

## Hengähdystauon paikka

Nostamme Revenio Groupin tavoitehinnan 14,2 euroon (aik. 13,33 euroa) ja laskemme suosituksemme vähennä-tasolle (aik. lisää) osakkeen kurssinousun jälkeen (+18 % vuoden alusta). Revenion liiketoiminta etenee kuin juna ja yhtiön tulevaisuus näyttää edelleen valoisalta. Icaren vahvan kasvukehityksen jatkuminen on kuitenkin jo pitkälti hinnoiteltuna osakkeeseen. Pitkäaikaisen omistajan näkökulmasta Revenion kyydissä on mielestämme hyvä pysytellä yhtiön jatkaessa arvonluontia vahvan tuloskasvun myötä, mutta emme näe osakkeessa seuraavan 12 kuukauden aikana nousuvaraa nykyisellä arvostustasolla (2018 P/E 37x). Revenion osakkeen arvonnousun jatkuminen nojaa entistä enemmän uusien tuotteiden (Cutica, Ventica) tai yhtiön seuraavien strategisten liikkeiden (kuten yrityskauppa) onnistumiseen, minkä takia näemme nyt paikan hengähdystauolle.

### Toinen peräkkäinen neljännes yli 20 %:n orgaanista kasvua

Revenion liikevaihto kasvoi Q1:llä valuuttatasaustina vahvat 23,5 %, mitä tukivat alkuvuodelle osuneet suuret toimitukset. Laitemyyntiä vauhditti yhtiön mukaan uusi eläinten silmänpainemittari Tonovet Plus sekä HOME-silmänpainemittarin myynti. HOME-tuotteen maininta kasvuajurina viittaa siihen, että kyseisen Revenion tulevaisuuden potentiaalille merkittävän tuotteen lanseeraus etenee hyvin. Yhtiön liikevoitto kasvoi 26 % Q1:n aikana, mutta tulos jäi lievästi ennusteestamme. Yhtiö on selkeästi lisännyt kasvupanostuksia alkuvuonna ja uusiin tuotteisiin liittyvät kliiniset tutkimukset aiheuttavat tuntuvasti lisää kustannuksia tällä hetkellä.

### Viime vuosina tehdyt investoinnit kantavat hedelmää

Reveniolla on viime vuosien aikana tehtyjen investointien ansiosta kaikki rakennuspalikat siihen, että vakaa kasvukehitys jatkuu myös tänä vuonna Icaren vetämänä. Yhtiö on uudistanut tuoteportfoliotaan (mm. ic100, ic200, Tonovet Plus ja HOME sekä mHOME), mikä tukee keskihintoja ja korvauslaitemyyntiä. Lisäksi yhtiö on panostanut myyntiorganisaation vahvistamiseen ja uusiin markkinoihin (kuten Kiina), mikä on tukenut myös kasvua. Laitekannan kasvaessa yhtiön anturimyynti on ollut vahvassa kasvussa ja uusi tuotantolinja on parantanut antureiden katekannetta. Näköpiirissä ei ole tekijöitä, joiden perusteella vauhti olisi hidastumassa.

### Yhtiö on kiihdyttämässä kasvuinvestointejaan

Icaren tuoma vahva tulovirta antaa Reveniolla hyvät edellytykset investoida sen pitkän aikavälin kasvun ja kilpailukyyn turvaamiseen. Q1-raportin perusteella Revenio on tänä vuonna kiihdyttämässä panostuksiaan Icareen ja uusiin tuotteisiin, mikä nostaa kustannustasoa lyhyellä aikavälillä. Kyseessä on normaali tasapainoilu lyhyen aikavälin kannattavuuden ja pitkän aikavälin kasvun välillä ja emme ole huolissamme kustannusten noususta. Suurin mielenkiintomme Revenion osakkeen näkökulmasta kohdistuu kuitenkin mahdollisiin suurempiin strategisiin liikkeisiin (kuten yrityskauppa), joista odotamme kuulevamme tämän vuoden aikana tarkemmin.

### 2016-2020e vuotuinen tuloskasvu noin 30 %

Reveniossa on poikkeuksellisen hyvä näkyvyys tuloskasvuun ja kassavirtoihin sekä houkutteleva pitkän aikavälin kasvupotentiaali, mikä puoltaa korkeaa hyväksyttävää arvostustasoa. Ennusteillamme Revenion tämän ja ensi vuoden P/E-luvut ovat 37x ja 28x sekä vastaavat EV/EBIT-luvut 28x ja 21x. Vaikka tuloskasvu painaa nopeasti arvostuskertoimia alemmiksi, emme näe niissä tällä hetkellä venymisen varaa.

Avainluvut											
	Liikevaihto	Liikevoitto	Liikevoitto-	Tulos ennen	Tulos/	Osinko/	EV/	EV/	EV/	P/E	Osinko-
	MEUR	(EBIT)	marginaali	veroja (PTP)	osake	osake	Liikevaihto	EBITDA	EBIT	(x)	tuotto
		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	11,6	37,0 %	11,6	0,39	0,33	10,5	27,1	28,3	36,8	2,4 %
2019e	37	15,2	40,8 %	15,2	0,50	0,40	8,7	20,2	21,3	28,2	2,8 %
2020e	45	19,5	42,9 %	19,5	0,64	0,48	7,0	15,6	16,3	22,0	3,4 %
Markkina-arvo, MEUR			339	OPO / osake 2018e, EUR			0,79	CAGR EPS, 2017-2020, %			-9 %
Nettovelka 2018e, MEUR			-11	P/B 2018e			17,9	CAGR kasvu, 2017-2020, %			19 %
Yritysarvo (EV), MEUR			328	Nettovelkaisuusaste 2018e, %			-58,4 %	ROE 2018e, %			52,7 %
Taseen koko 2018e, MEUR			23	Omavaraisuusaste 2018e, %			81,2 %	ROCE 2018e, %			65,6 %

## Analyttikko

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



## Suositus

**Vähennä**



Edellinen: Lisää

**Tavoitehintana 14,20 EUR**

Edellinen: 13,33



Lähde: Reuters

**Ei-lisen päätös 14,18 EUR**

**12 kk vaihteluväli 10,99-14,24 EUR**

**Potentiaali 0,1 %**

## Katso toimitusjohtajan videohaastattelu



## Normaalia Revenio-suoritusta Q1:llä

### Kasvu ylitti ja kannattavuus alitti odotukset

Revenion liikevaihto kasvoi Q1:llä 15,9 % ja valuuttaoikaistuna 23,5 %, kun ennustemme kasvulle oli 12,5 %. Liikevaihto oli 7,0 MEUR ylittäen 6,7 MEUR:n ennustemme. Yhtiön mukaan alkuvuosi oli myynnillisesti vahva, mutta kasvulukuihin myötätuulta antoivat lisäksi yksittäiset neljännekselle osuneet suuret toimitukset. Kyseessä oli toinen peräkkäinen neljännes yli 20 %:n orgaanista kasvua.

Yhtiön kommentit HOME-tuotteen myynnin edistymisestä olivat myös positiivisia, sillä ne viittaavat HOMEn lanseerauksen etenevän suunnitellusti. Arvioimme HOMEn tuovan Icarelle tänä vuonna 2,4 MEUR:n liikevaihdon (8 % liikevaihdesta). Kyseessä

on uusi tuotekategoria, jossa on merkittävää pitkän aikavälin potentiaalia Icarelle.

Kannattavuuden osalta Q1 jäi hieman ennusteistamme vahvasta liikevaihdosta huolimatta. Liikevoitto oli 2,1 MEUR jäädessä hieman 2,3 MEUR:n ennusteestamme. Yhtiö on selkeästi lisännyt kasvupanostuksiaan taas alkuvuonna, mikä näkyy muun muassa uusina rekrytoineina myyntihenkilöstöön. Myös uusiin tuotteisiin liittyvät kliiniset tutkimukset aiheuttavat tuntuvasti lisää kustannuksia tällä hetkellä. Siten Revenion kustannustaso oli Q1:llä selvästi odotuksiamme korkeampi, kun viime vuoden aikana yhtiön kustannustaso kehittyi hyvin maltillisesti.

Ennustetaulukko MEUR / EUR	Q1'17	Q1'18	Q1'18e	Q1'18e	Konsensus		Erotus (%)		2018e
	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Tot. vs. Inderes	Inderes	
Liikevaihto	6,0	7,0	6,7				3 %		31,3
Liikevoitto (oikaistu)	1,7	2,1	2,3				-10 %		11,6
Liikevoitto	1,7	2,1	2,3				-10 %		11,6
Tulos ennen veroja	1,7	2,1	2,3				-10 %		11,6
EPS (raportoitu)	0,06	0,07	0,08				-11 %		0,39
Osinko/osake									0,33
Liikevaihdon kasvu-%	16,3 %	15,9 %	12,5 %				3,4 %-yks.		17,1 %
Liikevoitto-%	28,1 %	30,1 %	34,3 %				-4,3 %-yks.		37,0 %

Lähde: Inderes

## Ennustemuutokset

### Kustannustaso hieman aiempaa arviota korkeampi

Revenio piti ennallaan näkymät, joiden mukaan liikevaihdon kasvun odotetaan jatkuvan vahvana ja kannattavuuden odotetaan säilyvän hyvällä tasolla suhteellisesti nousevista kasvupanostuksista huolimatta. Laskimme noin 6 %:lla kuluvaan vuoden tulostenusteitamme arvioituamme uudelleen yhtiön lyhyen aikavälin kasvupanostusten määrää. Muutoin ennusteissamme ei ole olennaisia muutoksia. Dollarikurssi rasittaa tuntuvasti yhtiön kasvua vielä Q2:lla, minkä jälkeen vaikutus laimenee olettaen nykyiset valuuttakurssit.

Kustannusten nousussa on kyseessä normaali tasapainoilu lyhyen aikavälin kannattavuuden ja pitkän aikavälin kasvun välillä ja emme ole huolissamme kustannusten noususta. Revenion tekemät kasvuinvestoinnit ovat kantaneet erinomaisesti hedelmää historiassa. Esimerkiksi vuosina 2015-2016 yhtiö kiihdytti merkittävästi kehitys- ja myyntipanostuksiaan, mistä poimitaan nyt hedelmiä (mm. ic100, TonoVET Plus, HOME, Kiinan markkina, uusi anturituohtanto).

Yhtiön kehitysaihioista ihosyöpä- (Cutica) tai astmalaitteesta (Ventica) ei ole odotettavissa liikevaihtoa vielä tänä vuonna. Näiden tuotteiden kehitystyö kaupalliseen vaiheeseen eteni alkuvuoden aikana kuitenkin suunnitellusti.

Ennustemuutokset MEUR / EUR	2018e		Muutos %	2019e		Muutos %	2020e		Muutos %
	Vanha	Uusi		Vanha	Uusi		Vanha	Uusi	
Liikevaihto	31,1	31,3	1 %	37,0	37,3	1 %	45,3	45,5	0 %
Käyttökate	12,8	12,1	-5 %	16,3	16,0	-2 %	20,9	20,5	-2 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	12,3	11,6	-6 %	15,5	15,2	-2 %	20,0	19,5	-2 %
Liikevoitto	12,3	11,6	-6 %	15,5	15,2	-2 %	20,0	19,5	-2 %
Tulos ennen veroja	12,3	11,6	-6 %	15,5	15,2	-2 %	20,0	19,5	-2 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,41	0,39	-6 %	0,51	0,50	-2 %	0,66	0,64	-2 %
Osakekohtainen osinko	0,33	0,33	0 %	0,40	0,40	0 %	0,48	0,48	0 %

Lähde: Inderes

**Icare-ennusteet**

Icare perusmallit (TA-01, ic100 VET, PRO)	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	2030	1929	1832	1740
Liikevaihto - laitteet MEUR	8,7	10,5	12,0	14,6	16,1	17,8	19,4	21,2	21,9	22,5	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	21,9	22,5	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	53,0	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

### Emme näe nousuvaraa lyhyellä aikavälillä

Ennusteillamme Revenion tämän ja ensi vuoden P/E-luvut ovat 37x ja 28x sekä vastaavat EV/EBIT-luvut 28x ja 21x. Kertoimet ovat mielestämme neutraalilla tasolla. Premio verrokkeihin on maltillinen huomioiden Revenion laatu ja tulokasvunopeus. Emme kuitenkaan näe tällä hetkellä perustelluksi lähteä venyttämään arvostuskertoimia korkeammalle. Lyhyellä aikavälillä (12kk) emme siis näe osakkeessa nousuvaraa, mutta pitkällä aikavälillä on yhtiö edelleen kiinnostava, mikäli yhtiö pystyy jatkamaan arvonluontia vahvan tulokasvun kautta. Reveniota on viimeiset 3 vuotta hinnoiteltu noin 40x toteutuneella P/E-luvulla, mutta kertoimien normalisoituminen hieman alemmalle tasolle on perusteltua tulokasvun realisoituessa.

Toimialan arvostustasojille vertailukohtaa antaa myös Orionin Diagnostica-liiketoiminnan myynti viime perjantailta. Kaupan EBIT-kerroin oli (lisäkauppahinnasta riippuen) noin 18-25x haarukassa. Diagnostica olisi periaatteessa voinut olla

Reveniollekin kiinnostava ostokohde, mutta ei näillä hinnoilla. Huomioitavaa kauppahinnassa on se, ettei Orionin Diagnostica ollut kasvava liiketoiminta. Revenion arvostus on tässä valossa hyvin maltillinen.

Revenion korkeampia arvostuskertoimia suhteessa vertailuryhmään puoltaa yhtiön vahvojen kilpailuetujen lisäksi HOME-tuotteen huomattava potentiaali, mihin saamme tämän vuoden aikana asteittain lisää näkyvyyttä, kun HOMEn myynti alkaa näkyä Revenion kasvuluvuissa selkeämmin. Lisäksi kuluvan vuoden aikana potentiaalinen merkittävä tekijä osakkeelle on yhtiön mahdollinen eteneminen strategisissa hankkeissa. Yhtiö on kertonut kartoittavansa kasvuinvestointeja, jotka voivat tapahtua oman tuotekehityksen tai yritysoston kautta.

Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%	
	MEUR	MEUR	MEUR	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e	2019e
Cooper Cos. Inc.	225,12	8982	10863	19,3	17,0	16,0	14,5	5,5	5,1	19,0	17,7	0,0	0,0
Ametek	75,81	14287	15531	18,7	16,9	15,9	14,5	4,1	3,8	24,9	22,8	0,7	0,8
Halma Plc	1230,00	5322	5562	22,2	20,2	18,8	17,1	4,5	4,2	27,6	24,9	1,2	1,3
Topcon corp.	2139,00	1748	2072			15,1	13,5	2,1	1,9	34,8	26,4	0,9	1,1
Medtronic	79,90	88144	99938	14,7	13,3	13,2	12,0	4,1	3,9	16,9	15,5	2,3	2,4
Essilor International	114,45	25079	27240	19,8	18,0	14,6	13,4	3,5	3,2	28,8	26,1	1,4	1,5
Carl Zeiss Meditec	53,90	4821	4851	21,9	19,5	19,5	17,4	3,3	3,1	36,0	32,4	1,0	1,1
Ambu	145,10	4238	4350	60,8	49,1	49,8	40,1	12,3	10,7	95,2	71,8	0,3	0,3
<b>Revenio Group (Inderes)</b>	<b>14,18</b>	<b>339</b>	<b>328</b>	<b>28,3</b>	<b>21,3</b>	<b>27,1</b>	<b>20,2</b>	<b>10,5</b>	<b>8,7</b>	<b>36,8</b>	<b>28,2</b>	<b>2,4</b>	<b>2,8</b>
<b>Keskiarvo</b>				<b>25,3</b>	<b>22,0</b>	<b>20,4</b>	<b>17,8</b>	<b>4,9</b>	<b>4,5</b>	<b>35,4</b>	<b>29,7</b>	<b>1,0</b>	<b>1,1</b>
<b>Mediaani</b>				<b>19,8</b>	<b>18,0</b>	<b>16,0</b>	<b>14,5</b>	<b>4,1</b>	<b>3,8</b>	<b>28,2</b>	<b>25,5</b>	<b>1,0</b>	<b>1,1</b>
<b>Erotus-% vrt. mediaani</b>				<b>43 %</b>	<b>18 %</b>	<b>69 %</b>	<b>39 %</b>	<b>155 %</b>	<b>127 %</b>	<b>30 %</b>	<b>11 %</b>	<b>141 %</b>	<b>157 %</b>

Lähde: Reuters / Inderes

## Tuloslaskelma ja ennusteet vuosineljänneksittäin

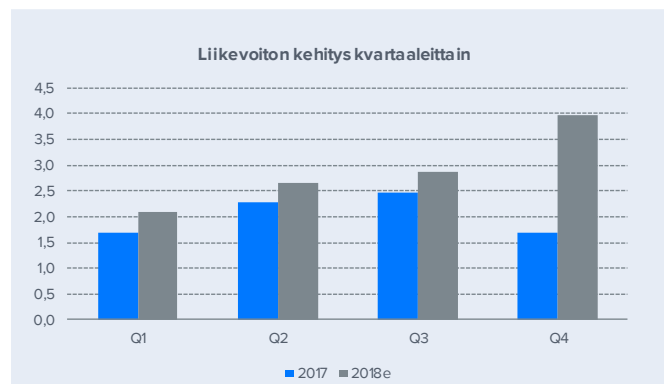
Tuloskehitys kvartaalitasolla	2016	Q1'17	Q2'17	Q3'17	Q4'17	2017	Q1'18	Q2'18e	Q3'18e	Q4'18e	2018e	2019e	2020e
<b>Liikevaihto</b>	<b>23,4</b>	<b>6,0</b>	<b>6,7</b>	<b>6,4</b>	<b>7,6</b>	<b>26,8</b>	<b>7,0</b>	<b>7,6</b>	<b>7,6</b>	<b>9,2</b>	<b>31,3</b>	<b>37,3</b>	<b>45,5</b>
<i>Terveysteknologia</i>	23,4	6,0	6,7	6,4	7,6	26,8	7,0	7,6	7,6	9,2	31,3	37,3	45,5
<b>Käyttökate</b>	<b>7,7</b>	<b>1,9</b>	<b>2,5</b>	<b>2,7</b>	<b>3,2</b>	<b>10,2</b>	<b>2,2</b>	<b>2,8</b>	<b>3,0</b>	<b>4,1</b>	<b>12,1</b>	<b>16,0</b>	<b>20,5</b>
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
<b>Liikevoitto ilman kertaeriä</b>	<b>7,1</b>	<b>1,7</b>	<b>2,3</b>	<b>2,5</b>	<b>3,1</b>	<b>9,5</b>	<b>2,1</b>	<b>2,7</b>	<b>2,9</b>	<b>4,0</b>	<b>11,6</b>	<b>15,2</b>	<b>19,5</b>
<b>Liikevoitto</b>	<b>7,1</b>	<b>1,7</b>	<b>2,3</b>	<b>2,5</b>	<b>1,7</b>	<b>8,1</b>	<b>2,1</b>	<b>2,7</b>	<b>2,9</b>	<b>4,0</b>	<b>11,6</b>	<b>15,2</b>	<b>19,5</b>
<i>Terveysteknologia</i>	8,6	2,3	2,8	2,9	2,4	10,4	2,7	3,3	3,4	4,6	14,0	17,5	21,8
<i>Emoyhtiön kulut</i>	-1,6	-0,6	-0,5	-0,5	-0,7	-2,3	-0,7	-0,6	-0,6	-0,6	-2,4	-2,3	-2,3
Nettorahoituskulut	0,1	0,0	-0,1	-0,1	0,4	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Tulos ennen veroja</b>	<b>7,1</b>	<b>1,7</b>	<b>2,2</b>	<b>2,4</b>	<b>2,1</b>	<b>8,3</b>	<b>2,1</b>	<b>2,7</b>	<b>2,9</b>	<b>4,0</b>	<b>11,6</b>	<b>15,2</b>	<b>19,5</b>
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
<b>Nettotulos</b>	<b>5,6</b>	<b>1,4</b>	<b>1,8</b>	<b>1,9</b>	<b>1,7</b>	<b>6,8</b>	<b>1,6</b>	<b>2,1</b>	<b>2,3</b>	<b>3,2</b>	<b>9,2</b>	<b>12,0</b>	<b>15,4</b>
<b>EPS (oikaistu)</b>	<b>0,70</b>	<b>0,18</b>	<b>0,22</b>	<b>0,24</b>	<b>0,25</b>	<b>0,90</b>	<b>0,07</b>	<b>0,09</b>	<b>0,10</b>	<b>0,13</b>	<b>0,39</b>	<b>0,50</b>	<b>0,64</b>
<b>EPS (raportoitu)</b>	<b>0,72</b>	<b>0,18</b>	<b>0,22</b>	<b>0,24</b>	<b>0,22</b>	<b>0,86</b>	<b>0,21</b>	<b>0,27</b>	<b>0,29</b>	<b>0,40</b>	<b>1,16</b>	<b>1,51</b>	<b>0,64</b>

Tunnusluvut	2016	Q1'17	Q2'17	Q3'17	Q4'17	2017	Q1'18	Q2'18e	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 %	14,0 %	18,0 %	20,0 %	17,1 %	19,0 %	22,0 %
<i>Oikaistun liikevoiton kasvu-%</i>	22,2 %	26,8 %	35,7 %	29,7 %	43,3 %	34,7 %	24,0 %	16,9 %	16,0 %	28,9 %	21,8 %	31,5 %	28,3 %
<i>Käyttökate-%</i>	33,0 %	31,5 %	36,9 %	41,5 %	41,6 %	38,1 %	32,2 %	36,5 %	39,5 %	44,8 %	38,7 %	43,0 %	45,1 %
<i>Oikaistu liikevoitto-%</i>	30,1 %	28,1 %	33,9 %	38,4 %	40,3 %	35,5 %	30,1 %	34,8 %	37,7 %	43,3 %	37,0 %	40,8 %	42,9 %
<i>Nettotulos-%</i>	24,0 %	23,5 %	26,5 %	30,1 %	22,7 %	25,6 %	23,6 %	27,8 %	30,2 %	34,7 %	29,5 %	32,3 %	33,9 %

Lähde: Inderes



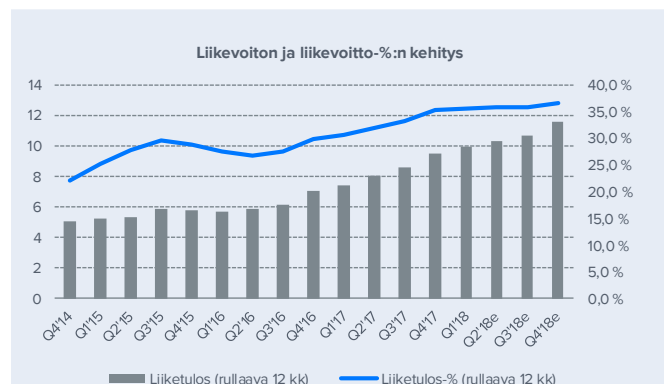
Lähde: Inderes



Lähde: Inderes



Lähde: Inderes

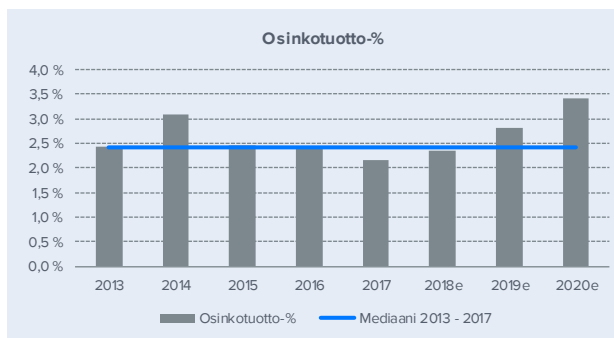
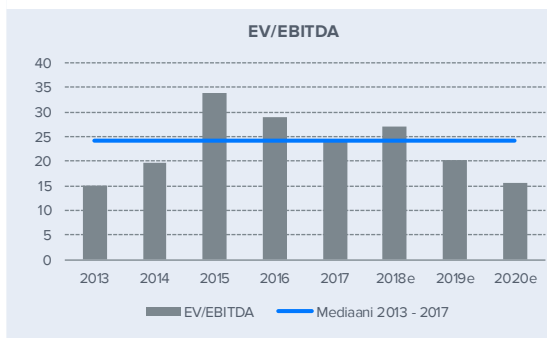
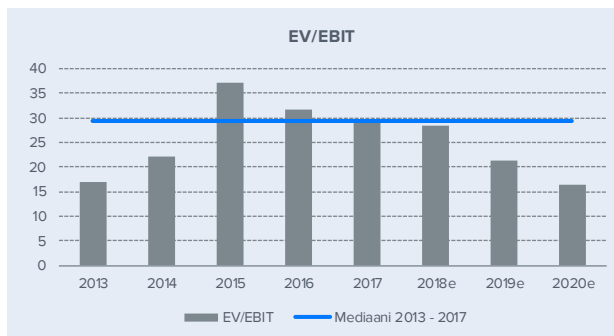
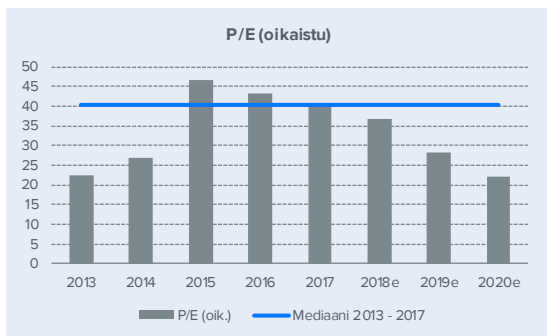


Lähde: Inderes

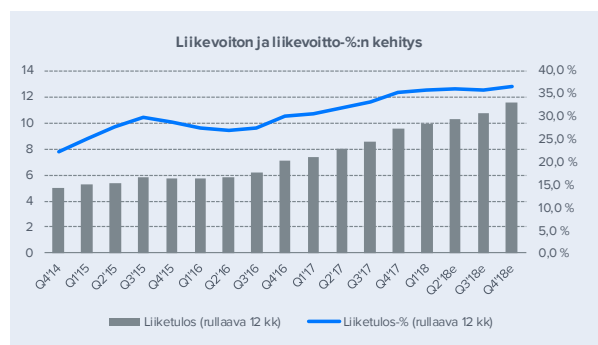
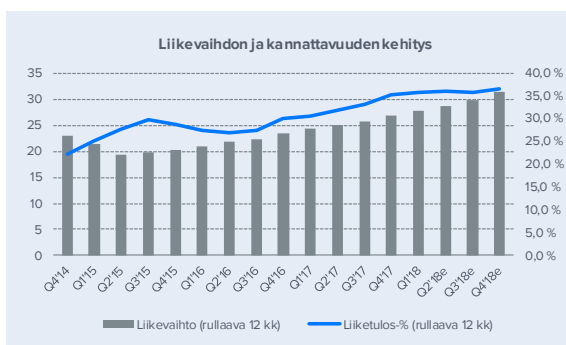
## Arvostus

Arvostustaso	2013	2014	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e	2021e
Osakekurssi	12,38	14,55	28,61	30,48	36,00	14,18	14,18	14,18	14,18
Markkina-arvo	97	116	228	243	287	339	339	339	339
Yritysarvo (EV)	95	112	214	224	279	328	325	319	313
P/E (oik.)	22,5	26,8	46,6	43,3	40,2	36,8	28,2	22,0	18,1
P/E	22,5	26,8	46,6	43,3	42,0	36,8	28,2	22,0	18,1
P/Kassavirta	18,9	49,5	27,9	52,7	39,8	35,4	29,2	23,0	18,9
P/B	6,5	9,4	14,7	15,4	18,0	17,9	14,7	11,7	9,4
P/S	3,8	5,0	11,3	10,4	10,7	10,8	9,1	7,5	6,3
EV/Liikevaihto	3,7	4,8	10,6	9,6	10,4	10,5	8,7	7,0	5,8
EV/EBITDA	14,9	19,7	34,0	29,0	24,1	27,1	20,2	15,6	12,7
EV/EBIT	16,9	22,2	37,1	31,8	29,4	28,3	21,3	16,3	13,2
Osinko/tulos (%)	54,5 %	83,0 %	114,0 %	105,1 %	90,9 %	86,4 %	79,6 %	75,0 %	80,0 %
Osinkotuotto-%	2,4 %	3,1 %	2,4 %	2,4 %	2,2 %	2,4 %	2,8 %	3,4 %	4,4 %

Lähde: Inderes



## Tulostrendi (rullaava 12 kk)



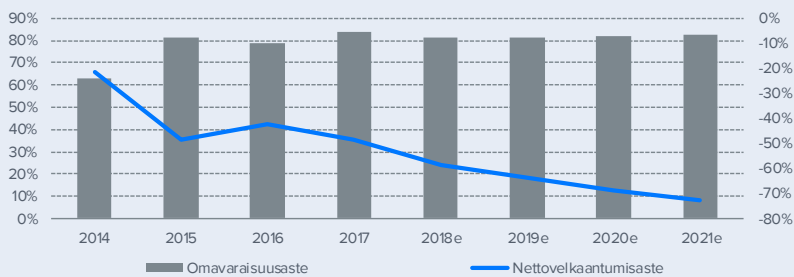
## Tase ja kassavirtalaskelma

### Tase

Vastaavaa (MEUR)	2015	2016	2017	2018e	2019e
<b>Pysyvät vastaavat</b>	<b>5,8</b>	<b>6,6</b>	<b>5,9</b>	<b>5,4</b>	<b>5,3</b>
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
<b>Vaihtuvat vastaavat</b>	<b>12,7</b>	<b>12,4</b>	<b>13,2</b>	<b>18,0</b>	<b>22,9</b>
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	4,8
Likvidit varat	8,3	7,1	8,0	11,1	14,7
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>18,5</b>	<b>19,0</b>	<b>19,0</b>	<b>23,4</b>	<b>28,3</b>

Vastattavaa (MEUR)	2015	2016	2017	2018e	2019e
<b>Oma pääoma</b>	<b>15,5</b>	<b>15,8</b>	<b>16,0</b>	<b>19,0</b>	<b>23,1</b>
Osakepääoma	5,3	5,3	5,3	5,3	5,3
Kertyneet voittovarot	2,8	3,1	3,3	6,3	10,4
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
<b>Pitkäaikaiset velat</b>	<b>0,5</b>	<b>0,7</b>	<b>0,3</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
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
<b>Lyhytaikaiset velat</b>	<b>2,9</b>	<b>3,2</b>	<b>2,7</b>	<b>4,4</b>	<b>5,2</b>
Lainat rahoituslaitoksilta	0,4	0,0	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	2,5	3,2	2,7	4,4	5,2
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>18,5</b>	<b>19,0</b>	<b>19,0</b>	<b>23,4</b>	<b>28,3</b>

Taseen avainlukujen kehitys



Lähde: Inderes

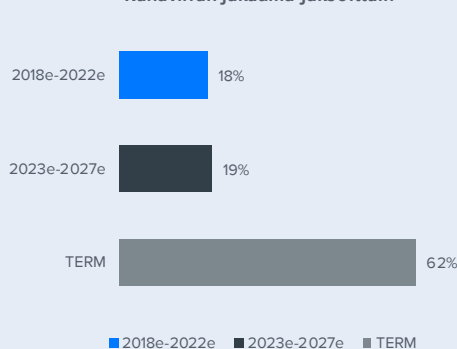
### DCF-laskelma

Kassavirtalaskelma (MEUR)	2017	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	TERM
<b>Liikevoitto</b>	<b>8,1</b>	<b>11,6</b>	<b>15,2</b>	<b>19,5</b>	<b>23,7</b>	<b>28,3</b>	<b>31,5</b>	<b>31,5</b>	<b>28,7</b>	<b>25,6</b>	<b>21,8</b>	
+ Kokonaispoistot	2,1	0,5	0,8	1,0	1,1	1,2	1,3	1,4	1,5	1,6	1,7	
- Maksutut verot	-2,0	-1,8	-3,2	-4,1	-5,0	-5,9	-6,6	-6,6	-6,0	-5,4	-4,6	
- verot rahoituskuluista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
+ 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	
<b>Operatiivinen kassavirta</b>	<b>8,0</b>	<b>10,2</b>	<b>12,4</b>	<b>15,7</b>	<b>19,1</b>	<b>22,8</b>	<b>25,5</b>	<b>25,7</b>	<b>23,9</b>	<b>21,6</b>	<b>18,8</b>	
+ 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	-1,1	-1,3	-1,4	-1,9	-2,0	-1,8	-1,8	
<b>Vapaa operatiivinen kassavirta</b>	<b>7,2</b>	<b>9,6</b>	<b>11,6</b>	<b>14,7</b>	<b>17,9</b>	<b>21,5</b>	<b>24,0</b>	<b>23,8</b>	<b>22,0</b>	<b>19,7</b>	<b>16,9</b>	
+/- 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	9,6	11,6	14,7	17,9	21,5	24,0	23,8	22,0	19,7	16,9	394,3
Diskontattu vapaa kassavirta		9,1	10,4	12,3	14,0	15,8	16,5	15,3	13,2	11,1	8,9	207,3
<b>Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta</b>		<b>333,9</b>	<b>324,7</b>	<b>314,4</b>	<b>302,0</b>	<b>288,0</b>	<b>272,2</b>	<b>255,7</b>	<b>240,5</b>	<b>227,3</b>	<b>216,2</b>	<b>207,3</b>
<b>Velaton arvo DCF</b>		<b>333,9</b>										
- Korolliset velat		-0,3										
+ Rahavarat		8,0										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		-6,2										
<b>Oman pääoman arvo DCF</b>		<b>335,5</b>										
<b>Oman pääoman arvo DCF per osake</b>		<b>14,02</b>										

### 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 %

Rahavirran jakauma jaksoittain



## Tiivistelmä

Tuloslaskelma	2015	2016	2017	2018e	2019e
Liikevaihto	20,2	23,4	26,8	31,3	37,3
EBITDA	6,3	7,7	10,2	12,1	16,0
EBITDA-marginaali (%)	31,2	33,0	38,1	38,7	43,0
EBIT	5,8	7,1	8,1	11,6	15,2
Voitto ennen veroja	5,9	7,1	8,3	11,6	15,2
Nettovoitto	6,8	5,6	6,8	9,2	12,0
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	23,4	28,3
Oma pääoma	15,1	15,0	16,0	19,0	23,1
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	12,1	16,0
Nettokäyttöpääoman muutos	2,9	-0,2	-0,2	-0,1	-0,5
Operatiivinen kassavirta	7,9	5,9	8,0	10,2	12,4
Vapaa kassavirta	8,2	4,6	7,2	9,6	11,6

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 käytönotettavia menetelmiä tunnistaa kansanterveydellisesti merkittäviä sairauksia jo niiden alkuvaiheessa. Revenion seulanteknologioiden fokuksessa ovat glaukooman, osteoporoosin, ihosyövän ja astman tunnistaminen ja niiden hoitoprosessin aikainen mittaaminen.

Osakekohtaiset luvut	2015	2016	2017	2018e	2019e
EPS	0,61	0,70	0,86	0,39	0,50
EPS oikaistu	0,61	0,70	0,90	0,39	0,50
Operat. kassavirta per osak	1,00	0,74	1,01	0,43	0,52
Tasearvo per osake	1,95	1,98	2,01	0,79	0,96
Osinko per osake	0,70	0,74	0,78	0,33	0,40
Voitonjako, %	114	105	91	86	80
Osinkotuotto, %	2,4	2,4	2,2	2,4	2,8

Tunnusluvut	2015	2016	2017	2018e	2019e
P/E	46,6	43,3	42,0	36,8	28,2
P/B	14,7	15,4	18,0	17,9	14,7
P/Liikevaihto	11,3	10,4	10,7	10,8	9,1
P/CF	28,7	41,0	35,7	33,2	27,4
EV/Liikevaihto	10,6	9,6	10,4	10,5	8,7
EV/EBITDA	34,0	29,0	27,4	27,1	20,2
EV/EBIT	37,1	31,8	34,5	28,3	21,3

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 %

## Suositteluhistoria

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 €



## 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 neuvonantajia. Asiakas vastaa sijoituspäätöksensä tekemisestä ja niiden taloudellisesta tuloksesta.

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

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen 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 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 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 nousuvara 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 sijoittajaviestinnän 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/>