

Revenio Group

Yhtiöraportti

25.4.2021 20:00



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

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde
res.

Kaikki sylinterit kuumana

Nostamme Revenion tavoitehinnan 65 euroon (aik. 60 euroa) ja toistamme lisää-suosituksen. Revenion kaikki markkina-alueet ja tuotealueet ovat Q1-raportin perusteella vahvassa vedossa ja odotamme kovia kasvulukemia myös Q2:lta ja Q3:lta. Samalla yhtiö rakentaa pitkän aikavälin kasvupolkua lupaavilta vaikuttavilla investoinneilla. Näemme RBT-silmäpainemittareiden markkinaosuuden kasvun, kuvantamislaitteiden, HOME-tuotteen sekä ohjelmistoliiketoiminnan tarjoavan yhtiölle hyvät edellytykset vahvaan kasvuun seuraavalle 10 vuodelle.

Lyhyellä tähtämellä nähdään hurjia lukuja kysynnän elyessä

Revenio ylsi Q1:llä jopa 44,5 % valuuttaoikaistuun kasvuun liikevaihdon ja 33 %:n oikaistuun liikevoitto-%:iin ylittäen ennusteemme. Luvut heijastelevat silmäpainemittareiden erinomaisena jatkuvaa kysyntää, minkä lisäksi kuvantamislaitteiden myynti elpyy nyt ripeästi koronan kuopasta. Käsitksemme mukaan kuvantamislaitteissa uusi DSR Plus on saanut asiakkaisa todella hyvän vastaanoton sen kilpailukyvyyn johdosta, ja arvioimme tämän tuotteen antavan tuntuvaa tukea kasvuprosenteille lyhyellä aikavälillä.

Oculo-yritysosto näyttää lupaavalta

Revenio kertoi strategiapäivityksensä jälkeen [Oculo-yritysostosta](#), joka näkemyksemme mukaan istuu hyvin yhtiön strategiaan. Vuonna 2016 perustetun Oculon liikevaihto vuonna 2020 oli noin 1,0 miljoonaa euroa ja kyseessä on Reveniolle enemmänkin teknologia-alustan kuin liiketoiminnan osto. Oculo on onnistunut luomaan erittäin nopeasti skaalattavan ja helposti käyttöönotettavan selainkäyttöisen ohjelmistoalustan sen kotimarkkinalla Australiassa. Käsitksemme mukaan esimerkiksi Uuden Seelannin markkinalla Oculo on onnistunut saavuttamaan merkittävän osuuden potentiaalisesta käyttäjäkunnasta alle vuodessa. Tämä todistaa Oculon teknologian ratkovan asiakkaille keskeisiä ongelmia ja ohjelmiston olevan nopeasti skaalattavissa uusille markkinoille konservatiivisesta asiakaskunnasta huolimatta. Arvioimme ohjelmistoliiketoiminnan olevan tappiollinen 2021-2023 siihen tehtävien investointien myötä ja nousevan voitolle 7 MEUR liikevaihdolla vuonna 2024.

Neljä kasvuveturia seuraavalle vuosikymmenelle

Toistamme näkemyksemme, jonka mukaan seuraava vuosikymmen tulee olemaan Revenion RBT-teknologian voittokulkua sen syrjäyttäessä silmäpainemittareiden mittaussessa aplanaatio- ja ilmapukuteknologioita etenkin hygienian korostuessa. Tämä luo vahvan perustan Revenion tärkeimmän syömähampaan eli silmäpainemittareiden kasvuille. Toisena kasvuveturina nostamme HOME-tuotteen, joka avaa RBT-teknologialle kokonaan uusia laajempia markkinoita. Kolmas ajuri on kuvantamislaitteet, missä iCare vaikuttaa myös hyvin kilpailukykyiseltä. Neljäs ajuri on ohjelmistoliiketoiminta, missä näkyvyys Revenion onnistumiseen on vielä rajallinen, mutta trendit ovat selkeät. Näiden tekijöiden sekä suotuisten markkinan kysyntätrendien myötä näemme yhtiöllä hyvät edellytykset seuraavan 10 vuoden ennusteemme mukaiseen >15 %:n vuosikasvuun.

Tulosluvut kirivät korkeaa arvostusta umpeen vauhdilla

Emme näe Revenion arvostuskertoimissa nousuvaraa, mutta yhtiön luvut kirivät jatkuvasti umpeen korkeaa arvostustasoa. Lyhyen tähtäimen kasvunäkymä on erittäin vahva ja lähikvartaaleilta on odotettavissa kovia lukuja, minkä takia negatiiviset ajurit osakkeelle ovat vähissä. Pitkää aikaväliä tarkasteleva sijoittaja (2024e EV/EBIT 23x) voi arviomme mukaan istua edelleen huoletta yhtiön kyydissä.

Suositus

Lisää

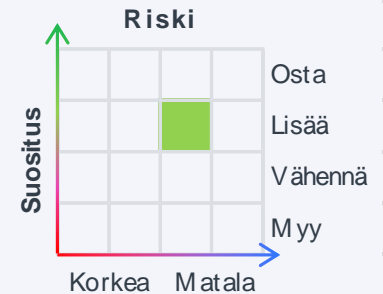
(aik. Lisää)

65,00 EUR

(aik. 60,00 EUR)

Osakekurssi:

59,20



Avainluvut

	2020	2021e	2022e	2023e
Liikevaihto	61	79	102	132
kasvu-%	23 %	30 %	29 %	29 %
EBIT oik.	19,2	27,5	35,5	48,2
EBIT-% oik.	31,4 %	34,7 %	34,7 %	36,5 %
Nettotulos	13,3	20,3	26,4	36,5
EPS (oik.)	0,58	0,83	1,04	1,42

P/E (oik.)	86,6	71,2	57,0	41,8
P/B	19,2	19,3	16,2	13,2
Osinkotuotto-%	0,6 %	0,7 %	0,9 %	1,1 %
EV/EBIT (oik.)	69,5	57,1	43,8	31,8
EV/EBITDA	61,5	55,2	42,0	30,8
EV/Liikevaihto	21,9	19,8	15,2	11,6

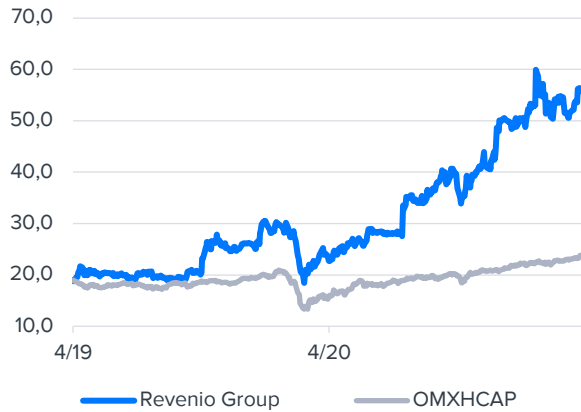
Lähde: Inderes

Ohjeistus

(ennallaan)

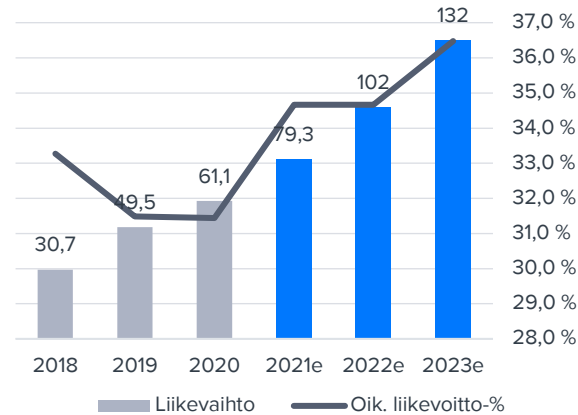
Covid-19-pandemia aiheuttaa edelleen markkinoihin liittyvää epävarmuutta. Revenio-konsernin valuuttakurssioikaistun liikevaihdon arvioidaan kasvavan vahvasti edellisvuodesta ja kannattavuuden olevan hyvällä tasolla ilman kertaluontoisia eriä.

Osakekurssi



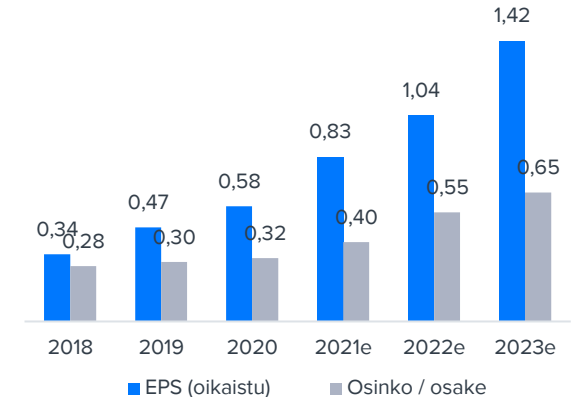
Lähde: Thomson Reuters

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
- 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

MCAP
1573
MEUR

EV
1570
MEUR

EV/EBIT
43,8
2022e

P/E (oik.)
57,0
2022e

Voimistuva myötätuuli osui purjeisiin

Lyhyellä aikavälillä nähdään kovia kasvulukuja

Ennakoimamme markkinan voimistuva myötätuuli antoi Reveniolle lisää vauhtia Q1:llä.

Silmänpainemittareiden vauhti on ollut ripeää jo viime kesästä alkaen, mutta nyt myös kuvantamislaitteissa nähdään nopeaa kasvua kysynnän elpymisen koronakuopasta. Siten Revenio ylittää nyt lyhyellä tähtäimellä poikkeuksellisen koviin kasvulukemiin.

Q1-liikevaihto kasvoi 41 % ja valuuttaoikaistuna jopa 44,5 % ollen 16,8 MEUR. Liikevaihto ylitti lievästi meidän 16,1 MEUR:n ennusteen ja selvästi konsensuksen 15,4 MEUR ennusteen. Yhtiön mukaan liiketoiminnan vahvaan kehitykseen vaikutti myynnin sujuminen hyvin kaikilla keskeisillä markkinoilla.

Yhtiön mukaan kuvantamislaitteiden myynnin kehitys oli positiivista alkuvuoden aikana ja investointihalukkuutta on löytynyt myös suurempiin

investointeihin. Kuvantamislaitteiden kysyntä on osoittanut merkkejä elpymisestä pandemiaa edeltävälle tasolle. Tämä tarkoittaa arviomme mukaan yli 40 % kasvulukemia kuvantamislaitteissa lyhyellä aikavälillä, sillä koronan isku oli tällä alueella kova. Kuvantamislaitteet tekivät ennen koronaa arviomme mukaan reilun 5 MEUR:n liikevaihtoa vuosineljännessä.

Liikevoitto Q1:llä oli 4,6 MEUR ylittäen 4,4 MEUR:n ennusteen. Tulosta rasittivat 0,6 MEUR:lla Oculoyrityskauppaan liittyvät kulut. Oikaistuna yrityskauppapapistoista ja kertaeristä liikevoitto oli 5,5 MEUR (Q1'20: 2,7 MEUR), kun ennusteen oli 4,7 MEUR. Oikaistu liikevoitto-% oli Q1:n kausiluonteisuus huomioiden vahva 33 %, kun ennusteen oli 29 %. Kannattavuutta ajoi pääasiassa vahva volyymikasvu.

Koronan isku Revenion liiketoimintaan ajoittui viime

vuonna kovimmin Q1:lle sekä Q2:lle. Kesän jälkeen kysyntä lähti elpymään ripeästi etenkin silmänpainemittareissa ja nyt elpyminen on käynnistynyt myös kuvantamislaitteissa. Suhteellisen heikkojen vertailukausien johdosta arvioimme etenkin Q1:n ja Q2:n kasvuprosenttien olevan poikkeuksellisen kovia.

Ennustetaulukko	Q1'20	Q1'21	Q1'21e	Q1'21e	Konsensus		Erotus (%)	2021e
MEUR / EUR	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Tot. vs. inderes	Inderes
Liikevaihto	11,9	16,8	16,1	15,4	14,4	16,4	4 %	79,3
Liikevoitto (oik.)	2,7	5,5	4,7	4,5	3,6	5,3	17 %	27,5
Liikevoitto	2,4	4,6	4,4	4,4	3,6	5,3	5 %	25,7
Tulos ennen veroja	2,4	4,7	4,4	4,4	3,5	5,2	8 %	25,7
EPS (raportoitu)	0,07	0,14	0,13	0,13	0,11	0,15	8 %	0,76
Liikevaihdon kasvu-%	41,5 %	40,9 %	35,1 %	29,6 %	21,2 %	38,0 %	5,9 %-yks.	29,9 %
Liikevoitto-% (oik.)	22,9 %	32,8 %	29,3 %	29,2 %	25,0 %	32,3 %	3,6 %-yks.	34,7 %

Lähde: Inderes & Infront (konsensus)

Ennustemuutokset

Ohjeistus jälleen yleisluonteinen

Vuoden 2021 ennallaan olevan ohjeistuksen mukaan valuuttakurssioikaistun liikevaihdon arvioidaan kasvavan ”vahvasti” edellisvuodesta ja kannattavuuden olevan ”hyvällä tasolla” ilman kertaluonteisia eriä.

Arvioimme vuoden 2021 liikevaihdon kasvavan 30 % ja oikaistun liikevoittomarginaalin nousevan 34,7 %:iin edellisvuoden 31,4 %:sta. Arvioimme mukaan näkymät loppuvuoteen ovat erittäin hyvät, sillä silmänpainemittareiden kysyntä vetää edelleen ripeästi, kuvantamislaitteissa kysyntä elpyy nyt koronan iskusta ja uusi DSR Plus -tuote on saanut erinomaisen vastaanoton asiakkaissa.

Ohjelmistopuolen investoinnit rasittavat lievästi lyhyen aikavälin kannattavuutta

Olemme sisällyttäneet Oculo-yritysoston myötä ohjelmistoliiketoiminnan erillisenä arviona

ennusteisiimme. Arvioimme ohjelmistojen liikevaihdon saavuttavan 7 MEUR tason vuonna 2024 ja nousevan tällöin selvästi voitolliseksi. Siten lähivuosien kasvuennusteemme nousivat lievästi. Vuosina 2021-2023 arvioimme ohjelmistoliiketoimintaan tehtävien investointien painavan kannattavuutta, mutta pitkällä aikavälillä mahdollistavan marginaalien parantamisen.

Kokonaisuutena arvioimme Revenion kasvavan noin reilun 25 %:n vuosivauhtia 2021-2025, minkä myötä yhtiö ylittää 200 MEUR liikevaihtorajan vuonna 2025. Kannattavuuden arvioimme liikevoitto-%:lla mitattuna nousevan 38 %:iin. Yhtiö on jo todistanut pääsevänsä tämän tason kannattavuuteen, ja ohjelmistoliiketoiminnan onnistuessa on marginaaleissa edelleen nousupotentiaalia.

Arvioimme edelleen 2020-luvun ennusteissamme Icaren RBT-tekniikan jatkavan vahvaa voittokulkuaan syöden osuuksia ilmapuhku- ja

applanaatioteknologioilta. Lisäksi arvioimme HOME-tuotteen avaavan yhtiölle kokonaan uusia markkinoita. Myös kuvantamislaitteissa yhtiön kasvunäkymä ja kilpailukyky vaikuttaa lupaavalta, vaikka vielä on aikaista arvioida minkälaiselle kasvurallalle tämä tuotealue asettuu koronakuopasta elpymisen jälkeen asettuu.

Ennustemuutokset	2021e	2021	Muutos	2022e	2022e	Muutos	2023e	2023e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	77,5	79,3	2 %	98,7	102	4 %	130	132	2 %
Käyttökate	28,5	28,4	0 %	37,7	37,0	-2 %	50,0	49,8	0 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	27,0	27,5	2 %	36,5	35,5	-3 %	48,6	48,2	-1 %
Liikevoitto	25,8	25,7	0 %	35,3	34,3	-3 %	47,5	47,0	-1 %
Tulos ennen veroja	25,6	25,7	0 %	34,9	33,9	-3 %	47,2	46,7	-1 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,81	0,83	3 %	1,07	1,04	-3 %	1,43	1,42	-1 %
Osakekohtainen osinko	0,40	0,40	0 %	0,55	0,55	0 %	0,65	0,65	0 %

Lähde: Inderes

Arvostus

Tuloskasvu korjaa arvostusta

Ennusteillamme Revenion vuosien 2021-2022 oikaistut P/E-luvut ovat 71x ja 57x. Vahvan tuloskasvun (>30 %) myötä oikaistu P/E painuu neutraalille 32x tasolle ja oikaistu EV/EBIT 23x tasolle vuonna 2024 yhtiön saavuttaessa ennusteessamme hieman vakaamman kasvun vaiheen. Arvostuskertoimet ovat korkeita, mutta vastaavasti luottamuksemme yhtiön tuloskasvuun on myös korkealla. Yrityksen kasvaneesta kokoluokasta huolimatta Revenio näyttäisi pystyvän jopa kiihdyttämään kasvun kulmakerrointa, mikä on muuttanut osakkeen arvostuskuvaa selvästi suotuisammaksi viimeisen vuoden aikana. Emme kuitenkaan näe arvostuskertoimissa enää venymisen varaa, jollei yhtiön kasvun kulmakerroin jyrkenny entisestään. Realismia on odottaa tuotto-odotuksen muodostuvan tuloskasvun kautta, josta merkittävä osa valuu kuitenkin lähivuosina arvostuskertoimien kiinni kuromiseen.

DCF-arvomme Reveniolle on 65 euroa (WACC 6,0 %), mikä on noussut tuntuvasti pitkän aikavälin ennusteen pohjalta. Huomautamme arvon painottuvan voimakkaasti ikuisuusoletukseen (77 %), mutta pidämme tätä hyväksyttävänä yhtiön erittäin hidasliikkeisellä toimialalla, jossa markkinan kasvutrendit ovat vuosikymmenten mittaisia ja kilpailun vallitahaudat poikkeuksellisen vahvoja.

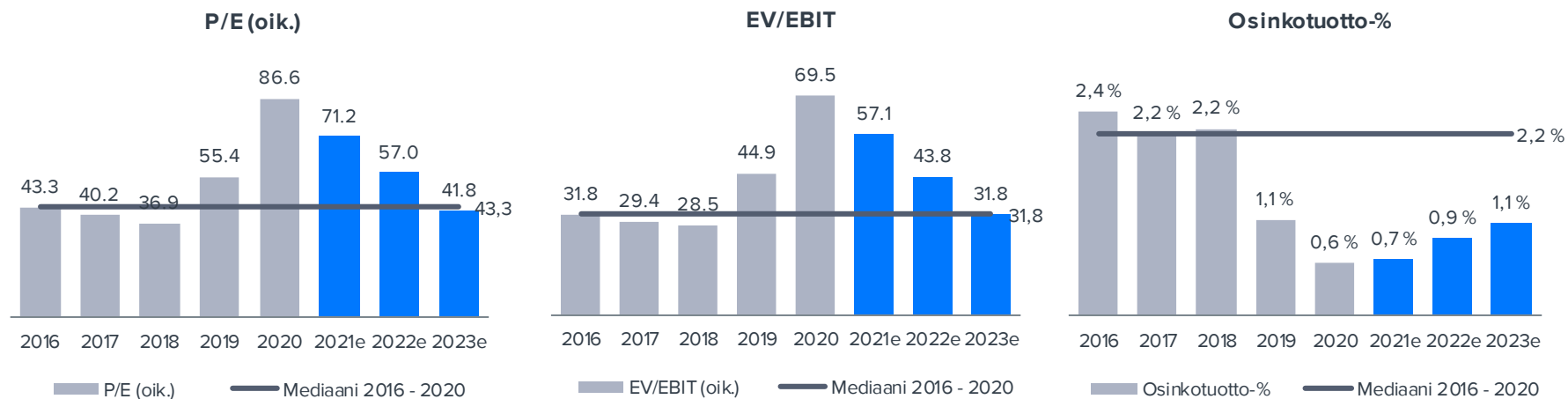
Arvostustaso	2021e	2022e	2023e
Osakekurssi	59,2	59,2	59,2
Osakemäärä, milj. kpl	26,6	26,6	26,6
Markkina-arvo	1573	1573	1573
Yritysarvo (EV)	1570	1554	1532
P/E (oik.)	71,2	57,0	41,8
P/E	77,5	59,5	43,2
P/Kassavirta	>100	58,5	42,4
P/B	19,3	16,2	13,2
P/S	19,8	15,4	11,9
EV/Liikevaihto	19,8	15,2	11,6
EV/EBITDA (oik.)	55,2	42,0	30,8
EV/EBIT (oik.)	57,1	43,8	31,8
Osinko/tulos (%)	52,4 %	55,3 %	47,4 %
Osinkotuotto-%	0,7 %	0,9 %	1,1 %

Lähde: Inderes

Arvostustaulukko

Arvostustaso	2016	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e
Osakekurssi	10,2	12,0	12,6	26,3	50,3	59,2	59,2	59,2	59,2
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	1573	1573	1573	1573
Yritysarvo (EV)	224	279	290	700	1335	1570	1554	1532	1470
P/E (oik.)	43,3	40,2	36,9	55,4	86,6	71,2	57,0	41,8	31,8
P/E	43,3	42,0	36,9	73,0	>100	77,5	59,5	43,2	32,6
P/Kassavirta		39,8	36,0	neg.	>100	>100	58,5	42,4	32,5
P/B	15,4	18,0	16,6	10,8	19,2	19,3	16,2	13,2	8,7
P/S	10,4	10,7	9,8	14,1	21,9	19,8	15,4	11,9	9,4
EV/Liikevaihto	9,6	10,4	9,5	14,1	21,9	19,8	15,2	11,6	8,8
EV/EBITDA (oik.)		27,4	27,1	47,9	61,5	55,2	42,0	30,8	22,6
EV/EBIT (oik.)	31,8	29,4	28,5	44,9	69,5	57,1	43,8	31,8	23,3
Osinko/tulos (%)	105,1 %	90,9 %	82,3 %	85,1 %	63,7 %	52,4 %	55,3 %	47,4 %	65,0 %
Osinkotuotto-%	2,4 %	2,2 %	2,2 %	1,1 %	0,6 %	0,7 %	0,9 %	1,1 %	2,0 %

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	408,10	16579	17990	29,5	23,6	22,1	18,1	7,3	6,3	31,1	28,0	0,0	0,0
Ametek	134,26	25650	26650	24,7	21,8	20,4	18,2	6,0	5,4	30,8	28,3	0,6	0,7
Halma	2627,00	11509	11794	35,3	32,0	30,0	28,1	7,4	7,1	46,5	41,2	0,7	0,7
Topcon	1493,00	1245	1522			13,9	10,1	1,3	1,1	145,8	33,3	0,3	1,0
Medtronic	130,80	145690	158885	25,6	19,6	22,2	17,3	6,0	5,5	30,0	22,8	1,8	1,9
Essilor International	140,06	62704	66152	24,1	21,5	15,9	14,4	3,8	3,5	33,3	28,4	1,6	1,7
Carl Zeiss Meditec	145,35	13064	13200	39,9	38,1	33,5	32,1	7,8	7,2	61,3	59,0	0,5	0,6
Ambu	342,70	10409	10623	166,4	104,7	117,1	79,3	20,9	16,7	243,5	137,7	0,1	0,2
Revenio Group (Inderes)	59,20	1573	1570	57,1	43,8	55,2	42,0	19,8	15,2	71,2	57,0	0,7	0,9
Keskisarvo				49,4	37,3	34,4	27,2	7,6	6,6	77,8	47,3	0,7	0,9
Mediaani				29,5	23,6	22,1	18,2	6,7	5,9	39,9	30,8	0,6	0,7
Erotus-% vrt. mediaani				94 %	86 %	149 %	131 %	196 %	157 %	79 %	85 %	21 %	33 %

Lähde: Thomson Reuters / Inderes. Huomaus: 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	Q1'21	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	16,8	18,4	20,0	24,2	79,3	102	132	167
Silmänpainemittarit (arvio)	30,6	34,5	8,6	10,0	10,2	12,9	41,8	11,8	12,9	12,4	15,3	52,4	66,5	88,8	116
Muut tuotteet (arvio)	0,1	0,1	0,0	0,1	0,1	0,0	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,4	0,6	0,8	1,0
Kuvantamislaitteet (arvio)	0,0	14,8	3,3	3,5	5,5	6,8	19,1	4,9	5,3	7,2	8,4	25,7	32,4	37,6	43,6
Software (arvio)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,2	0,3	0,4	0,9	3,0	5,0	7,0
Käyttökate	10,7	14,6	3,0	4,1	6,2	8,3	21,7	5,3	6,5	7,6	9,1	28,4	37,0	49,8	64,9
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	-2,7	-2,8	-3,1
Liikevoitto ilman kertaerää	10,2	15,6	2,7	3,7	5,8	6,9	19,2	5,5	6,1	7,2	8,7	27,5	35,5	48,2	63,1
Liikevoitto	10,2	12,6	2,4	3,4	3,6	7,6	17,1	4,6	5,8	6,9	8,4	25,7	34,3	47,0	61,8
Nettorahoituskulut	0,1	-0,3	0,0	-0,1	0,0	-0,3	-0,4	0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,5	-0,3	0,0
Tulos ennen veroja	10,3	12,3	2,4	3,3	3,6	7,3	16,7	4,7	5,8	6,9	8,4	25,7	33,9	46,7	61,8
Verot	-2,1	-2,9	-0,4	-0,8	-0,7	-1,5	-3,4	-1,0	-1,2	-1,4	-1,8	-5,4	-7,5	-10,3	-13,6
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	3,7	4,5	5,4	6,6	20,3	26,4	36,5	48,2
EPS (oikaistu)	0,34	0,47	0,09	0,11	0,19	0,20	0,58	0,17	0,18	0,21	0,26	0,83	1,04	1,42	1,86
EPS (raportoitu)	0,34	0,36	0,07	0,10	0,11	0,22	0,50	0,14	0,17	0,20	0,25	0,763	0,99	1,37	1,81

Tunnusluvut	2018	2019	Q1'20	Q2'20	Q3'20	Q4'20	2020	Q1'21	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 %	40,9 %	34,9 %	26,5 %	22,6 %	29,9 %	29,1 %	29,0 %	26,4 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%		52,7 %	-4,0 %	38,1 %	18,4 %	35,0 %	23,2 %	102,2 %	63,3 %	24,1 %	25,4 %	43,3 %	29,2 %	35,7 %	30,9 %
Käyttökate-%	35,0 %	29,5 %	25,4 %	30,3 %	39,2 %	42,3 %	35,5 %	31,5 %	35,2 %	37,9 %	37,6 %	35,8 %	36,1 %	37,7 %	38,9 %
Oikaistu liikevoitto-%	33,3 %	31,5 %	22,9 %	27,4 %	36,7 %	35,2 %	31,4 %	32,8 %	33,1 %	36,0 %	36,0 %	34,7 %	34,7 %	36,5 %	37,8 %
Nettotulos-%	26,6 %	18,9 %	16,7 %	18,8 %	18,4 %	29,9 %	21,9 %	22,3 %	24,7 %	27,1 %	27,3 %	25,6 %	25,8 %	27,6 %	28,8 %

Lähde: Inderes

Tase

Vastaavaa	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Pysyvät vastaavat	59,0	58,3	69,4	69,6	70,0
Liikearvo	50,4	50,4	60,4	60,4	60,4
Aineettomat hyödykkeet	5,2	3,9	5,0	4,6	4,3
Käyttöomaisuus	1,8	2,0	2,0	2,6	3,3
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	39,4	49,9	68,1
Vaihto-omaisuus	3,5	4,9	5,6	7,2	9,3
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	6,4	9,3	10,3	13,3	17,2
Likvidit varat	26,7	28,9	23,5	29,4	41,7
Taseen loppusumma	110	114	121	130	148

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Oma pääoma	64,3	69,7	81,5	97,3	119
Osakepääoma	5,3	5,3	5,3	5,3	5,3
Kertyneet voittovarot	8,3	14,0	25,8	41,6	63,4
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	20,5	19,5	25,1
Lainat rahoituslaitoksilta	4,3	4,6	5,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	10,9	13,1	15,5	19,5	25,1
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	110	114	121	130	148

DCF-laskelma

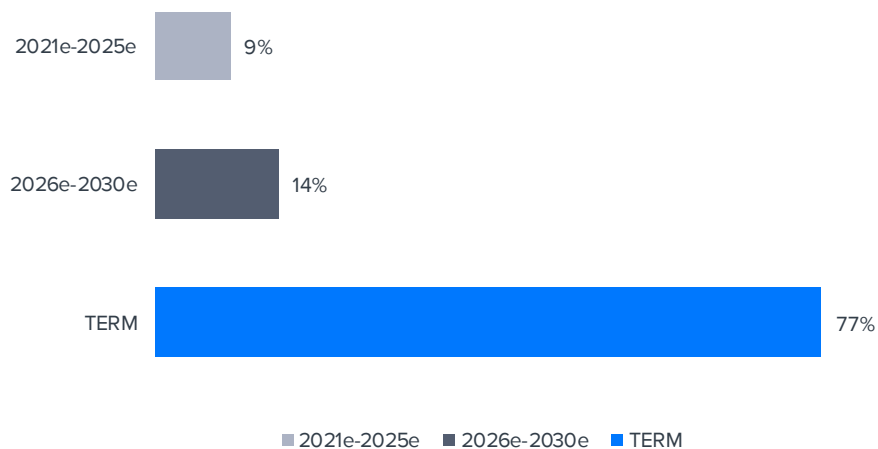
DCF-laskelma	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	TERM
Liikevoitto	17,1	25,7	34,3	47,0	61,8	77,5	89,9	98,0	100	105	104	
+ Kokonaispoistot	4,6	2,7	2,7	2,8	3,1	3,2	3,4	3,6	3,8	4,0	4,2	
- Maksetut verot	-3,8	-6,0	-7,7	-10,3	-13,6	-17,0	-19,8	-21,6	-22,0	-23,1	-23,0	
- verot rahoituskuluista	-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	0,7	-0,6	-0,3	-0,3	-0,4	-0,3	-0,3	-0,2	-0,2	-0,1	
Operatiivinen kassavirta	15,8	23,2	28,6	39,2	51,0	63,3	73,1	79,8	81,7	85,7	85,6	
+ 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	-12,6	-1,7	-2,0	-2,5	-2,9	-3,9	-4,1	-4,1	-4,4	-4,0	
Vapaa operatiivinen kassavirta	13,2	10,2	26,9	37,1	48,5	60,4	69,3	75,7	77,7	81,3	81,6	
+/- 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	10,2	26,9	37,1	48,5	60,4	69,3	75,7	77,7	81,3	81,6	2355
Diskontattu vapaa kassavirta		9,8	24,4	31,7	39,1	45,9	49,7	51,3	49,6	49,0	46,4	1339
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		1736	1726	1701	1670	1631	1585	1535	1484	1434	1385	1339
Velaton arvo DCF		1736										
- Korolliset velat		-27,0										
+ Rahavarat		28,9										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		-8,5										
Oman pääoman arvo DCF		1729										
Oman pääoman arvo DCF per osake		65,1										

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-premio	4,75 %
Likviditeettipremio	0,00 %
Riskitön korko	2,0 %
Oman pääoman kustannus	6,3 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	6,0 %

Lähde: Inderes

Rahavirranjakauma jaksoittain



Yhteenveto

Tuloslaskelma	2018	2019	2020	2021e	2022e	Osaakekohtaiset luvut	2018	2019	2020	2021e	2022e
Liikevaihto	30,7	49,5	61,1	79,3	102,5	EPS (raportoitu)	0,34	0,36	0,50	0,76	0,99
Käyttökate	10,7	14,6	21,7	28,4	37,0	EPS (oikaistu)	0,34	0,47	0,58	0,83	1,04
Liikevoitto	10,2	12,6	17,1	25,7	34,3	Operat. kassavirta / osake	0,43	0,67	0,59	0,87	1,08
Voitto ennen veroja	10,3	12,3	16,7	25,7	33,9	Vapaa kassavirta / osake	0,35	-0,33	0,50	0,38	1,01
Nettovoitto	8,1	9,4	13,3	20,3	26,4	Omapääoma / osake	0,76	2,47	2,62	3,07	3,66
Kertaluontoiset erät	0,0	-3,0	-2,1	-1,8	-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	120,6	130,2	Liikevaihdon kasvu-%	15 %	61 %	23 %	30 %	29 %
Oma pääoma	18,1	64,3	69,7	81,5	97,3	Käyttökateen kasvu-%	5 %	36 %	49 %	31 %	30 %
Liikearvo	1,2	50,4	50,4	60,4	60,4	Liikevoiton oik. kasvu-%	7 %	53 %	23 %	43 %	29 %
Nettovelat	-10,1	3,0	-1,9	-3,5	-19,4	EPS oik. kasvu-%	14 %	39 %	23 %	43 %	25 %
Kassavirta	2018	2019	2020	2021e	2022e	Käyttökate-%	35,0 %	29,5 %	35,5 %	35,8 %	36,1 %
Käyttökate	10,7	14,6	21,7	28,4	37,0	Oik. Liikevoitto-%	33,3 %	31,5 %	31,4 %	34,7 %	34,7 %
Nettokäyttöpääoman muutos	1,0	2,3	-2,1	0,7	-0,6	Liikevoitto-%	33,3 %	25,5 %	28,0 %	32,4 %	33,5 %
Operatiivinen kassavirta	10,2	17,5	15,8	23,2	28,6	ROE-%	47,8 %	22,7 %	19,9 %	26,8 %	29,6 %
Investoinnit	-1,9	-68,0	-2,5	-12,6	-1,7	ROI-%	58,8 %	22,4 %	17,9 %	25,9 %	32,9 %
Vapaa kassavirta	8,3	-8,5	13,2	10,2	26,9	Omavaraisuusaste	81,9 %	58,6 %	60,9 %	67,6 %	74,7 %
						Nettovelkaantumisaste	-55,8 %	4,7 %	-2,7 %	-4,3 %	-20,0 %
Suurimmat omistajat				%- osakkeista		Arvostuskertoimet	2018	2019	2020	2021e	2022e
William Demant Invest				10,2 %		EV/Liikevaihto	9,5	14,1	21,9	19,8	15,2
Capital Group				5,3 %		EV/EBITDA (oik.)	27,1	47,9	61,5	55,2	42,0
SEB rahastot				4,5 %		EV/EBIT (oik.)	28,5	44,9	69,5	57,1	43,8
Lannebo rahastot				3,8 %		P/E (oik.)	36,9	55,4	86,6	71,2	57,0
Keskinäinen Eläkevakuutusyhtiö Ilmarinen				2,5 %		P/B	16,6	10,8	19,2	19,3	16,2
<i>Omistajatiedot: Holdins.se</i>						Osinkotuotto-%	2,2 %	1,1 %	0,6 %	0,7 %	0,9 %

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 laatinen 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.

Suositus historia (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
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 €
15.2.2019	Lisää	16,50 €	15,46 €
16.4.2019	Lisää	21,00 €	18,80 €
26.4.2019	Lisää	21,00 €	19,10 €
16.8.2019	Lisää	21,00 €	19,40 €
2.10.2019	Lisää	21,00 €	19,22 €
25.10.2019	Lisää	24,50 €	23,20 €
26.11.2019	Vähennä	24,50 €	25,55 €
21.2.2020	Lisää	31,00 €	28,85 €
19.3.2020	Osta	24,00 €	18,48 €
23.4.2020	Lisää	25,00 €	22,75 €
7.8.2020	Vähennä	34,00 €	33,50 €
23.10.2020	Vähennä	36,00 €	38,05 €
21.12.2020	Vähennä	44,00 €	48,65 €
12.2.2021	Lisää	60,00 €	53,00 €
26.4.2021	Lisää	65,00 €	59,20 €

Inderesin tehtävä on yhdistää pörssiyritykset ja sijoittajat. Tuotamme laadukasta analyysiä ja sisältöjä laajan sijoittajayhteisöömme 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.**