

# Revenio Group

## Yhtiöpäivitys

21.12.2020

- Nostamme Revenion tavoitehintaa 44,0 euroon (aik. 36,0 euroa) ja toistamme vähennä-suosituksen
- Loppuvuoden kysyntä ollut erittäin vahvaa etenkin silmänpainemittareiden ja USA:n markkinan vetämänä
- Myös kuvantamislaitteiden näkymä piristynyt
- Luottamuksemme lähivuosille ennustamaamme 25-30 % liikevaihdon kasvuun vahvistui
- Emme löydä argumentteja korkeamman arvostuksen perustelemiseksi

# Huippusuoritukset jatkuvat

Nostamme Revenion tavoitehintaa 44,0 euroon (aik. 36,0 euroa) ja toistamme vähennä-suosituksen. Yhtiön positiivisen tulosvaroituksen perusteella silmänpainemittareiden kysyntä USA:n markkinalla on ollut erittäin vahvaa Q4:llä ja kysyntäriskit liittyen koronan toiseen aaltoon eivät toteutuneet. Odotamme yhtiön jatkavan erinomaista kehitystään lähivuosina ja varovainen näkemyksemme osakkeesta perustuu puhtaasti arvostukseen, joka on optimististenkin ennusteiden valossa makuumme turhan korkeaksi viritetty (2020e-2021e P/E 79x-62x).

## Loppuvuosi osunut lankulle

Torstain positiivisen tulosvaroituksen perusteella Q4-liikevaihto on 17,7-19,7 MEUR, kun aiempi ennusteemme oli 17,0 MEUR (Q4'19: 15,0 MEUR). Yhtiö vaikutti Q3-raportin yhteydessä hieman varovaiselta liittyen koronan toisen aallon aiheuttamiin kysyntäriskihin, mutta nämä eivät realisoituneet. Keskustelimme perjantaina yhtiön johdon kanssa ja käsityksemme mukaan vahvan kysynnän taustalla oli etenkin silmänpainemittareiden sekä antureiden erittäin vahva myynti Yhdysvalloissa. Joulukuu on tällä markkinalla perinteisesti erittäin vahva myyntikuukausi ja sillä on olennainen vaikutus koko vuoden lukuihin. Silmänpainemittareiden kysyntä on lisäksi ollut hyvällä tasolla myös monissa muissa maissa. Emme näe yksittäisen vahvan neljänneksen ennakoivan Revenion kasvun kulmakertoimen merkittävä jyrkentymistä, mutta luottamuksemme lähivuosille ennakoimaamme 25-30 % kasvuun vahvistui.

## Myös kuvantamistuotteet lähdössä hyvään vetoon

Revenion kuluvan vuoden vahvan kehityksen taustalla ovat silmänpainemittarit, kun taas kuvantamistuotteissa (CenterVue) koronan vaikutukset ovat iskeneet kysyntään. Kun kuvantamistuotteet pääsevät normaaliin vauhtiin, on Reveniolla hyvät edellytykset kiihdyttää kasvuaan ensi vuonna. Käsityksemme mukaan uuden DSR Plus -tuotteen vastaanotto asiakkaissa on ollut erinomaista ja laitteen tuotantomäärien kasvattamista suunnitellaan parhaillaan.

## Lähivuosien tuloskasvunäkymä on erinomainen

Silmänpainemittareiden kysyntä on tänä vuonna saanut myötätuulta myös ilmapuhkuteknologian ongelmista, minkä johdosta odotamme Icaren voittavan kiihtyvällä tahdilla markkinaosuuttaan silmänpainemittareissa. Kun tähän yhdistetään kuvantamislaitteiden piristyneet näkymät sekä HOME-tuotteen nousu volyymeihin, on Reveniolla arvioimme mukaan hyvät edellytykset kiihdyttää kasvuaan lähivuosina. Nostimme tämän ja ensi vuoden tulosennusteita noin 6 %:lla positiivisen tulosvaroituksen myötä. Arvioimme Revenion liikevaihdon kasvavan 23 %, 26 % ja 28 % vuosina 2020-2023 sekä EBIT-%:n nousevan 33 %:sta 37 %:iin samalla aikavälillä.

## Emme löydä argumentteja korkeamman arvostuksen perustelemiseksi

Revenion tuloskasvun ja arvostuskertoimien vipu on toiminut jälleen omistajille suosiolliseen suuntaan. Toistaiseksi näköpiirissä ei ole tekijöitä, joiden myötä Revenion korkealle venytetyt arvostuskertoimet (2020e-2021e P/E 79x-62x) joustaisivat alaspäin, eikä tuloskasvun hidastumisesta ole myöskään merkkejä. Yhtäläillä emme näe perusteita arvostuksen korkeammaksi venyttämiseksi. Arvostuksen fundamenttipohjainen argumentointi käy haastavaksi (DCF 43 euroa), vaikka taustalla on aggressiivinen odotus pitkän aikavälin kasvusta ja Icaren RBT-tekniikan pitkän aikavälin kilpailusuojusta. Mikäli Revenion tuleva kasvu jää markkinoiden korkeista odotuksista tai sijoittajien sentimentti muuttuu, on osakkeessa vipua myös alaspäin. Siten lievä varovaisuus on edelleen paikallaan.

## Analytiikot

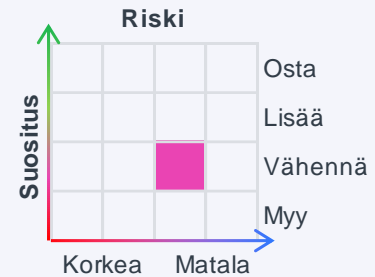


**Mikael Rautanen**

+358 50 346 0321

mikael.rautanen@inderes.fi

## Suositus



**Vähennä**  
(aik. Vähennä)  
**44,00 EUR**  
(aik. 36,00 EUR)  
**Osakekurssi:**  
48,65

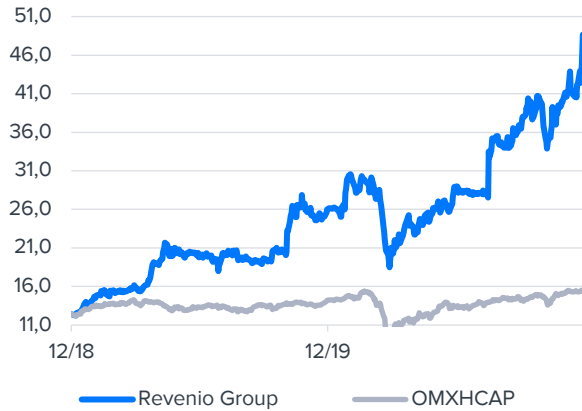
## Avainluvut

	2019	2020e	2021e	2022e
<b>Liikevaihto</b>	49	61	76	97
<b>kasvu-%</b>	61 %	23 %	26 %	28 %
<b>EBIT oik.</b>	15,6	20,0	27,0	36,2
<b>EBIT-% oik.</b>	31,5 %	33,0 %	35,3 %	37,1 %
<b>Nettotulos</b>	9,4	13,2	19,8	27,0
<b>EPS (oik.)</b>	0,47	0,61	0,79	1,06

<b>P/E (oik.)</b>	55,4	79,2	61,6	45,9
<b>P/B</b>	10,8	18,6	16,3	13,9
<b>Osinkotuotto-%</b>	1,1 %	0,8 %	1,0 %	1,4 %
<b>EV/EBIT (oik.)</b>	44,9	64,4	47,3	34,9
<b>EV/EBITDA</b>	47,9	60,1	45,7	33,8
<b>EV/Liikevaihto</b>	14,1	21,2	16,7	13,0

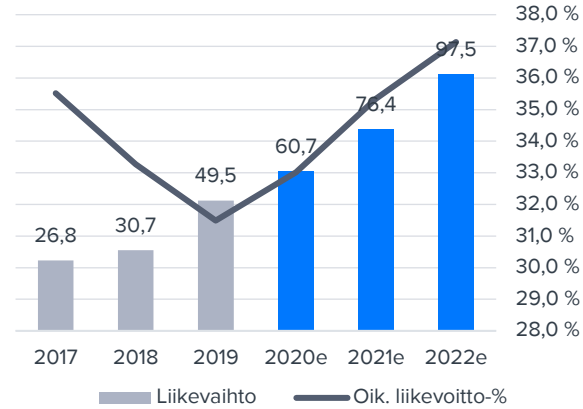
Lähde: Inderes

## Osakekurssi



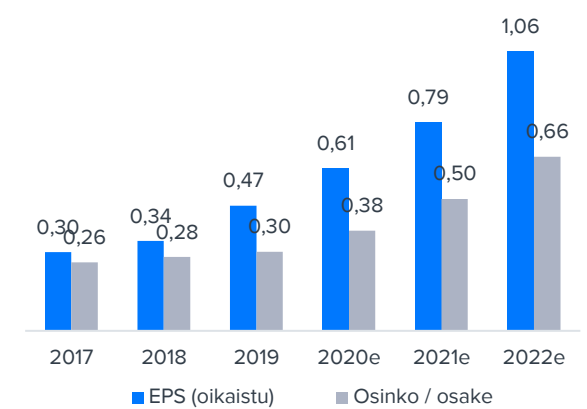
Lähde: Thomson Reuters

## Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

## Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



### Arvoajurit

- Lähivuosien tuloskasvunäkymä 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 tuloskasvu ja hyvä näkyvyys oikeuttavat suhteellisen korkean arvostustason
- Pitkän aikavälin kasvutarina houkutteleva
- Arvostus noussut kipurajoille

# Ennustemuutokset

## Nostimme lievästi ennusteita

Revenio Group tarkensi torstaina tulosohjeistustaan liikevaihdon osalta pääasiallisesti odotettua suuremman Yhdysvaltojen myynnin kasvun seurauksena. Yhtiö arvioi heinä-joulukuun 2020 liikevaihdon olevan 33,5–35,5 miljoonaa euroa. Kannattavuuden ilman kertaluonteisia kuluja arvioidaan 12.10.2020 julkaistun tulosohjeistuksen mukaisesti olevan vahvalla tasolla.

Ennustemme Revenion Q4-liikevaihdolle oli 17,0 miljoonaa euroa, mikä vastasi 13 %:n kasvua. Tulosvaroituksen perusteella Q4-liikevaihto on ollut 17,7-19,7 miljoonan euron haarukassa, mikä ylitti ennustemme ja vastaa noin 18-31 % kasvua edellisvuoteen nähden Q4:ltä.

Vuosien 2020-2021 tulosennustemme nousivat noin 6 %:lla tulosvaroituksen pohjalta.

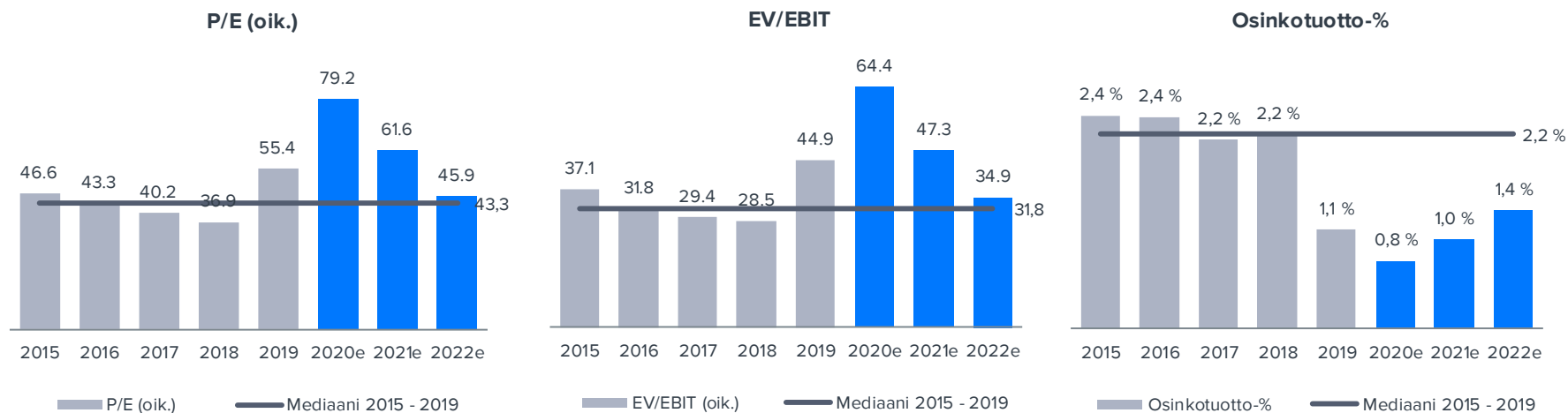
<b>Ennustemuutokset</b>	<b>2020e</b>	<b>2020</b>	<b>Muutos</b>	<b>2021e</b>	<b>2021e</b>	<b>Muutos</b>	<b>2022e</b>	<b>2022e</b>	<b>Muutos</b>
<b>MEUR / EUR</b>	<b>Vanha</b>	<b>Uusi</b>	<b>%</b>	<b>Vanha</b>	<b>Uusi</b>	<b>%</b>	<b>Vanha</b>	<b>Uusi</b>	<b>%</b>
<b>Liikevaihto</b>	58,3	60,7	4 %	73,4	76,4	4 %	95,7	97,5	2 %
<b>Käyttökate</b>	20,3	21,4	6 %	26,5	28,0	6 %	36,2	37,3	3 %
<b>Liikevoitto ilman kertaeriä</b>	18,9	20,0	6 %	25,5	27,0	6 %	35,1	36,2	3 %
<b>Liikevoitto</b>	15,8	16,9	7 %	24,3	25,8	6 %	33,9	35,0	3 %
<b>Tulos ennen veroja</b>	15,6	16,7	7 %	23,9	25,4	6 %	33,4	34,6	3 %
<b>EPS (ilman kertaeriä)</b>	0,58	0,61	6 %	0,75	0,79	6 %	1,03	1,06	3 %
<b>Osakekohtainen osinko</b>	0,37	0,38	3 %	0,48	0,50	4 %	0,62	0,66	6 %

Lähde: Inderes

# Arvostustaulukko

Arvostustaso	2015	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e	2023e
Osakekurssi	9,54	10,2	12,0	12,6	26,3	48,7	48,7	48,7	48,7
Osakemäärä, milj. kpl	23,9	23,9	23,9	23,9	26,0	26,5	26,5	26,5	26,5
Markkina-arvo	228	243	287	301	697	1291	1291	1291	1291
Yritysarvo (EV)	214	224	279	290	700	1289	1278	1264	1248
P/E (oik.)	46,6	43,3	40,2	36,9	55,4	79,2	61,6	45,9	37,5
P/E	46,6	43,3	42,0	36,9	73,0	97,8	65,2	47,9	38,8
P/Kassavirta	27,9	52,7	39,8	36,0	neg.	96,0	60,4	46,8	38,0
P/B	14,7	15,4	18,0	16,6	10,8	18,6	16,3	13,9	11,9
P/S	11,3	10,4	10,7	9,8	14,1	21,3	16,9	13,2	11,0
EV/Liikevaihto	10,6	9,6	10,4	9,5	14,1	21,2	16,7	13,0	10,6
EV/EBITDA (oik.)	34,0	29,0	27,4	27,1	47,9	60,1	45,7	33,8	27,5
EV/EBIT (oik.)	37,1	31,8	29,4	28,5	44,9	64,4	47,3	34,9	28,3
Osinko/tulos (%)	114,0 %	105,1 %	90,9 %	82,3 %	85,1 %	76,4 %	67,0 %	65,0 %	70,0 %
Osinkotuotto-%	2,4 %	2,4 %	2,2 %	2,2 %	1,1 %	0,8 %	1,0 %	1,4 %	1,8 %

Lähde: Inderes



# Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%	
				2020e	2021e	2020e	2021e	2020e	2021e	2020e	2021e	2020e	2021e
Cooper Cos	349,63	14015	15384	32,2	25,0	24,7	20,0	7,3	6,6	36,5	27,8	0,0	0,0
Ametek	118,10	22171	23392	25,0	21,7	20,1	17,9	5,8	5,3	30,3	27,7	0,6	0,6
Halma	2454,00	10278	10625	29,9	34,3	25,7	29,1	6,2	7,1	46,8	45,4	0,6	0,7
Topcon	1256,00	1090	1403			9,4	15,4	1,2	1,3	33,1	260,8	2,5	0,4
Metronic	116,71	128187	141147	19,9	24,8	16,7	21,4	4,9	5,7	25,3	27,6	1,8	2,0
Essilor International	129,80	56980	61999	42,8	21,5	22,7	14,0	3,8	3,3	68,9	31,8	0,9	1,6
Carl Zeiss Meditec	109,20	9767	9922	49,9	37,9	38,7	30,3	6,4	5,9	83,0	61,9	0,5	0,6
Ambu	224,60	6604	6780	116,9	105,8	84,1	72,4	14,4	12,1	210,6	167,9	0,1	0,2
<b>Revenio Group (Inderes)</b>	<b>48,65</b>	<b>1291</b>	<b>1289</b>	<b>64,4</b>	<b>47,3</b>	<b>60,1</b>	<b>45,7</b>	<b>21,2</b>	<b>16,7</b>	<b>79,2</b>	<b>61,6</b>	<b>0,8</b>	<b>1,0</b>
<b>Keskiarvo</b>				<b>45,2</b>	<b>38,7</b>	<b>30,3</b>	<b>27,6</b>	<b>6,2</b>	<b>5,9</b>	<b>66,8</b>	<b>81,3</b>	<b>0,9</b>	<b>0,8</b>
<b>Mediaani</b>				<b>32,2</b>	<b>25,0</b>	<b>23,7</b>	<b>20,7</b>	<b>6,0</b>	<b>5,8</b>	<b>41,7</b>	<b>38,6</b>	<b>0,6</b>	<b>0,6</b>
<b>Erotus-% vrt. mediaani</b>				<b>100 %</b>	<b>89 %</b>	<b>154 %</b>	<b>121 %</b>	<b>254 %</b>	<b>189 %</b>	<b>90 %</b>	<b>60 %</b>	<b>28 %</b>	<b>68 %</b>

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

# Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2017	2018	Q1'19	Q2'19	Q3'19	Q4'19	2019	Q1'20	Q2'20	Q3'20	Q4'20e	2020e	2021e	2022e	2023e
<b>Liikevaihto</b>	<b>26,8</b>	<b>30,7</b>	<b>8,4</b>	<b>11,8</b>	<b>14,3</b>	<b>15,0</b>	<b>49,5</b>	<b>11,9</b>	<b>13,7</b>	<b>15,8</b>	<b>19,3</b>	<b>60,7</b>	<b>76,4</b>	<b>97,5</b>	<b>118</b>
Silmänpainemittarit (arvio)	26,8	30,6	8,4	8,0	8,5	9,6	34,5	8,6	10,0	10,2	12,5	41,4	50,8	67,6	83,8
Muut tuotteet	0,0	0,1	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,0	0,1	0,1	0,1	0,3	2,0	3,0	4,0
Kuvantamislaitteet (arvio)	0,0	0,0	0,0	3,8	5,8	5,3	14,8	3,3	3,5	5,5	6,7	19,0	23,6	26,9	30,1
<b>Käyttökate</b>	<b>10,2</b>	<b>10,7</b>	<b>2,9</b>	<b>1,4</b>	<b>4,6</b>	<b>5,7</b>	<b>14,6</b>	<b>3,0</b>	<b>4,1</b>	<b>6,2</b>	<b>8,1</b>	<b>21,4</b>	<b>28,0</b>	<b>37,3</b>	<b>45,4</b>
Poistot ja arvonalennukset	-2,1	-0,5	-0,3	-0,5	-0,7	-0,5	-2,0	-0,6	-0,7	-2,6	-0,6	-4,5	-2,2	-2,3	-2,5
<b>Liikevoitto ilman kertaeriä</b>	<b>9,5</b>	<b>10,2</b>	<b>2,8</b>	<b>2,7</b>	<b>4,9</b>	<b>5,1</b>	<b>15,6</b>	<b>2,7</b>	<b>3,7</b>	<b>5,8</b>	<b>7,8</b>	<b>20,0</b>	<b>27,0</b>	<b>36,2</b>	<b>44,1</b>
<b>Liikevoitto</b>	<b>8,1</b>	<b>10,2</b>	<b>2,6</b>	<b>0,9</b>	<b>3,9</b>	<b>5,2</b>	<b>12,6</b>	<b>2,4</b>	<b>3,4</b>	<b>3,6</b>	<b>7,5</b>	<b>16,9</b>	<b>25,8</b>	<b>35,0</b>	<b>42,9</b>
Nettorahoituskulut	0,2	0,1	0,0	-0,2	0,0	-0,1	-0,3	0,0	-0,1	0,0	-0,1	-0,2	-0,5	-0,5	-0,3
<b>Tulos ennen veroja</b>	<b>8,3</b>	<b>10,3</b>	<b>2,6</b>	<b>0,7</b>	<b>3,9</b>	<b>5,1</b>	<b>12,3</b>	<b>2,4</b>	<b>3,3</b>	<b>3,6</b>	<b>7,4</b>	<b>16,7</b>	<b>25,4</b>	<b>34,6</b>	<b>42,6</b>
Verot	-1,4	-2,1	-0,5	-0,2	-0,9	-1,3	-2,9	-0,4	-0,8	-0,7	-1,6	-3,5	-5,6	-7,6	-9,4
Vähemmistöosuudet	-0,1	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
<b>Nettotulos</b>	<b>6,8</b>	<b>8,1</b>	<b>2,1</b>	<b>0,5</b>	<b>3,0</b>	<b>3,8</b>	<b>9,4</b>	<b>2,0</b>	<b>2,6</b>	<b>2,9</b>	<b>5,8</b>	<b>13,2</b>	<b>19,8</b>	<b>27,0</b>	<b>33,3</b>
<b>EPS (oikaistu)</b>	<b>0,30</b>	<b>0,34</b>	<b>0,09</b>	<b>0,09</b>	<b>0,15</b>	<b>0,14</b>	<b>0,47</b>	<b>0,09</b>	<b>0,11</b>	<b>0,19</b>	<b>0,23</b>	<b>0,61</b>	<b>0,79</b>	<b>1,06</b>	<b>1,30</b>
<b>EPS (raportoitu)</b>	<b>0,29</b>	<b>0,34</b>	<b>0,08</b>	<b>0,02</b>	<b>0,12</b>	<b>0,15</b>	<b>0,36</b>	<b>0,07</b>	<b>0,10</b>	<b>0,11</b>	<b>0,22</b>	<b>0,498</b>	<b>0,75</b>	<b>1,02</b>	<b>1,25</b>
<b>Tunnusluvut</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>Q1'19</b>	<b>Q2'19</b>	<b>Q3'19</b>	<b>Q4'19</b>	<b>2019</b>	<b>Q1'20</b>	<b>Q2'20</b>	<b>Q3'20</b>	<b>Q4'20e</b>	<b>2020e</b>	<b>2021e</b>	<b>2022e</b>	<b>2023e</b>
<b>Liikevaihdon kasvu-%</b>	14,3 %	14,6 %	20,9 %	55,1 %	94,0 %	71,5 %	61,4 %	41,5 %	15,7 %	10,5 %	29,1 %	22,6 %	25,9 %	27,6 %	21,0 %
<b>Oikaistun liikevoiton kasvu-%</b>		7,3 %	35,5 %	7,7 %	93,0 %	68,0 %	52,7 %	-4,0 %	38,1 %	18,4 %	51,2 %	28,6 %	34,8 %	34,0 %	21,9 %
<b>Käyttökate-%</b>	38,1 %	35,0 %	34,1 %	11,7 %	32,2 %	38,4 %	29,5 %	25,4 %	30,3 %	39,2 %	41,8 %	35,3 %	36,6 %	38,3 %	38,5 %
<b>Oikaistu liikevoitto-%</b>	35,5 %	33,3 %	33,7 %	22,9 %	34,3 %	34,3 %	31,5 %	22,9 %	27,4 %	36,7 %	40,2 %	33,0 %	35,3 %	37,1 %	37,4 %
<b>Nettotulos-%</b>	25,6 %	26,6 %	24,6 %	4,1 %	21,0 %	25,4 %	18,9 %	16,7 %	18,8 %	18,4 %	29,8 %	21,8 %	25,9 %	27,7 %	28,2 %

Lähde: Inderes

# Tase

Vastaavaa	2018	2019	2020e	2021e	2022e
<b>Pysyvät vastaavat</b>	<b>6,7</b>	<b>59,0</b>	<b>57,1</b>	<b>57,1</b>	<b>57,6</b>
Liikearvo	1,2	50,4	50,4	50,4	50,4
Aineettomat hyödykkeet	4,2	5,2	3,0	3,0	2,9
Käyttöomaisuus	0,9	1,8	1,9	1,9	2,4
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	0,1	0,8	0,8	0,8	0,8
Laskennalliset verosaamiset	0,3	0,8	1,0	1,0	1,0
<b>Vaihtuvat vastaavat</b>	<b>15,5</b>	<b>36,6</b>	<b>40,7</b>	<b>48,5</b>	<b>56,7</b>
Vaihto-omaisuus	1,5	3,5	5,5	5,3	6,8
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	3,6	6,4	7,9	9,9	12,7
Likvidit varat	10,4	26,7	27,3	33,3	37,2
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>22,1</b>	<b>110</b>	<b>111</b>	<b>117</b>	<b>125</b>

Lähde: Inderes

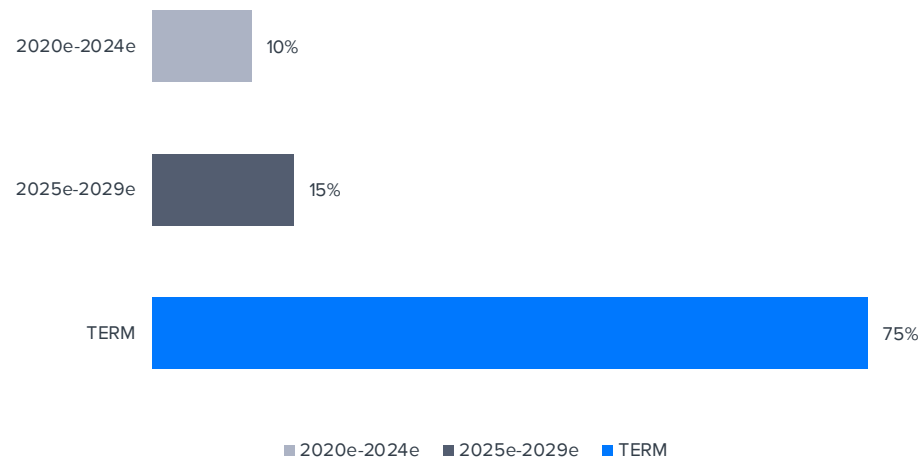
Vastattavaa	2018	2019	2020e	2021e	2022e
<b>Oma pääoma</b>	<b>18,1</b>	<b>64,3</b>	<b>69,5</b>	<b>79,3</b>	<b>92,9</b>
Osakepääoma	5,3	5,3	5,3	5,3	5,3
Kertyneet voittovarot	5,4	8,3	13,5	23,3	36,9
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	7,4	50,7	50,7	50,7	50,7
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Pitkäaikaiset velat</b>	<b>0,2</b>	<b>30,3</b>	<b>24,1</b>	<b>18,7</b>	<b>13,5</b>
Laskennalliset verovelat	0,0	4,1	3,7	3,3	3,1
Varaukset	0,0	0,4	0,4	0,4	0,4
Lainat rahoituslaitoksilta	0,2	25,4	20,0	15,0	10,0
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,0	0,4	0,0	0,0	0,0
<b>Lyhytaikaiset velat</b>	<b>3,8</b>	<b>15,2</b>	<b>17,1</b>	<b>19,5</b>	<b>18,5</b>
Lainat rahoituslaitoksilta	0,1	4,3	5,0	5,0	0,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	3,7	10,9	12,1	14,5	18,5
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>22,1</b>	<b>110</b>	<b>111</b>	<b>117</b>	<b>125</b>



# DCF-laskelma

DCF-laskelma	2019	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	TERM
<b>Liikevoitto</b>	<b>12,6</b>	<b>16,9</b>	<b>25,8</b>	<b>35,0</b>	<b>42,9</b>	<b>52,4</b>	<b>60,7</b>	<b>68,0</b>	<b>69,5</b>	<b>68,1</b>	<b>65,6</b>	
+ Kokonaispoistot	2,0	4,5	2,2	2,3	2,5	2,8	2,8	3,2	3,3	3,4	3,4	
- Maksetut verot	0,7	-4,1	-6,0	-7,8	-9,4	-11,5	-13,4	-15,0	-15,3	-15,0	-14,4	
- verot rahoituskuluista	-0,1	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	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	2,3	-2,2	0,4	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	
<b>Operatiivinen kassavirta</b>	<b>17,5</b>	<b>15,1</b>	<b>22,4</b>	<b>29,2</b>	<b>35,8</b>	<b>43,4</b>	<b>50,0</b>	<b>56,0</b>	<b>57,3</b>	<b>56,4</b>	<b>54,5</b>	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,8	-0,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoninvestoinnit	-68,0	-1,2	-1,0	-1,6	-1,8	-2,1	-4,2	-3,3	-3,2	-3,1	-3,0	
<b>Vapaa operatiivinen kassavirta</b>	<b>-49,7</b>	<b>13,5</b>	<b>21,4</b>	<b>27,6</b>	<b>34,0</b>	<b>41,3</b>	<b>45,8</b>	<b>52,8</b>	<b>54,1</b>	<b>53,4</b>	<b>51,5</b>	
+/- Muut	41,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	-8,5	13,5	21,4	27,6	34,0	41,3	45,8	52,8	54,1	53,4	51,5	1464
<b>Diskontattu vapaa kassavirta</b>		<b>13,4</b>	<b>20,1</b>	<b>24,5</b>	<b>28,4</b>	<b>32,6</b>	<b>34,0</b>	<b>37,0</b>	<b>35,8</b>	<b>33,3</b>	<b>30,2</b>	<b>860</b>
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		1150	1136	1116	1092	1063	1031	997	960	924	891	860
<b>Velaton arvo DCF</b>		<b>1150</b>										
- Korolliset velat		-29,7										
+ Rahavarat		26,7										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		-8,0										
<b>Oman pääoman arvo DCF</b>		<b>1139</b>										
<b>Oman pääoman arvo DCF per osake</b>		<b>42,9</b>										

Rahavirran jakauma jaksoittain



Pääoman kustannus (wacc)	
Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	20,0 %
Vieraan pääoman kustannus	6,5 %
Yrityksen Beta	0,90
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	0,00 %
Riskitön korko	2,0 %
<b>Oman pääoman kustannus</b>	<b>6,3 %</b>
<b>Pääoman keskim. kustannus (WACC)</b>	<b>6,1 %</b>

Lähde: Inderes

# Yhteenvedo

Tuloslaskelma	2017	2018	2019	2020e	2021e	Osakekohtaiset luvut	2017	2018	2019	2020e	2021e
Liikevaihto	26,8	30,7	49,5	<b>60,7</b>	<b>76,4</b>	EPS (raportoitu)	0,29	0,34	0,36	<b>0,50</b>	<b>0,75</b>
Käyttökate	10,2	10,7	14,6	<b>21,4</b>	<b>28,0</b>	EPS (oikaistu)	0,30	0,34	0,47	<b>0,61</b>	<b>0,79</b>
Liikevoitto	8,1	10,2	12,6	<b>16,9</b>	<b>25,8</b>	Operat. kassavirta / osake	0,34	0,43	0,67	<b>0,57</b>	<b>0,84</b>
Voitto ennen veroja	8,3	10,3	12,3	<b>16,7</b>	<b>25,4</b>	Vapaa kassavirta / osake	0,30	0,35	-0,33	<b>0,51</b>	<b>0,81</b>
Nettovoitto	6,8	8,1	9,4	<b>13,2</b>	<b>19,8</b>	Omapääoma / osake	0,67	0,76	2,47	<b>2,62</b>	<b>2,99</b>
Kertaluontoiset erät	-1,4	0,0	-3,0	<b>-3,1</b>	<b>-1,2</b>	Osinko / osake	0,26	0,28	0,30	<b>0,38</b>	<b>0,50</b>
<b>Tase</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020e</b>	<b>2021e</b>	<b>Kasvu ja kannattavuus</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020e</b>	<b>2021e</b>
Taseen loppusumma	19,0	22,1	109,8	<b>110,8</b>	<b>117,5</b>	Liikevaihdon kasvu-%	14 %	15 %	61%	<b>23 %</b>	<b>26 %</b>
Oma pääoma	16,0	18,1	64,3	<b>69,5</b>	<b>79,3</b>	Käyttökateen kasvu-%	32 %	5 %	36 %	<b>47 %</b>	<b>31 %</b>
Liikearvo	1,2	1,2	50,4	<b>50,4</b>	<b>50,4</b>	Liikevoiton oik. kasvu-%	35 %	7 %	53 %	<b>29 %</b>	<b>35 %</b>
Nettovelat	-7,7	-10,1	3,0	<b>-2,3</b>	<b>-13,3</b>	EPS oik. kasvu-%	27 %	14 %	39 %	<b>30 %</b>	<b>29 %</b>
<b>Kassavirta</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020e</b>	<b>2021e</b>	Käyttökate-%	38,1%	35,0 %	29,5 %	<b>35,3 %</b>	<b>36,6 %</b>
Käyttökate	10,2	10,7	14,6	<b>21,4</b>	<b>28,0</b>	Oik. Liikevoitto-%	35,5 %	33,3 %	31,5 %	<b>33,0 %</b>	<b>35,3 %</b>
Nettokäyttöpääoman muutos	-0,2	1,0	2,3	<b>-2,2</b>	<b>0,4</b>	Liikevoitto-%	30,3 %	33,3 %	25,5 %	<b>27,9 %</b>	<b>33,8 %</b>
Operatiivinen kassavirta	8,0	10,2	17,5	<b>15,1</b>	<b>22,4</b>	ROE-%	43,0 %	47,8 %	22,7 %	<b>19,7 %</b>	<b>26,6 %</b>
Investoinnit	-0,8	-1,9	-68,0	<b>-1,2</b>	<b>-1,0</b>	ROI-%	50,6 %	58,8 %	22,4 %	<b>18,0 %</b>	<b>26,7 %</b>
Vapaa kassavirta	7,2	8,3	-8,5	<b>13,5</b>	<b>21,4</b>	Omavaraisuusaste	84,0 %	81,9 %	58,6 %	<b>62,8 %</b>	<b>67,5 %</b>
						Nettovelkaantumisaste	-48,4 %	-55,8 %	4,7 %	<b>-3,4 %</b>	<b>-16,7 %</b>

Suurimmat omistajat	%-osakkeista	Arvostuskertoimet	2017	2018	2019	2020e	2021e
William Demant Invest	10,2 %	EV/Liikevaihto	10,4	9,5	14,1	<b>21,2</b>	<b>16,7</b>
Capital Group	5,3 %	EV/EBITDA (oik.)	27,4	27,1	47,9	<b>60,1</b>	<b>45,7</b>
SEB rahastot	4,5 %	EV/EBIT (oik.)	29,4	28,5	44,9	<b>64,4</b>	<b>47,3</b>
Lannebo rahastot	3,8 %	P/E (oik.)	40,2	36,9	55,4	<b>79,2</b>	<b>61,6</b>
Keskinäinen Eläkevakuutusyhtiö Ilmarinen	2,5 %	P/B	18,0	16,6	10,8	<b>18,6</b>	<b>16,3</b>
Omistajatiedot: Holdins.se		Osinkotuotto-%	2,2 %	2,2 %	1,1%	<b>0,8 %</b>	<b>1,0 %</b>

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, vertailuryhmäänalyysi 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) merkittävän 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.

## Suositus historia (>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 €

Inderesin tehtävä on yhdistää pörssiyhtiöt ja sijoittajat. Tuotamme laadukasta analyysiä ja sisältöjä laajan sijoittajayhteisöme tarpeisiin.

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

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

Jo yli 100 suomalaista pörssiyhtiötä 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.**