

## Kulut kasvussa tuotelanseerauksien myötä

Tarkistamme Revenion tavoitehintaa 14,5 euroon (aik. 15,8 EUR) ja nostamme suosituksen lisää-tasolle (aik. vähennä). Q3-tulospettymyksessä ei ollut dramatiikkaa. Kustannustaso on koholla tuotelanseerauksien ja investointien myötä (henkilöstömäärä Q3:lla +20 %), mikä rasittaa lyhyen aikavälin kannattavuutta. Revenio on historiassa pystynyt hyvin osoittamaan, että näillä panostuksilla on pystytty luomaan merkittävästi arvoa ja mielestämme on yhtiöltä oikea valinta jatkaa edelleen panostuksia hyvä kannattavuus säilyttäen. Tämän ja yhtiön kasvunopeuden valossa Revenion pitkän aikavälin kasvutarina on jälleen järkevä nykyisellä arvostuksella (2018-2019e P/E 40x-32x). Yhtiön tuotealueista Icare jatkaa vakaata kehitystä, HOMEn ylösajo näyttää vaativan edelleen aikaa ja Ventican osalta Q3 tarjosi rohkaisevia signaaleja.

### Q3-kasvu jäi hieman odotuksista, kustannukset odotuksia enemmän koholla

Vuoden alusta liikevaihto kasvoi 16,1% valuuttoaikaistuna, eli Icaren voi todeta olevan edelleen sen ”normaalilla” 15-20 %:n kasvu-uralla. Liikevoitto oli edellisvuoden tasolla 2,5 MEUR:ssa, kun ennusteemme oli 3,0 MEUR. Yhtiön henkilöstömäärä kasvoi Q3:n aikana merkittävästi 51:een alkuvuoden 41:stä, millä on olennainen vaikutus kulutasoon. Yhtiö jatkaa laaja-alaisesti panostuksia myyntiin, uusiin tuotteisiin ja kliinisiin tutkimuksiin, minkä myötä lähivuosien tulosennusteemme laskivat.

### HOMEn kiihdytys antaa vielä odottaa, mutta tuotetta ei pidä unohtaa

Icaren HOME-tuote tuottaa arviomme mukaan pientä liikevaihtoa ja kiinnostus tuotetta kohtaan on vahvaa, mutta käsityksemme mukaan myynnin ylösajo tuntuviin volyymeihin vaatii vielä aikaa, koska kyseessä on uusi hoitomalli. Lisäksi HOMEn myynti on luonteeltaan hyvin erilaista kuin Icaren normaali laitekauppa, mikä vaatii myös Icaren myyntiorganisaatiolta uuden oppimista. Iso kuva HOMEn osalta on ennallaan, mutta olemme yhä varovaisia sen suhteen, kuinka nopeasti tuote lähtee selkeälle kasvu-uralle tuottamaan tuntuvia volyymejä.

### Ventica ottanut askeleen eteenpäin

Q3:n valopilkku oli Ventica, jonka lanseeraus Pariisissa ESR-kongressissa oli käsityksemme mukaan hyvin onnistunut. Arviomme mukaan Venticalla on edellytykset alkaa tuottaa pientä liikevaihtoa Reveniolle ensi vuodesta alkaen. Aiempaan (6/2017) arvioomme Ventican arvosta (12 MEUR) kohdistuu selkeää nousupainetta, sillä tuotteen eteneminen kaupalliseen vaiheeseen on alentanut Venticaan liittyvää riskitasoa tuntuvasti. Ihosyöpään liittyvän hyperspektrikamera Cutican kehitystyö etenee suunnitellusti ja tuotteelle haetaan Euroopan alueelle CE-merkkiä vuoden 2019 alkupuolella. Kliiniset tutkimukset jatkuvat vielä CE-merkin saamisen jälkeen.

### Vakaa pitkän aikavälin tuloskasvunäkymä kelpaa jälleen

Ennusteillamme Revenion tämän ja ensi vuoden P/E-luvut ovat 40x ja 32x sekä vastaavat EV/EBIT-luvut 31x ja 24x. Ennusteissamme yhtiön EPS-kasvu on tänä vuonna 17% ja ensi vuonna 25%. Icaren tuotemalliston vahvistuminen (viimeisimpänä ic200) sekä yhtiön tekemät investoinnit myyntiorganisaatioon antavat luottamusta siihen, että Icare jatkaa normaalilla kasvu-urallaan myös ensi vuonna. Yhtiön kohtalaisen ennustettava ja hyvä tuloskasvunäkymä sekä kasvupotentiaali oikeuttavat lievää nousuvaraa osakkeelle. Erityisesti HOME on Reveniolle merkittävä kasvuoptio, joka on edelleen pitkälti katsomatta. Ventican osalta olemme aiempaa optimistisempia, mutta Ventican painoarvo Revenion arvonmuodostuksessa on vielä vähäinen.

#### 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	10,4	33,8 %	10,5	0,35	0,31	10,3	29,2	30,6	39,5	2,3 %
2019e	37	13,1	34,9 %	13,1	0,44	0,38	8,5	22,7	24,2	31,5	2,8 %
2020e	46	17,8	38,4 %	17,8	0,59	0,48	6,7	16,6	17,5	23,4	3,5 %
Markkina-arvo, MEUR			329	OPO / osake 2018e, EUR			0,76	CAGR EPS, 2017-2020, %			25 %
Nettovelka 2018e, MEUR			-10	P/B 2018e			18,2	CAGR kasvu, 2017-2020, %			20 %
Yritysarvo (EV), MEUR			319	Nettovelkaisuusaste 2018e, %			-56,6 %	ROE 2018e, %			48,9 %
Taseen koko 2018e, MEUR			22	Omavaraisuusaste 2018e, %			80,8 %	ROCE 2018e, %			60,6 %

### Analyttikko

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



### Suositus

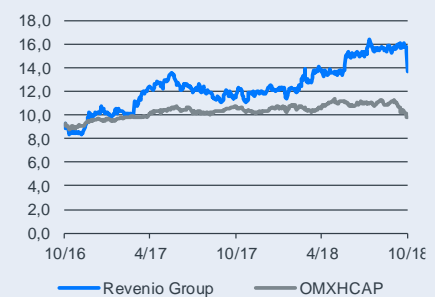
Lisää



Edellinen: Vähennä

Tavoitehintaa **14,50 EUR**

Edellinen: 15,80



Lähde: Reuters

Ei-lisen päätös **13,76 EUR**

12 kk vaihteluväli **10,99-16,6 EUR**

Potentiaali **5,4 %**

### Katso talousjohtajan videohaastattelu



## Kulut kasvussa Q3:lla

### Icare yhä normaalilla kasvu-uralla

Revenion Q3-liikevaihto kasvoi 14,8 % ja valuuttaoikaistuna 15,7 %. Liikevaihto oli 7,4 MEUR jääden hieman 7,6 MEUR:n ennusteestamme. Vuoden alusta liikevaihto kasvoi 16,1 % valuuttaoikaistuna, eli Icaren voi todeta olevan edelleen sen ”normaalilla” 15-20 %:n kasvu-uralla. Tänä vuonna liikevaihtoa on tukenut laaja-alainen kasvu useilla markkina-alueilla sekä Icaren vahvistunut tuotemallisto (ic100, TonoVet Plus), mikä heijastuu keskihintojen nousuna.

Kannattavuuden osalta Q3 oli pettymys. Liputimme ennakkokomentissamme kustannuspuolella olevan tuntuvia paineita ylöspäin, mutta kustannukset olivat silti hieman ennusteitamme suuremmat. Liikevoitto oli edellisvuoden tasolla 2,5 MEUR:ssa, kun ennusteemme oli 3,0 MEUR. Yhtiön henkilöstömäärä kasvoi Q3:n aikana merkittävästi 51:een alkuvuoden 41:stä, millä on olennainen vaikutus kulutukseen. Yhtiö jatkaa laaja-alaisesti panostuksia myyntiin ja uusiin tuotteisiin. Erityisesti Ventican eteneminen kaupalliseen vaiheeseen nostaa kulutusta, mutta liikevaihtoon Venticalta tuntuvaa vaikutusta ei kannata odottaa vielä lähivuosina.

Revenion kustannustasoa nostavat lyhyellä aikavälillä myös uusiin tuotteisiin liittyvät kliiniset tutkimukset ja

hyväksyntäprosessit. Revenio kärsii terveysteknologian alalla yleisesti kohonneista laatuprosesseihin ja viranomaishyväksyntöihin liittyvistä kustannuksista. Yhtiön vahvan hinnoitteluvoiman ja tuotemalliston uudistumisen myötä uskomme varsinkin Icarella olevan tilaa viedä kuluja eteenpäin hintoihin. Samaan aikaan Icare on myös onnistunut viime vuosina alentamaan merkittävästi itse tuotantoon liittyviä muuttuvia kuluja virtaviivaistamalla tuotantoketjuaan.

### Investointien kasvattamista voi pitää perusteltuna

Vaikka tuloksen osittainen uhraaminen kasvupanostuksille voi aiheuttaa huolia, on hyvä muistaa, että Revenion viimeisen 5 vuoden aikana tekemät merkittävät investoinnit ovat tuottaneet erinomaisia tuloksia ja luoneet merkittävästi arvoa. Yhtiön tuoteportfolio on uudistunut muutaman vuoden aikana enemmän kuin koko Icaren historian aikana ja ilman näitä panostuksia ei Revenio olisi tänä päivänä 300 miljoonan euron arvoinen yhtiö. Siten olemme yhä luottavaisia, että investoinneilla rakennetaan edelleen Reveniolle pitkällä aikavälillä kestävää ja kasvavaa liiketoimintaa.

Ennustetaulukko	Q3'17	Q3'18	Q3'18e	Q3'18e	Konsensus		Erotus (%)	2018e
	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Tot. vs. Inderes	Inderes
MEUR / EUR								
Liikevaihto	6,4	7,4	7,6				-3 %	30,9
Liikevoitto	2,5	2,5	3,0				-14 %	10,4
Tulos ennen veroja	2,4	2,5	3,0				-14 %	10,5
EPS (raportoitu)	0,08	0,08	0,10				-14 %	0,35
Osinko/osake								0,31
Liikevaihdon kasvu-%	11,1 %	14,8 %	18,7 %				-4 %-yks.	15,3 %
Liikevoitto-%	38,4 %	34,4 %	38,7 %				-4,3 %-yks.	33,8 %

Lähde: Inderes

## Ennustemuutokset

### Tulosennusteissa paineita

Arvostamme Reveniossa edelleen yhtiön liiketoiminnan hyvää ennustettavuutta sekä toisaalta defensiivisyyttä. Laskimme muutamalla prosentilla tämän vuoden liikevaihtoennustettamme lähinnä HOME-tuotteen varovaisempien odotusten myötä. HOME:n kohdalla on edelleen aikaista arvioida, millaisella kulmakertoimella tuote nousee volyymeihin. Markkinoilta saadun palautteen mukaan on kuitenkin selvää, että tuotteelle on selkeä tilaus ja se ratkoo merkittävää ongelmaa glaukooman hoidossa. Ventican etenemisen myötä lähivuosien ennusteemme sisältävät

vähäisessä määrin liikevaihtoa myös muista tuotteista kuin Icaresta.

Leikkasimme tulosennusteitamme hieman tuntuvammin yhtiön henkilöstömäärän Q3:lla nähdyn tuntevan kasvun myötä. Tulkitsemme yhtiön pyrkivän lähivuosina ylläpitämään erinomaista kannattavuutta (EBIT-% noin 35 %), mutta merkittävä skaalautuvuuden tavoittelu ei ole yhtiön prioriteetti lähivuosina.

Ennustemuutokset MEUR / EUR	2018e			2019e			2020e		
	Vanha	Uusi	Muutos %	Vanha	Uusi	Muutos %	Vanha	Uusi	Muutos %
Liikevaihto	31,4	30,9	-2 %	37,7	37,4	-1 %	46,1	46,5	1 %
Käyttökate	11,8	10,9	-8 %	15,9	14,0	-12 %	20,4	18,8	-8 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	11,3	10,4	-8 %	15,0	13,1	-13 %	19,5	17,8	-8 %
Liikevoitto	11,3	10,4	-8 %	15,0	13,1	-13 %	19,5	17,8	-8 %
Tulos ennen veroja	11,4	10,5	-8 %	15,0	13,1	-13 %	19,5	17,8	-8 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,38	0,35	-8 %	0,50	0,44	-12 %	0,64	0,59	-8 %
Osakekohtainen osinko	0,33	0,31	-7 %	0,40	0,38	-5 %	0,48	0,48	-1 %

Lähde: Inderes

## Arvostuskertoimet

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.	248,57	10723	12601	21,1	18,8	17,2	15,4	5,9	5,5	21,4	20,5	0,0	0,0
Ametek	65,38	13310	14704	17,5	15,9	14,8	13,5	3,9	3,6	20,3	18,6	0,9	0,9
Halma Plc	1261,00	5408	5615	22,4	21,1	19,5	18,3	4,7	4,4	27,6	25,1	1,2	1,3
Topcon corp.	1646,00	1392	1708			15,1			2,1	26,8		1,2	1,5
Medtronic	91,47	108447	121022	15,0	15,9	13,5	14,4	4,4	4,6	19,3	17,9	2,0	2,2
Essilor International		43627	45646	20,4	18,5	17,2	15,8	4,1	3,8	30,9	27,4	1,4	1,5
Carl Zeiss Meditec	71,65	6443	6416	28,8	24,3	25,6	21,7	4,3	3,9	50,0	41,1	0,7	0,9
Ambu	127,80	3731	3894	70,1	54,1	58,0	44,1	15,4	12,8	91,7	65,2	0,5	0,6
<b>Revenio Group (Inderes)</b>	<b>13,76</b>	<b>329</b>	<b>319</b>	<b>30,6</b>	<b>24,2</b>	<b>29,2</b>	<b>22,7</b>	<b>10,3</b>	<b>8,5</b>	<b>39,5</b>	<b>31,5</b>	<b>2,3</b>	<b>2,8</b>
<b>Keskisarvo</b>				<b>27,9</b>	<b>24,1</b>	<b>22,6</b>	<b>20,5</b>	<b>5,6</b>	<b>5,5</b>	<b>36,0</b>	<b>30,8</b>	<b>1,0</b>	<b>1,1</b>
<b>Mediaani</b>				<b>21,1</b>	<b>18,8</b>	<b>17,2</b>	<b>15,8</b>	<b>4,4</b>	<b>4,4</b>	<b>27,2</b>	<b>25,1</b>	<b>1,0</b>	<b>1,1</b>
<b>Erotus-% vrt. mediaani</b>				<b>45 %</b>	<b>29 %</b>	<b>69 %</b>	<b>44 %</b>	<b>137 %</b>	<b>91 %</b>	<b>45 %</b>	<b>26 %</b>	<b>119 %</b>	<b>156 %</b>

Lähde: Reuters / 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	2040	1938	1841	1749
Liikevaihto - laitteet MEUR	8,7	10,5	12,0	14,6	16,1	17,8	19,4	21,3	22,0	22,6	23,2
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	1 500	3 200	6 400	10 240	12 288
Keskihinta			1250	1250	1250	1400	1400	1500	1500	1500	1500
Liikevaihto - laitteet MEUR			0,3	0,5	0,9	1,1	2,1	4,8	9,6	15,4	18,4
Laitekanta / HOME			250	648	1 335	2 004	3 344	6 277	12 174	21 441	32 013
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	71429	82750	97724	116703	137680
Anturimyynti per laite	167	175	193	205	225	250	260	260	265	275	285
Anturin keskihinta EUR	0,47	0,47	0,47	0,52	0,51	0,51	0,50	0,49	0,47	0,44	0,42
Anturimyynti milj. kpl	5,0	6,1	7,9	9,7	12,3	15,6	18,6	21,5	25,9	32,1	39,2
Liikevaihto - anturit MEUR	2,4	2,9	3,7	5,0	6,3	7,9	9,3	10,5	12,1	14,2	16,5

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	21,3	22,0	22,6	23,2
Liikevaihto - HOME	0,0	0,0	0,3	0,5	0,9	1,1	2,1	4,8	9,6	15,4	18,4
Liikevaihto - Anturit	2,4	2,9	3,7	5,0	6,3	7,9	9,3	10,5	12,1	14,2	16,5
Icare liikevaihto yht.	11,0	13,4	16,0	20,2	23,3	26,8	30,8	36,6	43,7	52,2	58,1

Tunnusluvut	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e
Peruslaitevolymin kasvu-%	-	14 %	12 %	8 %	9 %	11 %	10 %	9 %	9 %	8 %	8 %
HOMEn volyymin kasvu-%	-	-	-	60 %	75 %	7 %	100 %	113 %	100 %	60 %	20 %
Anturimyyntin kasvu-% (EUR)	-	23 %	29 %	35 %	26 %	26 %	17 %	14 %	14 %	18 %	16 %
Peruslaitemyyntin osuus-%	79 %	78 %	75 %	73 %	69 %	66 %	63 %	58 %	50 %	43 %	40 %
Anturimyyntin osuus-%	21 %	22 %	23 %	25 %	27 %	30 %	30 %	29 %	28 %	27 %	28 %
HOMEn osuus-%	0 %	0 %	2 %	2 %	4 %	4 %	7 %	13 %	22 %	29 %	32 %
Liikevaihdon kasvu	22 %	22 %	20 %	26 %	15 %	15 %	15 %	19 %	19 %	19 %	11 %

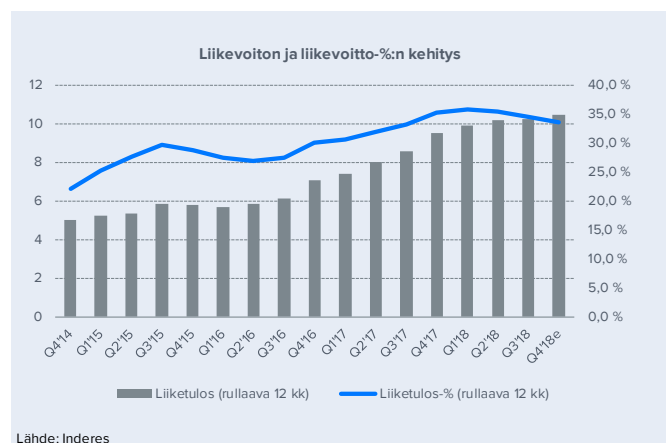
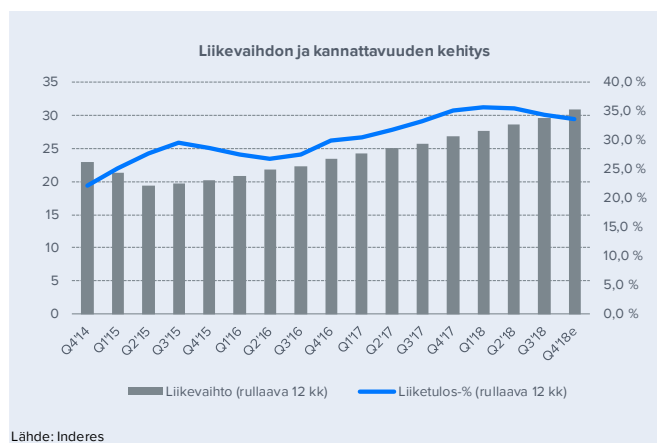
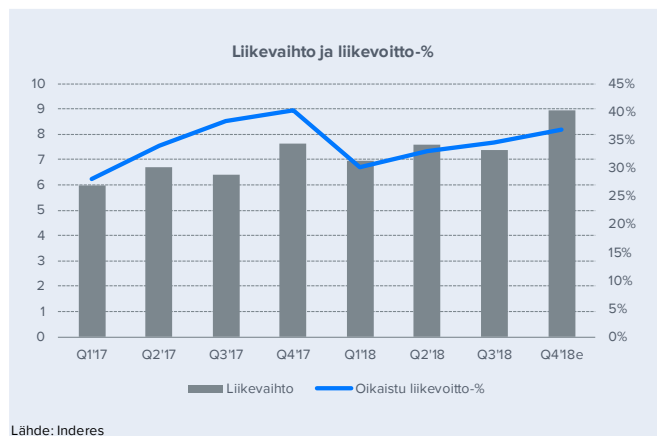
Lähde: toteutuneet luvut perustuvat Inderesin tekemiin arvioihin.

## Tuloslaskelma ja ennusteet vuosineljänneksittäin

Tuloskehitys kvartaalitasolla	2016	Q1'17	Q2'17	Q3'17	Q4'17	2017	Q1'18	Q2'18	Q3'18	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>7,4</b>	<b>8,9</b>	<b>30,9</b>	<b>37,4</b>	<b>46,5</b>
<i>Icare</i>	23,4	6,0	6,7	6,4	7,6	26,8	7,0	7,6	7,4	8,8	30,8	36,9	45,0
<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>2,6</b>	<b>2,7</b>	<b>3,4</b>	<b>10,9</b>	<b>14,0</b>	<b>18,8</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	-0,9	-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>2,5</b>	<b>2,5</b>	<b>3,3</b>	<b>10,4</b>	<b>13,1</b>	<b>17,8</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>2,5</b>	<b>2,5</b>	<b>3,3</b>	<b>10,4</b>	<b>13,1</b>	<b>17,8</b>
<i>Icare</i>	8,6	2,3	2,8	2,9	2,4	10,4	2,7	2,5	3,6	3,3	12,2	13,1	17,8
<i>Emoyhtiön kulut</i>	-1,6	-0,6	-0,5	-0,5	-0,7	-2,3	-0,7	0,0	-1,1	0,0	-1,7	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	0,0	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>2,6</b>	<b>2,5</b>	<b>3,3</b>	<b>10,5</b>	<b>13,1</b>	<b>17,8</b>
Verot	-1,5	-0,3	-0,5	-0,5	-0,1	-1,4	-0,5	-0,5	-0,5	-0,7	-2,1	-2,6	-3,7
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>2,0</b>	<b>2,6</b>	<b>8,3</b>	<b>10,4</b>	<b>14,1</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>0,08</b>	<b>0,11</b>	<b>0,35</b>	<b>0,44</b>	<b>0,59</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>0,07</b>	<b>0,09</b>	<b>0,08</b>	<b>0,11</b>	<b>0,35</b>	<b>0,44</b>	<b>0,59</b>

Tunnusluvut	2016	Q1'17	Q2'17	Q3'17	Q4'17	2017	Q1'18	Q2'18	Q3'18	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 %	14,8 %	16,9 %	15,3 %	21,3 %	24,2 %
<i>Oikaistun liikevoiton kasvu-%</i>	22,2 %	26,8 %	35,7 %	29,7 %	43,3 %	34,7 %	24,0 %	10,4 %	3,0 %	6,8 %	9,7 %	25,2 %	36,6 %
<i>Käyttökate-%</i>	33,0 %	31,5 %	36,9 %	41,5 %	41,6 %	38,1 %	32,2 %	34,3 %	36,2 %	38,3 %	35,5 %	37,3 %	40,5 %
<i>Oikaistu liikevoitto-%</i>	30,1 %	28,1 %	33,9 %	38,4 %	40,3 %	35,5 %	30,1 %	33,0 %	34,4 %	36,9 %	33,8 %	34,9 %	38,4 %
<i>Nettotulos-%</i>	24,0 %	23,5 %	26,5 %	30,1 %	22,7 %	25,6 %	23,6 %	26,9 %	27,5 %	29,5 %	27,0 %	27,9 %	30,3 %

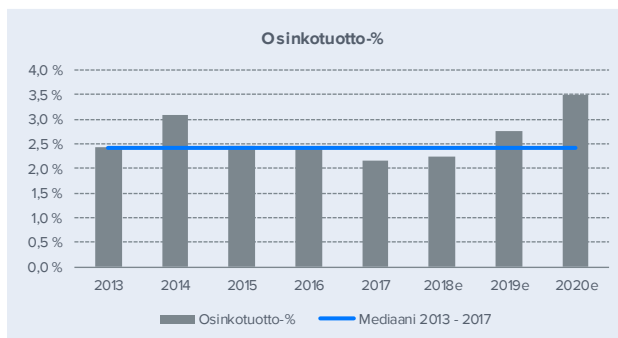
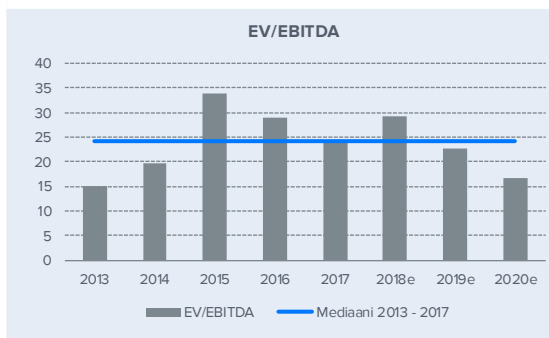
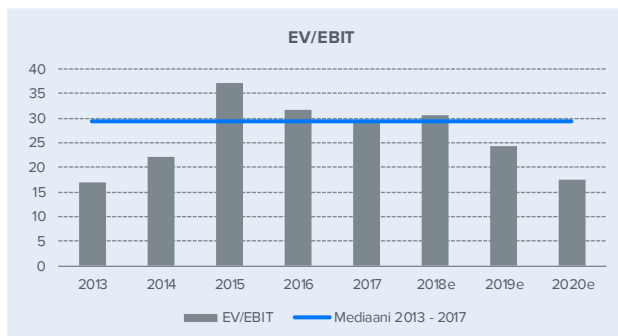
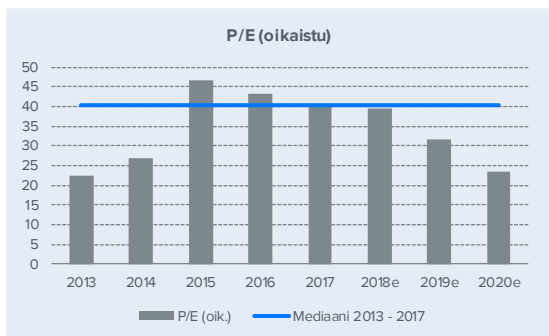
Lähde: Inderes



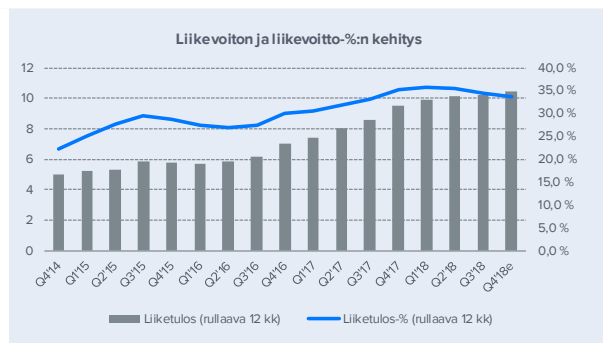
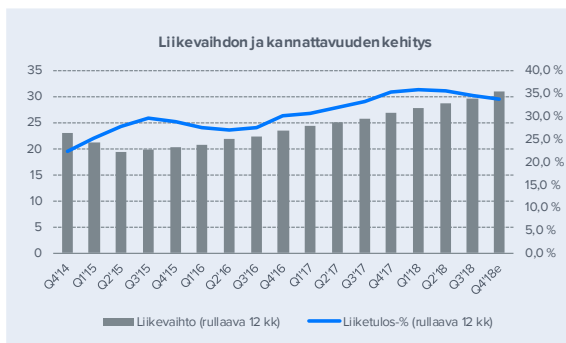
## Arvostus

Arvostustaso	2013	2014	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e	2021e
Osakekurssi	12,38	14,55	28,61	30,48	36,00	13,76	13,76	13,76	13,76
Markkina-arvo	97	116	228	243	287	329	329	329	329
Yritysarvo (EV)	95	112	214	224	279	319	316	312	306
P/E (oik.)	22,5	26,8	46,6	43,3	40,2	39,5	31,5	23,4	17,8
P/E	22,5	26,8	46,6	43,3	42,0	39,5	31,5	23,4	17,8
P/Kassavirta	18,9	49,5	27,9	52,7	39,8	37,9	33,0	24,8	18,9
P/B	6,5	9,4	14,7	15,4	18,0	18,2	15,6	12,6	9,9
P/S	3,8	5,0	11,3	10,4	10,7	10,7	8,8	7,1	5,7
EV/Liikevaihto	3,7	4,8	10,6	9,6	10,4	10,3	8,5	6,7	5,3
EV/EBITDA	14,9	19,7	34,0	29,0	24,1	29,2	22,7	16,6	12,5
EV/EBIT	16,9	22,2	37,1	31,8	29,4	30,6	24,2	17,5	13,1
Osinko/tulos (%)	54,5 %	83,0 %	114,0 %	105,1 %	90,9 %	88,9 %	87,1 %	81,6 %	80,0 %
Osinkotuotto-%	2,4 %	3,1 %	2,4 %	2,4 %	2,2 %	2,3 %	2,8 %	3,5 %	4,5 %

Lähde: Inderes



## Tulostrendi (rullaava 12 kk)

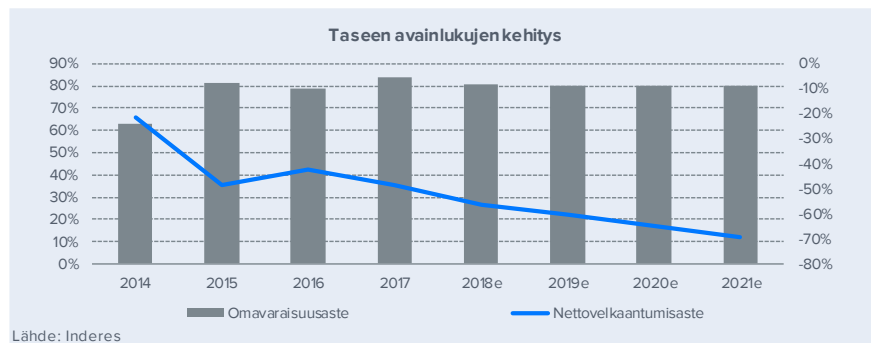


## Tase ja kassavirtalaskelma

### 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>17,0</b>	<b>21,0</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	4,0	4,9
Likvidit varat	8,3	7,1	8,0	10,3	12,8
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>18,5</b>	<b>19,0</b>	<b>19,0</b>	<b>22,4</b>	<b>26,4</b>

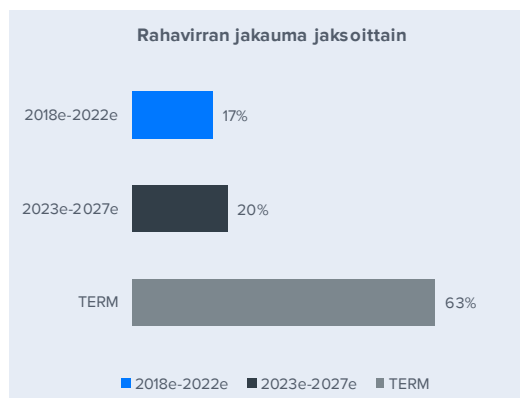
Vastattavaa (MEUR)	2015	2016	2017	2018e	2019e
<b>Oma pääoma</b>	<b>15,5</b>	<b>15,8</b>	<b>16,0</b>	<b>18,1</b>	<b>21,1</b>
Osakepääoma	5,3	5,3	5,3	5,3	5,3
Kertyneet voittovarot	2,8	3,1	3,3	5,4	8,4
Omat osakkeet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	7,4	7,4	7,4	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>4,3</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	4,3	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>22,4</b>	<b>26,4</b>



### DCF-laskelma

Kassavirtalaskelma (MEUR)	2017	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	TERM
<b>Liikevoitto</b>	<b>8,1</b>	<b>10,4</b>	<b>13,1</b>	<b>17,8</b>	<b>23,4</b>	<b>30,2</b>	<b>33,7</b>	<b>33,7</b>	<b>30,7</b>	<b>27,3</b>	<b>23,3</b>	
+ Kokonaispoistot	2,1	0,5	0,9	1,0	1,1	1,2	1,3	1,5	1,6	1,7	1,8	
- Maksetut verot	-2,0	-1,5	-2,6	-3,7	-4,9	-6,3	-7,1	-7,1	-6,4	-5,7	-4,9	
- 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	
- Käyttöomaimen muutos	-0,2	-0,1	-0,5	-0,7	-0,9	-0,7	-0,8	-0,6	-0,3	-0,3	-0,2	
<b>Operatiivinen kassavirta</b>	<b>8,0</b>	<b>9,3</b>	<b>10,8</b>	<b>14,3</b>	<b>18,6</b>	<b>24,4</b>	<b>27,2</b>	<b>27,5</b>	<b>25,6</b>	<b>23,1</b>	<b>20,1</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	-1,2	-1,3	-1,5	-2,2	-2,1	-2,0	-2,0	
<b>Vapaa operatiivinen kassavirta</b>	<b>7,2</b>	<b>8,7</b>	<b>10,0</b>	<b>13,3</b>	<b>17,4</b>	<b>23,0</b>	<b>25,7</b>	<b>25,3</b>	<b>23,5</b>	<b>21,1</b>	<b>18,1</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	8,7	10,0	13,3	17,4	23,0	25,7	25,3	23,5	21,1	18,1	421,6
Diskontattu vapaa kassavirta		8,6	9,2	11,5	14,1	17,4	18,2	16,8	14,6	12,3	9,8	229,3
<b>Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta</b>		<b>361,8</b>	<b>353,2</b>	<b>344,0</b>	<b>332,5</b>	<b>318,4</b>	<b>301,0</b>	<b>282,7</b>	<b>265,9</b>	<b>251,4</b>	<b>239,1</b>	<b>229,3</b>
<b>Velaton arvo DCF</b>		<b>361,8</b>										
- Korolliset velat		-0,3										
+ Rahavarat		8,0										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		-6,2										
<b>Oman pääoman arvo DCF</b>		<b>363,4</b>										
<b>Oman pääoman arvo DCF per osake</b>		<b>15,18</b>										

Pääoman kustannus (WACC)	
Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoitettu 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	30,9	37,4
EBITDA	6,3	7,7	10,2	10,9	14,0
EBITDA-marginaali (%)	31,2	33,0	38,1	35,5	37,3
EBIT	5,8	7,1	8,1	10,4	13,1
Voitto ennen veroja	5,9	7,1	8,3	10,5	13,1
Nettovoitto	6,8	5,6	6,8	8,3	10,4
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	22,4	26,4
Oma pääoma	15,1	15,0	16,0	18,1	21,1
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	10,9	14,0
Nettokäyttöpääoman muutos	2,9	-0,2	-0,2	-0,1	-0,5
Operatiivinen kassavirta	7,9	5,9	8,0	9,3	10,8
Vapaa kassavirta	8,2	4,6	7,2	8,7	10,0

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 käyttöön otettavia menetelmiä tunnistaa kansanterveydellisesti merkittäviä sairauksia jo niiden alkuvaiheessa. Revenion seulontateknologioiden 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	0,35	0,44
EPS oikaistu	0,61	0,70	0,90	0,35	0,44
Operat. kassavirta per osake	1,00	0,74	1,01	0,39	0,45
Tasearvo per osake	1,95	1,98	2,01	0,76	0,88
Osinko per osake	0,70	0,74	0,78	0,31	0,38
Voitonjako, %	114	105	91	89	87
Osinkotuotto, %	2,4	2,4	2,2	2,3	2,8

Tunnusluvut	2015	2016	2017	2018e	2019e
P/E	46,6	43,3	42,0	39,5	31,5
P/B	14,7	15,4	18,0	18,2	15,6
P/Liikevaihto	11,3	10,4	10,7	10,7	8,8
P/CF	28,7	41,0	35,7	35,4	30,5
EV/Liikevaihto	10,6	9,6	10,4	10,3	8,5
EV/EBITDA	34,0	29,0	27,4	29,2	22,7
EV/EBIT	37,1	31,8	34,5	30,6	24,2

Suurimmat omistajat	%-osakkeista
Joensuun Kauppa Ja Kone Oy	4,4 %
Gerako Oy	4,3 %
Evlä 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 €
26.10.2018	Lisää	14,50 €	13,76 €



## 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 suositukseen 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 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 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/>