

Osake hinnoittelee täydellistä suoritusta

Toistamme Revenio Groupin vähennä-suosituksen ja tarkistamme tavoitehintamme 15,8 euroon (aik. 14,2 euroa). Yhtiön Q2-raportti oli yllätyksetön ja liiketoiminta etenee odotustemme mukaisesti. Revenion osake hinnoittelee kuitenkin yhtiölle täydellistä suoritusta ja emme näe perusteltuna venyttää osakkeen arvostustasoa entisestään. Emme toisaalta näe osakkeessa välitöntä painetta alaspäin, sillä voimakkaasti kasvava ulkomaalaisomistus ja yhtiön liiketoiminnan vakaa kasvu tukevat yhä arvostusta. Revenion osakkeen arvonnousu nojaa mielestämme nyt uusien tuotteiden (Cutica, Ventica) tai yhtiön seuraavien strategisten liikkeiden (kuten yrityskauppa) onnistumiseen, sillä Icaren potentiaali on mielestämme täyteen hinnoiteltu.

Kasvuvauhti hidastui odotustemme mukaisesti Q2:lla

Revenion Q2-liikevaihto kasvoi valuuttaoikaistuna 12,7 % (raportoitu 13,4 %) ja kasvu oli linjassa odotuksiimme. Kasvuvauhti Q2:lla hidastui odotustemme mukaisesti Q4'17:lla ja Q1'18:lla nähdyistä yli 20 %:n vauhdista. Liikevoitto Q2:lla oli 2,5 MEUR jääden hieman 2,7 MEUR:n ennusteestamme ja kasvaen 11 % edellisvuodesta. Yhtiön kustannustasoa nostavat lyhyellä aikavälillä osin uusiin tuotteisiin liittyvät kliiniset tutkimukset ja hyväksyntäprosessit (mm. ic200 ja Ventica -tuotteet), jotka ovat luonteeltaan tilapäisiä. Revenion nykyiset panostukset myyntiorganisaation ja tuoteportfolion vahvistamiseen riittävät hyvin turvaamaan nykyisen 15-20 %:n kasvuvauhdin ylläpitämisen ja odotamme etenkin ic200-tuotteesta tärkeää piristystä myyntiin ensi vuodesta. Kasvunopeuden voimistuminen edellyttäisi kuitenkin arviomme mukaan isompia strategisia liikkeitä.

Arvostustaso vaatii yhtiöltä ripeämpää kasvua

Arviomme mukaan Revenion osakkeen nykyisellä arvostustasolla alkuvuonna nähty kasvunopeus ei ole riittävä, vaan kasvua pitää pystyä kiihdyttämään uusilla investoinneilla. Reveniolla on yhä hyvät edellytykset investoida uusiin tuotealueisiin tai yrityskauppoihin, sillä Icaren liiketoiminta tuottaa vahvaa kassavirtaa ja yhtiöllä näyttää olevan kanava auki pääomamarkkinoille uuteen pääomaan, mikäli sopiva yritysostokohde tulisi tarjolle. Suurin mielenkiintomme Revenion osakkeen näkökulmasta kohdistuu yhä mahdollisiin suurempiin strategisiin liikkeisiin (kuten yrityskauppa), joista odotamme kuulevamme tämän vuoden aikana tarkemmin.

Tuotto-odotus jää heikoksi, vaikka ennusteemme mukainen tuloskasvu jatkuisi

Ennustamme Revenion liikevaihdon kasvavan 17 %, 20 % ja 22 % vuosina 2018-2020. Yhtiön kannattavuus paranee samaan aikaan liiketoiminnan hyvän skaalautuvuuden myötä. Ennusteessamme Revenion osakekohtainen tulos kasvaa noin 30 % vauhtia lähivuosien aikana. Revenion arvostusta tukee edelleen hyvä näkyvyys yhtiön tuloskasvuun ja kassavirtoihin sekä houkutteleva pitkä aikavälin kasvupotentiaali. Ennusteillamme Revenion tämän ja ensi vuoden P/E-luvut ovat 43x ja 33x sekä vastaavat EV/EBIT-luvut 34x ja 25x. Arvostuskertoimet ovat mielestämme viritetty korkealle ja osakkeen tuotto-odotus jää mielestämme heikoksi, vaikka yhtiö jatkaisi vahvaa tuloskasvua lähivuodet. Huomautamme, että Revenion osakkeen arvostusta on ajanut ylös erityisesti kansainvälisen omistuksen kasvu tämän vuoden aikana 11 %:sta 21 %:iin. Näiden ostojen mahdollinen jatkuminen voi yhä tukea osaketta lyhyellä aikavälillä.

Avainluvut

	Liikevaihto	Liikevoitto (EBIT)	Liikevoitto-marginaali	Tulos ennen veroja (PTP)	Tulos/osake	Osinko/osake	EV/Liikevaihto	EV/EBITDA	EV/EBIT	P/E	Osinko-tuotto
	MEUR	MEUR	%	MEUR	EUR	EUR	(x)	(x)	(x)	(x)	%
2016	23	7,1	30,1 %	7,1	0,70	0,74	9,6	29,0	31,8	43,3	2,4 %
2017	27	8,1	30,3 %	8,3	0,86	0,78	10,4	24,1	29,4	40,2	2,2 %
2018e	31	11,3	36,1 %	11,4	0,38	0,33	12,2	32,4	33,8	43,5	2,0 %
2019e	38	15,0	39,9 %	15,0	0,50	0,40	10,1	24,0	25,3	33,2	2,4 %
2020e	46	19,5	42,2 %	19,5	0,64	0,48	8,1	18,3	19,3	25,7	2,9 %
Markkina-arvo, MEUR			395	OPO / osake 2018e, EUR			0,79	CAGR EPS, 2017-2020, %			31 %
Nettovelka 2018e, MEUR			-11	P/B 2018e			20,9	CAGR kasvu, 2017-2020, %			20 %
Yritysarvo (EV), MEUR			383	Nettovelkaisuusaste 2018e, %			-58,0 %	ROE 2018e, %			52,1 %
Taseen koko 2018e, MEUR			23	Omavaraisuusaste 2018e, %			81,1 %	ROCE 2018e, %			64,5 %

Analyttikko

Mikael Rautanen
+358 50 346 0321
mikael.rautanen@inderes.fi



Suositus

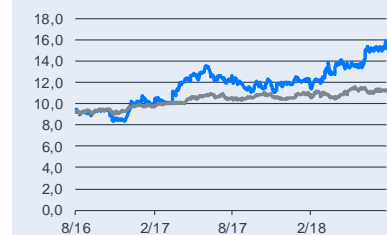
Vähennä



Edellinen: Vähennä

Tavoitehintana 15,80 EUR

Edellinen: 14,20



Lähde: Reuters

Ei ilisen päätös 16,48 EUR

12 kk vaihteluväli 11,00-16,16 EUR

Potentiaali -4,1 %

Katso toimitusjohtajan videohaastattelu



Yllätyksetön Q2

Kasvu hidastui

Revenion Q2-liikevaihto kasvoi valuuttoaiokaistuna 12,7 % (raportoitu 13,4 %) ja kasvu oli linjassa odotuksiimme. Liikevaihto oli 7,6 MEUR osuen ennusteeseemme. Valuutoista tullut vastatuuli laantui odotetusti Q2:lla ja loppuvuonna yhtiön ei pitäisi enää kärsiä valuutoista olettaen nykyiset valuuttakurssit. Revenion kasvuvauhti Q2:lla hidastui odotustemme mukaisesti Q4'17:lla ja Q1'18:lla nähdystä yli 20 %:n vauhdista. Yhtiön alkuvuotta tukivat suuret tilaukset (Q1-kasvu 23,5 %) ja Q2:lla vastaavasti Kiinassa Icaren tuotemalliston siirtymä ic100-malliin hidasti hetkellisesti kasvua. Revenion Icaren liikevaihdon kasvuajurit ovat samoja kuin aiemmin.

Liikevoitto Q2:lla oli 2,5 MEUR jääden hieman 2,7 MEUR:n ennusteestamme ja kasvaen 11 % edellisvuodesta. Yhtiön henkilöstömäärä on pysynyt vakaana, mutta kustannustasoa nostavat lyhyellä aikavälillä osin uusiin tuotteisiin liittyvät kliiniset tutkimukset ja hyväksyntäprosessit (mm. ic200 ja Ventica - tuotteet). Nämä ovat pääosin ulkopuolisina palveluina hankittavia tilapäisiä kustannuksia, joten emme ole kulutason noususta huolissamme. Liikevoitto-% oli 33 % ollen lähellä vertailukauden tasoa.

Positiiviset odotukset ic200-tuotteesta

Reveniolla on edelleen hyvät edellytykset jatkaa vakaata kasvukehitystään lähivuosina Icaren laajentuneen tuoteportfolion myötä (ic100, ic200, Tonovet Plus ja HOME sekä mHOME). Vanhan PRO-tuotteen korvaava uusi ic200-silmänpainemittari voi olla mielenkiintoinen kasvuoptio yhtiölle, sillä laitteessa on ainutlaatuisia ominaisuuksia ja se laajentaa Icare-tuotteiden käyttäjäkuntaa (mm. leikkauspotilaat). Olemme arvioineet vanhan PRO-tuotteen vastaavan noin 10 % Icaren myynnistä, mutta PRO-tuotetta ei myy Yhdysvalloissa. Siten ic200:n potentiaali on merkittävästi suurempi. ic200 saanee myyntiluvan Euroopassa Q3:lla ja Yhdysvalloissa puolen vuoden sisällä. Icare saanee ensi vuonna ic200:sta yhden piristysruiskeen ylläpitämään myynnin kasvua. ic200 asettuu PRO-tuotteen tavoin selvästi korkeampaan hintaluokkaan kuin peruslaitteet (ic100 ja TA-01).

Ennustetaulukko	Q2'17	Q2'18	Q2'18e	Q2'18e	Konsensus	Erotus (%)	2018e
MEUR / EUR	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Inderes
Liikevaihto	6,7	7,6	7,6				31,4
Liikevoitto (oikaistu)	2,3	2,5	2,7				11,3
Liikevoitto	2,3	2,5	2,7				11,3
Tulos ennen veroja	2,2	2,6	2,7				11,4
EPS (raportoitu)	0,07	0,09	0,09				0,38
Osinko/osake							0,33
Liikevaihdon kasvu-%	15,0 %	13,4 %	14,0 %				17,4 %
Liikevoitto-%	33,9 %	33,0 %	34,8 %				36,1 %

Lähde: Inderes

Ennustemuutokset

Ennusteissa vain pieniä muutoksia

Revenio piti ennallaan näkymät, joiden mukaan liikevaihdon kasvun odotetaan jatkuvan vahvana ja kannattavuuden odotetaan säilyvän hyvällä tasolla suhteellisesti nousevista kasvupanostuksista huolimatta. Ennustamme Revenion liikevaihdon kasvavan 17 %, 20 % ja 22 % vuosina 2018-2020. Kasvu kiihtyy johtuen erityisesti HOME-tuotteen ylösajosta. Yhtiön kannattavuus paranee samaan aikaan liiketoiminnan hyvän skaalautuvuuden myötä. Ennusteessamme Revenion osakekohtainen tulos kasvaa noin 30 % vauhtia lähivuosien aikana.

Yhtiön kehitysaihoista ihosyöpä- (Cutica) tai astmalaitteesta (Ventica) emme oleta ennusteissamme syntyvän olennaista liikevaihtoa vielä lähivuosina johtuen niiden varhaisesta kehitysvaiheesta. Näiden tuotteiden kehitystyö kaupalliseen vaiheeseen etenee kuitenkin suunnitellusti.

Ennustemuutokset MEUR / EUR	2018e			2019e			2020e		
	Vanha	Uusi	Muutos %	Vanha	Uusi	Muutos %	Vanha	Uusi	Muutos %
Liikevaihto	31,3	31,4	0 %	37,3	37,7	1 %	45,5	46,1	1 %
Käyttökate	12,1	11,8	-2 %	16,0	15,9	-1 %	20,5	20,4	0 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	11,6	11,3	-2 %	15,2	15,0	-1 %	19,5	19,5	0 %
Liikevoitto	11,6	11,3	-2 %	15,2	15,0	-1 %	19,5	19,5	0 %
Tulos ennen veroja	11,6	11,4	-2 %	15,2	15,0	-1 %	19,5	19,5	0 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,39	0,38	-2 %	0,50	0,50	-1 %	0,64	0,64	0 %
Osakekohtainen osinko	0,33	0,33	0 %	0,40	0,40	0 %	0,48	0,48	0 %

Lähde: Inderes

Icare-ennuste

Icare perusmallit (TA-01, ic100 VET, ic200)	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e
Laitemyynti kpl	5 250	6 000	6 700	7 250	7 850	8 700	9 570	10 431	11 370	12 280	13 262
Keskihinta	1650	1750	1790	2020	2050	2050	2025	2035	1933	1837	1745
Liikevaihto - laitteet MEUR	8,7	10,5	12,0	14,6	16,1	17,8	19,4	21,2	22,0	22,6	23,1
Laitekanta / perusmallit	30 000	35 100	40 747	46 775	53 221	60 325	68 085	76 474	85 550	95 263	105 667
Laitekannan poistuma		3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %

Icare HOME	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e
Laitemyynti kpl			250	400	700	750	1 700	3 600	7 200	10 800	12 960
Keskihinta			1250	1250	1250	1400	1400	1500	1500	1500	1500
Liikevaihto - laitteet MEUR			0,3	0,5	0,9	1,1	2,4	5,4	10,8	16,2	19,4
Laitekanta / HOME			250	648	1 335	2 004	3 544	6 861	13 512	23 231	34 332
Laitekannan poistuma			0,0 %	1,0 %	2,0 %	6,0 %	8,0 %	8,0 %	8,0 %	8,0 %	8,0 %

Anturimyynti	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e
Laitekanta yhteensä	30000	35100	40997	47422	54556	62329	71629	83334	99061	118494	139999
Anturimyynti per laite	167	175	193	205	225	250	260	265	275	285	295
Anturin keskihinta EUR	0,47	0,47	0,47	0,52	0,51	0,51	0,50	0,47	0,45	0,42	0,40
Anturimyynti milj. kpl	5,0	6,1	7,9	9,7	12,3	15,6	18,6	22,1	27,2	33,8	41,3
Liikevaihto - anturit MEUR	2,4	2,9	3,7	5,0	6,3	7,9	9,3	10,4	12,2	14,3	16,6

Icare yhteensä	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e
Liikevaihto - Perusmallit	8,7	10,5	12,0	14,6	16,1	17,8	19,4	21,2	22,0	22,6	23,1
Liikevaihto - HOME	0,0	0,0	0,3	0,5	0,9	1,1	2,4	5,4	10,8	16,2	19,4
Liikevaihto - Anturit	2,4	2,9	3,7	5,0	6,3	7,9	9,3	10,4	12,2	14,3	16,6
Icare liikevaihto yht.	11,0	13,4	16,0	20,2	23,3	26,8	31,1	37,0	44,9	53,1	59,2

Tunnusluvut	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e
Peruslaitteenvolyymin kasvu-%	-	14 %	12 %	8 %	9 %	11 %	10 %	9 %	9 %	8 %	8 %
HOMEn volyymin kasvu-%	-	-	-	60 %	75 %	7 %	127 %	112 %	100 %	50 %	20 %
Anturimyyntin kasvu-% (EUR)	-	23 %	29 %	35 %	26 %	26 %	17 %	11 %	17 %	18 %	16 %
Peruslaitemyyntin osuus-%	79 %	78 %	75 %	73 %	69 %	66 %	62 %	57 %	49 %	42 %	39 %
Anturimyyntin osuus-%	21 %	22 %	23 %	25 %	27 %	30 %	30 %	28 %	27 %	27 %	28 %
HOMEn osuus-%	0 %	0 %	2 %	2 %	4 %	4 %	8 %	15 %	24 %	31 %	33 %
Liikevaihdon kasvu	22 %	22 %	20 %	26 %	15 %	15 %	16 %	19 %	21 %	18 %	12 %

Lähde: toteutuneet luvut perustuvat Inderesin tekemiin arvioihin.

Arvostuskertoimet

Kertoimet venyvät

Revenion arvostusta tukee edelleen hyvä näkyvyys yhtiön tuloskasvuun ja kassavirtoihin sekä houkutteleva pitkän aikavälin kasvupotentiaali. Ennusteillamme Revenion tämän ja ensi vuoden P/E-luvut ovat 43x ja 33x sekä vastaavat EV/EBIT-luvut 34x ja 25x. Arvostus edustaa jo tuntuvaa preemiota suhteessa kansainvälisiin verrokkeihin. Reveniota on viimeiset 3 vuotta hinnoiteltu noin 40x toteutuneella P/E-luvulla, mutta kertomien normalisoitumisen sijaan markkinoilla hyväksytään nyt jo korkeampia arvostustasoja. Tulosennusteemme eivät ole tämän vuoden aikana nousseet, vaan Revenion kurssinousu on perustunut puhtaasti suhteellisen arvostustason nousuun.

Revenion osakkeen arvostuskertoimia on ajanut ylös erityisesti kansainvälisen omistuksen kasvu. Hallintarekisterissä oleva omistus yhtiössä on kasvanut kuluvan vuoden aikana 11 %:sta 21

%:iin ja osakkeella on tapahtunut merkittäviä kauppoja viime aikoina. Kansainvälisten sijoittajien tulo mukaan yhtiöön kertoo myös Revenion kasvusta kokoluokkaan, jossa yhtiö on noussut toimialaan erikoistuneiden sijoittajien tutkalle. Tämä ei olisi muutama vuosi sitten ollut vielä mahdollista jo yhtiön monialarakenteesta johtuen. Kansainvälisen omistuksen osalta on syytä huomata, että kurssiliikkeet toiseen suuntaan voivat olla voimakkaita, mikäli yhtiön uudet suuret omistajat syystä tai toisesta lähtevät vetäytymään osakkeesta.

Reveniota on pitkään pidetty myös potentiaalisena yritysostokohteena, mutta arviomme mukaan nykyinen arvostustaso on rajoitteena potentiaaliselle kiinnostukselle.

Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%	
		MEUR	MEUR	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e	2019e
Cooper Cos. Inc.	259,10	11051	13055	19,0	16,7	15,9	14,2	5,4	5,0	22,1	20,7	0,0	0,0
Ametek	76,32	15351	16703	18,3	16,6	15,5	14,2	4,0	3,8	23,8	21,8	0,7	0,7
Halma Plc	1410,00	6018	6266	22,8	22,8	19,9	19,6	4,8	4,7	31,4	28,4	1,1	1,1
Topcon corp.	1807,00	1518	1832		0,0	15,1	11,0	2,1	1,7	29,4	24,3	1,1	1,3
Medtronic	90,58	105734	118384	15,0	13,0	13,5	11,7	4,4	3,8	19,1	17,7	2,0	2,2
Essilor International	125,65	27655	30007	22,1	20,0	16,3	14,9	3,8	3,5	32,3	28,7	1,2	1,4
Carl Zeiss Meditec	68,90	6041	6049	27,2	23,8	24,3	21,2	4,1	3,8	46,1	39,5	0,8	0,9
Ambu	264,40	7666	7820	113,5	91,0	93,6	76,6	24,5	21,4	223,2	149,5	0,1	0,2
Revenio Group (Inderes)	16,48	395	383	33,8	25,3	32,4	24,0	12,2	10,1	43,5	33,2	2,0	2,4
Keskiarvo				34,0	25,5	26,8	22,9	6,7	6,0	53,4	41,3	0,9	1,0
Mediaani				22,1	18,4	16,1	14,6	4,3	3,8	30,4	26,3	0,9	1,0
Erotus-% vrt. mediaani				53 %	38 %	101 %	65 %	187 %	168 %	43 %	26 %	119 %	142 %

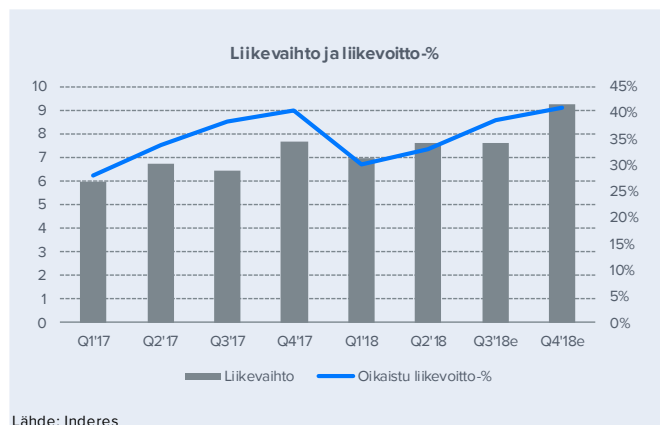
Lähde: Reuters / Inderes

Tuloslaskelma ja ennusteet vuosineljänneksittäin

Tuloskehitys kvartaalitasolla	2016	Q1'17	Q2'17	Q3'17	Q4'17	2017	Q1'18	Q2'18	Q3'18e	Q4'18e	2018e	2019e	2020e
Liikevaihto	23,4	6,0	6,7	6,4	7,6	26,8	7,0	7,6	7,6	9,2	31,4	37,7	46,1
<i>Icare</i>	23,4	6,0	6,7	6,4	7,6	26,8	7,0	7,6	7,5	9,1	31,2	37,3	45,5
Käyttökate	7,7	1,9	2,5	2,7	3,2	10,2	2,2	2,6	3,1	3,9	11,8	15,9	20,4
Poistot ja arvonalennukset	-0,7	-0,2	-0,2	-0,2	-1,5	-2,1	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,5	-0,8	-1,0
Liikevoitto ilman kertaeriä	7,1	1,7	2,3	2,5	3,1	9,5	2,1	2,5	3,0	3,8	11,3	15,0	19,5
Liikevoitto	7,1	1,7	2,3	2,5	1,7	8,1	2,1	2,5	3,0	3,8	11,3	15,0	19,5
<i>Icare</i>	8,6	2,3	2,8	2,9	2,4	10,4	2,7	2,5	3,0	3,8	12,0	15,0	19,5
<i>Emoyhtiön kulut</i>	-1,6	-0,6	-0,5	-0,5	-0,7	-2,3	-0,7	0,0	0,0	0,0	-0,7	0,0	0,0
Nettorahoituskulut	0,1	0,0	-0,1	-0,1	0,4	0,2	0,0	0,1	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0
Tulos ennen veroja	7,1	1,7	2,2	2,4	2,1	8,3	2,1	2,6	3,0	3,8	11,4	15,0	19,5
Verot	-1,5	-0,3	-0,5	-0,5	-0,1	-1,4	-0,5	-0,5	-0,6	-0,8	-2,3	-3,2	-4,1
Vähemmistöosuudet	0,0	0,0	0,1	0,1	-0,3	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	5,6	1,4	1,8	1,9	1,7	6,8	1,6	2,1	2,4	3,0	9,1	11,9	15,4
EPS (oikaistu)	0,70	0,18	0,22	0,24	0,25	0,90	0,07	0,09	0,10	0,13	0,38	0,50	0,64
EPS (raportoitu)	0,72	0,18	0,22	0,24	0,22	0,86	0,21	0,26	0,30	0,38	1,14	1,49	0,64

Tunnusluvut	2016	Q1'17	Q2'17	Q3'17	Q4'17	2017	Q1'18	Q2'18	Q3'18e	Q4'18e	2018e	2019e	2020e
<i>Liikevaihdon kasvu-%</i>	15,7 %	16,3 %	15,0 %	11,1 %	15,0 %	14,3 %	15,9 %	13,4 %	18,7 %	20,8 %	17,4 %	20,0 %	22,3 %
<i>Oikaistun liikevoiton kasvu-%</i>	22,2 %	26,8 %	35,7 %	29,7 %	43,3 %	34,7 %	24,0 %	10,4 %	19,7 %	22,8 %	19,2 %	32,7 %	29,5 %
<i>Käyttökate-%</i>	33,0 %	31,5 %	36,9 %	41,5 %	41,6 %	38,1 %	32,2 %	34,3 %	40,4 %	42,4 %	37,7 %	42,1 %	44,3 %
<i>Oikaistu liikevoitto-%</i>	30,1 %	28,1 %	33,9 %	38,4 %	40,3 %	35,5 %	30,1 %	33,0 %	38,7 %	41,0 %	36,1 %	39,9 %	42,2 %
<i>Nettotulos-%</i>	24,0 %	23,5 %	26,5 %	30,1 %	22,7 %	25,6 %	23,6 %	26,9 %	31,0 %	32,8 %	28,9 %	31,5 %	33,4 %

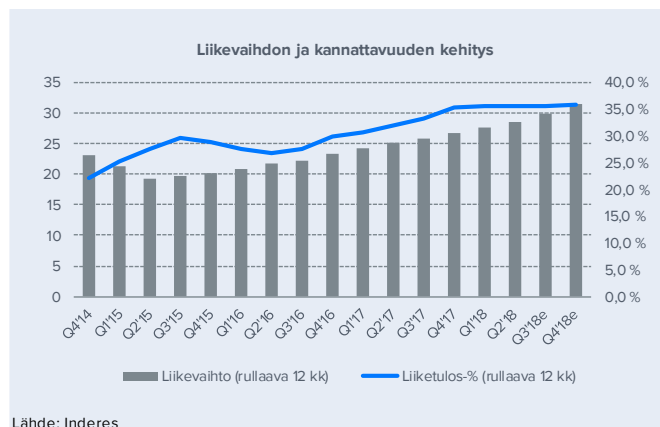
Lähde: Inderes



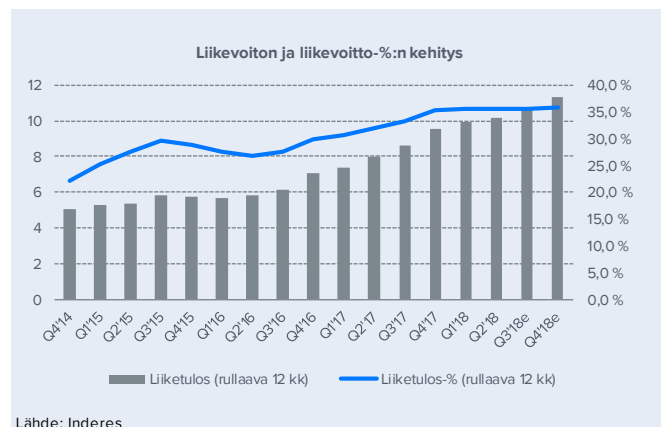
Lähde: Inderes



Lähde: Inderes



Lähde: Inderes

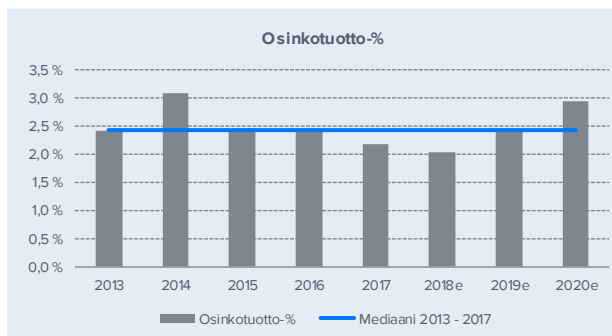
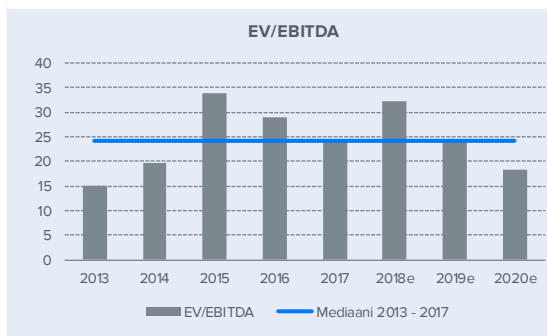
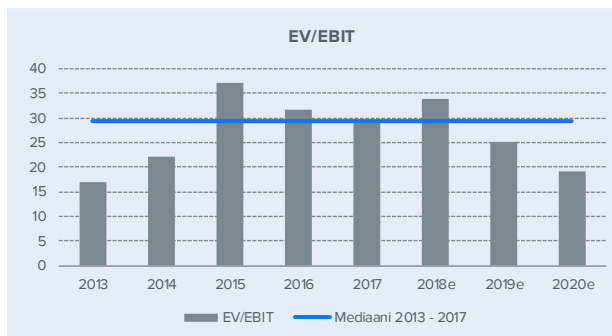
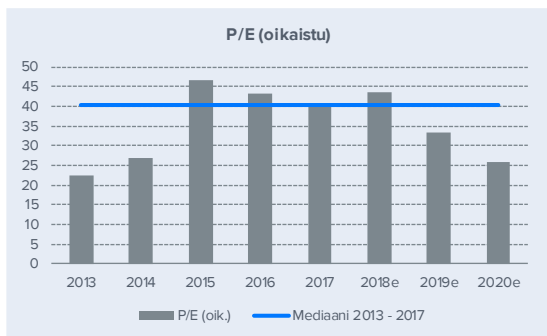


Lähde: Inderes

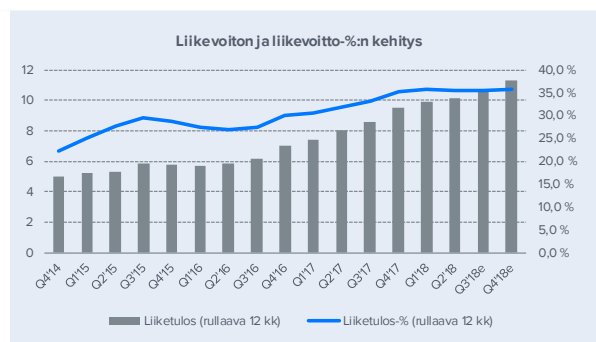
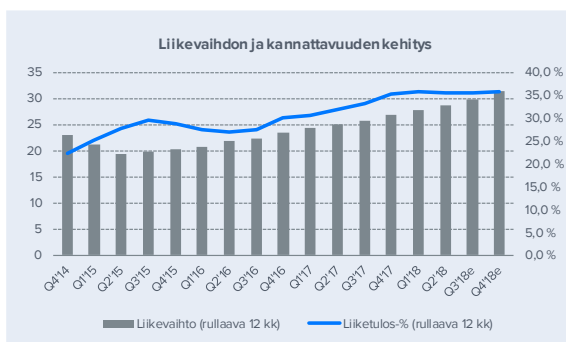
Arvostus

Arvostustaso	2013	2014	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e	2021e
Osakekurssi	12,38	14,55	28,61	30,48	36,00	16,48	16,48	16,48	16,48
Markkina-arvo	97	116	228	243	287	395	395	395	395
Yritysarvo (EV)	95	112	214	224	279	383	380	375	369
P/E (oik.)	22,5	26,8	46,6	43,3	40,2	43,5	33,2	25,7	21,1
P/E	22,5	26,8	46,6	43,3	42,0	43,5	33,2	25,7	21,1
P/Kassavirta	18,9	49,5	27,9	52,7	39,8	42,1	34,5	26,9	22,1
P/B	6,5	9,4	14,7	15,4	18,0	20,9	17,3	13,8	11,1
P/S	3,8	5,0	11,3	10,4	10,7	12,6	10,5	8,6	7,1
EV/Liikevaihto	3,7	4,8	10,6	9,6	10,4	12,2	10,1	8,1	6,7
EV/EBITDA	14,9	19,7	34,0	29,0	24,1	32,4	24,0	18,3	14,9
EV/EBIT	16,9	22,2	37,1	31,8	29,4	33,8	25,3	19,3	15,6
Osinko/tulos (%)	54,5 %	83,0 %	114,0 %	105,1 %	90,9 %	87,9 %	80,6 %	75,2 %	80,0 %
Osinkotuotto-%	2,4 %	3,1 %	2,4 %	2,4 %	2,2 %	2,0 %	2,4 %	2,9 %	3,8 %

Lähde: Inderes



Tulostrendi (rullaava 12 kk)

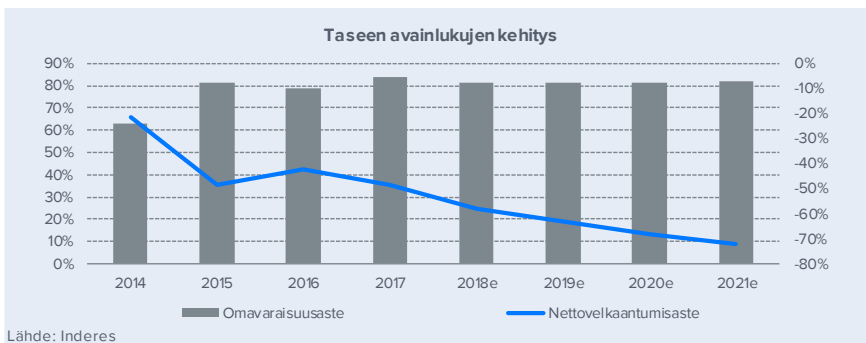


Tase ja kassavirtalaskelma

Tase

Vastaavaa (MEUR)	2015	2016	2017	2018e	2019e
Pysyvät vastaavat	5,8	6,6	5,9	5,4	5,4
Liikearvo	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2
Aineettomat oikeudet	3,7	4,2	3,0	3,0	2,7
Käyttöomaisuus	0,7	0,9	0,8	0,9	1,1
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	0,2	0,3	0,9	0,3	0,3
Vaihtuvat vastaavat	12,7	12,4	13,2	17,8	22,7
Varastot	1,8	2,3	2,0	2,8	3,4
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	2,6	3,1	3,2	4,1	4,9
Likvidit varat	8,3	7,1	8,0	10,9	14,4
Taseen loppusumma	18,5	19,0	19,0	23,2	28,0

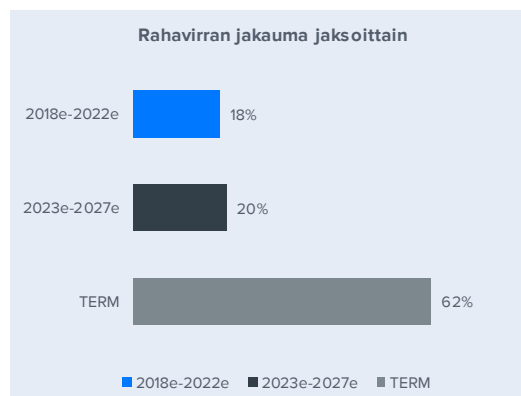
Vastattavaa (MEUR)	2015	2016	2017	2018e	2019e
Oma pääoma	15,5	15,8	16,0	18,9	22,8
Osakepääoma	5,3	5,3	5,3	5,3	5,3
Kertyneet voittovarot	2,8	3,1	3,3	6,2	10,1
Omat osakkeet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	7,4	7,4	7,4	7,4	7,4
Vähemmistöosuus	-0,5	-0,8	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	0,5	0,7	0,3	0,0	0,0
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	0,5	0,7	0,3	0,0	0,0
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	2,9	3,2	2,7	4,4	5,3
Lainat rahoituslaitoksilta	0,4	0,0	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	2,5	3,2	2,7	4,4	5,3
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	18,5	19,0	19,0	23,2	28,0



DCF-laskelma

Kassavirtalaskelma (MEUR)	2017	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	TERM
Liikevoitto	8,1	11,3	15,0	19,5	23,6	28,8	32,1	32,1	29,2	26,1	22,3	
+ Kokonaispoistot	2,1	0,5	0,8	1,0	1,1	1,2	1,3	1,4	1,6	1,7	1,7	
- Maksetut verot	-2,0	-1,7	-3,2	-4,1	-5,0	-6,1	-6,7	-6,7	-6,1	-5,5	-4,7	
- verot rahoituskuluista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	-0,2	-0,1	-0,5	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	-0,6	-0,3	-0,3	-0,2	
Operatiivinen kassavirta	8,0	10,0	12,2	15,7	19,0	23,3	26,0	26,2	24,4	22,0	19,1	
+ 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	-0,8	-0,6	-0,8	-1,0	-1,2	-1,3	-1,4	-2,0	-2,0	-1,9	-1,9	
Vapaa operatiivinen kassavirta	7,2	9,4	11,4	14,7	17,8	22,0	24,5	24,2	22,4	20,1	17,3	
+/- Muut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	7,2	9,4	11,4	14,7	17,8	22,0	24,5	24,2	22,4	20,1	17,3	402,2
Diskontattu vapaa kassavirta		9,1	10,4	12,5	14,2	16,4	17,1	15,8	13,7	11,5	9,3	215,5
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		345,7	336,6	326,2	313,7	299,4	283,0	265,9	250,0	236,3	224,8	215,5
Velaton arvo DCF		345,7										
- Korolliset velat		-0,3										
+ Rahavarat		8,0										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		-6,2										
Oman pääoman arvo DCF		347,3										
Oman pääoman arvo DCF per osake		14,51										

Pääoman kustannus (WACC)	
Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	20,0 %
Vieraan pääoman kustannus	6,5 %
Yrityksen Beta	0,90
Markkinoiden riski-premio	4,75 %
Likviditeettipremio	0,00 %
Riskitön korko	3,0 %
Oman pääoman kustannus	7,3 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	6,9 %



Tiivistelmä

Tuloslaskelma	2015	2016	2017	2018e	2019e
Liikevaihto	20,2	23,4	26,8	31,4	37,7
EBITDA	6,3	7,7	10,2	11,8	15,9
EBITDA-marginaali (%)	31,2	33,0	38,1	37,7	42,1
EBIT	5,8	7,1	8,1	11,3	15,0
Voitto ennen veroja	5,9	7,1	8,3	11,4	15,0
Nettovoitto	6,8	5,6	6,8	9,1	11,9
Kertaluontoiset erät	0,0	0,0	-1,4	0,0	0,0

Tase	2015	2016	2017	2018e	2019e
Taseen loppusumma	18,5	19,0	19,0	23,2	28,0
Oma pääoma	15,1	15,0	16,0	18,9	22,8
Liikearvo	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2
Korolliset velat	0,9	0,7	0,3	0,0	0,0

Kassavirta	2015	2016	2017	2018e	2019e
EBITDA	6,3	7,7	10,2	11,8	15,9
Nettokäyttöpääoman muutos	2,9	-0,2	-0,2	-0,1	-0,5
Operatiivinen kassavirta	7,9	5,9	8,0	10,0	12,2
Vapaa kassavirta	8,2	4,6	7,2	9,4	11,4

Yhtiökuvaus
Revenio on kansainvälisillä markkinoilla toimiva suomalainen terveysteknologiakonserni, jonka maailmanlaajuinen menestys perustuu vahvasti patentoituun silmänpaineen mittausteknologiaan. Revenio-konserniin kuuluvat Icare Finland Oy, Revenio Research Oy ja Oscare Medical Oy.
Revenion liiketoimintojen yhteisenä nimittäjänä on seulonta, seuranta ja maailmanlaajuinen tarve terveydenhuollon kustannussäästöihin ennaltaehkäisevä terveydenhuollon kautta. Revenio tavoittelee terveysteknologiassa voimakasta kasvua. Revenion tavoitteena on kehittää entistä tehokkaampia ja helposti käyttöönotettavia menetelmiä tunnistaen kansanterveydellisesti merkittäviä sairauksia jo niiden alkuvaiheessa. Revenion seulontateknologioiden fokuksessa ovat glaukooman, osteoporosin, ihosyövän ja astman tunnistaminen ja niiden hoitoprosessin aikainen mittaaminen.

Osakekohtaiset luvut	2015	2016	2017	2018e	2019e
EPS	0,61	0,70	0,86	0,38	0,50
EPS oikaistu	0,61	0,70	0,90	0,38	0,50
Operat. kassavirta per osak	1,00	0,74	1,01	0,42	0,51
Tasearvo per osake	1,95	1,98	2,01	0,79	0,95
Osinko per osake	0,70	0,74	0,78	0,33	0,40
Voitonjako, %	114	105	91	88	81
Osinkotuotto, %	2,4	2,4	2,2	2,0	2,4

Tunnusluvut	2015	2016	2017	2018e	2019e
P/E	46,6	43,3	42,0	43,5	33,2
P/B	14,7	15,4	18,0	20,9	17,3
P/Liikevaihto	11,3	10,4	10,7	12,6	10,5
P/CF	28,7	41,0	35,7	39,5	32,3
EV/Liikevaihto	10,6	9,6	10,4	12,2	10,1
EV/EBITDA	34,0	29,0	27,4	32,4	24,0
EV/EBIT	37,1	31,8	34,5	33,8	25,3

Suurimmat omistajat	%-osakkeista
Joensuun Kauppa Ja Kone Oy	4,4 %
Gerako Oy	4,3 %
Evli Suomi Pienyhtiöt	2,9 %
Merivirta Jyri	2,5 %
Keskinäinen Eläkevakuutusyhtiö Ilmarinen	2,3 %

Suositus historia

Päivämäärä	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
5.8.2014	Lisää	5,50 €	4,94 €
22.10.2014	Lisää	5,40 €	4,65 €
16.12.2014	Osta	6,07 €	4,70 €
13.2.2015	Lisää	6,67 €	6,00 €
16.3.2015	Vähennä	7,00 €	7,72 €
27.4.2015	Lisää	7,67 €	7,14 €
11.8.2015	Lisää	8,33 €	7,84 €
27.10.2015	Lisää	9,33 €	8,87 €
10.11.2015	Vähennä	10,00 €	10,50 €
16.2.2016	Lisää	9,67 €	8,57 €
18.3.2016	Lisää	8,33 €	7,98 €
26.4.2016	Lisää	9,33 €	8,72 €
9.8.2016	Lisää	10,00 €	9,22 €
1.11.2016	Lisää	10,00 €	8,93 €
17.2.2017	Lisää	11,67 €	10,52 €
23.3.2017	Lisää	12,50 €	11,22 €
21.4.2017	Lisää	13,00 €	12,31 €
18.6.2017	Vähennä	12,67 €	13,18 €
8.8.2017	Vähennä	12,67 €	12,67 €
18.9.2017	Lisää	12,33 €	11,58 €
26.10.2017	Lisää	12,67 €	11,89 €
16.2.2018	Lisää	13,33 €	12,07 €
23.4.2018	Vähennä	14,20 €	14,18 €
7.8.2018	Vähennä	15,80 €	16,48 €

Vastuuvapauslauseke

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

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

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

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

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen tämänhetkisen hinnan ja 12 kuukauden tavoitehintamme väliseen prosenttiero. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituksin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään neljä kertaa vuodessa yhtiöiden osavuosikatsausten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvion mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmäärittämenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF) ja lisäarvomalli (EVA), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi.

Käytettävät arvonmäärittämenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

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

Suositus	Nousuvara 12-kk tavoitehintaan
Osta	>15 %
Lisää	5-15 %
Vähennä -	5-5 %
Myy	< -5 %

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 Corporate Broking -palveluita, joiden tavoitteena on parantaa yhtiön ja pääomamarkkinoiden välistä kommunikaatiota. Näitä palveluita ovat sijoittajatilaisuuksien ja -tapahtumien järjestäminen, sijoittajaviestinnän liittyvä neuvonanto, sijoitustutkimusraporttien laatiminen. Inderes on tehnyt tässä raportissa suosituksen kohteena olevan liikkeeseen laskijan kanssa sopimuksen, jonka osana on tutkimusraporttien laatiminen. Lisätietoa Inderesin tutkimuksesta: <http://www.inderes.fi/research-disclaimer/>