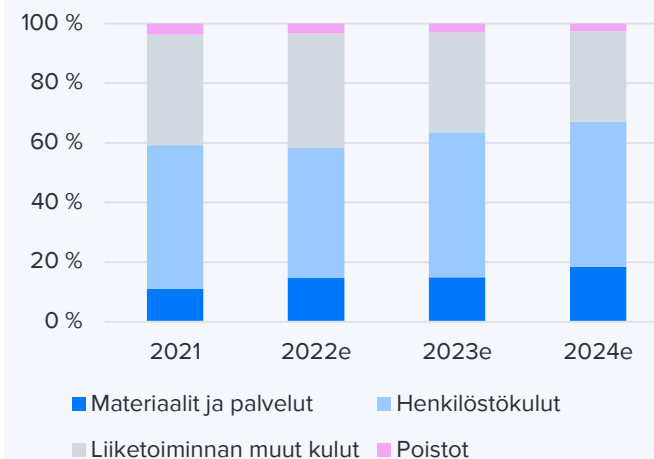
Hyvä myyntikate paranee entisestään

Yhtiön myyntikate on ollut viime vuosina ollut tyypillisesti yli 70 %. Loppuvuonna 2022 odotamme myyntikatteen olevan pienessä paineessa kustannusinflaation vuoksi. Ennusteissamme kate kuitenkin kääntyy lähivuosina trendinomaiseen nousuun perustuen RemeOs™-tuoteperheen osuuden kasvuun yhtiön tuotannosta. Magnesium-pohjaiset materiaalit ovat yhtiön mukaan biopolymeerejä edullisempia. Lisäksi Bioretec tulee steriloimaan tuotteet omissa tiloissaan ennen postitusta. Tämä laskee valmistuksen suhteellisia kustannuksia.

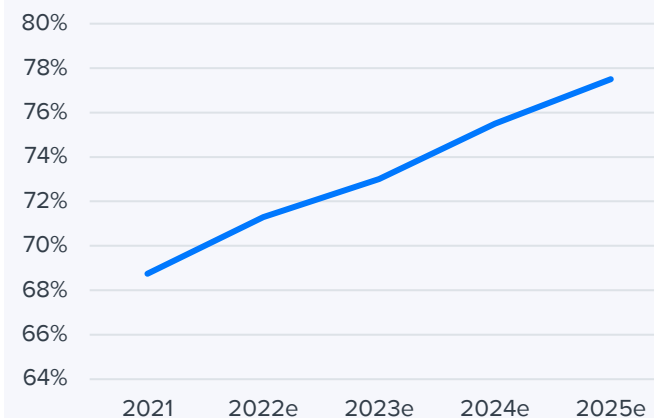
Rekrytoinnit kasvattavat kustannuksia etupainotteisesti

Odotamme Bioretecin rekrytoivan uutta henkilöstöä nopealla tahdilla, jos yhtiö onnistuu FDA:n myyntiluvan saamisessa. Ennusteissamme henkilöstömäärä kasvaa 38:n vuoden 2023 loppuun mennessä (H1'22 27). Myös keskimääräinen henkilöstökustannus kasvaa rekrytointien painottuessa Yhdysvaltojen myyntiorganisaatioon. Liiketoiminnan muiden kulujen odotamme kasvavan noin 10 % vuodessa lähivuosina.

Kustannusrakenteen kehitys



Myyntikate-%



Lähde: Inderes

Ennusteet 4/4

Kannattavuus tulee voimakkaasti läpi vasta vuosikymmenen loppupuolella

Odotamme yhtiön liikevoiton heikkenevän vuonna 2023 perustuen Yhdysvaltojen myyntiorganisaation perustamiseen liittyvään henkilöstö- ja muiden kustannusten kasvuun. Liiketappio alkaa pienentyä ennusteissamme 2024 alkaen ja saavuttaa voitollisuuden 2025 liikevaihdon kasvaessa selvästi kustannuksia nopeammin. Kustannusten skaalautuvuus perustuu näkemyksemme mukaan edellä mainittuun myyntikatteen paranemiseen ja etupainotteisten henkilöstökulujen suhteellisen osuuden pienenemiseen liikevaihdon kasvaessa.

Yhtiö kääntyy ennusteissamme hyvin kannattavaksi vuosikymmenen loppua kohti. Liikevoittoprosentti nousee tasaisesti aina 18 %:n vuoteen 2030 mennessä, jota pidämme myös oletuksena terminaalikannattavuudesta DCF-mallissa. Kannattavuus on linjassa lääkinnällisen teknologian yhtiöiden kanssa, jotka yltävät kypsässä vaiheessa keskimäärin tyypillisesti yli 15 % liikevoittoon (Bloomberg).

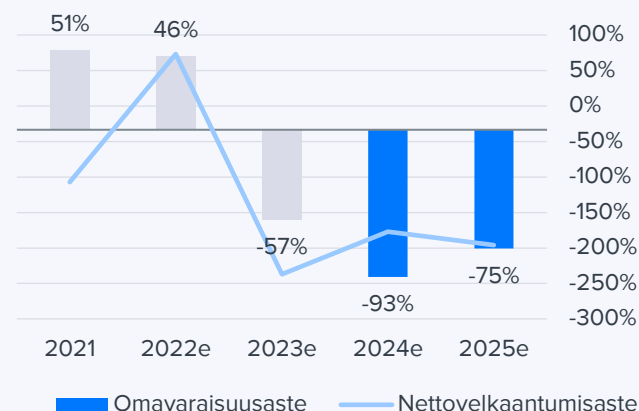
Kassa vaatii vahvistusta jo pian

Bioretecillä on sen kokoon nähden huomattavat investointisuunnitelmat, joiden toteuttamiseen se tarvitsee näkemyksemme mukaan lisärahoitusta jo pian. Omavaraisuusaste ja nettovelkaantumisaste painuvatkin ennusteissamme selvästi negatiiviseksi ensivuodesta alkaen. Emme sisällytä osakeanteja kuitenkaan ennusteisiimme, sillä niiden ajoitusta,

kokoluokkaa ja hinnoittelua on mahdoton arvioida etukäteen. Todennäköisimpänä skenaariona pidämme yhtiökokouksen valtuutuksen mukaisesti 5 miljoonan osakkeen antia H2'22 aikana. Anti voisi karkean arviomme mukaan mahdollistaa noin 7-8 MEUR:n oman pääoman ehtoisen rahoituksen keräämisen markkinoilta, joka kattaisi lähivuosien tappioita noin 3 vuoden ajan.

Yhtiö voi tarvita ennakoitua enemmän rahoitusta esimerkiksi tutkimusohjelmansa kiihdyttämiseen. Myös kasvu- ja kannattavuustavoitteista jääminen voisi johtaa lisärahoituksen tarpeeseen tappioiden ollessa ennusteitamme suurempia ja pitkäaikaisempia. Lisääntien mahdollisuutta ei siten voida sulkea mielestämme pois ja sijoittajien kannattaakin varautua ainakin siihen mahdollisuuteen, että yhtiö joutuu hakemaan oman pääoman ehtoista rahoitusta vielä toisenkin kerran.

Taseen avainlukujen kehitys



Lähde: Inderes

Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	H1'20	H2'20	2020	H1'21	H2'21	2021	H1'22	H2'22e	2022e	H1'23e	H2'23e	2023e	2024e	2025e
Liikevaihto	0,7	0,8	1,5	1,0	1,0	2,0	1,4	1,4	2,8	1,8	2,1	3,9	6,5	9,5
Konserni	0,7	0,8	1,5	1,0	1,0	2,0	1,4	1,4	2,8	1,8	2,1	3,9	6,5	9,5
Käyttökate	-1,0	-1,1	-2,1	-1,2	-1,7	-2,8	-1,1	-1,3	-2,4	-1,4	-1,4	-2,8	-1,7	0,0
Poistot ja arvonalennukset	-0,1	0,2	0,1	-0,1	0,2	0,2	-0,2	-0,2	-0,4	-0,2	-0,2	-0,4	-0,4	-0,3
Liikevoitto ilman kertaeriä	-1,0	-0,9	-1,9	-1,2	-1,4	-2,7	-1,3	-1,5	-2,8	-1,6	-1,6	-3,2	-2,1	-0,3
Liikevoitto	-1,0	-0,9	-1,9	-1,2	-1,4	-2,7	-1,3	-1,5	-2,8	-1,6	-1,6	-3,2	-2,1	-0,3
Konserni	-1,0	-0,9	-1,9	-1,2	-1,4	-2,7	-1,3	-1,5	-2,8	-1,6	-1,6	-3,2	-2,1	-0,3
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	0,0	0,0	0,0
Nettorahoituskulut	-0,3	0,0	-0,4	-1,6	-1,8	-3,4	-0,1	-0,1	-0,2	-0,1	-0,1	-0,2	-0,5	-0,7
Tulos ennen veroja	-1,4	-0,9	-2,3	-2,8	-3,2	-6,0	-1,4	-1,6	-3,0	-1,7	-1,7	-3,4	-2,6	-1,1
Verot	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vähemmistöosuudet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	-1,4	-0,9	-2,3	-2,8	-3,2	-6,0	-1,4	-1,6	-3,0	-1,7	-1,7	-3,4	-2,6	-1,1
EPS (oikaistu)	-0,01	-0,01	-0,02	-0,20	-0,23	-0,43	-0,10	-0,12	-0,21	-0,12	-0,12	-0,24	-0,19	-0,07
EPS (raportoitu)	-0,01	-0,01	-0,02	-0,20	-0,23	-0,43	-0,10	-0,12	-0,21	-0,12	-0,12	-0,24	-0,19	-0,07

Tunnusluvut	H1'20	H2'20	2020	H1'21	H2'21	2021	H1'22	H2'22e	2022e	H1'23e	H2'23e	2023e	2024e	2025e
Liikevaihdon kasvu-%		-55,9 %	-14,2 %	43,6 %	24,2 %	33,6 %	35,8 %	44,6 %	40,0 %	26,5 %	52,8 %	39,4 %	66,6 %	46,3 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%		-48,9 %	10,8 %	18,2 %	62,2 %	38,5 %	4,7 %	5,9 %	5,4 %	21,0 %	5,5 %	12,6 %	-33,7 %	-83,8 %
Käyttökate-%	-132,8 %	-142,5 %	-137,8 %	-110,5 %	-175,6 %	-141,6 %	-76,3 %	-95,8 %	-85,9 %	-75,3 %	-66,6 %	-70,6 %	-26,5 %	0,1 %
Oikaistu liikevoitto-%	-142,4 %	-115,2 %	-128,4 %	-117,2 %	-150,5 %	-133,1 %	-90,4 %	-110,3 %	-100,2 %	-86,5 %	-76,1 %	-80,9 %	-32,2 %	-3,6 %
Nettotulos-%	-187,4 %	-118,1 %	-151,8 %	-266,5 %	-337,4 %	-300,3 %	-97,4 %	-117,5 %	-107,3 %	-92,0 %	-80,9 %	-86,0 %	-40,3 %	-11,0 %

Lähde: Inderes

Tase

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

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Oma pääoma	1,4	4,3	1,3	-2,0	-4,7
Osakepääoma	3,7	3,7	3,7	3,7	3,7
Kertyneet voittovarot	-3,0	-9,0	-12,0	-15,4	-18,0
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	0,6	9,6	9,6	9,6	9,6
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	2,0	0,0	0,9	4,5	7,6
Laskennalliset verovelat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lainat rahoituslaitoksilta	2,0	0,0	0,9	4,5	7,6
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	0,6	4,2	0,6	1,2	1,8
Lainat rahoituslaitoksilta	0,1	2,0	0,6	1,2	1,8
Lyhytaikaiset korottomat velat	0,5	2,3	0,0	0,0	0,0
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	3,9	8,6	2,9	3,6	4,7

Arvonmääritys ja suositus 1/3

Arvaluonti nojaa RemeOs™-tuotteiden markkinoille pääsyyn ja läpilyöntiin pitkällä aikavälillä

Bioretecin arvonluonti nojaa näkemyksemme mukaan lähes täysin onnistumiseen RemeOs™-traumaruuvien kaupallistamisessa ja uusien tuotteiden kehittämisessä. Activa-tuoteperheen tuoma kasvu jää vähäisempään rooliin. Yhtiön kulurakenne on raskas nykyiseen liikevaihdon tasoon nähden, jolloin hyvästä myyntikatteesta huolimatta tulos on toistaiseksi jäänyt selvästi tappiolliseksi. Voitolliseksi nouseminen edellyttää yhtiöltä voimakasta ja pitkäaikaista liikevaihdon kasvua. Yhtiön positiiviset kassavirrat ovatkin ajallisesti usean vuoden päässä (arviomme 2026), jolloin arvonmäärityksen epävarmuus kasvaa huomattavasti. Tätä korostaa vielä uuden tuoteperheen markkinoille tuonti, jonka vastaanottoa on vaikeaa ennustaa. RemeOs™-tuotteiden suuren lisäarvon ja kaupallistamisen oikean ajoituksen vuoksi olemme kuitenkin päätyneet ennusteissamme voimakkaaseen kasvuun.

Yhtiön ollessa selvästi tappiollinen vielä lähivuosina, emme voi nojata arvonmäärityksessä kannattavuus- tai tulokertoimiin. Myös yritysarvon (EV) suhde liikevaihtoon on mielestämme vain rajallisesti käyttökelpoinen tunnusluku, yhtiön suunnitellessa erittäin nopean kasvun vaiheeseen siirtymistä. Pidämmekin tärkeimpänä arvonmääritysmenetelmänä diskontattua kassavirtalaskelmaa (DCF). Kassavirtojen riippuessa useiden vuosien päähän ennustetusta voimakkaasta ja epävarmasta kasvusta,

tarkastelemme DCF-arvonmääritystä myös skenaarioiden kautta. Vielä jatkuvan tappiollisuuden ja investointitarpeiden vuoksi emme odota osingonmaksusta tukea tuotto-odotukseen.

Hahmotamme epävarmaa tulevaisuutta DCF-mallin skenaarioiden kautta

Ennusteiden toteutuminen on hyvin epävarmaa etenkin usean vuoden päähän arvioituna. Tarkastelemmekin Bioretecin ennustettujen kassavirtojen nykyarvoa kolmen skenaarion kautta. Näistä perusskenaario on kuvattu yksityiskohtaisemmin Ennusteet-osiossa sekä seuraavalla sivulla. Perusskenaariota vastaava DCF-mallin mukainen osakkeen arvo on 1,6 euroa.

Positiivisessa skenaariossa Bioretec yltää koviin kasvutavoitteisiinsa ja kannattavuus myös skaalautuu nopeammin liikevaihdon kasvun myötä. Tämä skenaario antaa osakkeen nykyarvoksi 6,3 euroa korostaen korkeaa tuottopotentiaalia, jos yhtiö onnistuu kasvutavoitteissaan.

Negatiivisessa skenaariossa oletamme tuotteiden kaupallistamisen onnistuvan, mutta viivästyvän suunnitellusta aikataulusta. Yhtiön saama markkinaosuus ja sitä kautta liikevaihto jää -40 % perusskenaariotamme alhaisemmaksi. Hitaampi liikevaihdon kasvu johtaa perusskenaariota alhaisempaan kannattavuuteen kulurakenteen ollessa suhteellisesti raskaampi. Tässä skenaariossa osakekohtaiseksi arvoksi tulee 0,7 euroa. Huomautamme, että tämä skenaario ei ota vielä huomioon riskiä myyntiluvan saamatta jäämisestä.

Osakearvon kehitys eri DCF-skenaarioissa

	 Negaatiivinen ¹	 Ennuste	 Positiivinen ²
Myyntilupien saaminen	H2'22	H2'22	H2'22
Traumaruuvien kaupallistaminen	Myynti jää ennusteista -40 %	Ennusteiden mukaan	Yhtiön tavoitteiden mukaisesti
Tulevat tuotteet	Kaupallistaminen viivästyy; Myynti jää ennusteista -40 %	Ennusteiden mukaan	Yhtiön tavoitteiden mukaisesti
Osakkeen arvo, euroa (DCF)	~0,7	~1,6	~6,3

- 1) Skenaariossa myynti jää -40 % Inderesin ennusteista ja traumaruuvien jälkeisten tuotteiden kaupallistaminen viivästyy.
- 2) Skenaariossa kaupallistaminen ja myynti onnistuu 2027 mennessä yhtiön tavoitteiden mukaan.

Lähde: Inderesin arvio

Arvonmääritys ja suositus 2/3

Skenaarioiden suuri hajonta kuvastaa osakkeeseen liittyvää suurta riskiä ja toisaalta merkittävää potentiaalia, mikä Bioretecin kaltaiseen aggressiivisesti kasvua hakevaan sijoitukseen liittyy.

DCF-peruskenaariossa osake on hinnoiteltu yläkanttiin

DCF-malli ennusteillamme antaa tulevien kassavirtojen osakohtaiseksi arvoksi 1,6 euroa. Pääoman keskimääräisenä kustannuksena (WACC) olemme käyttäneet 15 % ja velkaantumistaseksi oletamme 10 %. Käyttämämme diskonttokorko on korkea yhtiön riskiprofiilia vastaavasti.

Diskonttokorkoa nostaa epävarmuus Activa-tuoteperheen kasvusta, RemeOs™-tuoteperheen myyntiluvan saamisista, markkinoille pääsyn onnistumisesta ja ajoituksesta, uusien RemeOs™-tuotteiden kehityksen onnistumisesta ja niiden aikataulusta sekä rahoituksen onnistumisesta ja sen hinnoittelusta. Toimialan defensiivisyys vaikuttavaa toisaalta riskitasoa rajaavasti. Diskonttokorko on näkemyksemme mukaan linjassa muihin saman riskitason Inderesin seuraamiin yhtiöihin nähden, kuten Aiforiaan (14,5 %) ja Nightingaleen (16,9 %).

Bioretecillä on arviomme mukaan lähitulevaisuudessa odotettavissa uutisia, jotka vaikuttavat yhtiön riskitasoon ja sitä kautta mahdollisesti näkemykseemme käyvistä diskonttokorosta. Myyntiluvan saaminen Yhdysvalloissa ja Euroopassa sekä onnistunut rahoituskierroksen läpivienti olisivat näkemyksemme mukaan uutisia, jotka voisivat

vaikuttaa diskonttokorkoa laskevasti. Lähivuosina riskitason määrittämisessä oleellista on mielestämme erityisesti RemeOs™-tuotteiden myynnin ja kannattavuuden kehittyminen sekä yhtiön kyky toteuttaa sen kasvustrategiaa. Tulemme arvioimaan käypää korkotasoa uutisten myötä.

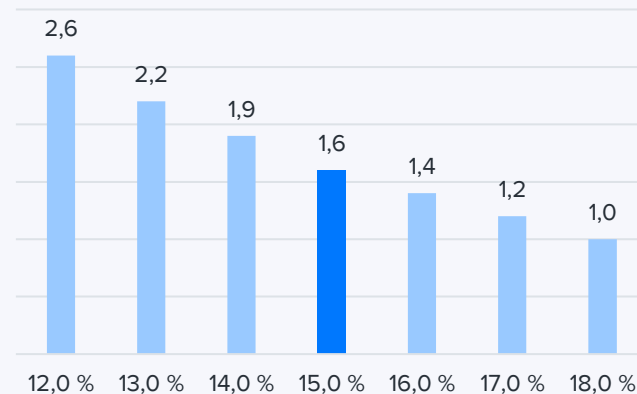
Sijoittajien kannattaa huomioida, että ennustettujen kassavirtojen toteutumiseen liittyy huomattavia epävarmuuksia. DFC-malli on myös hyvin herkkä käytetyille oletuksille etenkin, kun kassavirrat ovat kaukana tulevaisuudessa. Bioretecin tapauksessa ennustetut kassavirrat kääntyvät positiiviseksi 2026. Kannustammekin sijoittajia vertaamaan mallissa käytettyjä oletuksia omiin arvioihin ja tuottovaatimukseen.

Vuosien 2022-2026 ennustettujen kassavirtojen vaikutus osakkeen nykyarvoon on selvästi negatiivinen (-57 %). Liikevaihdon kasvun ja kannattavuuskäänteen myötä 2027-2031 kassavirrat selittävät nykyarvosta 57 %. 2031 vuoden jälkeen ennustettujen terminaalikassavirtojen osuus nykyarvosta on suhteellisesti erittäin korkea 100 %. Kassavirtojen painottuminen terminaalijaksoon alleviivaa osakkeen korkeaa riskiprofiilia.

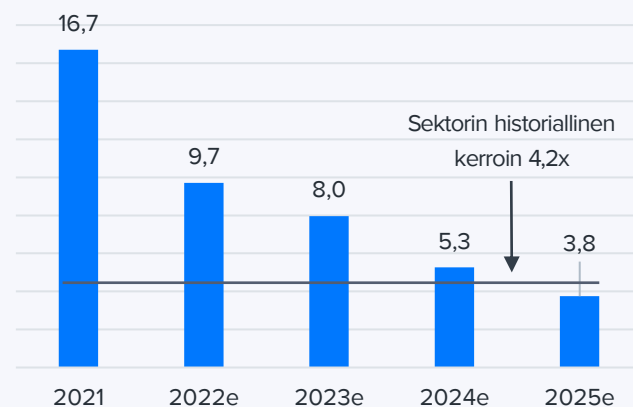
EV/liikevaihto-kerroin on absoluuttisesti korkea

Bioretecin kuluvan vuoden EV/liikevaihto-kerroin on ennusteillamme 9,7x ja laskee 2024 mennessä 5,3x:n. Absoluuttisesti kertoimet ovat korkeita etenkin, kun otetaan huomioon yhtiön historiallinen ja edelleen jatkuva tappiollisuus.

Osakkeen DCF-arvo eri pääoman kustannuksilla (WACC-%), euroa per osake



EV/liikevaihto-kerroin



Lähde: Inderes

Arvonmääritys ja suositus 3/3

Vuoden 2024 ennusteista ei mielestämme löydykään vielä riittävää oikeutusta osakkeen nykyarvolle vaan katse tulee suunnata pidemmälle. Tästä näkökulmasta tarkasteltuna nykyinen osakekurssi edellyttää mielestämme ennusteitamme nopeampaa kasvua, jotta nykyarvostus olisi oikeutettu.

EV/liikevaihto-kertoimet vaikuttavat korkeilta myös toimialan verrokkeihin nähden

Bioretecín tuoreesta (H2'21) listautumisesta johtuen EV-liikevaihdon vertailu yhtiön omaan historiaan ei onnistu. Lukua voidaan kuitenkin verrata lääkinnällisen teknologian sektorin keskimääriin historiallisiin arvostuskertoihin. Global Medical Devices & Supplies -indeksin pitkän aikavälin (2011-2021) mediaani EV/S-kerroin on ollut 4,2x. Sektori-indeksi koostuu suurista, laadukkaista, pääosin Yhdysvaltalaisista terveysteknologian yhtiöistä, jotka eroavat kannattavuus- ja kasvuprofiililtaan selvästi Bioretecistä. Suuret yhtiöt ovat defensiivisiä ja keskimäärin hyvin kannattavia (EBIT 13 %), mutta hitaammin kasvavia (mediaani liikevaihdon kasvu 2011-2021: 7,2 %). Bioretecín voimakas kasvu voi toteutuessaan oikeuttaa korkeammat kertoimet. Toisaalta yhtiö sektoria heikompi kannattavuus puhuu arvostuspreemiota vastaan yhtiön tässä kehitysvaiheessa. Yhteenvetona pidämme Bioretecii kalliisti hinnoiteltuna suhteessa lääkinnällisten laitteiden sektorin yhtiöihin.

Pohjoismaiden varhaisen vaiheen terveysteknologian verrokkiyhtiöihin nähden Bioretec on myös kalliisti arvostettu.

Verrokkiyhtiöiden 2022-2023 EV/liikevaihto-kertoimet ovat 4,2x ja 2,6x Bioretecín vastaavien kertoimien ollessa 9,7x ja 8,0x.

Arvonmäärityksen yhteenveto

Näkemyksemme Bioretecín osakkeen käyvästä arvosta on 1,3-2,3 euroa. Näkemyksen muodostuksessa keskeistä on DCF-malli skenaarioineen, jotka viittaavat osakkeen olevan hieman kallis korkeaan tuottovaatimukseen nähden. Ennusteisiin sekä osakkeiden hinnoitteluympäristöön liittyvän korkean epävarmuuden vuoksi pidämme laajaa käyvän arvon haarukkaa perusteltuna.

Osakkeen riskitaso on arviomme mukaan korkea. Ennuste- ja hinnoitteluriskin ohella epävarmuutta lisää myyntilupien puuttuminen, epävarmuus kaupallistamisen onnistumisesta, sekä tuotekehitykseen ja rahoitukseen liittyvät riskit. Bioretecín osakkeen ostamista harkitsevien on syytä varautua osallistumaan osakeantiin jo pian yhtiön kassavarojen huetessa. Tulevaisuuden epävarmuuksien vuoksi toisenkaan osakeannin mahdollisuutta tulevaisuudessa ei voida sulkea pois. Mikäli yhtiö jää selvästi ennusteistamme pidämme sijoitetun pääoman osittaista tai täyttä menettämistä melko todennäköisenä toistuvien osakeantien liudentaessa omistusosuutta.

Aloitamme seurannan vähennä-suosituksella korkean tuottovaatimuksen ja riskien painaessa vaakakupissa hieman tuotto-odotusta enemmän. Osake sopii voimakasta kasvua tavoittelevalle riskiä sietävälle kärsivälliselle sijoittajalle.

Suositus



Lyhyen aikavälin (1-2v) ajurit

- 1 Päätos myyntiluvista Yhdysvalloissa ja Euroopassa
- 2 Onnistuminen rahoituksen hankinnassa
- 3 Myyntiorganisaation rakentaminen ja traumaruuvien onnistunut kaupallistaminen

Keskipitkän aikavälin (3-5v) ajurit

- 1 Traumaruuvien läpilyönti markkinoilla
- 2 Uusien tuotteiden kehittäminen ja niiden kaupallistaminen

DCF-laskelma

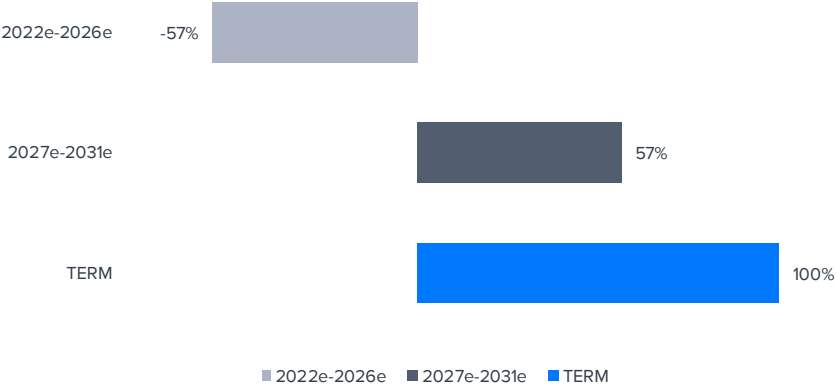
DCF-laskelma	2021	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	33,6 %	40,0 %	39,4 %	66,6 %	46,3 %	74,4 %	71,5 %	30,1 %	27,4 %	19,1 %	2,0 %	2,0 %
Liikevoitto-%	-133,1 %	-100,2 %	-80,9 %	-32,2 %	-3,6 %	10,0 %	12,0 %	14,0 %	16,0 %	18,0 %	18,0 %	18,0 %
Liikevoitto	-2,7	-2,8	-3,2	-2,1	-0,3	1,7	3,4	5,2	7,6	10,1	10,3	
+ Kokonaispoistot	-0,2	0,4	0,4	0,4	0,3	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	
- Maksetut verot	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-1,5	
- 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	1,7	-2,5	-0,5	-0,5	-0,4	-0,9	-1,2	-0,7	-1,5	-0,8	-0,2	
Operatiivinen kassavirta	-1,2	-4,9	-3,2	-2,3	-0,4	1,1	2,6	4,8	6,4	9,7	9,1	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	0,0	-0,5	-0,5	-0,4	-0,4	-0,4	-0,3	-0,5	-0,5	-0,5	-0,6	
Vapaa operatiivinen kassavirta	-1,2	-5,4	-3,7	-2,6	-0,8	0,7	2,3	4,4	5,9	9,2	8,5	
+/- Muut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	-1,2	-5,4	-3,7	-2,6	-0,8	0,7	2,3	4,4	5,9	9,2	8,5	66,5
Diskontattu vapaa kassavirta		-5,2	-3,1	-1,9	-0,5	0,4	1,1	1,8	2,1	2,9	2,3	18,2
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		18,2	23,4	26,5	28,4	28,9	28,5	27,4	25,6	23,4	20,5	18,2
Velaton arvo DCF		18,2										
- Korolliset velat		-2,0										
+ Rahavarat		6,6										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
Oman pääoman arvo DCF		22,8										
Oman pääoman arvo DCF per osake		1,6										

Pääoman kustannus (wacc)

Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	10,0 %
Vieraan pääoman kustannus	10,0 %
Yrityksen Beta	2,58
Markkinoiden riski-premio	4,75 %
Likviditeettipremio	1,50 %
Riskitön korko	2,0 %
Oman pääoman kustannus	15,8 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	15,0 %

Lähde: Inderes

Rahavirran jakauma jaksoittain



Arvostustaulukko

Arvostustaso	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
Osakekurssi					2,70	1,86	1,86	1,86	1,86
Osakemäärä, milj. kpl					14,1	14,1	14,1	14,1	14,1
Markkina-arvo					38	26	26	26	26
Yritysarvo (EV)					33	27	31	34	36
P/E (oik.)					neg.	neg.	neg.	neg.	neg.
P/E					neg.	neg.	neg.	neg.	neg.
P/Kassavirta					neg.	neg.	neg.	neg.	neg.
P/B					8,8	19,8	neg.	neg.	neg.
P/S					19,0	9,4	6,7	4,0	2,8
EV/Liikevaihto					16,7	9,7	8,0	5,3	3,8
EV/EBITDA (oik.)					neg.	neg.	neg.	neg.	>100
EV/EBIT (oik.)					neg.	neg.	neg.	neg.	neg.
Osinko/tulos (%)					0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Osinkotuotto-%					0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %

Lähde: Inderes

Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
Yhtiö	MEUR	MEUR	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e
Ambu A/S	2 273	2 464	191,7	61,1	57,0	30,6	4,2	3,7	149,1	77,8	0,3	0,4	4,2
C Rad AB	96	86	28,8	13,8	22,3	11,9	3,2	2,5	48,2	20,3			4,2
Elekta AB	1 903	2 204	14,4	12,8	8,7	8,0	1,7	1,5	18,7	16,8	3,4	3,6	2,5
Getinge AB	4 574	4 729	11,2	9,5	8,1	7,1	1,8	1,7	15,3	13,0	2,3	2,6	1,8
Irras AB	30	31					7,4	2,6					
Medistim ASA	348	339	24,4	25,0	21,8	22,0	7,2	6,7	31,4	31,8	20,8	17,4	7,8
Optomed Plc	42	42					2,8	2,3					2,5
Vitrolife AB	2 671	2 847	44,7	32,7	29,0	23,9	9,6	8,2	60,2	42,6	0,5	0,6	1,9
Xvivo Perfusion AB	453	424	222,0	77,5	76,9	43,8	11,9	8,7	209,6	83,4			3,7
Bioretec (Inderes)	26	27	-9,7	-9,8	-11,3	-11,3	9,7	8,0	-8,7	-7,8	0,0	0,0	19,8
Keskiarvo			76,7	33,2	32,0	21,0	5,5	4,2	76,1	40,8	5,5	4,9	3,6
Mediaani			28,8	25,0	22,3	22,0	4,2	2,6	48,2	31,8	2,3	2,6	3,1
<i>Erotus-% vrt. mediaani</i>			-134 %	-139 %	-151 %	-151 %	134 %	207 %	-118 %	-125 %	-100 %	-100 %	537 %

Lähde: Refinitiv / Inderes

Yhteenveto

Tuloslaskelma	2019	2020	2021	2022e	2023e	Osakekohtaiset luvut	2019	2020	2021	2022e	2023e
Liikevaihto	1,7	1,5	2,0	2,8	3,9	EPS (raportoitu)	-0,01	-0,02	-0,43	-0,21	-0,24
Käyttökate	-1,6	-2,1	-2,8	-2,4	-2,8	EPS (oikaistu)	-0,01	-0,02	-0,43	-0,21	-0,24
Liikevoitto	-1,7	-1,9	-2,7	-2,8	-3,2	Operat. kassavirta / osake	-0,01	-0,02	-0,08	-0,35	-0,23
Voitto ennen veroja	-1,7	-2,3	-6,0	-3,0	-3,4	Vapaa kassavirta / osake	-0,01	-0,02	-0,09	-0,38	-0,26
Nettovoitto	-1,7	-2,3	-6,0	-3,0	-3,4	Omapääoma / osake	-0,01	0,01	0,31	0,09	-0,14
Kertaluontoiset erät	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	Osinko / osake	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Tase	2019	2020	2021	2022e	2023e	Kasvu ja kannattavuus	2019	2020	2021	2022e	2023e
Taseen loppusumma	1,6	3,9	8,6	2,9	3,6	Liikevaihdon kasvu-%	10 %	-14 %	34 %	40 %	39 %
Oma pääoma	-1,3	1,4	4,3	1,3	-2,0	Käyttökateen kasvu-%	2 %	29 %	37 %	-15 %	15 %
Liikearvo	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	Liikevoiton oik. kasvu-%	8 %	11 %	38 %	5 %	13 %
Nettovelat	2,0	-0,2	-4,6	1,0	4,9	EPS oik. kasvu-%	-39 %	26 %	2718 %	-50 %	12 %
Kassavirta	2019	2020	2021	2022e	2023e	Käyttökate-%	-91,9 %	-137,8 %	-141,6 %	-85,9 %	-70,6 %
Käyttökate	-1,6	-2,1	-2,8	-2,4	-2,8	Oik. Liikevoitto-%	-99,4 %	-128,4 %	-133,1 %	-100,2 %	-80,9 %
Nettokäyttöpääoman muutos	0,5	-0,4	1,7	-2,5	-0,5	Liikevoitto-%	-99,4 %	-128,4 %	-133,1 %	-100,2 %	-80,9 %
Operatiivinen kassavirta	-1,1	-2,4	-1,2	-4,9	-3,2	ROE-%	282,3 %	-4642,9 %	-211,2 %	-106,3 %	949,1 %
Investoinnit	-0,5	0,1	0,0	-0,5	-0,5	ROI-%	-115,5 %	-90,4 %	-54,8 %	-61,3 %	-97,7 %
Vapaa kassavirta	-1,6	-2,3	-1,2	-5,4	-3,7	Omavaraisuusaste	-77,2 %	35,0 %	50,6 %	46,4 %	-56,2 %
						Nettovelkaantumisaste	-162,2 %	-16,2 %	-107,1 %	73,0 %	-239,4 %
Arvostuskertoimet	2019	2020	2021	2022e	2023e						
EV/Liikevaihto	1,2	neg.	16,7	9,7	8,0						
EV/EBITDA (oik.)	neg.	0,1	neg.	neg.	neg.						
EV/EBIT (oik.)	neg.	0,1	neg.	neg.	neg.						
P/E (oik.)	0,0	0,0	neg.	neg.	neg.						
P/B	0,0	0,0	8,8	19,8	neg.						
Osinkotuotto-%			0,0 %	0,0 %	0,0 %						

Lähde: Inderes

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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

Tuotetut raportit on tarkoitettu informatiiviseen käyttöön, joten raportteja ei tule käsittää tarjoukseksi tai kehotukseksi ostaa, myydä tai merkitä sijoitustuotteita. Asiakkaan tulee myös ymmärtää, että historiallinen kehitys ei ole tae tulevasta. Tehdessään päätöksiä sijoitustoimenpiteistä, asiakkaan tulee perustaa päätöksensä omaan tutkimukseensa, sekä arvioonsa sijoituskohteen arvoon vaikuttavista seikoista ja ottaa huomioon omat tavoitteensa, taloudellinen tilanteensa sekä tarvittaessa käytettävä neuvonantajia. Asiakas vastaa sijoituspäätöstensä 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 suositukseen myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään 2-4 kertaa vuodessa yhtiöiden osavuositarkastusten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvion mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmäärittämismenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmäärittämismenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

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

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

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

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

Inderes tai sen yhteistyökumppanit, joiden asiakkuuksilla voi olla taloudellinen vaikutus Inderesiin, voivat liiketoiminnassaan pyrkiä toimeksiantosuhteisiin eri liikkeeseenlaskijoiden kanssa Inderesin tai sen yhteistyökumppanien tarjoamien palveluiden osalta. Inderes voi siten olla suorassa tai epäsuorassa sopimussuhteessa tutkimuksen kohteena olevaan liikkeeseenlaskijaan. Inderes voi yhdessä yhteistyökumppaneineen tarjota 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.

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

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

Suositus historia (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
23.9.2022	Vähennä	1,60 €	1,86 €



Inderesin tehtävä on yhdistää pörssiyhtiöt ja sijoittajat. Tuotamme laadukasta analyysiä ja sisältöjä laajan sijoittajayhteisöemme tarpeisiin.

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

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

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

Inderes Oy

Itämerentori 2
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

Palkittua analyysia osoitteessa inderes.fi



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



Mikael Rautanen
2014, 2016, 2017, 2019



Sauli Vilén
2012, 2016, 2018, 2019, 2020



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



Olli Koponen
2020



Joni Grönqvist
2019, 2020



Erkki Vesola
2018, 2020



Petri Gostowski
2020



Atte Riikola
2020

**Analyysi kuuluu
kaikille.**