

Heikkouksia on vaikea löytää

Nostamme Revenion tavoitehintaa 39,0 euroon (aik. 37,5 EUR) ja pidämme lisää-suosituksen ennallaan lievästi odotuksiamme paremman Q1-tuloksen jälkeen. Revenion sijoitustarina on HOME-tuotteen FDA-luvan jälkeen käytännössä virheetön ja siitä on vaikea löytää muita heikkouksia, kuin osakkeen arvostustaso, joka ei juurikaan anna tilaa negatiivisille yllätyksille. Vuoden 2017 aikana yhtiötä tukee voimakas tulokasvu ja HOME-tuotteen potentiaalista aletaan saada ensimmäisiä merkkejä, minkä takia emme vielä kääntyisi voittojen kotiuttamiseen korkeasta arvostuksesta huolimatta (2017e P/E 38x).

Q1:n 16 %:n kasvu osui ennusteisiin, tulosvipu tulee odotetusti läpi

Yhtiö mainitsi jälleen useita markkina-alueita Icaren kasvun ajureina. Anturimyynti kasvaa edelleen laitemyyntiä nopeammin ja sen kasvu oli 25 %. Lisäksi arvioimme yhtiön saaneen tukea nousevista keskihinnista laitekannan uusiutuessa ic100-tuotepereheeseen. Odotamme HOME-tuotteen ylösajon piristävän laitemyyntiä, jonka kasvu on ollut hidastumaan päin. Icare on saanut sekä ic100- että HOME-tuotteille alkuvuonna myyntilupia useilta tärkeiltä markkinoilta, mikä myös tukee laitemyyntiä. Revenion liikevoitto Q1:llä kasvoi 27 % ja oli 1,7 MEUR ylittäen lievästi ennusteemme 1,6 MEUR. Yhtiön kulumakentteen kasvu on tasoittunut viime vuoden jälkeen, minkä takia tulosvipu tulee nyt odotustemme mukaisesti läpi.

HOME-myyntin ylösajosta saadaan merkkejä loppuvuoden aikana

Yhtiö ohjeistaa edelleen liikevaihdon kasvun jatkuvan vahvana ja kannattavuuden odotetaan säilyvän hyvällä tasolla kasvupanostuksista huolimatta. Yhtiö arvioi lisäksi näkymissään HOME-tuotteen myyntiluvan vaikuttavan Yhdysvaltojen myyntiin positiivisesti loppuvuotta kohden. Vielä on kuitenkin vaikea arvioida, kuinka nopeasti myynti lähtee vetämään. Todennäköisesti alkuvaiheessa tuotetta toimitetaan vielä pieniä erinä testikäyttöön ja todellinen potentiaali nähdään vasta sitten, kun silmääläkärit alkavat tilata useiden laitteiden erinä potilaiden lainakiertoa varten. Arvioimme yhä Revenion pystyvän tänä ja ensi vuonna vahvaan tulokasvuun, kun kasvupanostusten kasvuvauhti tasaantuu ja liikevaihdon kasvu jatkuu. Eps-kasvu on tänä ja ensi vuonna lähes 40 %:n tasolla ennusteessamme.

Virheetön sijoitustarina

HOME-tuotteen myyntiluvan jälkeen Revenion osakkeen epävarmuustekijät ovat pienentyneet, mikä on heijastunut positiivisesti hinnoitteluun. Revenion osakkeessa yhdistyvät defensiivinen liiketoiminta, vahva kilpailusuoja, vahva kassavirta ja osinko, skaalautuva ja erittäin kannattava liiketoimintamalli sekä edelleen voimakas kasvupotentiaali nykyisissä ja uusissa tuotteissa (HOME). Siten osakkeen hyväksyttävä arvostustaso on ymmärrettävästi kohonnut korkealle tasolle, vaikka nykytasolla aletaan olla jo kipurajoilla. Ennusteillamme Revenion tämän ja ensi vuoden P/E-luvut ovat korkeat 38x ja 28x. Osake tarjoaa noin 3%:n osinkotuottoa osinkovirran ollessa nouseva. Vertailuryhmän korkean arvostuksen (2017e mediaani P/E 26x) valossa Revenion hinnoittelu on kuitenkin vielä kohtalainen, kun huomioidaan yhtiön tulokasvunäkymät ja -potentiaali erityisesti HOME-luvan saamisen jälkeen.

Analyytikko

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



Suositus

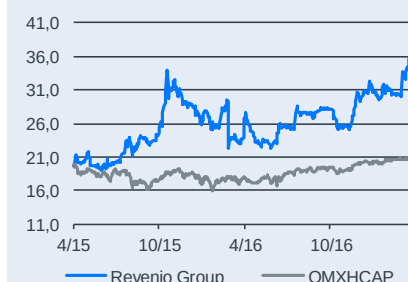
Lisää



Edellinen: Lisää

Tavoitehintaa 39,00 EUR

Edellinen: 37,50



Lähde: Bloomberg

Edellisen päätös

36,94 EUR

12 kk vaihteluväli

22,2-37,98 EUR

Potentiaali

5,6 %

Katso talousjohtajan videohaastattelu



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)	%
2015	20	5,8	28,5 %	5,9	0,61	0,70	10,6	34,0	37,1	46,6	2,4 %
2016	23	7,1	30,1 %	7,1	0,70	0,74	9,6	29,0	31,8	43,3	2,4 %
2017e	28	9,7	34,2 %	9,7	0,97	0,95	10,0	27,1	29,3	37,9	2,6 %
2018e	35	13,5	38,6 %	13,5	1,34	1,17	8,0	19,6	20,8	27,5	3,2 %
2019e	41	15,7	38,7 %	15,7	1,56	1,40	6,8	16,7	17,7	23,7	3,8 %
Markkina-arvo, MEUR			295	OPO / osake 2017e, EUR			2,22	CAGR EPS, 2016-2019, %			30 %
Nettovelka 2017e, MEUR			-10	P/B 2017e			16,7	CAGR kasvu, 2016-2019, %			20 %
Yritysarvo (EV), MEUR			284	Nettovelkaisuusaste 2017e, %			-58,2 %	ROE 2017e, %			46,5 %
Taseen koko 2017e, MEUR			22	Omavaraisuusaste 2017e, %			80,6 %	ROCE 2017e, %			58,0 %

Yllätyksetön Q1

Vakaata kasvua

Revenion Q1-liikevaihto kasvoi 16 % ja oli 6,0 MEUR osuen täysin ennusteeseemme. Yhtiö mainitsi jälleen useita markkina-alueita Icaren kasvun ajureina. Anturimyynti kasvaa edelleen laitemyyntiä nopeammin ja sen kasvu oli 25 %. Icaren anturimyynti seuraa viiveellä laitemyynnin kasvua. Lisäksi arvioimme yhtiön saaneen tukea nousevista keskihinoista laitekannan uusiutuessa ic100-tuoteperheeseen. Icaren laitteiden volyymien kasvu on siten edelleen selvästi liikevaihdon kasvua hitaampaa, mikä pidemmässä juoksussa indikoi liikevaihdon kasvun hidastumista. HOME-tuotteen ylösajon pitäisi kuitenkin jälleen pirstää laitemyyntiä.

Revenion liikevoitto Q1:llä kasvoi 27 % ja oli 1,7 MEUR ylittäen lievästi ennusteemme 1,6 MEUR. Osakekohtainen tulos 0,18 euroa oli myös hieman 0,16 euron ennustettamme parempi. Yhtiön kulurakenteen kasvu on tasoittunut viime vuoden jälkeen, minkä takia tulospipu tulee nyt odotustemme mukaisesti läpi. Henkilöstökulut olivat ennallaan, mutta uusiin tuoteaihiin ja tuotekehitykseen liittyvät kasvupanostukset näkyvät lähinnä muiden kulujen kasvuna. Revenio ei aktivoi Icaren tuotekehitystä, mutta muilla tuotealueilla osaa kehityksestä aktivoidaan.

Raportointisegmenteistä Terveysteknologian liiketulos oli jopa 2,3 MEUR ja EBIT-marginaali 38 % (Q1'16: 1,6 MEUR), mutta konsernikulut kasvoivat 0,6 MEUR:oon (Q1'16: 0,3 MEUR). Taustalla on kuitenkin kirjanpidollinen muutos. Icaren kannattavuutta teknisesti parantaa se, että johtoportaan muutosten takia osa Terveysteknologia -segmentin kuluista on siirtynyt konsernikuluihin.

Yhtiö mainitsi edelleen Oscaren ylösajon olevan haastavaa, mutta ainakaan tuloksen vähemmistöosuus-rivin perusteella Oscare ei tuota merkittäviä tappioita. Oscaren painoarvo Revenion arvomuodostuksessa on käytännössä olematon, ja emme näe sen haasteilla olevan vaikutusta osakkeeseen.

Alkuvuonna saatiin useita tärkeitä myyntilupia

Yhtiö mainitsi raportissa saaneensa alkuvuonna monia merkittäviä myyntilupia. Ventican CE-merkki ja HOME-tuotteen FDA-lupa olivat jo tiedossa, mutta lisäksi yhtiö mainitsi HOME:n ja ic100:n Venäjän luvat sekä ic100:n Taiwanin luvan. Lisäksi ic100:n tuoterekisteröinnit ovat käynnissä Japanissa ja Koreassa, jotka ovat Icarelle tärkeitä markkinoita. Yhtiö tuo ic100:n pohjalta myös uuden silmänpainemittarin eläinlääkärikäyttöön.

Ennustetaulukko	Q1'16	Q1'17	Q1'17e	Q1'17e	Konsensus	Erotus (%)	2017e
MEUR / EUR	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Tot. vs. Inderes
Liikevaihto	5,2	6,0	6,0				0 %
Liikevoitto	1,3	1,7	1,6				6 %
Tulos ennen veroja	1,3	1,7	1,6				7 %
EPS (oikaistu)	0,12	0,18	0,16				11 %
Osinko/osake							0,95
Liikevaihdon kasvu-%	-	16,3 %	16,1 %				0,3 %-yks.
Liikevoitto-% (oikaistu)	25,8 %	28,1 %	26,6 %				1,5 %-yks.

Lähde: Inderes

Ennustemuutokset

Tämän ja ensi vuoden eps-kasvu noin 40 %

Yhtiö ohjeistaa edelleen liikevaihdon kasvun jatkuvan vahvana ja kannattavuuden odotetaan säilyvän hyvällä tasolla kasvupanostuksista huolimatta. Ohjeistus on epämääräinen eikä anna tukea ennusteille, mutta Revenion vakaan liiketoiminnan ansiosta ennustettavuus pysyy jatkossakin hyvänä.

Yhtiö kuitenkin arvioi näkymissään HOME -silmäpainemittarin myyntiluvan vaikuttavan Yhdysvaltojen myyntiin positiivisesti loppuvuotta kohden. Käsityksemme mukaan yhtiön sisällä HOME:n myynnin starttiin liittyy optimismia, mutta myös yhtiön itse on vaikea vielä arvioida, kuinka nopeasti myynti lähtee vetämään. Todennäköisesti alkuvaiheessa tuotetta toimitetaan vielä pieniä erä testikäyttöön ja todellinen potentiaali nähdään vasta sitten, kun silmääläkärin alkavat tilata useiden laitteiden erä potilaiden lainakiertoa varten. Käsityksemme mukaan markkinalla on jo valmista asiakaskuntaa, joka on odottanut myyntilupaa.

Lähipuosien ennusteemme nousivat muutamalla prosentilla lähinnä kulurakenteeseen tulleiden muutosten myötä. Arvioimme edelleen yhtiön pystyvän tänä ja ensi vuonna vahvaan tulokasvuun, kun yhtiön kasvupanostusten kasvuvauhti tasaantuu ja liikevaihdon kasvu jatkuu. Arvioimme liikevaihdon kasvavan tänä vuonna 21 % 28,4 MEUR:oon ja liiketuloksen nousevan 9,7 MEUR:oon (2016: 7,1 MEUR). Ensi vuonna arvioimme liikevaihdon kasvun kiihtyvän 23 %:iin HOME-tuotteen ylösajon myötä ja kannattavuuden parantuvan liikevaihdon skaalautuvuuden ansiosta (EBIT 2018e: 13,5 MEUR).

Emme ole lähipuosien (2017-2018) ennusteissamme vielä huomioineet muiden kuin Icaren myyntiä. Revenion kehityshankkeet ovat luonteeltaan optioita osakkeessa ja toisaalta panostukset uusiin innovaatioihin turvaavat yhtiön liiketoiminnan jatkuvuutta pitkällä aikavälillä. Revenion arvomuodostus perustuu vahvasti Icaren arvoon näkemyksemme mukaan.

Ennustemuutokset	2017e	2017e	Muutos	2018e	2018e	Muutos	2019e	2019e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	28	28	0 %	35	35	0 %	40	41	1 %
Käyttökate	10,3	10,5	2 %	14,2	14,4	1 %	15,9	16,7	5 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	9,5	9,7	2 %	13,3	13,5	2 %	14,9	15,7	5 %
Liikevoitto	9,5	9,7	2 %	13,3	13,5	2 %	14,9	15,7	5 %
Tulos ennen veroja	9,5	9,7	2 %	13,3	13,5	2 %	14,9	15,7	5 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,95	0,97	3 %	1,32	1,34	2 %	1,48	1,56	5 %
Osakekohtainen osinko	0,95	0,95	0 %	1,15	1,17	2 %	1,40	1,40	0 %

Lähde: Inderes

Icare-ennuste

Icare perusmallit (TA-01, ic100 VET, PRO)	2012	2013	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e
Laitemyynti kpl	5 250	6 000	6 700	7 200	7 850	8 792	9 847	11 029	12 352	13 587	14 267
Keskiahinta	1650	1750	1750	1950	2000	2050	2050	1886	1697	1528	1375
Liikevaihto - laitteet MEUR	8,7	10,5	11,7	14,0	15,7	18,0	20,2	20,8	21,0	20,8	19,6
Laitekanta / perusmallit	30 000	35 100	40 747	46 725	53 173	60 370	68 406	77 382	87 413	98 378	109 693
Laitekannan poistuma		3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %

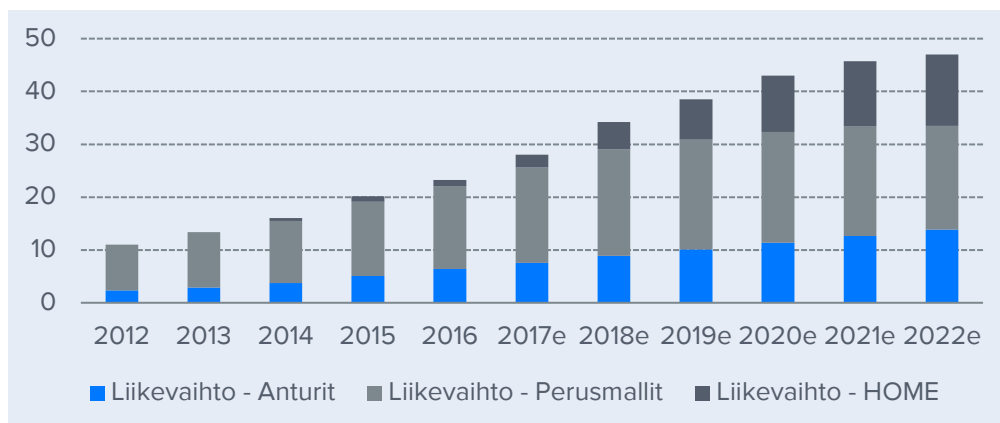
Icare HOME	2012	2013	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e
Laitemyynti kpl			520	950	1 000	1 700	3 400	5 100	7 140	8 211	9 032
Keskiahinta			1100	1100	1100	1450	1500	1500	1500	1500	1500
Liikevaihto - laitteet MEUR			0,6	1,0	1,1	2,5	5,1	7,7	10,7	12,3	13,5
Laitekanta / HOME			520	1 465	2 436	4 062	7 300	12 035	18 573	25 856	33 595
Laitekannan poistuma			0,0 %	1,0 %	2,0 %	3,0 %	4,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %

Anturimyynti	2012	2013	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e
Laitekanta yhteensä	30000	35100	41267	48189	55608	64432	75706	89417	105986	124233	143288
Anturimyynti per laite	167	175	193	205	225	235	245	245	245	245	245
Anturin keskihinta EUR	0,47	0,47	0,47	0,52	0,51	0,50	0,48	0,46	0,44	0,42	0,39
Anturimyynti milj. kpl	5,0	6,1	8,0	9,9	12,5	15,1	18,5	21,9	26,0	30,4	35,1
Liikevaihto - anturit MEUR	2,4	2,9	3,7	5,1	6,4	7,6	8,9	10,1	11,3	12,6	13,8

Icare yhteensä	2012	2013	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e
Liikevaihto - Perusmallit	8,7	10,5	11,7	14,0	15,7	18,0	20,2	20,8	21,0	20,8	19,6
Liikevaihto - HOME	0,0	0,0	0,6	1,0	1,1	2,5	5,1	7,7	10,7	12,3	13,5
Liikevaihto - Anturit	2,4	2,9	3,7	5,1	6,4	7,6	8,9	10,1	11,3	12,6	13,8
Icare liikevaihto yht.	11,0	13,4	16,0	20,2	23,2	28,1	34,2	38,5	43,0	45,7	47,0

Tunnusluvut	2012	2013	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e
Peruslaitteevolymin kasvu-%	-	14 %	12 %	7 %	9 %	12 %	12 %	12 %	12 %	10 %	5 %
HOMEn volyymin kasvu-%	-	-	-	83 %	5 %	70 %	100 %	50 %	40 %	15 %	10 %
Anturimyyntin kasvu-% (EUR)	-	23 %	30 %	36 %	26 %	18 %	18 %	13 %	13 %	11 %	10 %
Peruslaittemyyntin osuus-%	79 %	78 %	73 %	70 %	68 %	64 %	59 %	54 %	49 %	45 %	42 %
Anturimyyntin osuus-%	21 %	22 %	23 %	25 %	28 %	27 %	26 %	26 %	26 %	28 %	29 %
HOMEn osuus-%	0 %	0 %	4 %	5 %	5 %	9 %	15 %	20 %	25 %	27 %	29 %
Liikevaihdon kasvu	22 %	22 %	20 %	26 %	15 %	21 %	22 %	13 %	12 %	6 %	3 %

Lähde: toteutuneet luvut perustuvat Inderesin tekemiin arvioihin.



Arvostustaso

Kertoimet korkeita, mutta tulokasvu painaa niitä nopeasti alas

Ennusteillamme Revenion tämän ja ensi vuoden P/E-luvut ovat korkeat 38x ja 28x. Vastaavat EV/EBIT-kertoimet ovat 29x ja 21x. Osake tarjoaa noin 3%:n osinkotuottoa osinkovirran ollessa nouseva yhtiön tulokasvun mukana, sillä yhtiö pystyy jakamaan koko tuloksen osinkoina. Revenion arvostusta tarkasteltaessa yhtiön ensi vuoden P/E-kerroin on vain 15 %:n preemiolla kansainvälisiin medikaalilaittevalmistajiin nähden. Vertailuryhmän korkean arvostuksen valossa Revenion hinnoittelu on siten vielä kohtalainen, kun huomioidaan Revenion tulokasvunäkymät ja -potentiaali erityisesti HOME-luvan saamisen jälkeen.

Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%	
		MEUR	MEUR	2017e	2018e	2017e	2018e	2017e	2018e	2017e	2018e	2017e	2018e
Cooper Cos. Inc.	198,83	9058	10304	20,4	17,9	16,3	14,8	5,2	4,8	21,4	19,1	0,0	0,0
Ametek	54,40	11568	13085	15,3	13,9	13,0	11,8	3,4	3,1	22,1	20,2	0,7	0,7
Halma Plc	12,13	4668	4929	20,6	18,5	17,8	16,0	4,2	3,9	26,2	24,0	1,3	1,4
Topcon corp.	16,42	1662	2086			15,4	14,3	2,0	1,9	46,1	33,6	0,9	0,9
Medtronic	80,34	102669	122089	15,7	14,8	14,1	13,1	4,4	4,2	17,5	16,1	2,1	2,3
Essilor International	114,75	24878	27337	18,2	17,4	13,9	13,5	3,2	3,2	27,2	24,6	1,4	1,5
Carl Zeiss Meditec	41,94	3819	3897	17,9	16,3	16,0	14,6	2,7	2,5	30,9	28,4	1,2	1,2
Revenio Group (Inderes)	36,94	295	284	29,3	20,8	27,1	19,6	10,0	8,0	37,9	27,5	2,6	3,2
Keskiarvo				18,0	16,5	15,2	14,0	3,6	3,4	27,3	23,7	1,1	1,2
Mediaani				18,1	16,8	15,4	14,3	3,4	3,2	26,2	24,0	1,2	1,2
Erotus-% vrt. mediaani				62 %	23 %	75 %	37 %	199 %	155 %	45 %	15 %	122 %	157 %

Lähde: Reuters / Inderes.

Tuloslaskelma ja ennusteet vuosineljänneksittäin

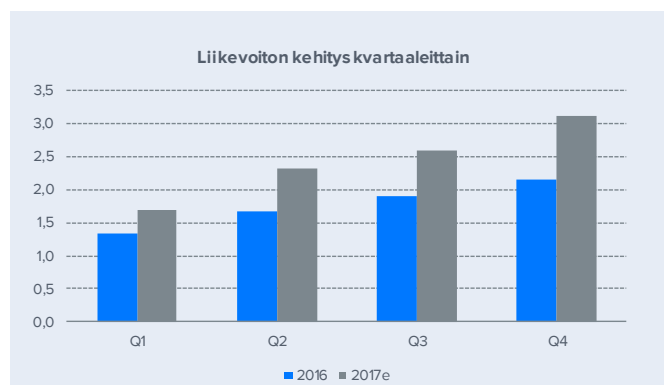
Tuloskehitys kvartaalitasolla	2015	Q1'16	Q2'16	Q3'16	Q4'16	2016	Q1'17	Q2'17e	Q3'17e	Q4'17e	2017e	2018e	2019e
Liikevaihto	20,2	5,2	5,8	5,8	6,6	23,4	6,0	6,9	7,2	8,2	28,4	35,1	40,7
<i>Terveysteknologia</i>	20,2	5,2	5,8	5,8	6,6	23,4	6,0	6,9	7,2	8,2	28,4	35,1	40,7
Käyttökate	6,3	1,5	1,9	2,1	2,3	7,7	1,9	2,5	2,8	3,3	10,5	14,4	16,7
Poistot ja arvonalennukset	-0,5	-0,2	-0,2	-0,2	-0,1	-0,7	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,8	-0,8	-0,9
Liikevoitto ilman kertaeriä	5,8	1,3	1,7	1,9	2,2	7,1	1,7	2,3	2,6	3,1	9,7	13,5	15,7
Liikevoitto	5,8	1,3	1,7	1,9	2,2	7,1	1,7	2,3	2,6	3,1	9,7	13,5	15,7
<i>Terveysteknologia</i>	7,4	1,6	2,1	2,3	2,6	8,6	2,3	2,9	3,1	3,7	12,0	15,2	17,5
<i>Emoyhtiön kulut</i>	-1,7	-0,3	-0,4	-0,4	-0,5	-1,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-2,3	-1,7	-1,8
Nettorahoituskulut	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Tulos ennen veroja	5,9	1,3	1,7	1,9	2,2	7,1	1,7	2,3	2,6	3,1	9,7	13,5	15,7
Verot	-1,3	-0,4	-0,3	-0,3	-0,5	-1,5	-0,3	-0,5	-0,5	-0,6	-1,9	-2,8	-3,3
Vähemmistöosuudet	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	4,9	0,9	1,4	1,6	1,7	5,6	1,4	1,8	2,0	2,5	7,8	10,7	12,4
EPS (oikaistu)	0,61	0,12	0,18	0,20	0,21	0,70	0,18	0,23	0,26	0,31	0,97	1,34	1,56
EPS (raportoitu)	0,62	0,12	0,18	0,20	0,21	0,70	0,18	0,23	0,26	0,31	0,97	1,34	1,56

Tunnusluvut	2015	Q1'16	Q2'16	Q3'16	Q4'16	2016	Q1'17	Q2'17e	Q3'17e	Q4'17e	2017e	2018e	2019e
<i>Liikevaihdon kasvu-%</i>	-12,1 %	12,9 %	19,7 %	8,7 %	21,3 %	15,7 %	16,3 %	18,7 %	25,0 %	24,0 %	21,2 %	23,5 %	16,0 %
<i>Oikaistun liikevoiton kasvu-%</i>	14,8 %	-5,7 %	10,1 %	18,4 %	73,9 %	22,2 %	26,8 %	38,7 %	35,7 %	44,8 %	37,5 %	39,6 %	16,1 %
<i>Käyttökate-%</i>	31,2 %	28,9 %	32,2 %	36,3 %	34,2 %	33,0 %	31,5 %	36,4 %	38,5 %	40,2 %	37,0 %	41,0 %	41,0 %
<i>Oikaistu liikevoitto-%</i>	28,5 %	25,8 %	28,7 %	32,9 %	32,4 %	30,1 %	28,1 %	33,6 %	35,7 %	37,8 %	34,2 %	38,6 %	38,7 %
<i>Nettotulos-%</i>	24,2 %	18,0 %	24,1 %	28,2 %	24,8 %	24,0 %	23,5 %	26,7 %	28,4 %	30,1 %	27,4 %	30,5 %	30,6 %

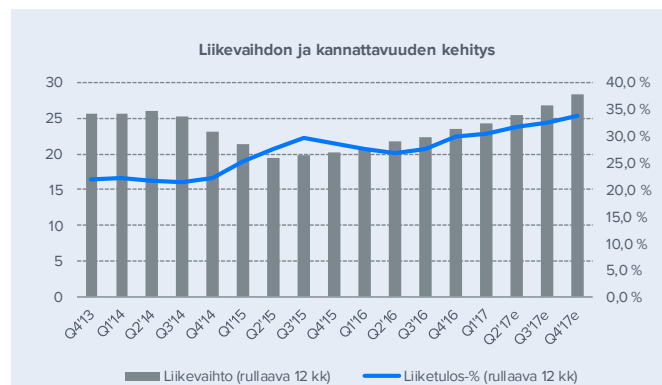
Lähde: Inderes



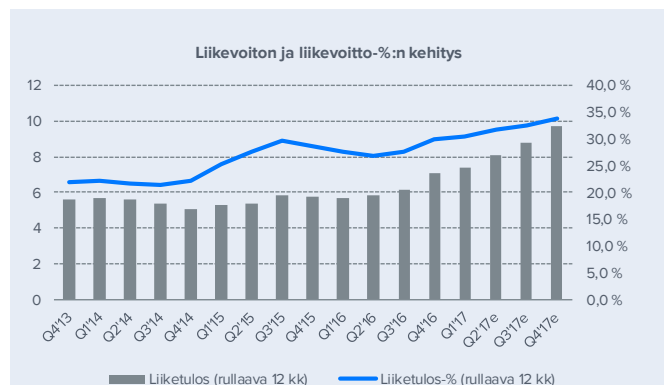
Lähde: Inderes



Lähde: Inderes



Lähde: Inderes

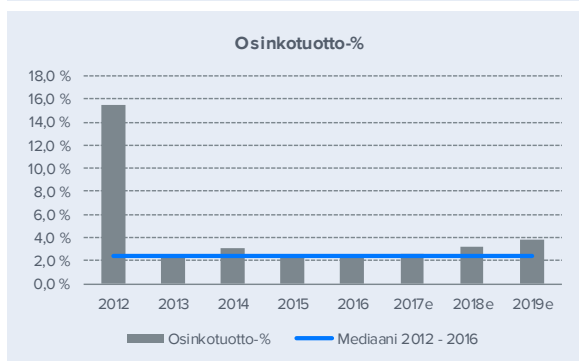
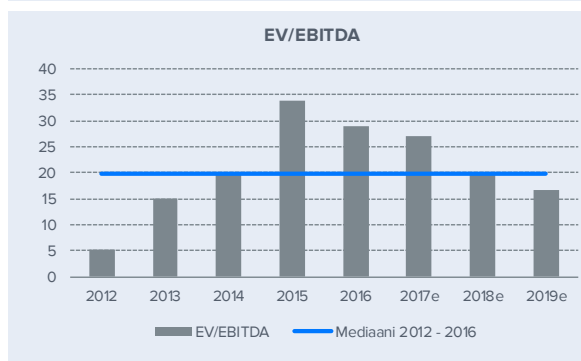
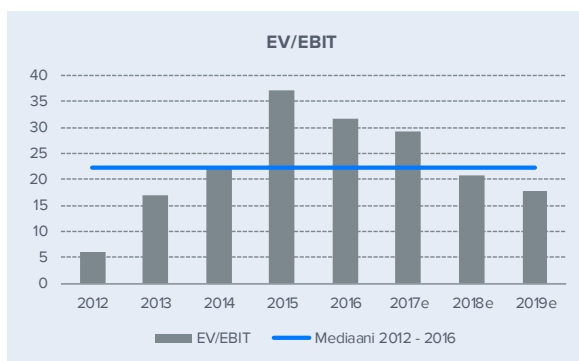
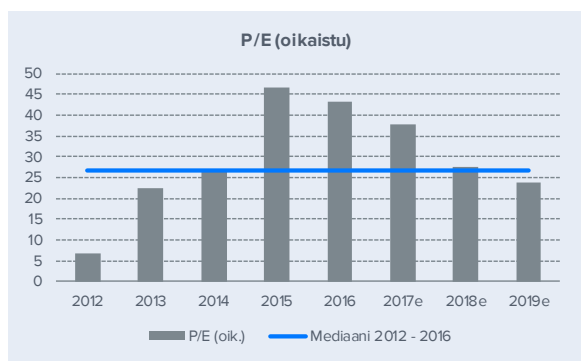


Lähde: Inderes

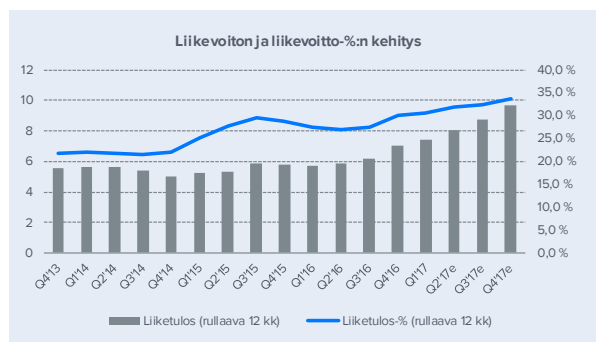
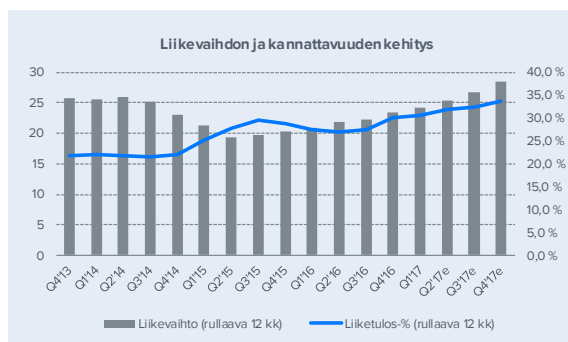
Arvostus

Arvostustaso	2012	2013	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e
Osakekurssi	0,40	12,38	14,55	28,61	30,48	36,94	36,94	36,94
Markkina-arvo	31	97	116	228	243	295	295	295
Yritysarvo (EV)	29	95	112	214	224	284	281	278
P/E (oik.)	6,7	22,5	26,8	46,6	43,3	37,9	27,5	23,7
P/E	6,7	22,5	26,8	46,6	43,3	37,9	27,5	23,7
P/Kassavirta	-107,5	18,9	49,5	27,9	52,7	32,5	27,9	23,8
P/B	2,1	6,5	9,4	14,7	15,4	16,7	14,2	12,3
P/S	1,2	3,8	5,0	11,3	10,4	10,4	8,4	7,2
EV/Liikevaihto	1,2	3,7	4,8	10,6	9,6	10,0	8,0	6,8
EV/EBITDA	5,2	14,9	19,7	34,0	29,0	27,1	19,6	16,7
EV/EBIT	6,0	16,9	22,2	37,1	31,8	29,3	20,8	17,7
Osinko/tulos (%)	104,5 %	54,5 %	83,0 %	114,0 %	105,1 %	97,4 %	87,2 %	89,9 %
Osinkotuotto-%	15,5 %	2,4 %	3,1 %	2,4 %	2,4 %	2,6 %	3,2 %	3,8 %

Lähde: Inderes



Tulostrendi (rullaava 12 kk)

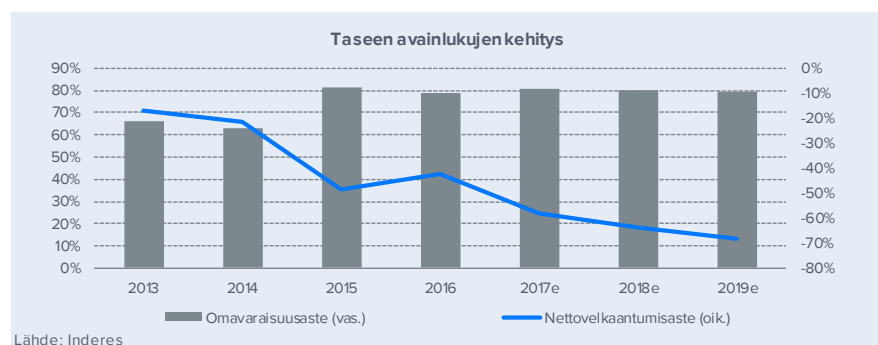


Tase ja kassavirtalaskelma

Tase

Vastaavaa (MEUR)	2014	2015	2016	2017e	2018e
Pysyvät vastaavat	4,7	5,8	6,6	6,3	6,1
Liikearvo	1,1	1,2	1,2	1,2	1,2
Aineettomat oikeudet	2,8	3,7	4,2	4,0	3,7
Käyttöomaisuus	0,6	0,7	0,9	0,8	1,0
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	0,2	0,3	0,3	0,3
Vaihtuvat vastaavat	14,6	12,7	12,4	15,7	19,9
Varastot	1,3	1,8	2,3	1,7	2,1
Muut lyhytaikaiset varat	6,9	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	2,3	2,6	3,1	3,7	4,6
Likvidit varat	4,1	8,3	7,1	10,3	13,3
Taseen loppusumma	19,3	18,5	19,0	21,9	26,1

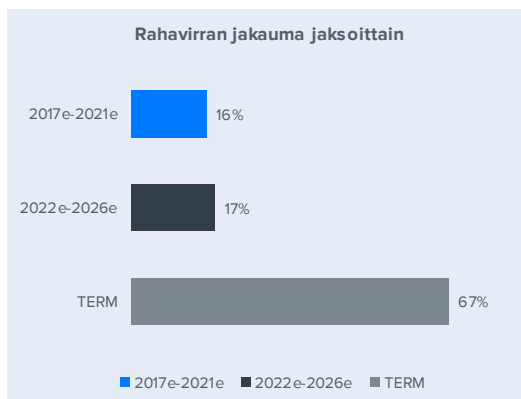
Vastattavaa (MEUR)	2014	2015	2016	2017e	2018e
Oma pääoma	12,3	15,5	15,8	17,7	20,8
Osakepääoma	5,3	5,3	5,3	5,3	5,3
Kertyneet voittovarot	-0,6	2,8	3,1	5,0	8,1
Omat osakkeet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	7,6	7,4	7,4	7,4	7,4
Vähemmistöosuus	-0,2	-0,5	-0,8	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	0,9	0,5	0,7	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	0,9	0,5	0,7	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	6,3	2,9	3,2	4,3	5,3
Lainat rahoituslaitoksilta	0,6	0,4	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	1,9	2,5	3,2	4,3	5,3
Muut lyhytaikaiset velat	3,8	0,0	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	19,3	18,5	19,0	21,9	26,1



DCF-laskelma

Kassavirtalaskelma (MEUR)	2016	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	TERM
Liikevoitto	7,1	9,7	13,5	15,7	16,8	18,7	20,9	23,4	25,3	23,6	24,1	
+ Kokonaispoistot	0,7	0,8	0,8	0,9	1,1	1,1	1,1	1,2	1,3	1,4	1,5	
- Maksetut verot	-1,6	-1,9	-2,8	-3,3	-3,5	-3,9	-4,4	-4,9	-5,3	-5,0	-5,1	
- 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	1,0	-0,3	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,3	-0,2	-0,1	-0,1	
Operatiivinen kassavirta	5,9	9,6	11,3	13,1	14,1	15,6	17,4	19,4	21,1	19,9	20,5	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-1,3	-0,5	-0,7	-0,7	-0,9	-1,0	-1,1	-1,2	-1,9	-1,6	-1,6	
Vapaa operatiivinen kassavirta	4,6	9,1	10,6	12,4	13,2	14,6	16,3	18,2	19,2	18,3	18,9	
+/- 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	4,6	9,1	10,6	12,4	13,2	14,6	16,3	18,2	19,2	18,3	18,9	396,3
Diskontattu vapaa kassavirta		8,7	9,4	10,4	10,3	10,7	11,2	11,7	11,5	10,3	9,9	208,3
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		312,4	303,7	294,3	283,9	273,6	262,9	251,7	240,0	228,5	218,2	208,3
Velaton arvo DCF		312,4										
- Korolliset velat			-0,7									
+ Rahavarat			7,1									
-Vähemmistöosuus			0,0									
-Osinko/pääomapalautus			-5,9									
Oman pääoman arvo DCF			312,9									
Oman pääoman arvo DCF per osake			39,21									

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 %
Riskiton korko	3,0 %
Oman pääoman kustannus	7,3 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	6,9 %



Tiivistelmä

Tuloslaskelma	2014	2015	2016	2017e	2018e
Liikevaihto	23,0	20,2	23,4	28,4	35,1
EBITDA	5,6	6,3	7,7	10,5	14,4
EBITDA-marginaali (%)	24,5	31,2	33,0	37,0	41,0
EBIT	5,0	5,8	7,1	9,7	13,5
Voitto ennen veroja	5,2	5,9	7,1	9,7	13,5
Nettovoitto	-0,5	6,8	5,6	7,8	10,7
Kertaluontoiset erät	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

Tase	2014	2015	2016	2017e	2018e
Taseen loppusumma	19,3	18,5	19,0	21,9	26,1
Oma pääoma	12,1	15,1	15,0	17,7	20,8
Liikearvo	1,1	1,2	1,2	1,2	1,2
Korolliset velat	1,5	0,9	0,7	0,0	0,0

Kassavirta	2014	2015	2016	2017e	2018e
EBITDA	5,6	6,3	7,7	10,5	14,4
Nettokäyttöpääoman muutos	-3,2	2,9	-0,2	1,0	-0,3
Operatiivinen kassavirta	1,8	7,9	5,9	9,6	11,3
Vapaa kassavirta	2,3	8,2	4,6	9,1	10,6

Yhtiökuvaus
Revenion liiketoiminnan muodostaa Icare Finland Oy:n harjoittama liiketoiminta ja osa konsernin emoyhtiön toiminnoista.
Lisäksi Revenio-konserni omistaa 53 %:n osuuden osteoporoosin seuloon, seurantaan ja diagnoosiin erikoistuneesta Oscare Medical Oy:stä.
Konsernin kasvun mahdollisuudet nähdään Terveysteknologia-segmentissä, johon ollaan panostamassa voimakkaasti. Nykytuotteista laajalti patentoitu Icare-tuoteperhe on konsernin menestyksen kulmakivi. Revenio tavoittelee terveysteknologiassa voimakasta kasvua orgaanisesti ja yritysjärjestelyiden kautta.

Osakekohtaiset luvut	2014	2015	2016	2017e	2018e
EPS	0,54	0,61	0,70	0,97	1,34
EPS oikaistu	0,54	0,61	0,70	0,97	1,34
Operat. kassavirta per osak	0,23	1,00	0,74	1,20	1,41
Tasearvo per osake	1,54	1,95	1,98	2,22	2,61
Osinko per osake	0,45	0,70	0,74	0,95	1,17
Voitonjako, %	83	114	105	97	87
Osinkotuotto, %	3,1	2,4	2,4	2,6	3,2

Tunnusluvut	2014	2015	2016	2017e	2018e
P/E	26,8	46,6	43,3	37,9	27,5
P/B	9,4	14,7	15,4	16,7	14,2
P/Liikevaihto	5,0	11,3	10,4	10,4	8,4
P/CF	63,7	28,7	41,0	30,8	26,2
EV/Liikevaihto	4,8	10,6	9,6	10,0	8,0
EV/EBITDA	19,7	34,0	29,0	27,1	19,6
EV/EBIT	22,2	37,1	31,8	29,3	20,8

Suurimmat omistajat	%-osakkeista
Joensuun Kauppa Ja Kone Oy	7,5 %
Merivirta Jyri	6,3 %
Gera ko Oy	4,3 %
Sijoitusrahasto Evli Suomi Pienyhtiöt	4,2 %
Keskinäinen Eläkevakuutusyhtiö Etera	3,3 %

Suositus historia

Päivämäärä	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
5.8.2014	Lisää	16,50 €	14,81 €
22.10.2014	Lisää	16,20 €	13,96 €
16.12.2014	Osta	18,20 €	14,11 €
13.2.2015	Lisää	20,00 €	18,00 €
16.3.2015	Vähennä	21,00 €	23,15 €
27.4.2015	Lisää	23,00 €	21,41 €
11.8.2015	Lisää	25,00 €	23,51 €
27.10.2015	Lisää	28,00 €	26,60 €
10.11.2015	Vähennä	30,00 €	31,50 €
16.2.2016	Lisää	29,00 €	25,70 €
18.3.2016	Lisää	25,00 €	23,95 €
26.4.2016	Lisää	28,00 €	26,16 €
9.8.2016	Lisää	30,00 €	27,65 €
1.11.2016	Lisää	30,00 €	26,78 €
17.2.2017	Lisää	35,00 €	31,57 €
23.3.2017	Lisää	37,50 €	33,66 €
21.4.2017	Lisää	39,00 €	36,94 €

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 suositukseen myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitusuusituksia 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 lisäärvo malli (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 laatiineilla 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 laatieneen 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/>