

Revenio Group

Yhtiöpäivitys

11.2.2021

- Pitkän aikavälin ennusteisiimme peilaten nostamme tavoitehintamme 60,0 euroon ja suosituksen lisää-tasolle (aik. vähennä)
- Lyhyen tähtäimen varovaisuus oli turhaa
- RBT-tekniikan voittokulku siirtyy kiihtymisvaiheeseen koronan laukaisemana
- Nousu niche-pelurista globaaliksi peluriksi silmäsairauksien segmentissä alkanut
- Muutamme näkemystämme pitkän aikavälin kasvusta ja siten myös arvostuksesta

Edessä RBT-teknologian vuosikymmen

Koronan kiihdyttämän markkinamuutoksen myötä Icaren RBT-teknologia nousee arviomme mukaan silmänpaineen mittauksen globaaliksi standardiksi seuraavan vuosikymmenen aikana. Arviomme mukaan Icare tulee saamaan merkittävän osuuden tästä noin 200 MUSD markkinasta. Tämä yhdessä HOME-tuotteen sekä kuvantamislaitteiden potentiaalinsa kanssa tarkoittaa, että Reveniolla on edellytykset vielä moninkertaistaa kokoluokkansa 2020-luvulla. Pitkän aikavälin ennusteisiimme peilaten nostamme tavoitehintamme 60,0 euroon ja suosituksen lisää-tasolle (aik. vähennä). Olemme viimeisen puolen vuoden aikana aliarvioineet yhtiön pitkän ajan potentiaalinsa sekä yliarvioineet koronaan liittyvät riskit, jotka näyttävät isossa kuvassa pelaavan yhtiön pussiin.

Lyhyen tähtäimen varovaisuus oli turhaa

Revenio ylsi Q4:llä jopa 36 % valuuttatasaista kasvuun (koko vuosi 26,5 %) sekä 39 % liikevoittoon. Korona rokotti arviomme mukaan kuvantamislaitteiden myyntiä, mutta Q3:lla aistimme varovaisuus osoittautui vääräksi. Vahva kasvu kuvastaa silmänpainemittareiden erittäin vahvaa myyntiä, missä mielestämme kyseessä on markkinatrendin voimistuminen. Hygienian korostuessa Icaren RBT-teknologia voittaa nyt kiihtyvällä tahdilla osuuksia vanhoilta mutta huomattavasti suuremmilta ilmapuhku- ja applanaatio -teknologioilta. Aiempi huolestamme Icaren laitemyynnin kasvun selvästä hidastumisesta (2018-2019 alle 10 % arviomme mukaan) oli turha ja nyt trendissä on selkeä muutos.

RBT-teknologian asteittain edennyt voittokulku siirtyy kiihtymisvaiheeseen koronan laukaisemana

Icaren RBT-teknologialla on vajaa kolmannes noin 200 MUSD silmänpainemittarimarkkinasta ja patenttisuojan ansiosta RBT-teknologiassa markkinaosuus on vielä 100 %. Teknologian patenttisuojia heikkenee 2023 alkaen, mutta näemme hintakilpailun riskin vähäisenä markkinadynamiikasta johtuen. RBT-teknologian osalta markkina tulee arviomme mukaan kasvamaan rajusti seuraavan 5-10 vuoden aikana, kun teknologian avoimuus lisää tarjontaa ja hygienian korostuva merkitys heikentää ilmapuhku- ja applanaatiomenetelmien kilpailuetua entisestään. Arviomme mukaan Icarella on RBT-teknologian kategorijahtajana edellytykset pitkässä juoksussa selvästi yli 50 % osuuteen markkinasta. Tällöin yksinomaan silmänpainemittarit tuottaisivat nykytasoon nähden yli kolminkertaisen liikevaihdon. Kun tähän lisätään HOME-tuotteen potentiaali sekä kuvantamislaitteet, on Reveniolla mielestämme hyvin selkeät askelmerkit yli 200 MEUR liikevaihtotasoon +5 vuoden tähtäimellä (2020: 61 MEUR).

Nousu niche-pelurista globaaliksi peluriksi silmäsairauksien segmentissä alkanut

Silmänpainemittareiden voimistuvan markkinatrendin, HOME-tuotteen potentiaalinsa sekä kuvantamislaitteiden elpävän kysynnän myötä Reveniolla on edellytykset vahvaan kasvuun lähivuosina. Arviomme mukaan yhtiö on saanut käyntiin vahvan positiivisen kierteen, jossa nykyinen menestys luo Reveniolla jatkuvasti parempia edellytyksiä investoida tuotekehitykseen sekä valikoituihin yritysostoihin silmäsairauksien markkinasegmentissä. Siten olemme myös luottavaisia yhtiön kyvystä löytää uusia pitkän aikavälin kasvulähteitä. Tämä on merkittävä muutos muutaman vuoden takaiseen nähden, jolloin yhtiö oli vielä niche-peluri hyvin rajallisella markkinalla.

Muutamme näkemystämme pitkän aikavälin kasvusta ja siten myös arvostuksesta

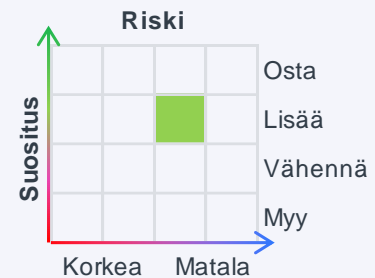
Lyhyen aikavälin ennusteemme ovat ennallaan, mutta olemme arvioineet uudelleen Revenion pitkän aikavälin ennusteitamme. Näemme nyt Revenion vahvan kasvun (>25 %) tasaantuvan vasta 2025 alkaen, mihin peilattuna arvostus (2024e P/E 29x, DCF 61 EUR) tarjoaa meille riittävän hyvän tuotto-odotuksen.

Analytikot



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

Suositus



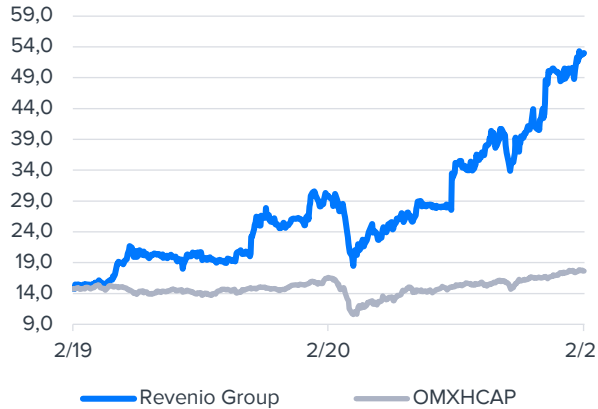
Lisää
(aik. Vähennä)
60,00 EUR
(aik. 44,00 EUR)
Osakekurssi:
53,00

Avainluvut

	2020	2021e	2022e	2023e
Liikevaihto	61	77	99	130
kasvu-%	23 %	27 %	27 %	32 %
EBIT oik.	19,2	27,0	36,5	48,6
EBIT-% oik.	31,4 %	34,9 %	37,0 %	37,4 %
Nettotulos	13,3	20,2	27,2	36,8
EPS (oik.)	0,58	0,81	1,07	1,43

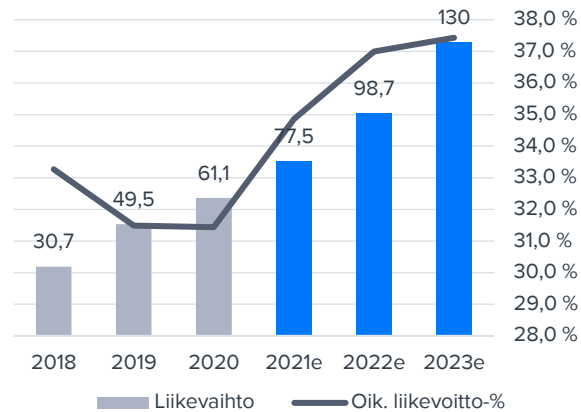
P/E (oik.)	86,6	65,8	49,6	37,1
P/B	19,2	17,3	14,4	11,7
Osinkotuotto-%	0,6 %	0,8 %	1,0 %	1,2 %
EV/EBIT (oik.)	69,5	51,6	37,7	27,9
EV/EBITDA	61,5	48,9	36,5	27,1
EV/Liikevaihto	21,9	18,0	13,9	10,4

Osakekurssi



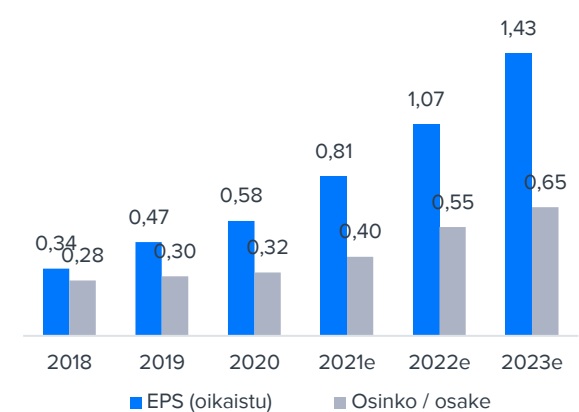
Lähde: Thomson Reuters

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



Arvoajurit

- Lähivuosien tulokasvunäkymä vahva
- Tuloksen ja kassavirtojen hyvä ennustettavuus
- Vahva kilpailusuoja ja kasvuajurit tukena
- CenterVue-yrityskauppa vahvistaa sijoitusprofiilia merkittävästi
- Uusissa tuotteissa houkuttelevaa pitkän aikavälin kasvupotentiaalia
- Erinomaiset näytöt arvonluonnista

Riskitekijät

- Icaren patenttisuojan heikentyminen 2023 jälkeen
- HOME-tuotteen ylösajon nopeus ja onnistuminen
- CenterVue-yrityskaupan onnistuminen
- Kasvuinvestointien onnistuminen (uudet tuotteet)

Arvostus

- Vahva tulokasvu ja hyvä näkyvyys oikeuttavat suhteellisen korkean arvostustason
- Pitkän aikavälin kasvutarina houkutteleva
- Arvostus noussut kipurajoilla lyhyen tähtäimen näkökulmasta

Loppuvuodessa hyvä myötätuuli

Kasvun kulmakerroin nousut

Revenion Q4-tulos oli erinomainen, kuten joulukuun positiivisen tulosvaroituksen perusteella oli lupa odottaa. Kasvuluvut tosin saivat jonkin verran myötätuulta poikkeuksellisen suurista tilauksista ja myös kannattavuutta tuki CenterVue-yrityskauppaan liittyvä kertaluonteinen kirjaus. Yhtiö näyttää lähtevän vahvassa iskukunnossa vuoteen 2021 raportin perusteella, vaikka ohjeistus jäi tuttuun tapaan yleisluontoiseksi.

Revenion liikevaihto Q4:llä osui lopulta ohjeistushaarukan ylärajalle ollen 19,7 MEUR, kun ennusteemme oli 19,3 MEUR. Liikevaihdon valuuttakurssien vaikutuksella oikaistu kasvu oli jopa 35,9 %, mikä on erinomainen luku ja heijastelee arviomme mukaan silmänpainemittareiden myynnin kasvun selkeää kiihtymistä viime vuosien tahdista. Yhtiön mukaan kasvaneet hygieniavaatimukset

heijastuivat poikkeuksellisen vahvana kysyntänä sekä iCare-silmänpaineen mittauslaitteille ja antureille, joiden antureiden tuotantokapasiteettia laajennettiin. Lisäksi eräät tavanomaista suuremmat tilaukset vauhdittivat Yhdysvaltojen myynnin kasvua.

Liikevoitto Q4:llä oli 7,6 MEUR ollen linjassa 7,5 MEUR:n ennusteemme kanssa. Tulosta kuitenkin tuki 1,0 MEUR:n erä liiketoiminnan muissa tuotoissa CenterVue-yrityksoston lisäkauppahintavelan toteutumatta jäämisen seurauksena. Tästä oikaistuna tulos olisi jäänyt ennusteistamme. Poikkeuksellisen vahvaa kannattavuutta viime vuoden osalta tuki myös koronan takia alemmaksi jäänyt kulutuso.

Yhtiön mukaan Covid-19-rajoitustoimet vaikuttivat erityisesti alkuvuonna iCare-silmänpohjan kuvantamislaitteiden myyntiin, sillä ne ovat investointihyödykkeitä ja vaativat henkilökohtaisen tapaamisen sekä myynnin että asennuksen osalta.

Kuvantamislaitteiden myynti kuitenkin piristyi toukokuusta alkaen nousujohteisesti kohti loppuvuotta ja toimitukset käynnistyivät uudelleen. Kokonaisuutena vuoden 2020 vahva kasvu on ollut arviomme mukaan vahvasti silmänpainemittareiden vetämää. Yhtiön mukaan Covid-19-rajoitustoimien arvioidaan vaikuttavan edelleen jossakin määrin kuvantamislaitteiden myyntiin ja asiakastoimituksiin vuonna 2021.

Osinkoa ehdotettiin jaettavaksi 0,32 euroa osakkeelta, missä symbolinen korotus edellisvuoden 0,30 euroon nähden. Osinko jäi siten 0,38 euron ennusteestamme. Yhtiön vahva tase antaisi edellytykset korkeampaankin voitonjakoon, mutta Revenion kehitysvaihe investoinnit kasvuun ovat ensisijainen arvoajuri ja arvioimme yritysostojen olevan jatkossakin strategian agendalla.

Ennustetaulukko	Q4'19	Q4'20	Q4'20e	Q4'20e	Konsensus		Erotus (%)	2020e
MEUR / EUR	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Tot. vs. inderes	Inderes
Liikevaihto	15,0	19,7	19,3				2 %	61,1
Liikevoitto (oik.)	5,1	6,9	7,8				-11 %	19,2
Liikevoitto	5,2	7,6	7,5				2 %	17,1
Tulos ennen veroja	5,1	7,3	7,4				0 %	16,7
EPS (raportoitu)	0,15	0,22	0,22				2 %	0,76
Osinko/osake	0,30	0,32	0,38				-16 %	0,38
Liikevaihdon kasvu-%	71,5 %	31,7 %	29,1 %				2,6 %-yks.	23,4 %
Liikevoitto-% (oik.)	34,3 %	35,2 %	40,2 %				-5 %-yks.	31,4 %

Lähde: Inderes

Ennustemuutokset

Ohjeistus jälleen yleisluonteinen

Vuoden 2021 ohjeistuksen mukaan valuuttakurssioikaistun liikevaihdon arvioidaan kasvavan ”vahvasti” edellisvuodesta ja kannattavuuden olevan ”hyvällä tasolla” ilman kertaluontoisia eriä. Vuoden 2020 ohjeistuksessa kannattavuutta vuoden toiselle puoliskolle kuvailtiin sanoilla ”vahvalla tasolla”, kun tälle vuodelle sanamuoto on nyt ”hyvällä tasolla”. Toisen puoliskon kannattavuus oli EBITDA-% tasolla jopa 40 %, joten näin korkeaa kannattavuutta ei ole realistista odottaa vuodelta 2021.

Arvioimme vuoden 2021 oikaistun liikevoiton nousevan 34,9 %:iin edellisvuoden 31,4 %:sta. Viime vuoden kulurakenne oli koronan myötä poikkeuksellisen matala, mutta vastavoimana toimii kustannustason skaalautuminen vahvan kasvun myötä.

RBT-teknologia vielä on potentiaalinsa alkuvaiheessa

Tämän ja ensi vuoden ennusteemme pysyvät pitkälti ennallaan. Lyhyen tähtäimen kasvua ajaa etenkin silmänpainemittareiden myynti sekä kuvantamislaitteiden kysynnän elpyminen koronakuopasta. Arvioimme mukaan kuvantamislaitteiden myynti palaa koronaa edeltänyttä tasoa korkeammalle tänä vuonna, mikä vastaa yli 30 % kasvua perustuen omaan karkeaan arvioomme (yhtiö ei raportoi tarkkaa liikevaihdon jakoa). Siten näemme yhtiöllä hyvät edellytykset ennustamaamme 27 % kasvuun vuonna 2021.

Arvioimme Revenion kasvavan 28 %, 32 %, 26 % ja 20 % vuosina 2022-2025, minkä myötä yhtiö saavuttaa 196 MEUR liikevaihdon vuonna 2025. Kannattavuuden arvioimme liikevoitto-%:lla mitattuna nousevan 37 %:iin eli tasolle, johon yhtiö on jo

todistanut pääsevänsä.

Olemme nostaneet pitkän aikavälin kasvuennusteitamme tuntuvasti perustuen arvioomme silmänpaineen mittauksen markkinan murrokseen seuraavan vuosikymmenen aikana sekä RBT-teknologian rooliin tässä murroksessa. Arvioimme etenkin ilmapuhkun (arviolta >100 MUSD markkina) menettävän merkittävästi osuuksia RBT-teknologialle, sillä kolme vuosikymmentä asteittain hiipinyt markkinamurros eli RBT:n voittokulku siirtyy kiihtymisvaiheeseen koronan laukaisemana.

Ennusteidemme taustalla on myös edelleen oletus HOME-tuotteen noususta tuntuviin volyymeihin 2021-2024 aikana sekä kuvantamislaitteiden paluu noin 20 % vuosikasvuun.

Ennustemuutokset	2020e	2020	Muutos	2021e	2021e	Muutos	2022e	2022e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	60,7	61,1	1%	76,4	77,5	1%	97,5	98,7	1%
Käyttökate	21,4	21,7	1%	28,0	28,5	2%	37,3	37,7	1%
Liikevoitto ilman kertaeriä	20,0	19,2	-4%	27,0	27,0	0%	36,2	36,5	1%
Liikevoitto	16,9	17,1	1%	25,8	25,8	0%	35,0	35,3	1%
Tulos ennen veroja	16,7	16,7	0%	25,4	25,6	1%	34,6	34,9	1%
EPS (ilman kertaeriä)	0,61	0,58	-5%	0,79	0,81	2%	1,06	1,07	1%
Osakekohtainen osinko	0,38	0,32	-16%	0,50	0,40	-20%	0,66	0,55	-17%

Lähde: Inderes

Arvostus

Pitkä aikaväli muuttaa arvostuskuvaamme

Aiempaa positiivisempi näkemyksemme RBT-tekniikan pitkän aikavälin potentiaalista muuttaa myös osakkeen arvostuskuvaa.

Ennusteillamme Revenion vuosien 2021-2022 oikaistut P/E-luvut ovat 66x ja 50x. Vahvan tuloskasvun (>30 %) myötä oikaistu P/E painuu neutraalille 29x tasolle ja oikaistu EV/EBIT 21x tasolle vuonna 2024 yhtiön saavuttaessa ennusteessamme hieman vakaamman kasvun vaiheen. Sijoittajan on kuitenkin syytä tiedostaa, että nykyinen arvostus lataa kovat kasvuodotukset seuraavalle viidelle vuodelle. Nyt yhtiö on pystynyt jyrkentämään kasvun kulmakerrointa ja luottamus sen kestävyYTEEN on vahvistunut, mikä on vienyt osakkeen arvoa rajulla vivulla ylöspäin viimeisen vajaan 12 kuukauden aikana. Vastaavaa kerroinvipua emme odota, mutta tuloskasvuajurit riittävät tarjoamaan osakkeelle riittävän tuotto-odotuksen.

DCF-arvomme Reveniolla on 61 euroa (WACC 6,0 %), mikä on noussut tuntuvasti pitkän aikavälin ennusteen pohjalta. Huomautamme arvon painottuvan voimakkaasti ikuisuusoletukseen (76 %), mutta pidämme tätä hyväksyttävänä yhtiön erittäin hidasliikkeisellä toimialalla, jossa markkinan kasvitrendit ovat vuosikymmenten mittaisia ja kilpailun vallihaudat poikkeuksellisen vahvoja.

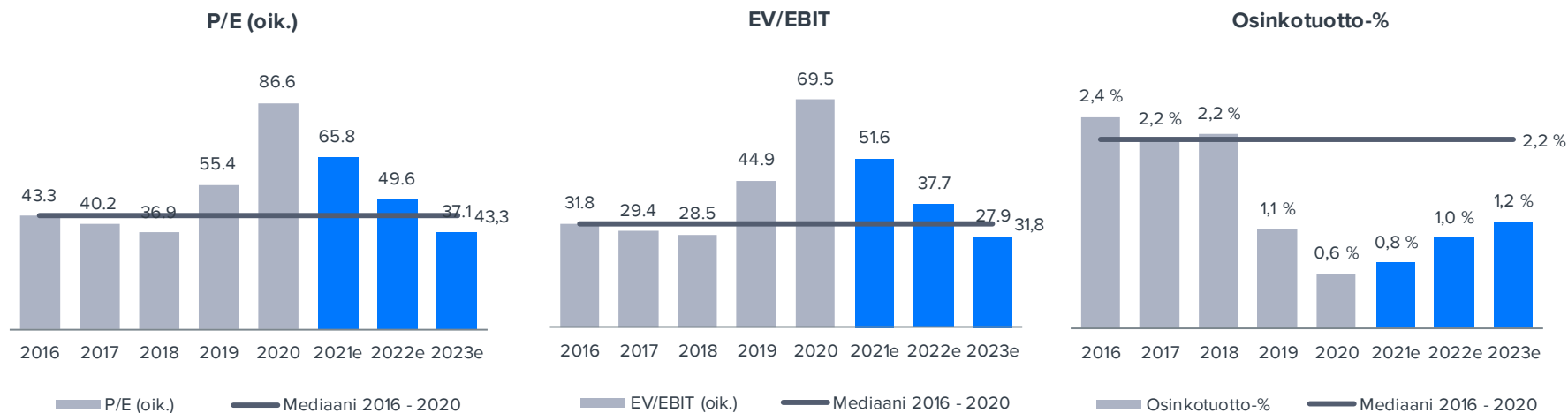
Arvostustaso	2021e	2022e	2023e
Osakekurssi	53,0	53,0	53,0
Osakemäärä, milj. kpl	26,6	26,6	26,6
Markkina-arvo	1409	1409	1409
Yritysarvo (EV)	1394	1377	1355
P/E (oik.)	65,8	49,6	37,1
P/E	69,7	51,8	38,3
P/Kassavirta	65,5	50,5	37,9
P/B	17,3	14,4	11,7
P/S	18,2	14,3	10,8
EV/Liikevaihto	18,0	13,9	10,4
EV/EBITDA (oik.)	48,9	36,5	27,1
EV/EBIT (oik.)	51,6	37,7	27,9
Osinko/tulos (%)	52,6 %	53,7 %	47,0 %
Osinkotuotto-%	0,8 %	1,0 %	1,2 %

Lähde: Inderes

Arvostustaulukko

Arvostustaso	2016	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e
Osakekurssi	10,2	12,0	12,6	26,3	50,3	53,0	53,0	53,0	53,0
Osakemäärä, milj. kpl	23,9	23,9	23,9	26,0	26,6	26,6	26,6	26,6	26,6
Markkina-arvo	243	287	301	697	1337	1409	1409	1409	1409
Yritysarvo (EV)	224	279	290	700	1335	1394	1377	1355	1294
P/E (oik.)	43,3	40,2	36,9	55,4	86,6	65,8	49,6	37,1	29,0
P/E	43,3	42,0	36,9	73,0	>100	69,7	51,8	38,3	29,8
P/Kassavirta		39,8	36,0	neg.	>100	65,5	50,5	37,9	29,7
P/B	15,4	18,0	16,6	10,8	19,2	17,3	14,4	11,7	7,8
P/S	10,4	10,7	9,8	14,1	21,9	18,2	14,3	10,8	8,6
EV/Liikevaihto	9,6	10,4	9,5	14,1	21,9	18,0	13,9	10,4	7,9
EV/EBITDA (oik.)		27,4	27,1	47,9	61,5	48,9	36,5	27,1	20,4
EV/EBIT (oik.)	31,8	29,4	28,5	44,9	69,5	51,6	37,7	27,9	20,9
Osinko/tulos (%)	105,1%	90,9%	82,3%	85,1%	63,7%	52,6%	53,7%	47,0%	70,0%
Osinkotuotto-%	2,4%	2,2%	2,2%	1,1%	0,6%	0,8%	1,0%	1,2%	2,4%

Lähde: Inderes



Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%	
				2021e	2022e	2021e	2022e	2021e	2022e	2021e	2022e	2021e	2022e
Cooper Cos	382,81	15372	16756	25,6	22,6	20,5	17,9	6,8	6,2	30,2	27,0	0,0	0,0
Ametek	121,00	22877	23868	23,9	21,6	19,6	17,9	5,8	5,4	28,2	25,9	0,6	0,7
Halma	2520,00	10670	11039	36,3	31,8	31,0	27,8	7,5	6,9	46,3	41,2	0,7	0,7
Topcon	1387,00	1184	1468			15,0	10,9	1,3	1,2	180,9	33,7	0,4	1,0
Metronic	118,24	130469	143578	25,6	18,3	21,5	16,1	5,7	5,2	27,9	20,2	2,0	2,1
Essilor International	132,00	57974	63040	22,2	20,2	14,7	13,0	3,5	3,2	31,6	26,9	1,6	1,9
Carl Zeiss Meditec	133,70	11932	12088	41,4	35,7	33,8	29,8	7,5	6,8	64,2	55,5	0,5	0,6
Ambu	319,60	9463	9691	139,3	89,2	97,4	67,1	17,1	13,8	226,8	140,0	0,1	0,2
Revenio Group (Inderes)	53,00	1409	1394	51,6	37,7	48,9	36,5	18,0	13,9	65,8	49,6	0,8	1,0
Keskiarvo				44,9	34,2	31,7	25,1	6,9	6,1	79,5	46,3	0,7	0,9
Mediaani				25,6	22,6	21,0	17,9	6,3	5,8	38,9	30,3	0,6	0,7
Erotus-% vrt. mediaani				102 %	67 %	133 %	104 %	186 %	142 %	69 %	64 %	29 %	47 %

Lähde: Thomson Reuters / Inderes. Huomautus: Inderesin käyttämä markkina-arvo ei ota huomioon yhtiön hallussa olevia omia osakkeita.

Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2018	2019	Q1'20	Q2'20	Q3'20	Q4'20	2020	Q1'21e	Q2'21e	Q3'21e	Q4'21e	2021e	2022e	2023e	2024e
Liikevaihto	30,7	49,5	11,9	13,7	15,8	19,7	61,1	16,1	18,2	19,7	23,5	77,5	98,7	130	164
Silmänpainemittarit (arvio)	30,6	34,5	8,6	10,0	10,2	12,9	41,8	11,3	12,9	12,4	15,3	51,9	66,5	90,3	117
Muut tuotteet	0,1	0,1	0,0	0,1	0,1	0,0	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,4	2,0	4,0	5,0
Kuvantamislaitteet (arvio)	0,0	14,8	3,3	3,5	5,5	6,8	19,1	4,6	5,3	7,2	8,1	25,2	30,2	35,6	41,3
Käyttökate	10,7	14,6	3,0	4,1	6,2	8,3	21,7	5,1	6,6	7,7	9,2	28,5	37,7	50,0	63,6
Poistot ja arvonalennukset	-0,5	-2,0	-0,6	-0,7	-2,6	-0,7	-4,6	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	-2,7	-2,4	-2,5	-2,9
Liikevoitto ilman kertaeriä	10,2	15,6	2,7	3,7	5,8	6,9	19,2	4,7	6,2	7,3	8,8	27,0	36,5	48,6	62,0
Liikevoitto	10,2	12,6	2,4	3,4	3,6	7,6	17,1	4,4	5,9	7,0	8,5	25,8	35,3	47,5	60,6
Nettorahoituskulut	0,1	-0,3	0,0	-0,1	0,0	-0,3	-0,4	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2	-0,5	-0,3	0,0
Tulos ennen veroja	10,3	12,3	2,4	3,3	3,6	7,3	16,7	4,4	5,9	7,0	8,5	25,6	34,9	47,2	60,6
Verot	-2,1	-2,9	-0,4	-0,8	-0,7	-1,5	-3,4	-0,9	-1,2	-1,5	-1,8	-5,4	-7,7	-10,4	-13,3
Vähemmistöosuudet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	8,1	9,4	2,0	2,6	2,9	5,9	13,3	3,4	4,6	5,5	6,7	20,2	27,2	36,8	47,3
EPS (oikaistu)	0,34	0,47	0,09	0,11	0,19	0,20	0,58	0,14	0,19	0,22	0,26	0,81	1,07	1,43	1,83
EPS (raportoitu)	0,34	0,36	0,07	0,10	0,11	0,22	0,50	0,13	0,17	0,21	0,25	0,761	1,02	1,38	1,78

Tunnusluvut	2018	2019	Q1'20	Q2'20	Q3'20	Q4'20	2020	Q1'21e	Q2'21e	Q3'21e	Q4'21e	2021e	2022e	2023e	2024e
Liikevaihdon kasvu-%	14,6 %	61,4 %	41,5 %	15,7 %	10,5 %	31,7 %	23,4 %	35,1 %	33,4 %	24,6 %	19,2 %	26,9 %	27,5 %	31,6 %	26,0 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%		52,7 %	-4,0 %	38,1 %	18,4 %	35,0 %	23,2 %	72,8 %	66,0 %	25,9 %	26,8 %	40,7 %	35,3 %	33,1 %	27,4 %
Käyttökate-%	35,0 %	29,5 %	25,4 %	30,3 %	39,2 %	42,3 %	35,5 %	31,6 %	36,1 %	39,0 %	39,1 %	36,8 %	38,2 %	38,5 %	38,8 %
Oikaistu liikevoitto-%	33,3 %	31,5 %	22,9 %	27,4 %	36,7 %	35,2 %	31,4 %	29,3 %	34,0 %	37,1 %	37,4 %	34,9 %	37,0 %	37,4 %	37,9 %
Nettotulos-%	26,6 %	18,9 %	16,7 %	18,8 %	18,4 %	29,9 %	21,9 %	21,4 %	25,4 %	27,9 %	28,4 %	26,1 %	27,6 %	28,3 %	28,9 %

Lähde: Inderes

Tase

Vastaavaa	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Pysyvät vastaavat	59,0	58,3	57,7	58,1	58,8
Liikearvo	50,4	50,4	50,4	50,4	50,4
Aineettomat hyödykkeet	5,2	3,9	3,4	3,3	3,2
Käyttöomaisuus	1,8	2,0	1,9	2,5	3,2
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	0,8	1,0	1,0	1,0	1,0
Laskennalliset verosaamiset	0,8	1,0	1,0	1,0	1,0
Vaihtuvat vastaavat	36,6	43,1	50,2	61,4	80,0
Vaihto-omaisuus	3,5	4,9	5,4	6,9	9,1
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	6,4	9,3	10,1	12,8	16,9
Likvidit varat	26,7	28,9	34,7	41,7	54,0
Taseen loppusumma	110	114	120	130	148

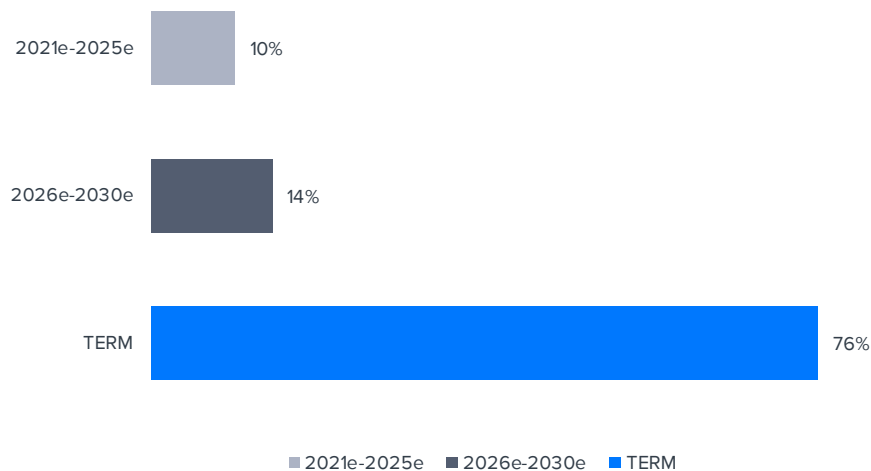
Lähde: Inderes

Vastattavaa	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Oma pääoma	64,3	69,7	81,4	98,0	120
Osakepääoma	5,3	5,3	5,3	5,3	5,3
Kertyneet voittovarot	8,3	14,0	25,7	42,3	64,5
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	50,7	50,4	50,4	50,4	50,4
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	30,3	27,0	18,6	13,4	3,4
Laskennalliset verovelat	4,1	3,9	3,3	3,1	3,1
Varaukset	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3
Lainat rahoituslaitoksilta	25,4	22,4	15,0	10,0	0,0
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,4	0,4	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset velat	15,2	17,7	19,7	18,8	24,7
Lainat rahoituslaitoksilta	4,3	4,6	5,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	10,9	13,1	14,7	18,8	24,7
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	110	114	120	130	148

DCF-laskelma

DCF-laskelma	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	TERM
Liikevoitto	17,1	25,8	35,3	47,5	60,6	72,7	84,3	89,3	90,9	98,2	97,6	
+ Kokonaispoistot	4,6	2,7	2,4	2,5	2,9	3,1	3,6	3,9	4,1	4,3	4,5	
- Maksetut verot	-3,8	-6,0	-7,9	-10,4	-13,3	-16,0	-18,5	-19,6	-20,0	-21,6	-21,5	
- verot rahoituskuluista	-0,1	0,0	-0,1	-0,1	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	-2,1	0,3	-0,2	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,2	-0,2	-0,1	
Operatiivinen kassavirta	15,8	22,8	29,6	39,2	49,9	59,4	69,0	73,3	74,8	80,7	80,5	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	-0,1	-0,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoninvestoinnit	-2,5	-0,9	-1,6	-2,0	-2,5	-5,4	-4,3	-4,5	-4,5	-4,9	-4,3	
Vapaa operatiivinen kassavirta	13,2	21,5	27,9	37,2	47,4	54,0	64,7	68,7	70,3	75,8	76,2	
+/- 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	13,2	21,5	27,9	37,2	47,4	54,0	64,7	68,7	70,3	75,8	76,2	2199
Diskontattu vapaa kassavirta		20,4	25,0	31,4	37,8	40,6	45,9	46,0	44,4	45,1	42,8	1235
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		1615	1594	1569	1538	1500	1460	1414	1368	1323	1278	1235
Velaton arvo DCF		1615										
- Korolliset velat		-27,0										
+ Rahavarat		28,9										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
Oman pääoman arvo DCF		1617										
Oman pääoman arvo DCF per osake		60,8										

Rahavirran jakauma jaksoittain



Pääoman kustannus (wacc)

Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	10,0 %
Vieraan pääoman kustannus	4,5 %
Yrityksen Beta	0,90
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	0,00 %
Riskitön korko	2,0 %
Oman pääoman kustannus	6,3 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	6,0 %

Yhteenveto

Tuloslaskelma	2018	2019	2020	2021e	2022e	Osakekohtaiset luvut	2018	2019	2020	2021e	2022e
Liikevaihto	30,7	49,5	61,1	77,5	98,7	EPS (raportoitu)	0,34	0,36	0,50	0,76	1,02
Käyttökate	10,7	14,6	21,7	28,5	37,7	EPS (oikaistu)	0,34	0,47	0,58	0,81	1,07
Liikevoitto	10,2	12,6	17,1	25,8	35,3	Operat. kassavirta / osake	0,43	0,67	0,59	0,86	1,11
Voitto ennen veroja	10,3	12,3	16,7	25,6	34,9	Vapaa kassavirta / osake	0,35	-0,33	0,50	0,81	1,05
Nettovoitto	8,1	9,4	13,3	20,2	27,2	Omapääoma / osake	0,76	2,47	2,62	3,06	3,69
Kertaluontoiset erät	0,0	-3,0	-2,1	-1,2	-1,2	Osinko / osake	0,28	0,30	0,32	0,40	0,55

Tase	2018	2019	2020	2021e	2022e	Kasvu ja kannattavuus	2018	2019	2020	2021e	2022e
Taseen loppusumma	22,1	109,8	114,4	119,7	130,2	Liikevaihdon kasvu-%	15 %	61%	23 %	27 %	27 %
Oma pääoma	18,1	64,3	69,7	81,4	98,0	Käyttökateen kasvu-%	5 %	36 %	49 %	31 %	32 %
Liikearvo	1,2	50,4	50,4	50,4	50,4	Liikevoiton oik. kasvu-%	7 %	53 %	23 %	41 %	35 %
Nettovelat	-10,1	3,0	-1,9	-14,7	-31,7	EPS oik. kasvu-%	14 %	39 %	23 %	39 %	33 %
Kassavirta	2018	2019	2020	2021e	2022e	Käyttökate-%	35,0 %	29,5 %	35,5 %	36,8 %	38,2 %
Käyttökate	10,7	14,6	21,7	28,5	37,7	Oik. Liikevoitto-%	33,3 %	31,5 %	31,4 %	34,9 %	37,0 %
Nettokäyttöpääoman muutos	1,0	2,3	-2,1	0,3	-0,2	Liikevoitto-%	33,3 %	25,5 %	28,0 %	33,3 %	35,8 %
Operatiivinen kassavirta	10,2	17,5	15,8	22,8	29,6	ROE-%	47,8 %	22,7 %	19,9 %	26,8 %	30,3 %
Investoinnit	-1,9	-68,0	-2,5	-0,9	-1,6	ROI-%	58,8 %	22,4 %	17,9 %	26,0 %	33,8 %
Vapaa kassavirta	8,3	-8,5	13,2	21,5	27,9	Omavaraisuusaste	81,9 %	58,6 %	60,9 %	68,0 %	75,3 %
						Nettovelkaantumisaste	-55,8 %	4,7 %	-2,7 %	-18,1 %	-32,3 %

Suurimmat omistajat	%-osakkeista	Arvostuskertoimet	2018	2019	2020	2021e	2022e
William Demant Invest	10,2 %	EV/Liikevaihto	9,5	14,1	21,9	18,0	13,9
Capital Group	5,3 %	EV/EBITDA (oik.)	27,1	47,9	61,5	48,9	36,5
SEB rahastot	4,5 %	EV/EBIT (oik.)	28,5	44,9	69,5	51,6	37,7
Lannebo rahastot	3,8 %	P/E (oik.)	36,9	55,4	86,6	65,8	49,6
Keskinäinen Eläkevakuutusyhtiö Ilmarinen	2,5 %	P/B	16,6	10,8	19,2	17,3	14,4
Omistajatiedot: Holdins.se		Osinkotuotto-%	2,2 %	1,1 %	0,6 %	0,8 %	1,0 %

Lähde: Inderes

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

Raporteilla esitettävä informaatio on hankittu useista eri julkisista lähteistä, joita Inderes pitää luotettavina. Inderesin pyrkimyksenä on käyttää luotettavaa ja kattavaa tietoa, mutta Inderes ei takaa esitettyjen tietojen virheettömyyttä. Mahdolliset kannanotot, arviot ja ennusteet ovat esittäjiensä näkemyksiä. Inderes ei vastaa esitettyjen tietojen sisällöstä tai paikkansapitävyydestä. Inderes tai sen työntekijät eivät myöskään vastaa raporttien perusteella tehtyjen sijoituspäätösten taloudellisesta tuloksesta tai muista vahingoista (välttämät 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 käytettävää 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 12 kuukauden kokonaistuotto-odotukseen (sis. kurssinousu ja osingot) ja huomioi Inderesin näkemyksen tuotto-odotukseen liittyvästä riskistä. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituksiin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään 2-4 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 arvonmääritysmenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmääritysmenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

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

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

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

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

Inderes tai sen yhteistyökumppanit, joiden asiakkuuksilla voi olla taloudellinen vaikutus Inderesiin, voivat liiketoiminnassaan pyrkiä toimeksiantosuhteisiin eri liikkeeseenlaskijoiden kanssa Inderesin tai sen yhteistyökumppanien tarjoamien palveluiden osalta. Inderes voi siten olla suorassa tai epäsuorassa sopimussuhteessa tutkimuksen kohteena olevaan liikkeeseenlaskijaan. Inderes voi yhdessä yhteistyökumppaneineen tarjota liikkeeseen laskijoille sijoittajaviestinnän palveluita, joiden tavoitteena on parantaa yhtiön ja pääomamarkkinoiden välistä kommunikaatiota. Näitä palveluita ovat sijoittajatalaisuuksien ja -tapahtumien järjestäminen, sijoittajaviestinnän liittyvä neuvonanto, sijoitustutkimusraporttien laatiminen.

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

Inderes on tehnyt tässä raportissa suosituksen kohteena olevan liikkeeseen laskijan kanssa sopimuksen, jonka osana on tutkimusraporttien laatiminen. Inderesin analyytikko Mikael Rautasella on yli 50.000 euron omistus raportin kohdeyhtiössä.

Suositushistoria (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
17/02/2017	Lisää	11,67 €	10,52 €
23/03/2017	Lisää	12,50 €	11,22 €
21/04/2017	Lisää	13,00 €	12,31 €
18/06/2017	Vähennä	12,67 €	13,18 €
08/08/2017	Vähennä	12,67 €	12,67 €
18/09/2017	Lisää	12,33 €	11,58 €
26/10/2017	Lisää	12,67 €	11,89 €
16/02/2018	Lisää	13,33 €	12,07 €
23/04/2018	Vähennä	14,20 €	14,18 €
07/08/2018	Vähennä	15,80 €	16,48 €
26/10/2018	Lisää	14,50 €	13,76 €
15/02/2019	Lisää	16,50 €	15,46 €
16/04/2019	Lisää	21,00 €	18,80 €
26/04/2019	Lisää	21,00 €	19,10 €
16/08/2019	Lisää	21,00 €	19,40 €
02/10/2019	Lisää	21,00 €	19,22 €
25/10/2019	Lisää	24,50 €	23,20 €
26/11/2019	Vähennä	24,50 €	25,55 €
21/02/2020	Lisää	31,00 €	28,85 €
19/03/2020	Osta	24,00 €	18,48 €
23/04/2020	Lisää	25,00 €	22,75 €
07/08/2020	Vähennä	34,00 €	33,50 €
23/10/2020	Vähennä	36,00 €	38,05 €
21/12/2020	Vähennä	44,00 €	48,65 €
12/02/2021	Lisää	60,00 €	53,00 €

Inderesin tehtävä on yhdistää pörssiyrityksiä ja sijoittajia. Tuotamme laadukasta analyysiä ja sisältöjä laajan sijoittajayhteisömme tarpeisiin.

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

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

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

Inderes Oy

Itämerentori 2
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

Palkittua analyysia osoitteessa [inderes.fi](https://www.inderes.fi)



STARMINE
ANALYST AWARDS
FROM REFINITIV



THOMSON REUTERS
ANALYST AWARDS



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



Mikael Rautanen
2014, 2016, 2017, 2019



Sauli Vilén
2012, 2016, 2018, 2019, 2020



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



Petri Kajaani
2017, 2019, 2020



Joni Grönqvist
2019, 2020



Erkki Vesola
2018, 2020



Petri Gostowski
2020



Atte Riikola
2020



Olli Koponen
2020

**Analyysi kuuluu
kaikille.**