

# Revenio Group

## Laaja raportti

9.6.2021 06:30



**Juha Kinnunen**  
+358 40 778 1368  
juha.kinnunen@inderes.fi



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

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde  
res.

# Ei mikään yhden tempun poni

Revenio tunnetaan silmänpainemittareiden globaalina johtotähtenä, mutta nykyään yhtiö on varteenotettava haastaja myös laajemmin silmäsairauksien terveysteknologiassa. Kuvantamislaitteet (ent. CenterVue) ovat yhä suuremmissa roolissa tulevaisuuden kasvussa, ja HOME-tuotteet sekä ohjelmistoliiketoiminta tarjoavat pidemmän aikavälin kasvulupauksia. Liiketoiminta kasvaa erittäin kannattavasti, markkinoilla on tukevat kasvuajurit ja tuotteilla vahvat kilpailuedut. Lisäksi yhtiöllä on erinomaiset näytöt sen kyvystä luoda arvoa investoinneilla tuotekehitykseen, rakennejärjestelyihin ja uusiin pitkän aikavälin kasvuaihoihin. Toistamme lisää-suosituksen tavoitehinnalla 65,0 €.

## Yhä vahvempi globaali peluri silmäsairauksien terveysteknologiassa

Revenio on tehnyt onnistuneen uudistumisen yhden teknologian niche-toimijasta globaaliksi oftalmologisten laitteiden ja ohjelmistoratkaisujen toimittajaksi. iCare -silmänpainemittarit ovat ylivoimaisilla ominaisuuksillaan nousseet segmenttinsä markkinajohtajiksi, ja Revenion patentoima RBT-teknologia nousemassa toimialastandardiksi syrjäyttäen vanhoja teknologioita. Erinomaisella CenterVue -yrityskaupalla Revenio kasvoi globaaliksi laajemmän tuoteportfolion peluriksi silmäsairauksien terveysteknologiassa, mikä käynnisti uuden vaiheen Revenion tarinassa. Tänä vuonna strateginen uudistuminen jatkui yhtiön tehdessä ensimmäiset panostukset ohjelmistoliiketoimintaan ostamalla pienen mutta erittäin lupaavan Oculon. Yhtiön onnistuneen uudistumisen myötä Revenion markkina-arvo on noussut vuoden 2019 jälkeen 300 MEUR:sta nyt jo yli 1,5 miljardiin euroon.

## Vahva tuoteportfolio sisältää useita kasvuvetureita niin lyhyelle kuin pitkälle aikavälille

Revenion merkittävästi laajentunut tuoteportfolio on todistetusti iskukykyinen. iCare silmänpainemittareiden kasvu jatkuu edelleen, mutta hiljalleen veturiksi täytyy nousta HOME 2 -tuote, jotta tahtia voidaan pitää yllä. Kotimittauksien yleistyminen ei ole vielä löytänyt kiihtymisvaihdetta, mikä on epävarmuustekijä varsin aggressiivisissa ennusteissamme. Toisaalta kuvantamislaitteet ovat osoittautuneet erittäin kilpailukykyisiksi ja yritystoston tuomat hyödyt kasvulle ovat arviomme mukaan vielä laajalti näkemättä. Portfoliosta on löytynyt etenkin uusi syömähänkasmas DRSplus, joka odotamme ajavan kasvua lähivuosina. Pitkällä aikavälillä arvioimme yhtiön edelleen pyrkivän edelleen vahvistamaan tuoteportfoliotaan silmäsairauksien alueella oman tuotekehityksen ja yritystosten kautta.

## Riskitaso maltillinen ja vallihaudat kunnossa

Revenion uudistettu strategia keskittyy markkinoille, joilla on vahvat rakenteelliset pitkän aikavälin kasvuajurit. Yhtiön kasvua tukevat syvät vallihaudat kilpailulle, jotka liittyvät teknologioiden kilpailusuojaan (kuten patentit), brändiin ja maineeseen, yleisesti hidasliikkeiseen toimialaan sekä korkeaan alalle tulon kynnykseen. Liiketoiminnan riskitaso on maltillinen johtuen toimialan defensiivisyydestä ja yhtiön vahvoista kilpailueduista. Merkittävimmät riskit liittyvät mielestämme siihen, että Revenio on saanut ensimmäisen haastajan iCaren laajalti patentoimaan RBT-teknologiaan.

## Arvostus tekee kipeää

Revenion arvostus on erittäin korkea lähes kaikilla mittareilla, mutta perusteltavissa tuloskasvuodotuksilla. Tämän vuoden ennusteilla kivuliaalla 72x tasolla oleva P/E-kerroin muuttuu kohtuulliseksi, kun sen suhteuttaa odotettuun tuloskasvunopeuteen (EPS-kasvu 34 % 2021-2024e CAGR). Näin ollen pitkän aikavälin PEG-kerroin on noin 2,1x, mikä on kohtuullinen ja tarjoaa riittävän tuotto-odotuksen lisää-suositukselle. Sijoittajien suurimmat riskit liittyvät mielestämme siihen, pysyykö tuloskasvu odotetulla kiihdytyskäyrällä ja kestäkö erittäin korkea arvostustaso.

## Suositus

### Lisää

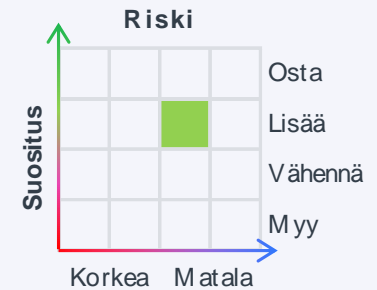
(aik. Lisää)

**65,0 EUR**

(aik. 65,0 EUR)

**Osakekurssi:**

59,20



## Avainluvut

	2020	2021e	2022e	2023e
<b>Liikevaihto</b>	61	79	103	131
<b>kasvu-%</b>	23 %	30 %	29 %	28 %
<b>EBIT oik.</b>	19,2	27,2	37,1	50,3
<b>EBIT-% oik.</b>	31,4 %	34,3 %	36,2 %	38,3 %
<b>Nettotulos</b>	13,3	20,1	28,0	38,0
<b>EPS (oik.)</b>	0,58	0,82	1,10	1,47

<b>P/E (oik.)</b>	86,6	72,2	54,2	40,4
<b>P/B</b>	19,2	19,5	16,0	13,0
<b>Osinkotuotto-%</b>	0,6 %	0,7 %	0,9 %	1,1 %
<b>EV/EBIT (oik.)</b>	69,5	57,9	42,1	30,6
<b>EV/EBITDA</b>	61,5	56,0	40,4	29,6
<b>EV/Liikevaihto</b>	21,9	19,9	15,2	11,7

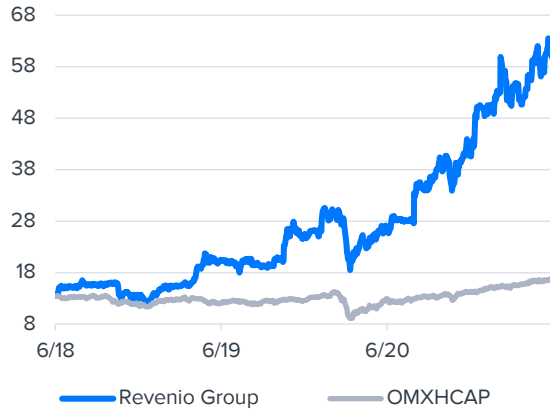
Lähde: Inderes

## Ohjeistus

(Ennallaan)

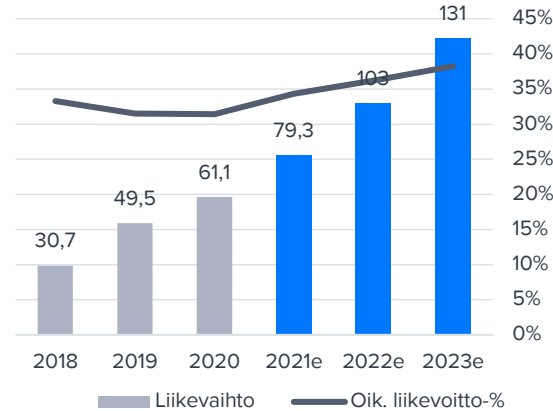
Covid-19-pandemia aiheuttaa edelleen markkinoihin liittyvää epävarmuutta. Revenio-konsernin valuuttakurssioikaistun liikevaihdon arvioidaan kasvavan vahvasti edellisvuodesta ja kannattavuuden olevan hyvällä tasolla ilman kertaluontoisia eriä.

## Osakekurssi



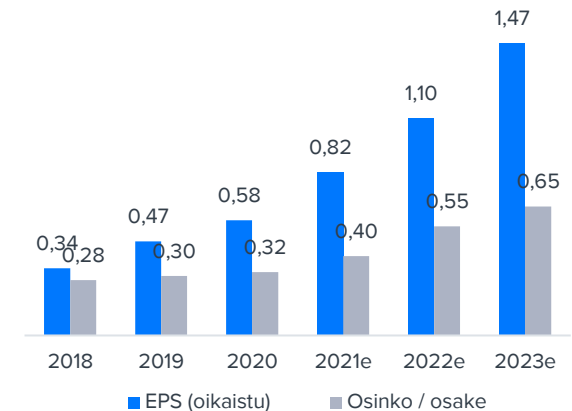
Lähde: Thomson Reuters

## 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
- Kuvantamislaitteiden voimakkaassa kasvussa onnistuminen
- Kasvuinvestointien onnistuminen (uudet tuotteet)
- Osakkeen todella korkea arvostustaso on merkittävä riski sijoittajille

### Arvostus

- Vahva tulokasvu ja hyvä näkyvyys oikeuttavat korkean arvostustason
- Pitkän aikavälin kasvutarina erittäin houkutteleva
- Arvostus on todella korkea suhteessa yhtiön historiallisiin tasoihin, mutta perusteltavissa kiihtyvällä tulokasvulla

# Sisällysluettelo

Revenion liiketoiminta ja strategia	<b>5-10</b>
Sijoitus- ja riskiprofiili	<b>11-13</b>
Silmänpainemittarit	<b>14-19</b>
Kuvantamislaitteet	<b>20-25</b>
Muut liiketoiminnot (Oculo, Ventica ja Cutica)	<b>26-28</b>
Ennusteet	<b>29-34</b>
Arvonmääritys	<b>35-40</b>
Taulukot	<b>41-42</b>
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	<b>43</b>

# Revenio Group lyhyesti

Revenio on oftalmologisten laitteiden ja ohjelmistoratkaisuiden globaaleja kärkiyhtiötä, joka keskittyy silmien hoidon ratkaisuihin.

## 2012-2015

Rakennemuutos monialayhtiöstä terveysteknologiayhtiöksi

## 2015-2019

Investoinnit terveysteknologiaan uusiin tuotealueisiin ja iCaren tuoteportfolion vahvistaminen

## 2019

CenterVue-yrityskauppa ja tarjooman vahvistuminen erityisesti glaukooman alueella

## 2021

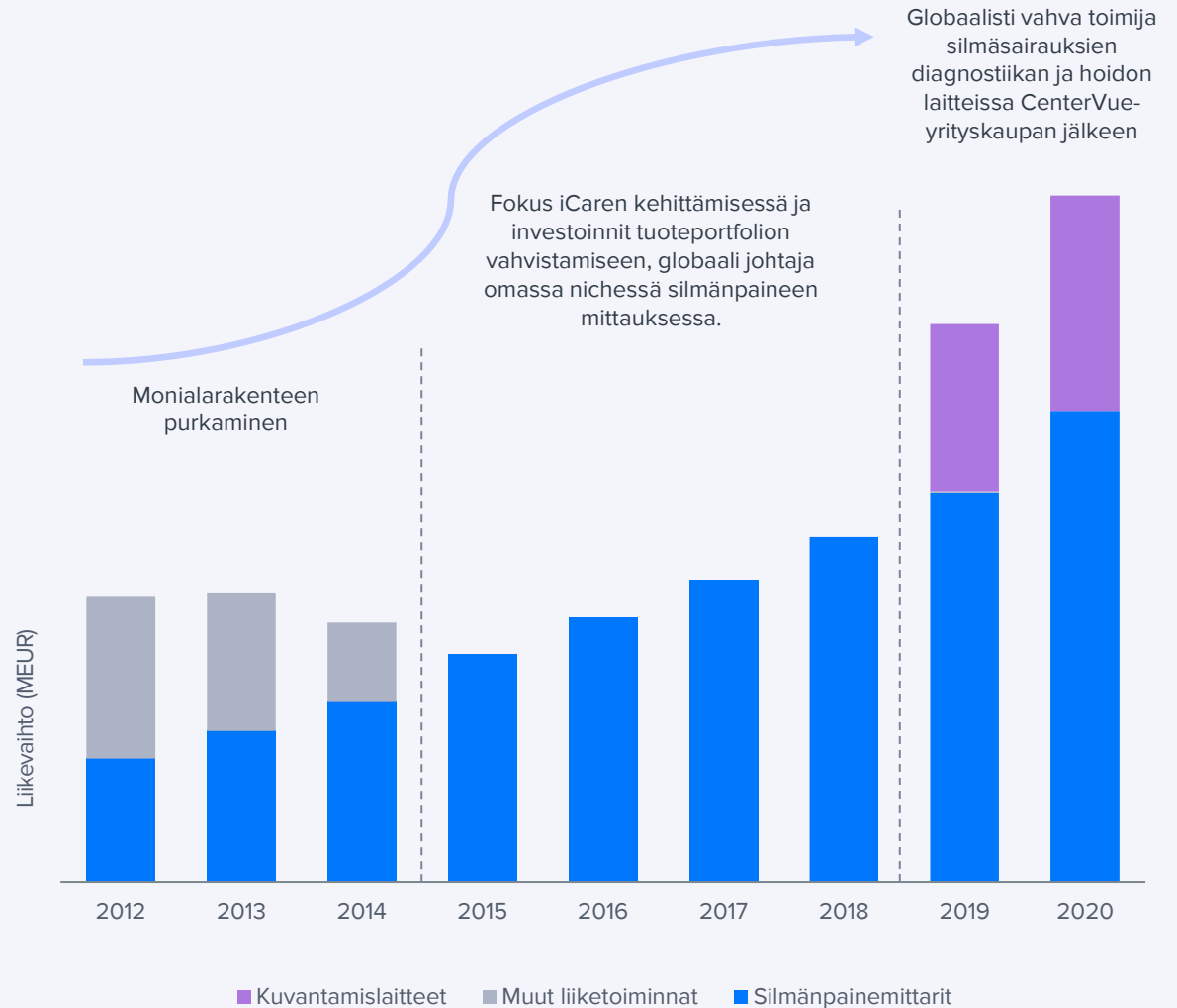
Oculo -yritysosto ja tarjooman laajentuminen ohjelmistoihin

**61,1 MEUR** (+23,4 % vs. 2019)

Liikevaihto 2020

**19,1 MEUR** (31,2 % lv:sta)

Oikaistu liikevoitto 2020



# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/2

## Yhtiökuvaus

### Silmäsairauksien terveysteknologiayhtiö

Revenio Group on suomalainen oftalmologisten laitteiden ja ohjelmistoratkaisujen kärkiyhtiö, jonka vahvuudet ovat etenkin silmäsairauksien tunnistamiseen ja hoitoon liittyvissä laiteteknologioissa. Yhtiön nykyinen tarjooma kattaa kaikki glaukooman seulontaan ja hoitoon tarvittavat laitteet sekä ohjelmistoratkaisut. Lisäksi yhtiön laitteita käytetään diabeettisen retinopatian sekä silmänpohjan rappeuman tunnistamiseen ja hoitoon. Revenio keskittyy toiminnassaan tuotekehitykseen sekä myyntiin ja yhtiön kaikki valmistustoiminnot on ulkoistettu.

Reveniolla on pitkä historia monialayhtiönä toimimisesta aina 2010-luvun alkupuolelle asti. Vuonna 2012 yhtiö käynnisti rakennemuutoksen monialayhtiöstä terveysteknologiayhtiöksi. Yhtiö myi terveysteknologian ulkopuoliset liiketoiminnot ja investoi merkittävästi iCaren silmänpainemittareiden tuoteportfolion kehitykseen sekä uusiin kehitysaihioihin astman ja ihosyövän seulonnan alueilla. Vuoden 2020 strategiapäivityksen yhteydessä Revenio rajasi fokuksensa puhtaasti silmäsairauksiin, mikä teki edellä mainituista kehitysaihioista ydinliiketoiminnan ulkopuolisia toimintoja. Näissä yhtiö hakeekin strategisia vaihtoehtoja.

Huhtikuussa 2019 Revenion tarinassa käynnistyi uusi luku, kun Revenio kasvoi silmänpaineen mittaukseen erikoistuneesta niche-toimijasta merkittäväksi globaaliksi peluriksi silmäsairauksien alueella ostamalla italialaisen CenterVuen.

Revenion mittavan rakennemuutoksen voidaan todeta olevan onnistuneesti toteutettu ja yhtiöllä on vakaa perusta, jonka päälle rakentaa tulevaa kasvua merkittävänä toimijana yhtiön erikoistumisalueella. Rakennemuutoksen aikana yhtiön markkina-arvo on kasvanut reilusta 30 miljoonasta eurosta yli 1,5 miljardiin euroon, mikä kuvastaa rakennemuutoksen arvonluontia ja yhtiön osaamista pääomien allokoinnissa.

Revenio Groupin liikevaihto vuodelta 2020 oli 61,1 MEUR ja oikaistu liiketulos 19,1 MEUR. Yhtiö työllistää yli 140 henkilöä pääasiassa Suomessa, Italiassa ja Yhdysvalloissa. Yhtiö käyttää vuosittain noin 10 % liikevaihdostaan tuotekehitykseen.

### Tuoteportfolio

Revenio pystyy tarjoamaan silmäsairauksien seulontaan ja diagnostiikkaan tarvittavat laitteet yhdeltä luukulta ja yhtiö on tällä alueella yksi globaalisti merkittäviä toimijoita. Tuotteilla on lähtökohtaisesti vahva kilpailusuoja, joka perustuu patenteihin, viranomaishyväksyntöihin, tunnettuihin brändeihin silmäsairauksien alueella sekä tuotteisiin liittyviin ohjelmistoihin ja algoritmeihin. Revenion keskeiset tuotealueet ovat seuraavat:

- **iCare -silmänpainemittarit** ja niiden anturit ovat Revenion syömähänna. Mittarit perustuvat laajalti patentoidun kimmoketonometrian (RBT) teknologiaan, joka syö jatkuvasti markkinaa vanhentuneilta silmänpaineen mittauksen teknologioilta. Mittareiden anturimyynti tuo yhtiölle vakaata ja kasvavaa tulovirtaa.
- **iCare -silmänpainemittareiden**

**tuoreperheeseen kuuluva HOME** on potilaan itsemittaukseen tarkoitettu silmänpainemittari, joka luo uuden markkinan iCaren RBT-teknologialle. Tuote on edelleen kasvun alkuvaiheessa, mutta arvioimme sen nousevan tärkeäksi liikevaihdon kasvuajuriksi lähivuosina.

- **CenterVue-yritysoston** mukana tuoteportfolio laajentui silmänpohjan kuvantamiseen ja näkökenttätutkimukseen vaadittaviin laitteisiin, joita käytetään glaukooman, silmänpohjan rappeuman sekä diabeettisen retinopatian diagnostiikassa ja hoidossa. Nykyään iCare-brändin alla myytävien tuotteiden vahvuudet ovat etenkin kuvantamisteknologioissa, kuvien laadussa sekä helppokäyttöisyydessä.
- **Oculo -yritysoston** myötä Revenion tarjooma laajentui (erikseen myytäviin) pilvipohjaisiin ohjelmistoihin maaliskuussa 2021. Oculo on australialainen silmien hoidon ohjelmistoalusta, jossa yhdistyvät kliininen viestintä, etäterveydenhuolto, potilaan etäseuranta ja data-analytiikkaosaaminen. Oculon liikevaihto on toistaiseksi erittäin pieni, mutta yhtiö kasvaa nopeasti uusille markkinoille.
- **Uuden strategian ulkopuolelle** jäivät lasten astman diagnoosiin ja seurantaan kehitetty **Ventica** sekä hyperspektrikamera **Cutica**, joka on Revenion lisensoima kuvantamisteknologia ihosyövän seulontaan. Molemmat ovat vielä varhaisessa vaiheessa, mutta Ventica on jo valmis, CE-merkinnän saanut medikaalilaitte. Yhtiö etsii kaupallisia yhteistyökumppaneita Cuticalle ja Venticalle, mutta niiden arvo on kokonaisuuden kannalta pieni.

## Kumppanit



Laitevalmistajat  
ja alihankkijat



Keksijät ja  
yliopistot



Lääkärit,  
mielipidejohtajat  
(KOL) ja sairaalat

## Toiminnot

Tuotekehitys

Ostot, logistiikka,  
huolto,  
asiakastuki,  
laadunvalvonta

Myynti ja  
markkinointi

Laadun ja  
vastuullisuuden  
kehittäminen ja  
hallinta



## Resurssit

Ohjelmistot ja  
algoritmit



Patentit, IP-  
oikeudet,  
viranomais-  
hyväksynät



Maine ja brändi  
silmäsairauksien  
alueella



## Liiketoimintaidea

Helppokäyttöisten ja tehokkaiden  
silmäsairauksien seulonta- ja  
diagnostiikkalaitteiden sekä  
ohjelmistoratkaisujen kehitys ja myynti

# REVENIO

- Kattava tuotetarjooma silmäsairauksien alueella
- Todistetusti kilpailukykyinen ja moderni tuoteportfolio
- Voimakkaasti kasvavat markkinat



Omat myyjät  
(USA)



Maakohtaiset  
jälleenmyyjät



Online-  
kauppa  
(iCare)

## Asiakassegmentit

Silmälääkärit



Optikot ja  
optometristit



Ensiapuasemat ja  
terveyskeskukset



Glaukoomapotilaat

## Tuotteet

iCare -silmänpainemittarit



HOME -kotimittarit

Kertakäyttöanturit

Silmänpohjan  
kuvantamisen laitteet



Perimetrit

Oculo-ohjelmistoalusta

(Ventica-astmalaite)

(Cutica-ihosyöpälaite)



## Kustannukset

>140 hlö (2020)  
>39 m€ (2020)



Tuotekehitys  
~10 % lv:stä



Materiaali- ja  
valmistuskustannukset  
~30 % lv:stä



Myynti ja markkinointi



Hallinto

## Tulovirrat

Liikevaihto 61 m€  
Oik. EBIT 19 m€  
(2020 toteutunut)



Silmänpainemittarit  
~45 % (2020 arvio)



Kertakäyttöanturit  
~23 % (2020 arvio)



Kuvantamislaitteet  
~31 % (2020 arvio)



Kehitystuet  
(Ventica ja Cutica)

# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/2

## Strategia

### Vahvat ajurit ja kasvumarkkinat strategian perustana

Revenion strategia nojautuu markkinaan, jolla on pohjalla rakenteelliset pitkän aikavälin kasvuajurit ja yhtiön teknologisen kilpailuedun perusteella Reveniolla pitäisi olla hyvät edellytykset jatkaa markkinaa nopeampaa kasvua. Tärkeimpänä pitkän aikavälin kasvuajurina ovat väestön ikääntymisen myötä globaalisti lisääntyvät silmäsairaudet. Väestön ikääntymisen myötä yleistyviä Reveniolla keskeisiä sairauksia ovat glaukooma, diabeettinen retinopatia sekä silmänpohjan rappeuma. Silmäsairauksien diagnostiikkalaitteiden markkina on kooltaan noin 3,3 miljardia dollaria globaalisti ja sen laitemyynnin arvioidaan kasvavan noin 5-6 %:n vuosittain. Silmäsairauksiin liittyvien laitteiden markkina kasvaa siten muuta terveysteknologian laitemarkkinaa nopeammin.

### CenterVue -yritysosto käynnisti uuden vaiheen

Revenio etsi useita vuosia silmäsairauksien alueelta yritysostokohdetta, jolla laajentaa tarjontaa silmäsairauksien alueella, missä yhtiön ydinosaaminen ja vahvimmat jakelukanavat ovat. Keväällä 2019 toteutettu CenterVue-yrityskauppa oli siten hyvin Revenion strategiavaiheeseen sopiva, joka tehtiin edullisella hinnalla. Kaupan myötä Revenio sai toisen vahvan tukijalan iCaren silmänpainemittareiden rinnalle, hajautetumman teknologiaportfolion ja lisäksi yhtiö pystyy nyt tarjoamaan kaikki tuotteet glaukooman seuloon, diagnoosiin ja hoitoon. Eri tuotteiden paketointi on yksi kilpailutekijä, mikä Reveniolla on

aiemmin puuttunut suurempiin toimijoihin verrattuna. Lisäksi Revenio odottaa 5 %:n synergioita 1-3 vuoden tähtäimellä yhtiöiden hankinnasta, valmistuksesta ja myynnistä.

### Tuoteportfolio on hyvässä hapessa

Revenio on sijoittajan kannalta otollisessa kehitysvaiheessa. Yhtiö on hiljattain uudistanut merkittävästi tuoteportfoliotaan ja sen teknologia on todistetusti hyvin kilpailukykyistä. Siten yhtiö pystyy keskittymään lähivuodet orgaaniseen kasvuun nykytuotteilla, eikä sijoittajien tarvitse kantaa olennaista tuotekehitysrisiä. Tuotekehityksen odotamme keskittyvän nykytuotteiden seuraavan sukupolven versioiden kehitykseen sekä silmäsairauksiin liittyvien uusien ratkaisujen kehittämiseen.

Revenion iCare on investoinut viimeisen reilun 5 vuoden aikana merkittävästi uuden sukupolven tuoteportfolioon. Tuoreimpien IC100, IC200 ja TONOVET Plus -laitteiden myötä yhtiöllä on nuori tuoteportfolio, eikä siinä ole merkittävää painetta investointien kasvattamiselle. Tuoteportfolion uudistaminen sekä kilpailevien silmänpaineen mittauksen teknologioiden syrjäyttäminen ovat näkyneet iCaren vahvan kasvun jatkumisessa. Todennäköisesti iCaren seuraavan sukupolven tuoteportfolio ajoittuu vuoteen 2023, jolloin iCaren avainteknologioiden patenttisuoja heikentyy. Uusia ominaisuuksia kehittämällä yhtiö pystyy kuitenkin pidentämään kilpailuetuaan. Tällä hetkellä iCarella ei ole suoraa merkittävää kilpailijaa RBT-teknologiassa, mutta ensimmäinen kilpailija on tulossa markkinalle. Huomioiden iCaren potentiaaliset markkinat, arvioimme sillä olevan hyvät edellytykset toimia Reveniolla

kasvavana vahvan kassavirran tuotteena ainakin seuraavat 5 vuotta. HOME-tuotteen rooli kasvun veturina korostuu iCaren perusmallien saavuttaessa kypsän kehitysvaiheen.

CenterVuen mukana tullut tuoteportfolio on käsityksemme mukaan myös kilpailukykyinen ja vahvalla pohjalla, mistä osoituksena yhtiön viime vuosien kasvu sekä 20 patenttia ja 16 patenttihakemusta. Kuvantamisen alueella teknologia vanhenee kuitenkin sen nopean kehityksen myötä nopeammin kuin iCarella, missä RBT-teknologian elinkaari on todennäköisesti useiden vuosikymmenien mittainen. Lisäksi CenterVuen markkinoilla kilpailua on merkittävästi enemmän. Siten kilpailuedun ylläpitäminen edellyttää jatkuvia investointeja tuotekehitykseen.

### Tuoteportfolion kehittäminen tulevaisuudessa

Selkein paikka Revenion tarjooman laajentamiselle oli mielestämme kuvantamismarkkinaan kuuluva silmän valokerroskuvaus (Optical Coherence Tomography, OCT). Tämän osuus noin 1,3 miljardin dollarin kuvantamismarkkinasta on noin 500 MEUR eikä Reveniolla ole toistaiseksi tarjontaa segmenttiin. Kyseessä olisi looginen paikka laajentua, ja odotamme Revenion kasvavan alueelle keskipitkällä aikavälillä joko oman tuotekehityksen tai yritysoston kautta.

Strategia uudistuksen jälkeen Revenion fokus on myös virallisesti silmäsairauksien alueella ja odotamme yhtiön irtautuvan Cutica- ja Ventica-aihioista tai etsivän näille partnerin, joka voisi viedä tuotteita eteenpäin lisenssipohjaisella mallilla. Varhaisen vaiheen tuotteiden arvomäärittäminen on vaikeaa, mutta näiden tuotteiden painoarvo Revenion markkina-arvossa on vähäinen.



# Revenion tuotteiden kehitysvaiheet

	Tuotealue	Installoitu laitekanta	Hintaluokka (asiakkaalle)	Liikevaihto 2020 arvio	Bruttomarginaali-profiili	Kehitysvaihe	Painoarvo arvostuksessa
Ydinliiketoimintaa	iCare silmänpainemittarit	>80 000	3000-5000€	>23 MEUR	>80%	Kasvava	Erittäin korkea
	iCare HOME	>5000	2000-2500€	>3 MEUR	>70%	Kaupallistaminen	Korkea
	iCare anturit	>20 milj. kpl / v (volyymi)	<1€	>13 MEUR	>60 %	Kasvu	Korkea
	Kuvantamislaitteet	>7000	12000-40000€	>18 MEUR	>70 %	Kasvu	Erittäin korkea
Strateginen tarkastelu	Ventica	-	>2000€	<0,5 MEUR	>70 %	Kliininen näyttö	Erittäin pieni
	Cutica	-	-	0€	-	Tuotekehitys	Mitätön

Kaikki luvut perustuvat Inderesin tekemiin arvioihin ja ennusteisiin



*iCare IC100 ja IC200*



*iCare HOME2*



*iCare anturit*

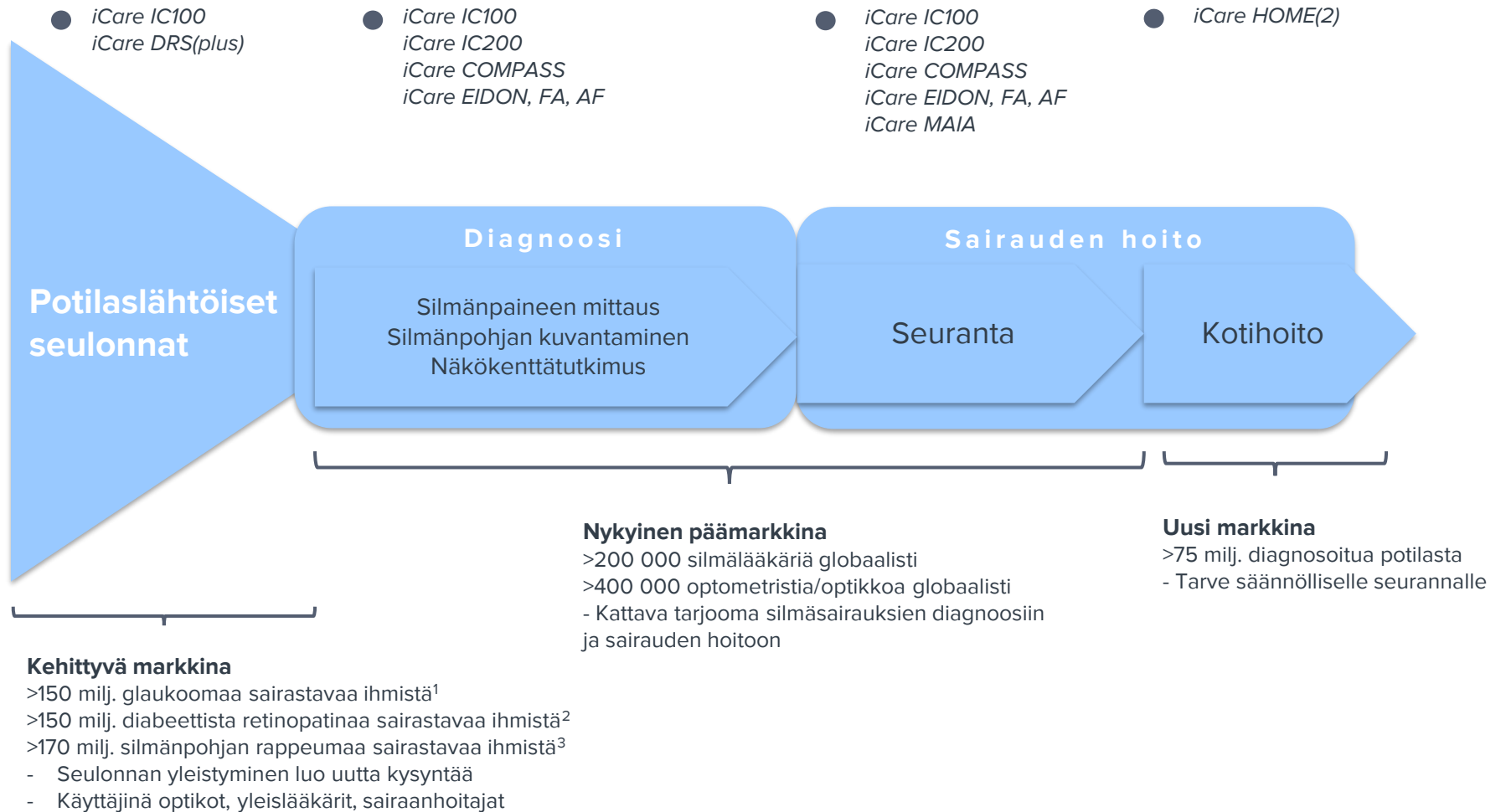


*iCare DRSpus*



*iCare COMPASS*

# Revenion tuotteet osana silmäsairauksien seulontaa ja hoitoa



# Sijoitusprofiili

## Sijoitusprofiili

Revenion sijoitusprofiili on lähestulkoon virheetön. Yhtiö on erinomaisessa kunnossa ja CenterVue-yrityskaupan myötä se eteni strategiassaan uuteen vaiheeseen, jossa yhtiöllä on useita kasvuvetureita hajautetummassa portfolioissa. Tuorein hankinta Oculo on vielä pieni, mutta mielestämme hyvin potentiaalinen avaus ohjelmistoliiketoimintaan. Reveniolla on erinomaiset näytöt omistaja-arvoa luovan kasvustrategian toteutuksesta sekä yhtiön kyvystä allokoida pääomia niin yritysjärjestelyihin kuin omaan tuotekehitykseen. iCaren kehittäminen huippukuntoon sekä uskottavan silmänsairauksiin keskittyvän strategian luominen ovat luoneet merkittävästi omistaja-arvoa viimeisen vuosikymmenen aikana.

Revenion markkinoilla on alla terveet pitkän aikavälin kasvuajurit, missä keskeisenä tekijänä väestön ikääntymisen myötä lisääntyvät silmänsairaudet. Sektorin laitemyynnin arvioidaan kasvavan 5-6 %:n vuosivauhtia. Näkemysemme mukaan Reveniolla on edellytykset selkeästi yleistä kohdemarkkinaa nopeampaan kasvuun pitkällä aikavälillä johtuen yhtiön teknologioiden kilpailueduista. iCaren silmänpainemittareiden ja kuvantamislaitteiden historiallinen kehitys tukee tätä näkemystä.

Revenion sijoittajaprofiilia tukevat myös poikkeuksellisen syvät vallihaudat kilpailulle, jotka liittyvät teknologioiden kilpailusuojaan, brändiin ja maineeseen, yleisesti hidasliikkeiseen toimialaan sekä korkeaan alalle tulon kynnykseen. iCaren RBT-tekniikalla on laaja patenttisuoja vuoteen 2023 ja tämänkin jälkeen uusimman sukupolven tuotteissa on patentoituja toiminnallisuuksia. Myös

kuvantamistuotteiden tuoteportfolioissa on patentoituja tuotteita, mutta yhtiöllä ei voida sanoa olevan omassa tuotekategoriassa vastaava dominoivaa asemaa kuin iCarella.

Kilpailukykyiset tuotteet näkyvät vahvasti Revenion taloudellisessa kehityksessä. Yhtiö on erittäin kannattava (2020 oik. liikevoitto: 31 %) ja matalan investointitarpeen takia se tekee vuolasta ja kasvavaa kassavirtaa. Riskitaso on maltillinen johtuen toimialan defensiivisyydestä ja vahvoista kilpailueduista. Yhtiö investoi jatkuvasti tuotekehitykseen ylläpitääkseen kilpailuetujaan pitkällä aikavälillä (tuotekehityspanostukset noin 10 % liikevaihdosta).

Pitkällä aikavälillä pidämme kiinnostavana Revenion kykyä uusiutua ja rakentaa omassa silmänsairauksien kohdesegmentissä kokonaisvaltaista ohjelmistot ja laitteet yhdistävää tuotetarjoomaa. Yhtiö on silmänsairauksien alueella vielä isossa kuvassa keskisarjan haastaja sektorin jättiläisiin (kuten Carl Zeiss Meditec) nähden. Nykyisessä strategiassa ja tuoteportfolioissa on kuitenkin hyvät elementit sille, että iCare nousisi huomattavasti nykyistä suurempaan kokoluokkaan sektorin merkittävimpien toimijoiden joukkoon seuraavan vuosikymmenen aikana. Tämä edellyttäisi jatkuvia tuotekehitysinvestointeja sekä nykyisestä tuotepaletista puuttuvalle OCT-markkinalle laajentumista yritysoston kautta.

## Riskiprofiili

Revenion riskitaso on kasvuyhtiöksi poikkeuksellisen matala. Toimialan muutosnopeus on hidas, kysyntä defensiivistä ja tuoteportfolio kohtalaisen hajautettu. Liikevaihto on maantieteellisesti melko hajautettua, joskin

Yhdysvaltojen paino on korkea (>40 %). Kannattavuus on erinomaisella tasolla, kustannusrakenne tehokas eikä liiketoimintamalli sido merkittävästi pääomia. Yhtiö on saavuttanut kehitysvaiheen, jossa sijoittajien ei tarvitse kantaa olennaista riskiä uusien tuotteiden onnistumisista. Mielestämme olennaisimmat riskit liittyvät yhtiön kilpailuetujen kestävyteen pitkällä aikavälillä patenttisuojan heikentyessä. Lisäksi Revenion nykyisellä arvostuksella HOME-tuotteeseen on ladattu kohtalaisen paljon odotuksia, joten HOME-tuotteen odotettua vaisumpi onnistuminen on riski.

## Yhtiön strategiassa seurattavat asiat

Mielestämme Revenion strategian toteutuksen kannalta keskeisiä asioita lähivuosina ovat:

- Lyhyellä aikavälillä Revenion kasvulle ja kannattavuudelle keskeistä on yhtiön kyky ylläpitää silmänpainemittarimyynnin kasvua sekä kuvantamislaitteiden voimakasta kasvua koronapandemian takia heikolta vertailutasolta.
- iCaren RBT-tekniikan kyky jatkaa nopeaa markkinaosuuksien voittoa sekä kilpailijoiden laajentuminen RBT-tuotteisiin määrittää silmänpainemittareiden keskipitkän aikavälin kasvua.
- iCare HOME-tuotteen ylösajon onnistuminen on keskeistä, jotta yhtiö pystyy ylläpitämään iCaren kasvua keskipitkällä aikavälillä.
- Oculo -yrityskaupan onnistuminen, kasvu ja kansainvälinen laajentuminen.
- Mahdollinen laajeneminen silmän valokerroskuvaus (OCT) teknologiaan kuvantamislaitteissa keskipitkällä aikavälillä.

# Sijoitusprofiili

1.

**Vahvat näytöt omistaja-arvon luonnista ja kyvystä allokoida pääomia**

2.

**Vahvasti kasvava markkina, jossa rakenteelliset pitkän aikavälin kasvuajurit**

3.

**Kilpailukykyiset tuotteet tuovat markkinaa nopeamman kasvun**

4.

**Vahvat vallitahaudat pitkän aikavälin kilpailusuojana**

5.

**Vahva kassavirta mahdollistaa investoinnit pitkän aikavälin kasvuun**

## Potentiaali



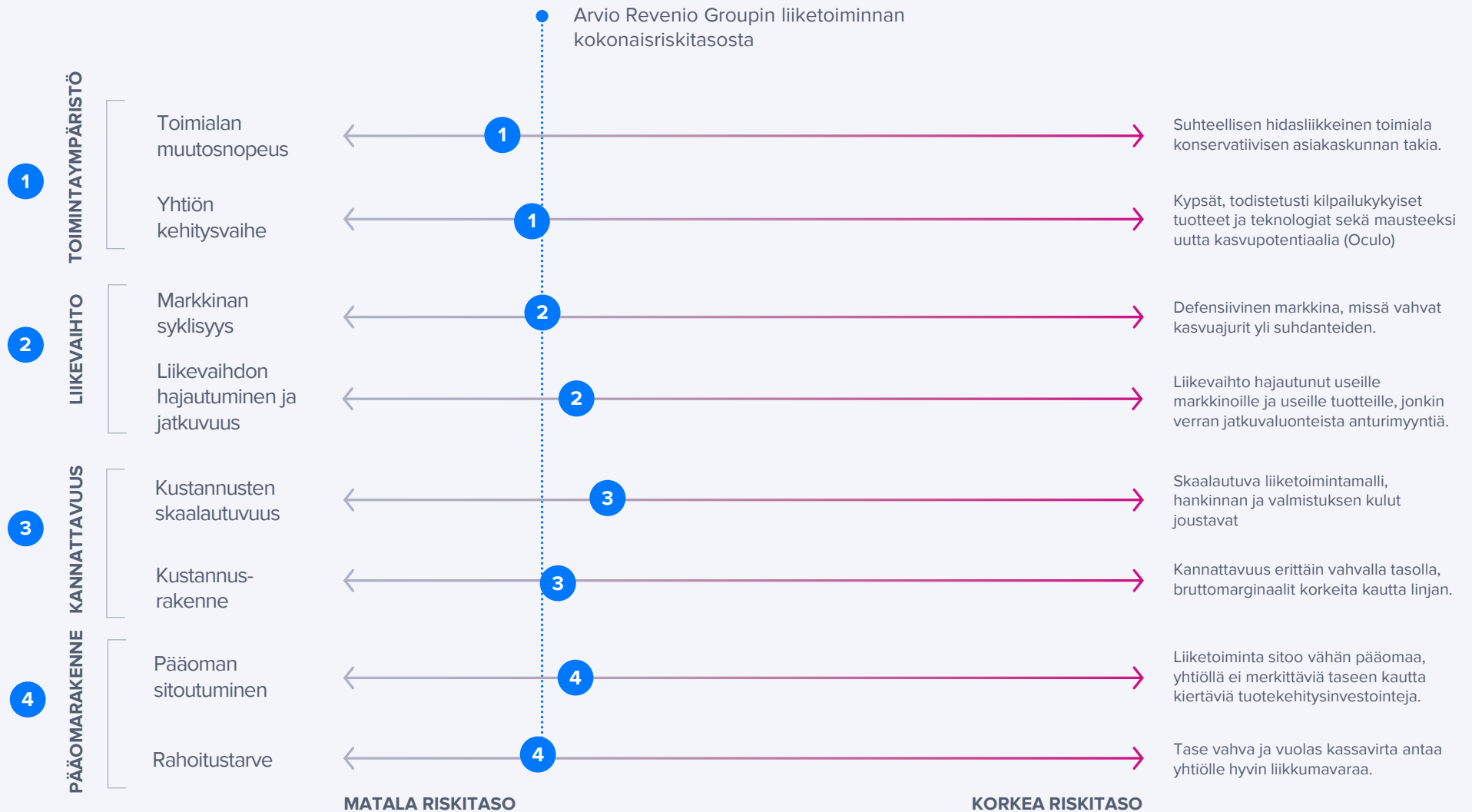
- iCaren RBT-teknologia jatkaa vanhojen tuotteiden syrjäyttämistä, kasvupotentiaalia vielä jäljellä
- Kuvantamislaitteiden voimakas kasvu erityisesti koronapandemian heikentämältä vertailukaudelta
- iCare HOME (2) -tuotteen onnistuminen
- Ohjelmistostrategian onnistuminen vahvistaisi kilpailuetuja ja marginaaleja
- Laajentuminen uusille alueille silmäsairauksien kohdemarkkinassa

## Riskit



- Kilpailijoiden laajentuminen RBT-teknologiaan
- Tuotteiden patenttisuojan heikentyminen
- HOME-tuotteen volyymien jääminen pieneksi
- Korkeat odotukset ja arvostustaso muodostaa tällä hetkellä sijoittajien kannalta suurimman riskin

# Liiketoimintamallin riskiprofiili



# Silmänpainemittarit 1/5

## Liiketoiminnan kuvaus

Revenio iCare kehittää, myy ja markkinoi helppokäyttöisiä, kannettavia ja potilaalle kivuttomia silmänpainemittareita, joissa käytetään yhtiön laajalti patentoimaa rebound-teknologiaa (RBT) eli kimmoketonometriaa. Tuote ja teknologia pohjautuvat yleislääketieteen tohtori Antti Kontiolan 1990-luvulla tekemään keksintöön. Toimialalle kuvaavaa on, että iCaren teknologian yleistyminen nykyiselle toimialastandardin tasolle on vienyt 30 vuotta. Silmänpainemittareita käytetään glaukooman eli silmänpainetaudin seulontaan, osana diagnoosia sekä taudin seurantaan. iCaren kasvu on perustunut pääasiassa kilpailevien vanhojen teknologioiden (ilmapuhku ja aplanaatio) korvaamiseen silmälääkäreiden käytössä. Kilpaileviin vaihtoehtoihin nähden iCare on tarkkuudelta, käytettävyydeltä ja kustannuksiltaan yliverainen. Revenio Groupin liikevaihdosta vajaan kaksi kolmannesta tulee silmänpainemittareista.

## Päämarkkinat

iCaren tuotteiden käyttäjiä ja asiakkaita ovat silmälääkäreiden lisäksi optikot ja optometristit, ensiapuasemat, yleislääkärit, sairaanhoitajat sekä eläinlääkärit. Yhtiön uusi HOME2-tuote tuo myös itse potilaat potentiaalisesti asiakaskunnaksi.

iCaren tärkein markkina on Yhdysvallat, joka vastaa yli 40 % yhtiön liikevaihdosta. Euroopan osuus on arviomme mukaan hieman alle 30 % ja muiden markkinoiden yli 30 %. Yhtiö on saavuttanut vakiintuneen markkina-aseman monissa länsimaissa, missä kasvu on vakiintunut 10 %:n tasolle. Yhtiöllä on kuitenkin monia suhteellisen

neitseellisiä markkinoita, joissa kasvu on vasta alkuvaiheessa ja vanhat kilpailevat teknologiat ovat dominoivassa markkina-asemassa.

iCaren liikevaihdosta vajaan 70 % tulee laitemyynnistä ja loput kertakäyttöantureiden myynnistä. Suurimman osan volyyminä tuo IC100 -peruslaite. Liikevaihdosta arviomme mukaan noin kymmenes perustuu eläin- ja laboratoriokäyttöön tarkoitettuihin mittareihin (VET ja LAB -tuotteet). iCare HOME-tuotteen osuus myynnistä on hyvin pieni, arviomme mukaan alle 10 %. Katteiden näkökulmasta laitemyynti (marginaalit >80 %) on anturimyyntiä (marginaalit >60 %) arvokkaampaa.

## Glaukooma ja silmänpaineen mittaus

Glaukooma (silmänpainetauti) on oireeton silmänsairaus, joka havaitaan usein sattumalta silmälääkärin tarkastuksessa. Sairaudessa kohonnut silmäpaine vaurioittaa huomaamatta ja hitaasti näköhermoa vaurioittaen vähitellen myös näkökykyä. Glaukooma on yksi merkittävimmistä sokeuden aiheuttajista, joita voidaan ennaltaehkäistä. Sokeuteen etenevän taudin ehkäisemisen edellytyksenä on taudin riittävän varhainen toteaminen sekä huolellinen hoito ja seuranta, missä silmänpaineen mittaus on keskeisessä roolissa. Glaukoomaa sairastavia on maailmassa eri arvioiden mukaan noin 75 miljoonaa. Diagnostisoimattomia ja tautia tietämättään sairastavia ihmisiä arvioidaan olevan yhtä paljon. Glaukoomaa sairastavien määrän keskeisenä ajurina toimii väestön ikääntyminen. Sairauden keskimääräinen esiintyvyys yli 65 vuotiaissa on 4 % ja tämän väestön arvioidaan

kaksinkertaistuvan vuoteen 2050 mennessä, mikä tarkoittaa 45 miljoonaa uutta glaukoomapotilasta. iCaren kehittämällä silmänpaineen mittaamenetelmällä (RBT) on tulevaisuudessa globaalisti merkittävä rooli glaukooman seulonnassa, ennaltaehkäisyssä ja hoidossa.

## Liiketoimintamalli

iCarella on hyvin skaalautuva liiketoimintamalli, joka toimii kevyellä organisaatiolla. Toiminnoista merkittävä osa tuotetaan kumppaneilla ja yhtiö keskittyy ydintoimintoihin, joita ovat myynti ja tuotekehitys. Liiketoimintamalliin jatkuvuutta tuo laitteiden kertakäyttöantureiden myynti.

Arviomme mukaan iCaren silmänpainemittareiden tuotantokustannus kokonaisuudessaan on muutamia satoja euroja riippuen laitemallista (IC100, IC200, HOME). Antureiden tuotantokustannus on arviomme mukaan alle 0,2 euroa uusilla tehokkailla tuotantolinjoilla. Silmänpainemittareissa laitteiden keskimääräinen myyntihinta jakelukanavaan on arviomme mukaan hieman yli 2000 euroa ja antureissa noin 0,5 euroa. Koko iCaren bruttomarginaali liikkuu siis noin 80 % tasolla. Terveystieteiden laitteille on tyypillistä erittäin korkeat jakelukanavan marginaalit. Tästä syystä iCaren laitteiden keskimääräiset myyntihinnat loppuasiakkaalle ovat 3000-4000 euron tuntumassa, joten jakeluportaan marginaali liikkuu noin 40-50 %:n tuntumassa. Maa- ja tuotekohtaiset erot ovat kuitenkin huomattavia. Jakelijan korkeaa marginaalia selittää jakelijan kriittinen rooli myyntiketjussa, sekä laitteiden pienet myyntivolyymit.

# Silmänpainemittarit 2/5

Laitemyynnin ohella iCaren laitteissa käytettävien kertakäyttöantureiden myynti tuo liiketoimintaan jatkuvuutta niiden osuuden ollessa hieman yli 30 % myynnistä. Arviomme mukaan keskimääräinen iCaren asiakaskäytössä oleva laite kuluttaa tällä hetkellä yli 250 anturia vuodessa. Näin ollen kymmenen vuoden käyttöiällä ja 0,5 euron anturikohtaisella hinnalla yhden laitteen myynti tuottaa iCarelle yli 1200 euroa liikevaihtoa anturimyynnistä käyttöikänsä aikana.

## Tuotanto, jakelu ja tuotekehitys

iCaren silmänpainemittareiden ja antureiden tuotanto on ulkoistettu kotimaisille alihankkijoille, mutta yhtiö omistaa itse osan tuotantolaitteista. iCare käyttää tuotekehitykseen omaa henkilökuntaa sekä johtaa ulkoistettuja tuotekehityspalvelujen toimittajia. Yhtiö pyrkii tuotekehityksellä vahvistamaan tuoteportfoliota sekä patentoimaan laitteisiin uusia ominaisuuksia sekä kartoittamaan uusia sovellusalueita RBT-tekniikalle esimerkiksi muiden silmäsairauksien diagnostiikassa.

iCaren tuotteilla on tyypillisesti maakohtaiset jakelijat kullekin kohderyhmälle. Ihmisten silmänpainemittareissa on tyypillisesti yksi silmälääkäreihin erikoistunut jakelija ja yksi optikkoihin erikoistunut jakelija. Eläinten silmänpainemittareilla on omat jakelijat. Yhdysvalloissa iCare on rakentanut oman itsenäisiin myyjiin perustuvan myyntiorganisaation ja yhtiöllä ei ole jakelukumppania lukuun ottamatta VET-tuotteita. iCaren ja CenterVuen jakeluportaasta on myös tavoite saavuttaa synergiaetuja täydentävien myyntikanavien ansiosta.

## Teknologia ja kilpailijat

Silmänpaineen mittauksen yleisesti hyväksytty standardi perustuu 1950-luvulla kehitettyyn Goldmannin applanaatiomenetelmään. Tämän heikkouksia ovat silmän puudutuksen tarve, laitteen kalibroinnin tarve (käyttäjistä riippuva luotettavuus) sekä laitteiden käyttöön vaatima koulutus. Goldmannin applanaation lisäksi markkinoille on myöhemmin tullut applanaatioon perustuva TonoPen, joka kannettavuuden ja pienen koon myötä kilpailee iCaren kanssa. iCare on voittanut elinaikanaan osuuksia etenkin TonoPen -laitteilta.

Teknologioissa toinen iCaren kilpailija on avoimeen teknologiaan perustuva 1990-luvulla markkinoille tullut ilmapuhku. Ilmapuhkun elinkaari teknologiana näyttää jäävän lyhyeksi, sillä se ei ole onnistunut haastamaan iCaren RBT-tekniikkaa johtuen laitteen koosta, tarkkuudesta, hinnasta ja potilaskokemuksesta. Koronapandemian alkamisen jälkeen ilmapuhku menetti lisäksi suosiotaan tuotteen hygienihaasteiden takia, joita iCaren osalta ei ole (kertakäyttöiset anturit). Tämä vahvisti edelleen Revenion RBT-tekniikan kilpailuetua, emmekä usko tilanteen muuttuvan myöskään koronapandemian lopulta väistyessä.

iCaren patentoituun RBT-tekniikkaan ja menetelmään perustuvat silmänpainemittarit pohjautuvat niin sanottuun kimmoketonometriaan. Käytännössä menetelmässä hyvin pieni ja kevyt anturi koskettaa sarveiskalvoa nopeasti, minkä aikana laite analysoi anturin hidastumista ja kimpoamisen nopeutta sarveiskalvon vaikutuksesta. Tekniikan keskeisiä etuja ovat 1) kivuttomuus potilaalle (ei puudutusta), 2) mittauksen nopeus, 3)

helppokäyttöisyys ja käytön oppimisen nopeus (ei kalibrointia, helppo huolto) ja 4) laitteen pieni koko ja kannettavuus. iCaren tekniikan on useissa tutkimuksissa todettu ylittävän tarkkuudeltaan alalla standardina pidettävän Goldmannin tasolle tai olevan jopa luotettavampi. Laitteen käytön helppous ja koulutuksen nopeus on keskeinen etu, kun mittareita myydään muihin asiakasryhmiin kuin silmälääkäreille.

Silmänpaineen mittauksen tekniikoiden kehityskaarella iCare on syrjäyttämässä kehittyneissä maissa applanaatioon ja ilmapuhkuun perustuvia menetelmiä ja kehittyvissä maissa hyppäämässä suoraan applanaation ja ilmapuhkun ohitse.

Käsityksemme mukaan iCare on nykyään alueella markkinajohtaja noin 30 %:n markkinaosuudella. iCaren keskeiset kilpailijat ovat suuria laitevalmistajia, joilla on tyypillisesti laaja tuotetarjonta silmäsairauksien alueella. Yksittäisiä toimijoita ovat muun muassa yhdysvaltalainen Reichert (omistaja Ametek, NYSE: AME), brittiläinen Keeler (omistaja Halma Plc. LSE: HLMA) sekä japanilainen Topcon (TSE: 7732). Nämä valmistajat tekevät sekä applanaatioon että ilmapuhkuun perustuvia laitteita. Näiden kilpailijoiden toimittamissa laitteissa silmänpaineen mittausta saattaa olla yksi osa osana laajempaa laitekokonaisuutta, jonka kokonaishinta voi olla kymmeniä tuhansia euroja. Mikäli silmälääkäri joutuu tutkimuksessa joka tapauksessa puuduttamaan silmän, on applanaation käyttö luontevaa, eikä iCaren mittaria tarvita. Monilla silmälääkäreillä on kuitenkin iCaren helppokäyttöinen ja kannettava laite käytössä applanaatiomenetelmän rinnalla.

# Silmänpaineen mittauksen teknologiat

## Silmänpaineen mittauksen evoluutio



## iCaren vertailu muihin teknologioihin

Ominaisuudet	iCare RBT	TonoPen applanaatio	Topcon ilmapuhku	Reichert ilmapuhku	Goldmann applanaatio	Reichert RBT** (eläinlääkäreille)
Hintaluokka	2200-4000€	1800-3000€	6000-9000€	4500-9000€	200-1200€	3100-3600 €
Tarkkuus*	+/-1.2-2.2	+/-1.8-3.1	+/-4	+/-4	0	+/-1.2-2.2
Kannettava	Kyllä	Kyllä	Ei	Ei	Ei	Kyllä
Kalibrointi	Ei	Kyllä/Ei	Kyllä	Kyllä	Kyllä	Ei
Käyttökoulutus	5-10 min	<30 min	<20 min	<20 min	> 2 viikkoa	<15 min
Potilaan kokemus	Kivuton	Epämiellyttävä (puudutus)	Epämiellyttävä (puhallus)	Epämiellyttävä (puhallus)	Epämiellyttävä (puudutus)	Kivuton

\*verrattuna Goldman-mittaukseen \*\*Reichert on ensimmäinen, joka on tuonut kilpailevan laitteen RBT-teknologialla. Toistaiseksi laite on vain eläinlääkäreille, mutta tulee laajempaan markkinaan myöhemmin.



# Silmänpainemittarit 3/5

## Patentit ja kilpailusuoja

iCaren teknologiaa ja tuotteita suojaa yli 20 patenttia, jotka liittyvät menetelmään ja mekaniikkaan. iCarella umpeutui Yhdysvalloissa tärkeä peruspatentti vuonna 2019, mikä on mahdollistanut yhtiön alkuperäisen TA-01 -tuotteen kaltaisen kilpailevan tuotteen tuomisen markkinoille. Ensimmäinen RBT-teknologiaa hyödyntävä kilpailija on Reichert, joka julkaisi helmikuussa 2021 Tono-Vera Vet -tuotteen Yhdysvalloissa eläinlääkäreille. Oletettavasti laite tulee myöhemmin myös laajemmalle markkinalle, kun Reichert on saanut tuotteelle vaadittavat viranomaishyväksynnät. Käsitksemme mukaan Reichertin tuote pohjautuu iCaren vanhaan RBT-teknologiaa, on ominaisuuksiltaan iCaren nykymalleja heikompi ja lisäksi laite on hinnoiteltu iCaren tuotteita korkeammalle. Toistaiseksi laitteen uhka Reveniolle onkin pieni, mutta se kertoo kuitenkin, että RBT-markkinalle on tulossa haastajia. Tämä on sekä uhka että mahdollisuus. Positiivista on se, ettei Revenio ole nyt ainoa, joka ajaa RBT-teknologian käyttöönottoa ja luo teknologialle markkinaa.

Muilla markkinoilla iCaren patenttisuoja kestää vuosiin 2023-2025 asti, mitä pidämme ensimmäisenä realistisena ajankohtana kilpailevien RBT-laitteiden laajamittaisempaan markkinoille tuloon. iCare on kuitenkin vahvistanut jatkuvasti patenttisuojaansa patentoimalla uusia ominaisuuksia, joten patenttien umpeutuminen ei mahdollista uuden sukupolven tuotteiden (IC100 ja IC200) tiettyjen ominaisuuksien kopiointia. Arviomme mukaan RBT-teknologian kilpailun syntyminen ei todennäköisesti johda olennaiseen hintaeroosioon. Asiakaskunnan hintasensitiivisyys on rajallista ja laitteiden kehittäminen varsin kallista.

Lisäksi RBT-teknologian yleistymisen todennäköisesti kiihdyttäisi markkinan siirtymää pois ilmapuhkusta ja applanaatiosta, mikä voisi tukea myös iCarea kilpailukyvyyn pysyessä vahvana.

iCarea kilpailulta suojaavat keskeiset tekijät patenttien lisäksi ovat teknologiaan liittyvät IPR:t, luotettavuus ja brändi, laatu, viranomaishyväksynnät, jakelukanavat sekä lääkäreiden korkea kynnys omaksua uusia menetelmiä. iCaren mittarin laskentamenetelmään liittyy lisäksi iCaren oma algoritmi, jonka ansiosta laitteen täydellinen kopiointi mittaustulosten osalta on käytännössä mahdotonta myös patenttisuojan päättymisen jälkeen. Yhtiölle on rakentunut tuotteiden ja toiminnan laadun ja luotettavuuden myötä silmääläkärien keskuudessa vahva maine sekä jakelukanava asiakaskuntaan, mitkä ovat tärkeitä kilpailutekijöitä. Lisäksi viranomaislupaprosessit ovat usein hitaita ja kalliita.

Emme odota rebound-teknologialle syntyvän uutta kilpailevaa teknologiasukupolvea seuraavan kymmenen vuoden aikana. Paljon todennäköisempää on, että iCaren patenttisuojan päättymisen jälkeen yhtiön nykyiset silmänsairauksien alueelle erikoistuneet kilpailijat tuovat markkinoille rebound-teknologiaan perustuvia kilpailevia tuotteita. Näillä toimijoilla olisi iCaren tavoin jo valmiit jakelukanavat ja vahva brändi alalla.

## HOME-tuotteet

### Kotimittaus tuotekategoriana

Potilaan itsemittaukseen tarkoitettu HOME-tuote avaa iCarelle uuden markkinan, joka hyödyntää yhtiön olemassa olevaa teknologiaa ja asiakaskuntaa. Laite on ollut markkinoilla vuodesta 2014 asti, minkä jälkeen tuotteelle on haettu

viranomaislupia ja rakennettu tunnettua. Yhdysvaltojen myyntiluvan tuote sai alkuvuonna 2017. Uusi iCare paranneltu HOME2 -tuote lanseerattiin keväällä 2021. HOME-tuotteen idea perustuu silmänpaineen seurantaan aikasarjana, joka koostuu potilaan itse kotona suorittamista mittauksista. Näin saadaan tarkempi kuva silmänpaineen vaihtelusta verrattuna yksittäisiin lääkärikäynteihin, ja lääkäri saa parempaa tietoa lääkityksen tehosta.

HOME-tuotteen konseptissa käytännössä hoitava lääkäri antaa potilaalle lainaksi laitteen, jolla potilas voi mitata itse silmänpainettaan kotona. Tulokset voidaan toimittaa Revenion pilvipalvelun kautta hoitavalle lääkärille. Kotimittauksen avulla potilaan silmänpainetta pystytään seuraamaan aikasarjana eri kellonaikoina. Lisäksi potilas välttyy useilta kalliilta sairaalakäynneiltä.

Arviomme mukaan HOME-tuotteen myyntivolyymit olivat alkuvaihteessa vuosittain muutamia satoja kappaleita, koska alkuvaiheen myynti on ollut lähinnä yksittäisten laitteiden toimituksia pääasiassa koekäyttöön. Viime vuosien volyymien kasvu on ollut ennakoimaamme hitaampaa, mutta arviomme volyymien nousseen kuitenkin joihinkin tuhansiin kappaleisiin vuosittain. Voimakkaampi kasvu odottaa edelleen kotimittauksen yleistymistä, jolloin yksittäinen klinikka voisi tilata suurissa erissä laitteita. Koronapandemian aikaan kotimittaukset eivät kuitenkaan saaneet merkittävää suosiota toimialalla, jossa muutokset ovat perinteisesti todella hitaita. Isossa kuvassa etähoitokonseptien yleistymisen kuitenkin voisi edesauttaa HOMEn kasvua. Muutosta on hidastanut edelleen se, että Revenio on joutunut itse luomaan markkinaa merkittävin osin.

# Silmänpainemittarit 4/5

HOME-tuotteelle yksi merkkipaalu oli Yhdysvalloissa kesällä 2019 saatu Medicare -korvattavuus, joka toi kotimittauksen vakuutuskorvattavuuden piiriin.

## HOMEn kasvuajurit

HOME-tuotteen ylösajo on useiden vuosien prosessi, jossa iCare luo itse markkinoita tuotteelleen. HOME-tuotteella on merkittävää pitkän ajan potentiaalia, ja se voi parhaassa tapauksessa nousta yhtiön peruslaitteiden liiketoimintaa suuremmaksi. HOME:n kasvuajureita ovat pitkällä aikavälillä:

- Laitteiden myyntipotentiaali silmälääkärinä tai klinikkaa kohden on moninkertainen verrattuna iCaren peruslaitteisiin, sillä laitteita voidaan ostaa potilaille lainakiertoon. Yksittäisen laitteen sijaan myyntierät voivat olla vähintään 5-10 kappaletta.
- Kotikäytössä laitteita hajoaa huomattavasti enemmän, mikä tarkoittaa suurempia myyntivolyymeja.
- Kotimittaus tarkoittaa tiheämpiä mittauksia ja siten suurempaa anturikulutusta.
- Yhteydenpito potilaan ja lääkärin välillä tapahtuu iCaren omalla pilvipalvelulla, mikä vahvistaa kilpailusuojaa ja asiakaspysyvyyttä. Lisäksi pilvipalveluun kertyvän mittausdatan hyödyntäminen avaa yhtiölle mahdollisuuksia glaukooman hoitoon ja tutkimukseen liittyen.
- Myös potilaat itse voivat hankkia laitteen.

Lyhyellä aikavälillä pidämme mahdollisena, että HOME-tuotteen ensimmäisen sukupolven tuotteen myynti laskee. Revenio julkaisi keväällä parannetun HOME 2-tuotteen, jolla ei kuitenkaan vielä ole

viranomaishyväksyntää päämarkkinalla Yhdysvalloissa (mm. Euroopassa löytyy). Voi olla, että osa asiakkaista jää odottamaan HOME 2-laitteiden saapumista markkinoille, mikä kannibalisoisi ensimmäisen version myyntiä.

## HOMEn kilpailijat

Myös muut toimijat ovat tunnistaneet silmänpaineen jatkuvassa mittauksessa olevan potentiaalin. Tämä on synnyttänyt ainakin kaksi kilpailevaa teknologiaa, jotka pyrkivät ratkomaan samaa ongelmaa kuin iCare, mutta hieman erilaisella lähestymistavalla. Selvityksemme mukaan kumpikaan niistä ei kuitenkaan ole usean vuoden aikana onnistunut murtautumaan markkinoille.

Yksi kilpailija on sveitsiläinen Sensimed, jonka silmänpainemittari Triggerfish perustuu piilolinssiin, joka seuraa jatkuvasti silmänpainetta. Piilolinssin lisäksi potilaalle tulee silmän ympärille kiinnitettävä vastaanotin sekä kaulalle asetettava roikkuva laite. Sensimedin etu iCaren nähden on siinä, että se pystyy seuraamaan silmänpainetta tasaisena aikasarjana ja kaikissa potilaan eri asennoissa. Tulokset analysoidaan Sensimedin ohjelmistolla. Tuotteella on Yhdysvaltojen FDA-lupa (2016).

Sensimedin haasteena iCaren nähden on se, että Sensimed mittaa ainoastaan silmänpaineen muutostasoja, mutta laite ei määrittele silmänpainetta elohopeamillimetreissä, joka on mittauksen standardi. Siten laitteen tuloksia ei voida verrata esimerkiksi alan standardina olevaan Goldmanniin, mikä asettaa haasteen tulosten tulkintaan. Laitteen käyttökustannus on myös korkea iCaren nähden. Käsitksemme mukaan näistä syistä johtuen Sensimed ei ole onnistunut

saavuttamaan kunnollista liikkeellelähtöä markkinoilla. Sensimed on käyttänyt huomattavia resursseja silmänpaineen seuraamiseen liittyvän tutkimuksen edistämiseen, mikä on edesauttanut markkinakysynnän luomista myös iCaren HOMEn asiakaskunnassa.

Lisäksi saksalainen Implantsdata kehittää silmänpainetta seuraavaa EyeMate -nimistä implanttia. Teknologia perustuu silmään kirurgisesti asennettavaan implantaattiin, mikä tekee siitä erittäin kalliin ja hankalan ratkaisun. Tuotteella ei ole FDA-hyväksyntää, mutta yhtiö sai keväällä 2019 CE-merkin uusimman sukupolven tuotteelleen. Käsitksemme mukaan myös EyeMate ei ole merkittävässä määrin edennyt kaupalliseen vaiheeseen.

## Markkinapotentiaali

### Perusmittareiden markkinapotentiaali

Silmänpainemittareiden markkinapotentiaali perustuu niihin noin 75 miljoonaan ihmiseen, joiden tiedetään sairastavan glaukoomaa, sekä niihin 75 miljoonaan, jotka sairastavat tautia tietämättään. Tällä hetkellä iCaren kasvu perustuu kilpailevien vanhan sukupolven teknologioiden syrjäyttämiseen, etenkin silmälääkärikäytössä osana glaukooman hoitoa, seurantaa ja diagnosointia. Glaukooman seulonta ja seulontamekanismien syntyminen yhteiskuntaan avaa lisäksi laitteille uusia laajempia käyttäjäryhmiä, kuten optikot, yleislääkärit ja sairaanhoitajat. Glaukooman hoidossa kotihoito ja silmänpaineen seuranta potilaan itsemittauksella avaa iCarelle myös täysin uuden ja merkittävän markkinapotentiaalin.

# Silmänpainemittarit 5/5

iCaren RBT-teknologialla on vajaa kolmannes noin 200 MUSD silmänpainemittarimarkkinasta. RBT-teknologian osalta markkina tulee arviomme mukaan kasvamaan rajusti seuraavan 5-10 vuoden aikana, kun teknologian avoimuus lisää tarjontaa ja hygienian korostuva merkitys heikentää ilmapuhkuja ja applanaatiomenetelmien kilpailuetua entisestään. Arviomme 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.

iCaren nykyinen patenttisuoja mahdollistama käytännössä 100 %:n markkinaosuus rebound-teknologiassa (RBT) lähtee hiljalleen murtumaan. Pitkällä aikavälillä markkina tulevat jakamaan myös muut rebound-teknologiaa hyödyntävät laitevalmistajat. Arviomme mukaan iCarella on RBT-teknologian kategorijahtajana edellytykset pitkässä juoksussa selvästi yli 50 % osuuteen markkinasta. Tällöin yksinomaan silmänpainemittarit tuottaisivat nykytasoon nähden yli kolminkertaisen liikevaihdon, joten potentiaalia on edelleen paljon.

Arviomme iCaren rebound -teknologian kokonaismarkkinapotentiaalin olevan vuositasolla 100-200 MEUR (ilman HOME-tuotetta) pitkällä aikavälillä (2020e liikevaihto noin 42 MEUR). Laskelmiemme mukaan iCaren myynti silmälääkäreitä kohden on kypsällä Suomen markkinalla noin 1000 euroa vuodessa. Globaali silmälääkäreiden määrä on noin 200 000 kappaletta ja olettaen 50 % RBT-teknologialle penetraatio silmälääkäreissä saadaan potentiaaliiksi noin 100 MEUR. Arviomme mukaan muut käyttäjäkunnat (optometristit/optikot 400 000 kappaletta sekä yleislääkärit) edustavat pitkällä

aikavälillä iCarelle yhtä suurta markkinapotentiaalia kuin silmälääkärit. iCaren laitteilla tehdään tänä vuonna arviomme mukaan noin 33 miljoonaa mittauksia (antureiden kulutus 2021e). Kun tätä lukua peilataan glaukoomapotilaiden määrään (75 milj.) ja globaaliin seulonnan tarpeeseen, voidaan yhtiön todeta olevan globaaleilla markkinoilla vielä matkan alkuvaiheessa. Korostamme laskelmien olevan suuntaa-antavia, karkeita arvioita, jotka lähinnä pyrkivät lähinnä hahmottamaan kokonaismarkkinaa.

## **Merkitäviä markkinoita on vielä kypsässä**

Glaukooman hoidossa iCare on joillain yksittäisillä markkinoilla, kuten Pohjoismaissa, ottanut markkinan kokonaisuudessaan haltuun kilpailevilta teknologioilta. Muiden teknologioiden korvaamiseen perustuvaa kasvupotentiaalia iCarella on kuitenkin vielä huomattavasti muilla markkinoilla. iCaren markkinat jakautuvat karkeasti kolmeen osaan niiden kehitysvaiheen mukaan.

- Kypsimmillä markkinoilla kuten Pohjoismaissa ja Japanissa yhtiön kasvu on käsityksemme mukaan yksinnumeroista. Näillä markkinoilla liikevaihto on vahvasti korvauslaite- ja anturimyyntin varassa.
- Monissa suurissa maissa (kuten USA, Ranska, Saksa, UK, Etelä-Korea, Venäjä ja Australia) yhtiöllä on edelleen markkinoita valloitettavana ennen markkinoiden kyllästymistä ja kasvu on vahvalla kaksinumeroisella tasolla.
- iCarella on lisäksi kehittyvissä maissa monia melko neitseellisiä markkinoita, joissa sillä on huomattavaa kasvupotentiaalia. Näitä markkinoita ovat esimerkiksi Kiina, Brasilia ja Intia.

Kiinassa hankaluuksia aiheuttaa kuitenkin viranomaisluvut, jotka tuntuvat kestävän jopa poikkeuksellisen pitkään.

Kasvavilla ja uusilla markkinoilla iCaren tärkeimpänä kasvuajurina toimii laitemyynti. Kypsillä markkinoilla kasvun veturina toimii anturimyynti, joka seuraa laitekannan kasvua viiveellä.

## **Kotihoidon laitteiden markkinapotentiaali**

Kun potilaalla on diagnosoitu glaukooma, on silmänpaineen jatkuva seuranta osana sairauden hoitoa tärkeää, jotta taudin eteneminen voidaan pysäyttää ja lääkitys saadaan oikeaksi. iCare HOME tarjoaa silmänpaineen jatkuvaan seurantaan helpon ja kustannustehokkaan ratkaisun.

HOME-tuotteen liiketoimintamallissa silmälääkäri ostaa itselleen useita HOME-laitteita, jotka annetaan potilaille lainakäyttöön. Käytännössä tällöin yksi silmälääkäri saattaa hankkia itselleen useita laitteita potilaiden lainakiertoon. Laitemyyntin potentiaali on tästä näkökulmasta moninkertainen iCaren perusmalleihin nähden. Volyymi kuitenkin riippuu hyvin paljon siitä, kuinka yleinen hoitokäytäntö kotimittauksesta tulee ja kuinka nopeasti.

HOMEn myyntipotentiaalia onkin hyvin vaikea arvioida vielä tässä vaiheessa. Potentiaalisia käyttäjiä ovat kaikki 75 miljoonaa diagnosoitua potilasta, mikä tarkoittaa jo pelkästään anturimyyntille kymmenien miljoonien eurojen markkinapotentiaalia. HOMEn edelleen varhaisesta kehitysvaiheesta johtuen emme näe vielä tarkoituksenmukaiseksi arvioida markkinan kokoa, mutta toteamme sen olevan iCaren kokoluokka huomioiden merkittävä.

# Kuvantamislaitteet 1/4

## Perusteet

Revenion huhtikuussa 2019 ostama CenterVue on vuonna 2008 perustettu italialainen silmäsairauksien diagnosointiin ja hoitoon keskittynyt yhtiö, joka on erikoistunut silmänpohjan kuvantamislaitteisiin. Revenion kuvantamislaitteet ovat CenterVuen teknologiaa, jotka ovat nykyään iCare-brändin alla. Laitteet käyttävät konfokaalikuvantamistekniikkaa, jossa tavanomaisesta silmänpohjan kuvantamisesta poiketen saadaan värillinen ja erittäin tarkka kuva silmänpohjasta. Tämä auttaa oikean diagnoosin tekemisessä, sairauden hoidossa ja seurannassa. Silmänpohjan kuvantamisella voidaan diagnosoida, hallita ja ennaltaehkäistä useita silmäsairauksia, kuten diabeettinen retinopatia, glaukooma ja silmänpohjan ikärappeuma.

Kuvantamislaitteiden tuoteperhe kattaa neljä tuotealuetta: 1) glaukooman diagnosointi, 2) silmänpohjan rappeuman diagnosointi ja seuranta, 3) diabeettisen retinopatian (DR) diagnosointi ja seuranta sekä 4) kaihin diagnosointi. Revenion aiemmin glaukoomaan keskittynyt tuotetarjooma laajeni yrityskaupan myötä kattamaan useampia silmäsairauksia. Reveniolla onkin nykyään kattava tuotevalikoima näillä silmäsairauksien alueilla sekä vahva teknologiaosaaminen tällä saralla.

Hoitoketjua ajatellen kuvantamislaitteiden tuoteperhe kattaa kaiken potilaslähtöisestä seulonnasta diagnoosiin ja sairauden hoitoon. DRS-tuotteet toimivat lähinnä seulonnan apuna mm. optikoilla, kun taas EIDON -tuoteperhe ja COMPASS -tuote hieman kalliimpina ovat

pääasiassa diagnoosin apuna ja hoidossa silmälääkärillä. MAIA -tuote palvelee lähinnä sairauden hoidon tukena. Revenion tuotetarjooma kattaa laajasti ikääntymiseen liittyvien silmäsairauksien seulonnan, diagnosoinnin ja hoidon. Erityisesti glaukooman osalta yhtiö pystyy palvelemaan asiakkaitaan nyt ”yhdeksi luukulta”.

## Liiketoimintamalli

Kuvantamistuotteita tarjotaan optikoiden seulontakäyttöön (perustuotteet kuten DRSplus) sekä vaativampia huomattavasti korkeamman hintaluokan tuotteita myydään silmälääkärikäyttöön. Laitteiden loppuasiakashinnat vaihtelevat 10 000 - 50 000 euron välillä. Osana laitekokonaisuutta voidaan toimittaa huoltopaketti, mutta jatkuvien tuottojen osuus myynnistä on vähäinen. Yhtiön installoitu laitekanta on yli 8000 laitetta.

Perinteisen laitemyynnin lisäksi kuvantamispuolella myydään suhteellisen paljon ohjelmistolisenssejä, jolloin ohjelmistojen osuus tilauksesta voi olla jopa 20 %. Tämä luonnollisesti nostaa liiketoiminnan bruttomarginaaleja. Revenio myy laitteiden mukana lisenssejä, joiden avulla voidaan siirtää kuvat suoraan potilastietojärjestelmään. Tämä tekee laitteista helpokäyttöisempiä, mutta laitteita voi käyttää myös ilman lisenssiä. Lisäksi Revenio myy laitteille laajennettua takuuta. Varsinaista jatkuvaa liikevaihtoa laitteissa ei kuitenkaan tule.

Kuvantamislaitteiden tuotanto on silmänpainemittareiden tavoin ulkoistettu ja Revenion ja CenterVuen tavoitteena on saavuttaa tuotannosta merkittäviä kustannussynergioita.

CenterVuen bruttomarginaalit olivat ennen yhdistymistä noin 62 %:n tasolla, mutta ovat käsittääksemme nousseet jo lähelle 70 %:n tasolle (silmänpainemittareissa vastaava luku on ~75 %). Silmänpohjan kuvantamisen laitemarkkinan on lähtökohtaisesti kilpaillumpi, mutta Revenio on jo selvästi pystynyt tehostamaan tuotantoa ja nostamaan ohjelmistojen myyntiä erityisesti DRSplus -tuotteen mukana. Nämä tekijät ovat nostaneet bruttomarginaaleja merkittävästi.

CenterVue toimii Revenion tavoin Yhdysvalloissa omalla myyntiorganisaatiolla ja muualla jakelijoiden kautta. Kohderyhmien ollessa samoja, näemme merkittäviä mahdollisuuksia synergieissa myynnissä ja markkinoissa.

Pidämme myös positiivisena, että toiminta on yhdistetty iCare-brändin alle. iCare-brändin vastaanotto on käsityksemme mukaan ollut erittäin positiivinen. Laajemmalla tarjonnalla Revenio on yhä relevantimpi asiakas myös suurille toimijoille, mikä tukee sekä silmänpainemittareita että kuvantamislaitteita. Aiemmin Revenio pystyi tarjoamaan erinomaisen ratkaisun vain yhdelle suhteellisen pienelle segmentille, mutta nyt yhtiö on uskottava toimija laajemmalla alueella.

## Markkinat

Kuvantamislaitteiden kasvuajurit liittyvät glaukooman, silmänpohjan rappeuman, diabeettisen retinopatian sekä pienissä määrin kaihin yleistymiseen. Sairauksien yleistymisen yhdistävänä tekijänä on väestön ikääntyminen. Glaukoomassa kuvantamistuotteiden kasvuajurit ovat vastaavat kuin silmänpainemittareissa.

# Kuvantamislaitteet 2/4

Diabeettisen retinopatian osalta kasvua ajaa diabeetikkojen tarve tutkituttaa silmät säännöllisesti, mikä edellyttää valtavaa tutkimustarvetta. Ajurina on diabeteksen voimakas yleistyminen: diabetesta sairasti 8,4 % aikuisista vuonna 2014, kun vastaava lukema oli 4,7 % vielä vuonna 1980. Nykyisin diabetesta sairastaa arviolta 422 miljoonaa ihmistä (lähde: WHO), joista noin 35 %:lla on diabeettinen retinopatia. Vuonna 2040 diabeetikkojen määrän arvioidaan kasvavan 642 miljoonaan, mikä tukee markkinan kasvua.

Silmänpohjan rappeumaa sairastaa globaalisti arviolta 196 miljoonaa ihmistä ja määrän arvioidaan kasvavan 288 miljoonaan vuonna 2040. Ajurina on jälleen väestön ikääntyminen.

Kuvantamislaitteiden markkina on globaalisti noin 1,3 miljardia dollaria, mistä Revenion nykyinen tuotetarjooma kattaa noin 800 MUSD:n osuuden. Tästä noin 300 MUSD liittyy näkökentän mittaamiseen ("perimeters") ja 500 MUSD silmänpohjan kuvantamiseen ("fundus imaging"). Nykyisen tarjooman ulkopuolelle jää silmän valokerroskuvaus (OCT), jonka markkina on noin 500 MUSD. Tämä olisi mielestämme looginen laajennuskohde Revenion tuotetarjoomalle, ja arviomme mukaan yhtiö tutkii erilaisia mahdollisuuksia (yritysosto / tuotekehitys). Keskipitkällä aikavälillä uskomme Revenion tarjoavan laitteita myös tälle segmentille.

Yhdysvallat on merkittävin markkina, ja sen osuus kokonaisymyynnistä on yli 40 %. Silmänpohjan kuvantamisen markkinan laitemäärän on ennustettu kasvavan noin 10 % vuosivauhtia

vuoteen 2022 asti (Market Scope). Kuvantamislaitteiden pitkän aikavälin potentiaalia lisää se, että silmänpohjan kuvantamisen kautta voidaan todennäköisesti löytää myös muita sairauksia teknologian kehittyessä, mutta tämän osalta markkina on vielä varhaisessa vaiheessa.

Kuvantamislaitteiden tärkeimpiä asiakassegmenttejä ovat silmälääkärit, optometristit ja optikkoliikkeet. Asiakaskunta painottuu silmälääkäripuolelle kuten silmänpainemittareissa. Lisäksi kuvantamislaitteilla on merkittävää potentiaalia lääkeyhtiöissä, jotka tarvitsevat viranomaisten edellyttämiä klinisiä tutkimuksia varten uusia tutkimuslaitteita. Mahdolliset sopimukset lääkeyhtiöiden kanssa voivat olla merkittäviä erityisesti MAIA -tuotteelle.

## Teknologia

iCaren teknologiajohtajuutta mm. konfokaalikuvantamislaitteissa suojaa yli 20 patenttia ja lisäksi yhtiöllä on useita patenttihakemuksia vetämässä. Yhtiö on käyttänyt Revenion tavoin noin 10 % liikevaihdostaan tuotekehitykseen, ja tällä hetkellä suhdeluku on mahdollisesti suurempikin kuvantamislaitteissa.

iCaren keskeiset vahvuudet kuvantamisen teknologiassa liittyvät laitteiden helppokäyttöisyyteen ("autofokus"), kuvantamisen tarkkuuteen, tarkempiin väreihin ("True-color") sekä nopeuteen. Tuotteet erottuvat edukseen erityisesti automatiikan tasossa sekä kuvanlaadussa. Asiakkaan ostopäätöksen ajurina on usein se, että vanhat laitteet ovat vaikeasti käytettäviä ja niiden kuvanlaatu ei ole riittävä.

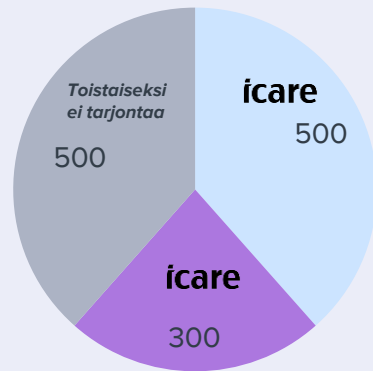
Kuvantamisessa kilpailevat laitteet ovat pääasiassa laser-pohjaisia laitteita, jolloin kuvat on punertavia. iCaren True-color konfokaalitekniikalla, jolla nähdään silmänpohjan sisään todellisilla väreillä, ei ole suoria kilpailijoita. Konfokaalitekniologia kykenee erottelemaan silmänpohjan huomattavasti kilpailevia ratkaisuja paremmin. iCare DRSpplus on silmänpohjan konfokaalinen kuvausjärjestelmä, joka käyttää valkoista LED-valoa aidon väristen ja yksityiskohtaisten kuvien tuottamiseksi. Tämä tuo käytännössä uuden standardin tehokkaalle ja toimivalle verkkokalvosta otetuille kuville. Lisäksi kuvattava pupilli voi olla aiempaa pienempikokoinen, minkä ansiosta kuva saadaan otettua entistä varmemmin kaikilta potilailta. DRSpplus on nopea ja täysin automatisoitu, mikä tekee tuotteesta houkuttelevan.

## Tärkeimmät tuotteet

Kuvantamislaitteiden puolella Revenion selkeä syömähänne on tällä hetkellä iCare DRSpplus, joka on saanut erittäin positiivista palautetta markkinoilta. Edulliseen hintaluokkaan kohdistuva tuote on saanut ominaisuuksistaan ja laadustaan huomattavasti kehuja, ja tuotteen kysyntä on yhtiön mukaan vilkasta eri puolilla maailmaa. Tuotteelle on tällä hetkellä helppo ennustaa suurta menestystä, koska sen kohderyhmä on myös normaalia laajempi (optikot, yleislääkärit, apteekit jne.). Aiempi versio eli vuonna 2011 lanseerattu CenterVue DRS on historiassa ollut yhtiön tärkein tuote, ja uudistettu DRSpplus omaa edellytykset vielä parempaan menestykseen.

# Kuvantamismarkkina ja Revenion kuvantamistuotteet

## Kuvantamismarkkinan jakauma (MUSD)



- Silmänpohjan kuvantaminen
- Näkökentän mittaaminen
- Valokerroskuvaus (OCT)

### Tärkeimmät käyttötarkoitukset:

- 1) glaukooman diagnosointi, 2) silmänpohjan rappeuman diagnosointi ja seuranta, 3) diabeettisen retinopatian (DR) diagnosointi ja seuranta sekä 4) kaihin diagnosointi.

## Silmänpohjan kuvantaminen



iCare DRS+ (ja DRS)

*Hintaluokka  
10-15 TEUR*



iCare EIDON

*Hintaluokka  
30-40 TEUR*

**Aidot värit mahdollistava  
konfokaalikuvantamis-  
tekniikkaa ja automatisoinnin  
helppokäyttöisyys.**

## + Näkökentän mittaaminen



iCare COMPASS

*Hintaluokka  
30-40 TEUR*



iCare MAIA

*Hintaluokka  
40-50 TEUR*

**iCare EIDON- ja MAIA-  
tuotteet yhdistävät  
silmänpohjan kuvantamisen  
ja automatisoidun  
näkökentän mittaamisen.**



# Kuvantamislaitteet 3/4

Revenio ei ole julkaissut kuvantamislaitteiden liikevaihdon jakautumista eri tuoteperheisiin, mutta arviomme mukaan iCare DRS-tuoteperheen on suurin noin 40 %:n osuudella liikevaihdosta. Toiseksi tärkein on arviomme mukaan iCare EIDON -tuoteperhe (kokoluokassa 35 %), minkä jälkeen tulevat iCare COMPASS (arviolta ~15 %) sekä iCare MAIA (arviolta ~10 %). Luvut ovat karkeita arvioita perustuen arvioihin laitteiden toimitusmääristä, keskihinnosta sekä laitekannan jakaumasta.

## Kilpailutilanne ja markkinaosuudet

Reveniolla on kuvantamislaitteiden markkinassa alle 5 %:n markkinaosuus, mikä on mielestämme alhainen suhteessa tuotetarjooman laatuun. Käsitteemme mukaan ostetun CenterVuen vahvuudet ovat olleet enemmän tuotekehityksessä kuin teknologian kaupallistamisessa, mihin uskomme Revenion tuovan merkittävää tukea. Revenion tavoitteena on kasvaa kuvantamislaitteissa merkittävästi markkinaa (kasvu ~5 %) nopeammin.

Yleisesti kuvantamislaitteiden markkina on fragmentoitunut, eikä markkinalla ole yhtään ylivoimaista toimijaa. Suurin on Carl Zeiss Meditec, jonka markkinaosuus on mahdollisesti noin 20 %. Merkittäviä toimijoita ovat Optos, japanilaiset NIDEK ja Kowa, sekä Topcon, Canon ja Heidelberg Engineering. Mainitaan lisäksi Optovue OCT-teknologiassa sekä suomalainen Optomed, joka on markkinajohtaja kädessä pidettävissä silmänpohjakameroissa. iCare kuuluu alhaisesta markkinaosuudesta huolimatta kymmenen suurimman toimijan joukkoon

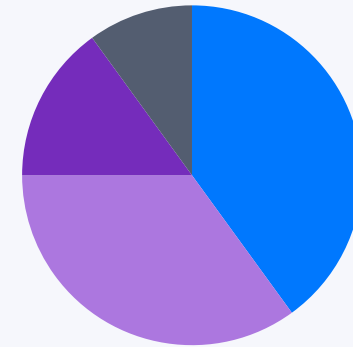
kuvantamismarkkinalla.

Kilpailutilanne vaihtelee markkinan eri segmenteillä merkittävästi. Oleellisin ero on näkökentän mittaamisessa (perimetria), jossa Zeiss hallitsee markkinaa jopa 50 %:n markkinaosuudella. Näkemyksemme mukaan iCare COMPASS -tuotteella olisi merkittävä markkinapotentiaali tällä segmentillä, koska tuotteella olisi selkeä kilpailuetu suhteessa muihin laitteisiin silmän seurantaan liittyvän teknologian ansiosta. Kyseessä on kuitenkin erittäin konservatiivinen markkina, ja Zeiss puolustaa vahvaa markkina-asemaansa. Revenion markkinaosuus onkin käsityksemme mukaan jäänyt erittäin alhaiseksi tällä segmentillä. iCare COMPASS-tuotteen myynti on jäänyt toistaiseksi vähäiseksi erityisesti sen hintaluokkaan nähden erinomaisiin ominaisuuksiin suhteuttaen.

Silmänpohjan kuvantamisessa ("fundus imaging") suurimpia ovat käsityksemme mukaan Optos ja Topcon suunnilleen 20-30 %:n osuuksilla. Merkittäviä toimijoita ovat myös Zeiss, NIDEK ja Heidelberg. Kilpailukentässä onkin paljon samaa mitä painemittareissa, missä Revenio on hiljalleen nousemassa teknologiajohtajan asemaan ratkaisullaan. Kuvantamispuolella yhtiö on joka tapauksessa selkeästi haastajan asemassa.

Arviomme mukaan kuvantamislaitteiden tuotteet ovat tällä hetkellä erittäin kilpailukykyisiä, mikä mahdollistaa Reveniolla selvästi markkinaa nopeamman kasvun lähivuosina. Silti Revenion kilpailuedut ovat silmänpainemittareita heikompia kuvantamislaitteissa, ja markkinaosuuksien voittaminen vaatii jatkuvaa parantamista.

## Inderesin arvio iCare -kuvantamislaitteiden liikevaihdon jakaumasta eri tuoteperheisiin



■ DRS(plus) ■ EIDON ■ COMPASS ■ MAIA

*Lähde: Inderes. Revenio ei ole raportoinut liikevaihdon jakaumaa eri tuoteperheiden välillä, joten luvut ovat parhaimmillaankin suuntaa-antavia.*

# Kuvantamislaitteet 4/4

Kuvantamisteknologian suhteellisen nopean kehityksen ja markkinan kilpailun takia kilpailukyvyyn säilyttäminen edellyttää jatkuvasti parempaa laatua, edullisempia hintoja sekä tehokkaampaa valmistusta.

Kuvantamislaitteissa Revenion kilpailuetu ei ole yhtä vahva tai pitkäkestoinen kuin silmänpainemittareissa, vaikka ne ovat arviomme mukaan tällä hetkellä hyvin vahvoja. Esimerkiksi iCare DRS-tuotteen ikä on 10 vuotta, ja tuotteen elinkaari on normaalisti ainakin 7-10 vuotta. Uuden tuotteen kehitys vie ainakin kolme vuotta viranomaishyväksynnät huomioiden, joten uusia haastajia ei ole odotettavissa ihan heti. Toimiala on yleisesti erittäin hidasliikkeinen ja jopa ylivoimainen uusi teknologia vaatii helposti vuosikymmenen saavuttaakseen yli 50 %:n markkinaosuuden.

## Merkittäviä synergiaetuja

CenterVue-yritysosto oli Reveniolle erinomainen, mutta näemme yhtiöllä myös erittäin hyvät mahdollisuudet viedä kuvantamislaitteiden liiketoiminta uudelle tasolle keskipitkällä aikavälillä. Tärkeimmät tekijät tässä näkemyksemme mukaan ovat:

- CenterVuen tuoteportfolio on kilpailukykyinen, mutta yhtiön markkina-asema on vielä heikko. Arviomme mukaan Revenio pystyy tukemaan yhtiötä myynnissä ja markkinoinnissa, ja yhdessä iCare-brändistä tulee edelleen vahvempi. Laajempi tarjonta mahdollistaa myös pääsyn neuvotteluihin suurempien asiakkaiden

kanssa, mikä nostaa edelleen ristiinmyyntipotentiaalia.

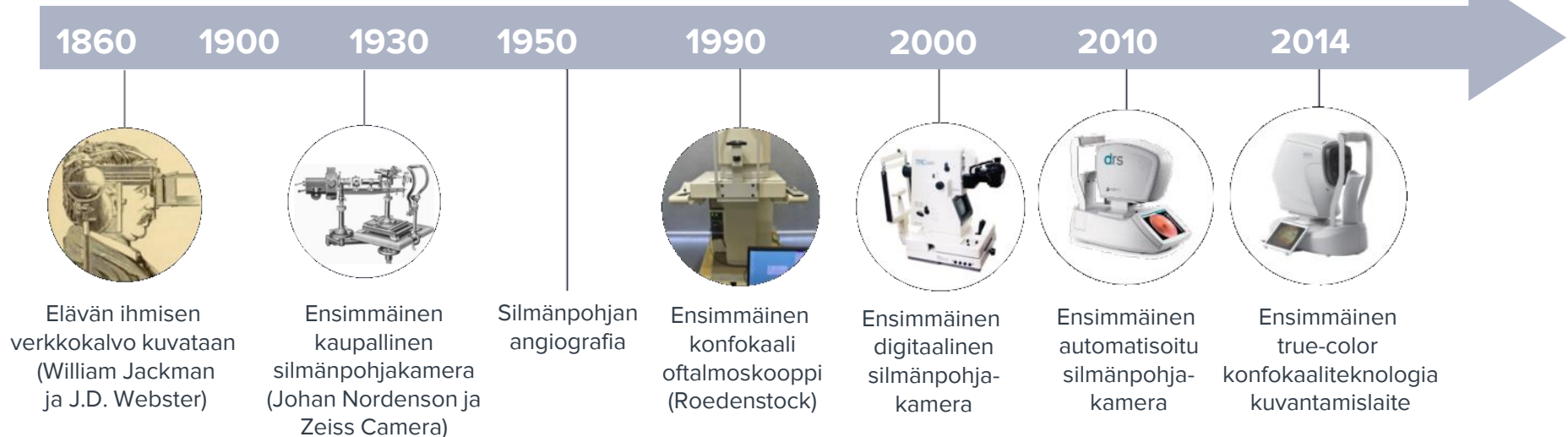
- Silmänpohjan kuvantamisen laitekannan kasvu on nopeaa ja iCaren kanssa saatavat synergiat mahdollistavat suuremmat panostukset sekä myyntiin että tuotekehitykseen, jossa yhtiöt täydentävät hyvin toisiaan. Tämä tukee edelleen tarjonnan laajentamista tulevaisuudessa.
- Revenio tuo kuvantamislaitteisiin osaamista komponenttien hankinnassa sekä tuotannon tehokkuuden parantamisessa, mikä arviomme mukaan näkyy jo bruttomarginaaleissa.



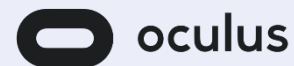
# Silmänpohjan kuvantamisen teknologinen kehitys

## Silmänpohjan kuvantamisen evoluutio

centerVUE



## Suurimmat kilpailijat kuvantamislaitteissa



# Oculo 1/2

## Silmien hoidon ohjelmistoalusta

Revenio käynnisti ohjelmistostrategiansa maaliskuussa 2021 Oculo-yritysostolla. Revenio esitteli aiemmin pääomamarkkinapäivällään ohjelmistostrategiaansa, johon Oculo vaikuttaisi sopivan erinomaisesti. Oculo on erikoistunut kliinisen kuvantamisen, lähetteen ja muun kliinisen viestinnän turvalliseen ja reaaliaikaiseen jakamiseen terveydenhuollon ammattilaisten välillä tarkoitettuna ohjelmiston kehittämiseen. Kyseessä on pitkän aikavälin strateginen investointi, jonka onnistuminen nähdään arviomme mukaan 5-10 vuoden tähtäimellä.

Oculo on australialainen silmien hoidon ohjelmistoalusta, jossa yhdistyvät kliininen viestintä, etäterveydenhuolto, potilaan etäseuranta ja data-analytiikkaosaaminen. Pilvipohjainen Oculo-ohjelmistoalusta muuttaa silmien hoitokäytäntöjä mahdollistamalla ja tehostamalla kliinistä yhteistyötä, yhdistämällä eri tietosiiloja tietojen ja kuvien jakamiseksi, sekä mahdollistamalla paremman ja kustannustehokkaamman potilaan silmien hoidon. Oculo-ohjelmistoa käyttää Australiassa jo yli 3 300 optometristiä ja 800 silmälääkärinä, jotka ovat prosessoineet ohjelmiston avulla yli miljoona potilasta. Yhtiö on onnistunut rakentamaan konservatiivisessa asiakaskunnassa varsin nopeasti kunnioitettavan määrän käyttäjiä sovellukselle.

Vuonna 2016 perustetun Oculon liikevaihto vuonna 2020 oli reilut miljoona euroa (ilman avustustuloja) ja käyttökate noin oli noin 860 TEUR tappiolla. Yhtiö on kiihdytysvaiheessa ja keskittynyt vahvasti kasvuun, ohjelmiston kehitykseen ja käyttäjämäärän kasvattamiseen. Tappiollisuus on

ns. suunniteltua, ja laskutus on ollut erittäin pientä yhtiön pyrittäessä toistaiseksi laajentamaan vain verkostoaan. Alustaliiketoiminta kuitenkin skaalautuu erinomaisesti kasvun mukana.

## Liiketoiminta- ja ansaintamalli

Oculon liiketoiminta pohjautuu skaalautuvaan ohjelmistoalustaan ja laskutus on SaaS-mallin mukaisesti jatkuvaa kuukausilaskutusta. Oculon ohjelmistoalusta yhdistää silmänhoitoon liittyvät osapuolet. Haasteena on ollut, että esimerkiksi optometristit ja silmälääkärit ovat omassa järjestelmässään ”siiloissa”, ja esimerkiksi silmästä otetut kuvat liikkuvat fakseilla tai postilla. Tämä tarkoittaa tiedonkulkuun liittyviä katkoksia ja heikkolaatuisia kuvia, jotka ovat aiheuttaneet hoitopolkuun ylimääräistä kitkaa. Oculo on luonut helppokäyttöisen ja tehokkaan ohjelmistoalustan, joka digitalisoi prosessiin lähteet ja kuvat.

Oculon käyttö tarjoaa merkittäviä etuja kaikille osapuolille, ja alustan käytöstä maksavat sekä optikot (optometristit) että silmälääkärit. Järjestelmä sekä helpottaa asiakashankintaa että laskee jonkin verran kuluja esimerkiksi kuvien lähettämisestä. Optikot saavat järjestelmää käyttämällä aggregoidun datan, pystyvät standardoimaan kliinisiä prosesseja sekä neuvottelemaan tätä kautta korvaukset (”reimbursements”) helposti. Silmälääkärit saavat relevanttien lähetteen kautta uusia asiakkaita ja ansaintaa. Silmälääkärit hyötyvät lähetteen optikoita enemmän, joten heidän veloituksensa on suurempi. Lisäksi alusta laskuttaa pieniä summia data- ja analytiikkapalkkioita. Potilaat eivät maksa järjestelmästä, mutta heidän hoidosta tulee tehokkaampaa ja turvallisempaa, kun tieto liikkuu virheettömästi ja hoitopolkua optimoidaan.

Verkostovaikutuksia alustalle tuo se, että järjestelmän käyttäjät voivat kutsua helposti muita järjestelmään. Käyttöönotto on helppoa ja hyödyt selkeitä varsinkin, jos järjestelmän käyttö on laajaa. Tämä mahdollistaa erittäin nopean kasvun, kun markkinoille päästään ”sisään”. Asiakaspoistuma on toistaiseksi ollut alle 1 %, mikä kertoo paljon ratkaisun hyödyistä ja toimivuudesta.

Tulevaisuudessa alustaan on mahdollista lisätä uusia osia tai ominaisuuksia, mikä voi tarjota mahdollisuuden laajempaan kokonaisuuteen. Lisäksi alusta tarjoaa kiinnostavan mahdollisuuden kehittää tekoälyä esimerkiksi kuvien tulkitsemiseen ja diagnosointiin. Alusta teknologia- ja laiteriippumaton ja tulee olemaan sitä myös Revenion alaisuudessa. Erityisesti Revenion HOME -tuoteperheelle alusta tarjoaa mahdollisuuksia.

## Kasvustrategia ja kilpailu

Oculo on saavuttanut Australiassa nopeasti hyvän markkina-aseman suurien avainasiakkaiden avulla (mm. Specsavers). Markkinapotentiaalia on paljon jäljellä myös Australiassa, jota yhtiö on käyttänyt testimarkkinana konseptille. Yhtiö on jo aloittanut kansainvälistymisen ja laajentanut muun muassa Uuteen-Seelantiin menestyksekkäästi. Lisäksi liiketoiminta on käynnistetty Yhdysvalloissa.

Uusille markkinoille laajentuessa yhtiön strategia riippuu markkinan erikoispiirteistä. Fokus keskitetään ryhmään, joka hyötyy järjestelmästä eniten. Ratkaistavat haasteet ovat perinteisesti samoja, mutta esimerkiksi Yhdysvalloissa fokus on klinikoissa ja silmälääkäreissä, kun Australiassa kärkenä toimi suuret optikkoketjut. Myös optikoiden rooli silmänhoidossa vaihtelee eri maissa. Suurta lokalisointia alusta ei tarvitse.

# Oculo 2/2

Käsityksemme mukaan Oculolla ei ole tällä hetkellä suoria kilpailijoita – muuten faksien lähettely olisi todennäköisesti jäänyt historiaan myös silmälääkäreiden osalta. Haastajat ovat tällä hetkellä vielä Oculoa pienempiä yhtiöitä. Toisaalta esimerkiksi Iso-Britanniassa NHS:n rahoittama NewMedica on kehittänyt haasteeseen järjestelmän, joka on kuitenkin NHS:n oma työkalu (verkostossa vain NHS:n rahoittamia palveluita). Ainakin tällä hetkellä vaikuttaisi, että Oculolla on laajasti markkinapotentiaalia rajallisella kilpailulla.

## Markkinat ja markkinapotentiaali

Oculon markkinapotentiaalia on hankala arvioida, koska yhtiön ansaintapotentiaali on vielä arvoitus myös Australiassa, jossa yhtiö on tällä hetkellä pisimmällä. Selvää on kuitenkin, ettei markkinan koko tule rajoittamaan vielä erittäin pienen Oculon kasvumahdollisuuksia seuraavan 10 vuoden aikana. Enemmän kyse on siitä, miten yhtiö onnistuu avaamaan uusia markkinoita, saavuttamaan viraliteettia verkostovaiikutuksen kautta ja paljonko kasvuun ollaan valmiita panostamaan. Merkittävä vaikutus on siis käytännössä sillä, miten aggressiivisesti Revenio on valmis panostamaan Oculon kasvuun (eli hyväksymään tappioita).

Tulevaisuuden kasvuajurit ovat periaatteessa samoja kuin Reveniolla yleisesti, mihin voidaan lisätä digitalisaation väistämätön tuleminen myös silmänhoitoon. Digitaalinen oftalmologinen teknologia myötävaikuttaa yhä enemmän potilaiden diagnosointiin, hoitoon ja seurantaan, joten ohjelmistojen ja liitettävyyden merkitys kasvaa, silmien hoitopolun laadun, kohtuuhintaisuuden ja saatavuuden parantamisessa. Ohjelmistojen avulla hoitopolkuja voidaan tehostaa, sillä terveydenhuollon

henkilöstö yksin ei riitä vastaamaan väestön ikääntymisen myötä kasvavien sairauksien määrään.

## Tulevaisuuden ennusteet ja potentiaali

Revenio kommentoi Oculo-yritystoston taloudellisia vaikutuksia kertoen, että yhtiön T&K-investointien sekä myyntiin ja markkinointiin liittyvien investointien suhteellinen taso on vuosina 2021 ja 2022 jonkin verran vuotta 2020 korkeammalla tasolla. Oculolla ei ole muuttuvia kustannuksia, minkä odotetaan parantavan konsernin myyntikatetta jatkossa. Yhtiö siis arvioi, että Oculo saavuttaisi nollatuloksen jo vuonna 2023. Tämä on varmasti mahdollista, mutta kasvupotentiaali huomioiden myös merkittävästi suuremmat kasvupanostukset voisivat mielestämme olla perusteltuja.

Omissa ennusteissamme odotamme Oculon liikevaihdon kasvun olevan erittäin voimakasta ainakin seuraavat viisi vuotta: 2020-2024e keskimääräinen kasvuennuste on 63 % (CAGR-%). Tässä on tärkeää huomioida alhainen lähtötaso. Toisaalta oletamme, että Oculo on selvästi tappiollinen lähivuodet ja saavuttaa riittävän skaalan nollatulokseen suunnilleen vuosina 2023-2024. Tarkkaa ennustemallia yhtiölle ei toistaiseksi ole, mutta Oculon potentiaali on merkittävä.

Oculo tarjoaa Reveniolle pääsyn tulevaisuudessa kriittisille lääkelaitteiden ohjelmistomarkkinoille, jonne yhtiön kilpailijat ovat investoineet vuosia voimakkaasti. Oculon lähestymiskulma on kuitenkin erilainen ja mahdollistaa pääsyn pienemmällä panostuksella. Lisäksi Oculo tarjoaa kattavampia ratkaisuja silmälääkäreille Icare HOME -silmänpaineen mittauslaitteen hyödyntämiseen, mikä voi tukea kotimittausmarkkinoiden kasvua.

## Oculo-ohjelmistotalustan verkosto



## Oculo -yritystoston keskeisimmät edut:

- Revenio ottaa askeleen kohti silmien hoidon ohjelmistoratkaisuita, joilla parannetaan silmien hoidon tuottavuutta ja laatua
- Revenio saa pääsyn oftalmologiaan liittyvään kliiniseen viestintään, etäterveydenhuoltoon, potilaan etäseurantaan ja data-analytiikkaosaamiseen
- Revenio vahvistaa edelleen asemaansa yhtenä johtavista oftalmologisen diagnostiikan laiteratkaisuiden globaaleista toimijoista

# Astmalaite Ventica ja ihosyöpälaite Cutica

Astmalaite Ventica ja ihosyöpälaite Cutica jäivät pois Revenion vuoden 2021 strategiapäivityksessä, mikä tarkoittaa yhtiön kartoittavan aktiivisesti omistuksellisia vaihtoehtoja tuotteille. Revenion tuotekehityspanostukset keskitetään jatkossa iCareen, mikä selkeyttää kokonaisuutta. Ventica ja Cutica ovat marginaalinen osa Revenion nykyään yli 1,5 miljardin euron markkina-arvosta, joten käsittelemme niitä vain pintapuolisesti. Halukkaat löytävät lisätietoja vanhasta laajasta raportista.

## Astmalaite Ventica

Ventica on Revenion vuonna 2015 tekemä portfolion laajennus lasten astman diagnostiikkaan. Ventican ideana on tuoda markkinoille tarkka, helppokäyttöinen ja liikuteltava laite, jonka avulla imeväisikäisten ja pienten lasten astmaan liittyvä seulonta, diagnosointi ja seuranta helpottuvat merkittävästi. Ventican avulla keuhkohtauman mittausta tapahtuu lapsen nukkuessa mittaamalla hengityksen virtausprofiilia. Ventica perustuu täysin uuteen konseptiin, jolla ei ole suoraa vertailumittausmenetelmää.

Ventican liiketoimintamalli perustuu laitemyyntiin sekä kertakäyttöosien myyntiin. Tuotteessa keskeisessä roolissa ovat mittaukseen liittyvä ohjelmisto ja algoritmi. Arvioimme mukaan suurimmat Ventican edellyttämät T&K-investoinnit on jo tehty. Teknologialla ja menetelmällä on laaja patenttisuoja vuosiin 2032-2033 asti.

Venticalle rakennetaan kliinistä näyttöä, jonka avulla tuotteelle rakennetaan tieteellinen pohja sekä myyntiargumentit ja referenssiarvot siitä, miten

mittaustuloksia tulee tulkita. Tuote sai Euroopan myyntiluvan eli CE-merkin alkuvuonna 2017, minkä jälkeen kliinisiä tutkimuksia on laajennettu.

Myynnin ylösajon nopeus ja onnistumien riippuu siitä, kuinka nopeasti uusi konsepti omaksutaan lääkäreiden käyttöön. Kaupallistaminen on alkanut Euroopasta CE-merkin myötä. Tämän jälkeen Ventica siirtynee USA:n markkinalle, missä rekisteröinti on raskaampi prosessi. Yhtiön on itse luotava omat markkinansa, mikä tekee teknologian kaupallistamisesta haastavampaa.

Ventican läheisin vertailukohta on keuhkojen toiminnan mittaukseen yleisesti käytetty spirometria, johon markkinoilla on tarjolla suuri määrä laitteita. Spirometria ei kuitenkaan sovellu pienten lasten tai imeväisikäisten mittaukseen. Ensisijainen teknologian sovellusalue on pienet lapset, missä tuotteelle on olemassa selkein tarve.

Lapsilla astma on kroonisista sairauksista kaikkien yleisin. Astmasta kärsii noin 335 miljoonaa ihmistä ympäri maailmaa. Sairaus alkaa tyypillisesti lapsuuden aikana, mikä luo tarpeen Ventican tuotteelle. Noin 20 % lapsista kärsii astman oireista ja 8 %:lla kouluikästä nuoremmista lapsista on astma (lähde: Revenio/Ventica). Siten Euroopan ja USA:n markkinoiden potentiaali on useita kymmeniä tuhansia laitteita. Astma on globaali ongelma, minkä takia Ventican markkinat ovat globaalit.

Ventican ennustaminen ja arvottaminen on tässä kehitysvaiheessa erittäin vaikeaa. Ventica ei ole kuitenkaan viime aikoina ottanut merkittäviä kehitysaskelaita, ja palaamme aiempaan

arvioomme mahdollisesti arvosta: noin 18 MEUR haarukalla 6-36 MEUR. Arvio voi olla merkittävästi pielessä, mutta Revenion lähes 1,5 miljardin euron markkinassa Ventican arvo on silti pyöristysero.

## Ihosyöpälaite Cutica

Revenio laajensi alkuvuonna 2015 portfoliotaan tekemällä lisenssisopimuksen hyperspektrikameran (HSC) teknologian kehittämisestä ihosyövän diagnostiikkaan. Kyseessä on VTT:n kehittämä teknologia, johon VTT myöntää lisenssioikeuksia eri käyttötarkoituksiin. Revenio on siis lisensoinut teknologian ihosyövän diagnostiikkaan.

Cutican ideana on tuoda markkinoille nopea, helppokäyttöinen ja liikuteltava seulontalaite auttamaan ihosyöpien ja niiden esiasteiden tunnistamisessa. Ensimmäinen kaupallinen Cuticasta on julkaistu ja tuotteella tehdään testimittauksia, mutta laitteelle ei ole haettu vielä viranomaishyväksyntöjä.

Ihosyöpälaitteen potentiaaliset markkinat ovat jopa selvästi suuremmat kuin iCarella tai Venticalla. Markkinapotentiaalia lisää se, että melanooma on tappava ja nopeasti yleistyvä sairaus.

Revenio teki Q3'20-osavuositarkastuksessa Cutican aktivoituihin tuotekehitysmenoihin 1,9 MEUR:n alaskirjauksen johtuen tulevaisuuden tuotto-odotusten heikentyneistä näkymistä. Yhtiön mukaan Cutican markkinoille saaminen kestää alkuperäistä arviota pidempään, mutta tuotteen validointi jatkuu. Arvotamme Cutican 2 MEUR:oon, mikä vastaa aiempien kehitysaktivointien summaa. Cutican merkitys Reveniolle on siis häviävän pieni.

# Ennusteet 1/4

## Silmänpainemittarit

### Kasvuennusteet

Ennustamme silmänpainemittareiden myyntiä kolmella eri parametrilla: peruslaitemyynti, HOME-myynti ja anturimyynti. Laitemyyntiä arvioimme myyntivolyymin ja keskihintojen (myyntihinta jakelukanavaan) kautta. Anturimyyntiä arvioimme laitekannan koon, poistuman ja keskimääräisen anturikulutuksen kautta. Ennustemalli pohjautuu yhtiön aiemmin kertomien yksittäisten tietojen pohjalta koottuun kokonaisuuteen, jota on yhä vaikeampi ylläpitää yhtiön tarjoaman laajentuessa. Taustalle on siis jouduttu tekemään karkeita ja epävarmoja oletuksia, minkä takia emme enää julkaise erillisiä ennustemalleja liiketoiminnoille.

Ennusteissamme arvioimme iCaren perinteisten silmänpainemittareiden myyntiin volyymikasvun olevan noin 17 %:n tasolla 2021-2023 (CAGR-%). Laitemyyntiä ajavat yleisen markkinakasvun ohella IC100 myötä aktivoituvat korvauslaitemyynti, IC200:n myynti sekä markkinaosuuksien voitot etenkin ilmapuhkulta. iCaren teknologia jatkaa markkinaosuuksien voittamista vanhemmilta teknologioilta ja arvioimme mukaan käynnissä on RBT-teknologian vuosikymmen. Kilpailevat teknologiat kärsivät koronapandemiasta, mutta Revenion RBT-teknologia päätyi lopulta hyötyjien puolelle. Arvioimme laitteiden keskihintojen (2050 euroa) pysyvän vakaana lähivuodet, sillä hintaeroosion uhka on pieni patenttisuojan ansiosta.

Tällä hetkellä suurin epävarmuus liittyy Kiinan markkinan kehitykseen. Revenio on jo pitkään hakenut maassa viranomaishyväksyntiä tuotteilleen, jotka kuitenkin ovat venyneet koko ajan. Kiinalla on

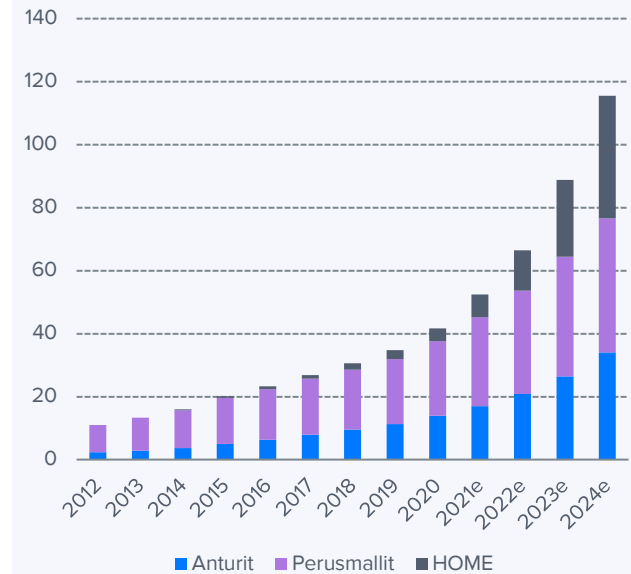
taipumus suojella paikallista markkinaa sekä pyrkiä vahvistamaan maan omaan teknologista kyvykkyyttä, minkä takia lupahakemuksiin liittyy mielestämme epävarmuutta. Jos Revenio ei pääsisi Kiinan markkinalle, pitkän aikavälin kasvuennusteissa voisi olla painetta.

iCaren anturimyynti on johdannainen laitekannan kasvulle. Anturimyynti on kasvanut jo pitkään laitemyyntiä nopeammin johtuen historiallisesta laitemyynnistä sekä laitteiden käytön lisääntymisestä. Arvioimme mukaan tällä hetkellä yksi laitekannassa oleva laite kuluttaa keskimäärin yli 250 anturia vuodessa, mikä tarkoittaa iCaren laitteilla tehtävän 33 miljoonaa mittausta tänä vuonna. Antureiden keskihinnan arvioimme olevan vakaa noin 0,5 euroa, vaikka yhtiöllä todennäköisesti olisi potentiaalia siirtää katteiden painopistettä laitteista antureihin. Arvioimme anturiliiketoiminnan kasvun olevan noin 24 % vuosina 2021-2023 (CAGR-%), mikä perustuu laitekannan kasvuun, HOME:n laitekannan kasvun vaikutukseen sekä anturikäytön yleistymiseen. Osittain odotamme myös normaalia palautumista koronapandemian jälkeen, koska pandemian aikaan terveydenhuollon fokus oli ymmärrettävästi muualla.

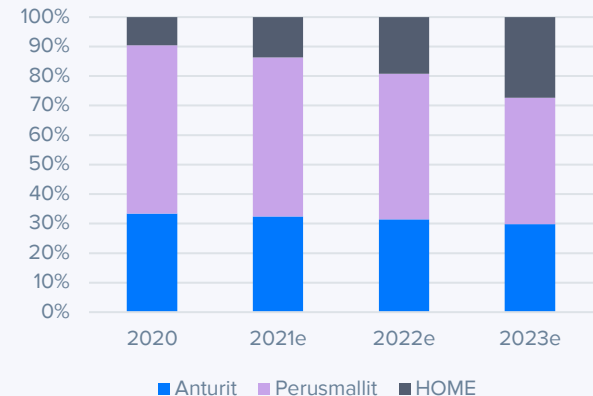
### Kotihoidon laitteet

HOME on haastavin osa iCaren ennustetta, sillä edelleen suhteellisen uuden tuotteen ja konseptin ylösajon nopeutta on vaikea arvioida. Tähän mennessä tuotteen liikevaihto on ollut suhteellisen vähäistä (2020 arvio: 4 MEUR), mutta tuotteen keräämä kiinnostus alalla on rohkaisevaa, kotimittauksien tarve on selkeä ja uusi HOME2 -tuote voi lähivuosina kiihdyttää kasvua.

Silmänpainemittareiden liikevaihto (MEUR)



Silmänpainemittareiden liikevaihdon jakauma (%)



# Ennusteet 2/4

Arvioimme HOMEn myyvän tänä vuonna noin 4,5 tuhatta kappaletta ja ensi vuonna myynnin nousevan tuntuvasti 8000 kappaleeseen, kun HOME2 alkaa saada hyvin jalansijaa myös Yhdysvalloissa. Vuonna 2024 arvioimme volyymin nousevan 24 tuhanteen kappaleeseen, mikä vastaa 39 MEUR:n liikevaihtoa ja kolmanneksen osuutta iCaren myynnistä. Laitteen keskihinnan arvioimme olevan 1600 euroa. Ennusteisiin ja oletuksiimme liittyy HOME:n osalta erityisen paljon epävarmuutta, ja viime vuosina kehitys on ollut ennakoimaamme hitaampaa.

## Silmänpainemittareiden avainluvut

Laitemyynnin, HOMEn ja anturimyyntien yhdistelmän pohjalta ennustamme iCaren liikevaihdon kasvavan 25 %, 27 % ja 33 % vuosina 2021-2023. Kasvun kiihtyminen perustuu etenkin HOMEn vahvaan kasvuun sekä anturimyyntien vaikutukseen, sillä peruslaitteiden volyymikasvun arvioimme olevan 16 %:ssa vuonna 2023. iCare saavuttaa ennusteessa 89 MEUR:n liikevaihdon vuonna 2023, mistä peruslaitteiden osuus on 43 % (arvio 2020: 57 %), antureiden 30 % (2020: 33 %) ja HOMEn 27 % (2020: 10 %). Silmänpainemittareissa kasvuvuittaa sovitellaankin jälleen HOME:n harteille.

iCaren kannattavuus (EBIT-%) on arviomme mukaan kivunnut viime vuosien aikana lähelle 50 %:n tasoa. Yhtiön hyvin skaalautuvan liiketoimintamallin ansiosta arvioimme kannattavuuden parantuvan edelleen lähivuosina, mutta normalisoituvan 40-45 %:n tuntumaan kilpailusujan heikentyessä vuoden 2023 jälkeen. Kannattavuus tulee kuitenkin pysymään erinomaisella tasolla, ja samalla yhtiö

tuottaa erittäin vuolasta rahavirtaa vähän pääomaa sitovan liiketoimintamallin ansiosta.

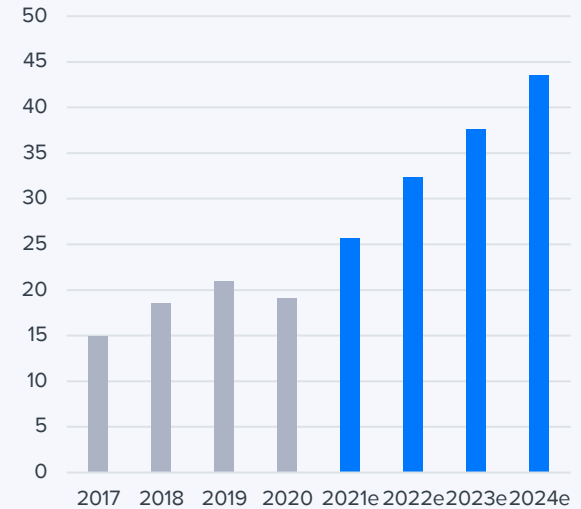
## Kuvantamislaitteet

### Kasvuennusteet

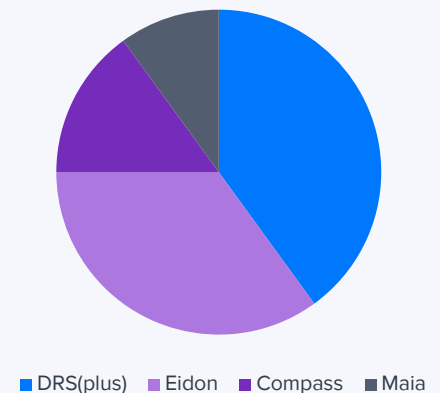
Revenio ei ole avannut tarkemmin CenterVuen tai Revenion kuvantamislaitteiden liikevaihdon jakaumaa, mutta olemme pyrkineet hahmottamaan liikevaihdon jakaumaa eri tuoteperheille, tuotteiden myyntivolyyymeja sekä laitekantoja. Näiden karujen arvioiden perusteella olemme luoneet myös kuvantamislaitteille ennustemallin, jonka tarkkuus on vielä arvoitus. Eriolaisia merkittäviä oletuksia olemme joutuneet tekemään paljon, ja parhaimmillaankin malli on vain suuntaa antava.

Arviomme mukaan kuvantamislaitteiden selvästi tärkein tuote erityisesti myyntivolyymin pohjalta on historiassa ollut DRS ja nykyään keihäänkärkenä toimii uuden sukupolven DRSplus. Arviomme mukaan uusien laitteiden hinnat ovat kokoluokassa 6500-7500 EUR jakelijoille ja arvioimme niiden vastaavan suunnilleen 40 % kuvantamislaitteiden liikevaihdosta. DRSplus -tuotteen bruttomarginaali on arviomme mukaan erittäin hyvä erityisesti silloin, kun asiakkaat ottavat myös mukaan tarjottavan ohjelmistopakettin (jopa 20 % kauppahinnasta). Tämän hetken kysyntätilanne on käsityksemme mukaan erinomainen ja myös näkymä on erittäin hyvä. DRSplus tarjoaakin kuvantamislaitteille erittäin houkuttelevan kasvunäkymän lähivuosille, koska tällä hetkellä se vaikuttaa erittäin kilpailukykyiseltä. Tämä tukee myös yhtiön hinnoitteluvoimaa.

Kuvantamislaitteiden liikevaihto (arvio, MEUR)



Kuvantamislaitteiden liikevaihdon jakauma (arvio)





# Ennusteet 3/4

Seuraavaksi merkittävin tuoteperhe on EIDON, jonka arvioimme tuovan noin 35 % kuvantamislaitteiden liikevaihdosta. Arviomme mukaan tuotteiden keskihinta jakelijoille on noin 19 TEUR, mikä tekee volyymeisterä kohtuullisia. EIDON-tuoteperheen myynnin odotamme kasvavan suunnilleen linjassa Revenion kuvantamislaitteiden yleisen kehityksen kanssa.

Loput noin 25 % kuvantamislaitteiden liikevaihdosta jakautuu käsityksemme mukaan suhteellisen tasaisesti COMPASS- ja MAIA- tuotteiden välillä. COMPASS ei ole vielä onnistunut lyömään merkittävästi läpi omalla tuotesegmentillään, mutta potentiaalia on mielestämme merkittävästi molemmissa. COMPASS on ominaisuuksiinsa nähden houkuttelevasti hinnoiteltu, ja arvioimme mukaan keskihinta jakelijoille on myös noin 19 TEUR. MAIA edustaa korkeinta hintaluokkaa (40-50, mahdollisesti jopa 60 TEUR) ja volyymit ovat yleensä rajallisia. Esimerkiksi lääkekehitysyritykset voisivat kuitenkin tehdä merkittäviä yksittäistilauksia MAIA-tuotteista, ja näiden kokoluokka voisi olla koko Reveniolle merkittävä.

## Kuvantamislaitteilta odotettavissa kannattavaa kasvua

Kuvantamislaitteet on erittäin hyvin kannattava ja nopeasti kasvava liiketoiminta, joka kuitenkin kärsi merkittävästi koronapandemiasta vuonna 2020. Tänä vuonna liiketoiminnan kasvu tulee olemaan poikkeuksellisen voimakasta, koska patoutuneen kysynnän odotetaan purkautuvan ja lisäksi yhtiön DRSpilus on saanut erinomaisen vastaanoton markkinalla. Pidämmekin

mahdollisena, että tuotteen kysyntä on tänä vuonna kapasiteettirajoitteinen. Lisäksi arvioimme, että Revenion tuella ja iCare-brändin kuvantamislaitteet liiketoiminta omaa selvästi aiempaa paremmat menestysmahdollisuudet.

CenterVuen liikevaihto kasvoi vuosina 2014-2018 keskimäärin 26 % vuodessa. Vuonna 2018 liikevaihto oli 18,6 MEUR ja liikevoitto 3,9 MEUR, mikä tarkoittaa hyvää 21 %:n kannattavuutta. Kyseessä oli viimeinen vuosi itsenäisenä yhtiönä ennen Revenion yritysosasto. Yhtiö ei ollut aiemmin aktivoitunut kehitysmenojaan ja yhtiön uusiutunut tuoteportfolio on erittäin kilpailukykyinen.

Arvioimme kuvantamislaitteiden (ent. CenterVue) vuoden 2020 liikevaihdon olleen 19,1 MEUR, mitä heikensi erityisesti alkuvuonna koronapandemia. Arviomme mukaan kannattavuus on kuitenkin pysynyt hyvänä, ja tuotteiden bruttokatteet ovat nousseet Revenion ohjauksessa. Tänä vuonna odotamme kuvantamislaitteiden liikevaihdon nousevan noin 35 % ja kasvun olevan erityisen vahvaa alkuvuonna pandemian takia patoutuneen kysynnän purkautuessa. Lähivuosina ennustamme kuvantamislaitteiden liikevaihdon kasvun suunnilleen 19 %:n tasolla (2021-2024 CAGR-%), mikä tarkoittaisi voimakkaasti markkinaa nopeampaa kasvua eli markkinaosuuksien voittamista. Jakson lopussa kasvu on noin 16 %.

Kannattavuutta ennustamme ainoastaan konsernitason tasolla, mutta kuvantamislaitteiden kannattavuus on arviomme mukaan erittäin hyvä ja bruttokatteet ovat jo samassa kokoluokassa (65-70 %) silmänpainemittareiden (noin 75 %)

kanssa. Kuvantamislaitteiden suhteen ennusteisiin liittyy silmänpainemittareita enemmän epävarmuutta heikomman läpinäkyvyyden takia.

## Revenio-konserni

### Kasvuennusteet

Yhdistämällä silmänpainemittareiden ja kuvantamislaitteiden sekä Oculon liikevaihtoennusteet saamme Revenion konsernitason ennusteet. Vuonna 2021 arvioimme liikevaihdon kasvavan noin 30 % yhteensä 79,3 MEUR:oon. Revenion liikevaihdon kasvu oli Q1:llä 41 % ja valuuttaoikaistuna jopa 44,5 %, mutta tahti hiipunee loppuvuotta kohti vertailutasojen parantuessa. Toisaalta pienenä kasvuajurina loppuvuonna toimii Oculo-yritysosasto. Oculon kontribuution odotamme olevan 0,9 MEUR vuonna 2021, missä on tärkeää huomioida, että Oculo tuli osaksi osana Revenio -konsernia 1.4.2021 alkaen.

Vuonna 2022 ennustamme liikevaihdon kasvun pysyvän erinomaisella noin 29 %:n tasolla kaikkien liiketoimintojen oletettavasti jatkaessa vahvaa kasvua. Tämän jälkeen odotamme kasvukäyrän loiventuvan hieman, mutta pysyvän silti erittäin korkealla tasolla. Vuonna 2023 odotamme 28 %:n kasvua ja vielä vuonna 2024 26 %:n kasvua. Tässä vaiheessa kasvuo-dotukset ovat siirtyneet voimakkaasti HOME-tuoteperheeseen, mihin liittyy vielä huomattavaa epävarmuutta. Lisäksi on tärkeää seurata, miten Revenio edistyy Kiinassa, joka olisi yhtiölle merkittävä kasvumahdollisuus.

# Ennusteet 4/4

## Kannattavuus ja tulosennusteet

Revenion liiketoimintojen kannattavuudet skaalautuvat merkittävästi, minkä takia odotamme vuoden 2021 oikaistun liikevoiton nousevan 27,2 MEUR:oon (2020: 19,2 MEUR). Tämä tarkoittaisi erinomaista noin 34 %:n liikevoittomarginaalia (2020: 31,4 %), josta on oikaistu kertaerät sekä PPA-poistot. Suurin tuloskasvu tulee arviomme mukaan kuvantamislaitteiden puolelta, missä kasvu on vahvaa ja kannattavuus parantunut. Lähivuosien tulosennusteemme nousivat laajan raportin päivityksen yhteydessä 4-5 % juuri bruttomarginaalien ja kannattavuuden jopa ennakoitua paremman skaalautuvuuden takia.

Osittain tähän vaikuttavat myös synergiat, joita Revenio odottaa CenterVue-yrityskaupasta 1-3 vuoden tähtämellä jopa 5 %:n synergioita hankinnoista, valmistuksesta ja myynnistä. Pidämme kuitenkin mahdollisina, että synergiahyödyt valuvat tänä vuonna nousevaan kustannusinflaatioon, joka vaivaa myös Reveniota. Lisäksi Oculon tulos on arviomme mukaan merkittävästi tappiolla, mikä dilutoi laiteliiketoiminnan kannattavuuksia.

Lähivuosina odotamme liikearvopoistoista oikaistun liikevoittomarginaalin pysyvän nousukäyrällä korkeiden bruttomarginaalien (65-80 %) ja voimakkaan liikevaihdon kasvun tukemana. Kannattavuus skaalautuu siitä huolimatta, että odotamme mallisamme merkittävää kulujen nousua. Vuosina 2022-2024 odotamme oikaistun liikevoittomarginaalin olevan keskimäärin yli 38 %. Loppua kohti odotamme myös Oculon tukevan yhtiön tuloskehitystä, ja vuonna 2024 Revenion oikaistu liikevoitto ylittää

mallisamme 40 %:n tason. Tämän jälkeen odotamme kannattavuuden kääntyvän laskuun ja päätyvän tasolle 33 % vuonna 2030.

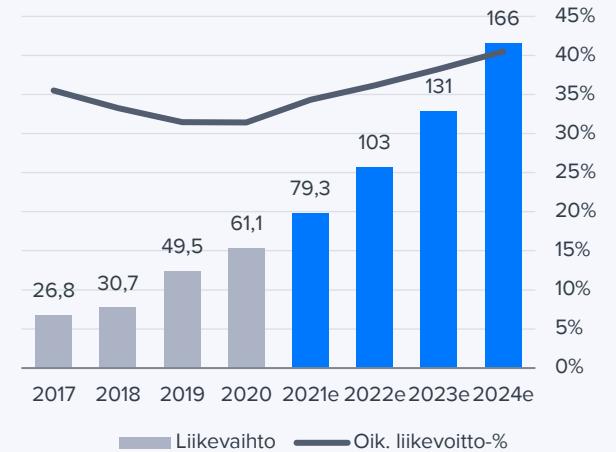
Odotamme Revenion oikaistun osakekohtaisen tuloksen olevan tänä vuonna 0,82 euroon (2020: 0,58 euroa) ja nousevan vuonna 2022 edelleen 1,10 euroon. Ennusteemme vastaavat hurjia 42 %:n ja 33 %:n tuloskasvuja. Jaksolla 2020-2024e ennustamme oikaistun EPS:n kasvavan keskimäärin peräti 36 % vuodessa (CAGR-%). Myös pidemmän aikavälin ennusteemme Reveniolle ovat tällä hetkellä todella vaativia ja odotamme yhtiöltä noin 8 %:n tuloskasvua myös 2025-2030e.

## Tase ja kassavirta

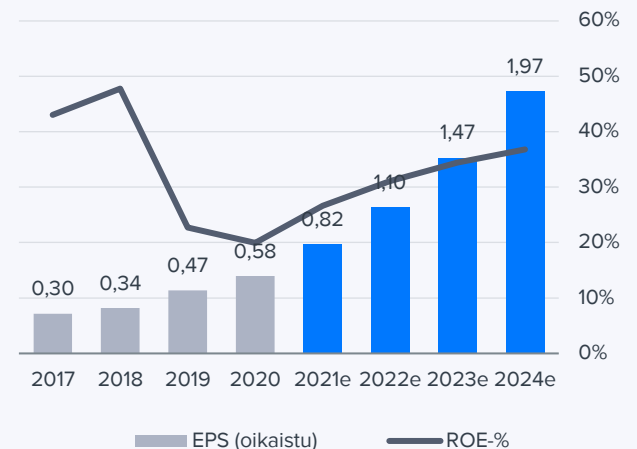
Revenion tase on jälleen erittäin vahva. Yhtiön omavaraisuusaste Q1'21:n lopussa oli 60 % ja nettovelkaantumisaste oli vain 6,5 %. Kassasta on lähdössä Oculo-yritystoston noin 11,7 MEUR:n kauppahinta, mutta liikkumavaraa on edelleen runsaasti. CenterVue-yrityskaupan myötä yhtiölle syntyi taseeseen noin 50 MEUR:n liikearvo ja noin 14 MEUR aineettomia oikeuksia, mutta yritysosto on ollut menestys. Oculo-yrityskaupasta syntyy nyt uutta liikearvoa, mutta yleisesti Revenion tase on edelleen siisti. Yhtiö ei ole merkittävästi aktivoinut kehitysmenojaan ja Cutica-alaskirjaus kertoi, että taseessa olevia eriä myös tarkastellaan kriittisesti.

Revenion kassavirta on perinteisesti ollut verrannollinen yhtiön raportoimaan liikevoittoon, koska liiketoiminta sitoo vähän käyttöpääomaa ja investointitarpeet (pl. yritysostot) ovat pieniä. T&K-panostuksia tehdään koko ajan, mutta näitä aktivoidaan maltillisesti. Näin liiketoiminta tuottaa runsaasti kassavirtaa, jonka allokoinnissa johto on onnistunut historiassa erinomaisesti.

## Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys



## Osakekohtainen tulos ja ROE-%





# Revenion tuotealueiden kasvuajurit ja rakennemuutos

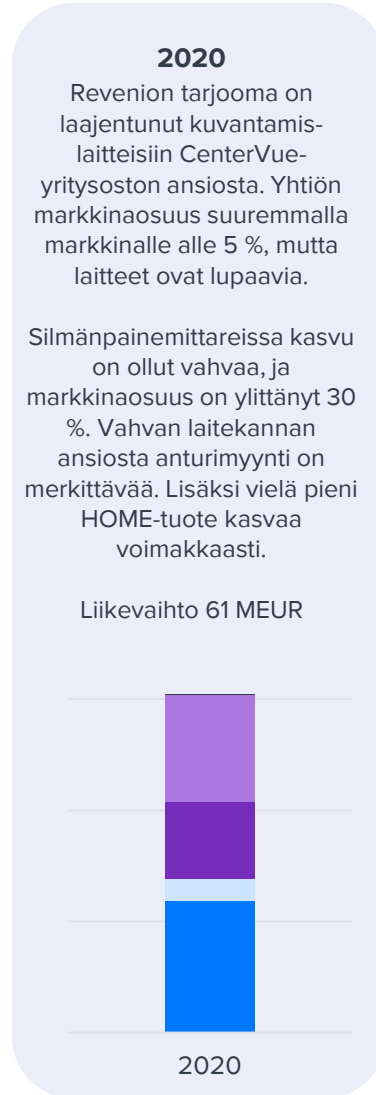
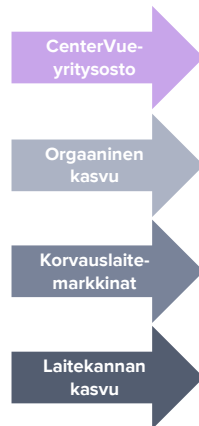
## Kasvuajurit ja rakenne murroksessa

Revenio on kasvanut historiassa voimakkaasti iCare-silmänpainemittareiden ajamana. Vuonna 2021 yhtiöllä on useita muita kasvuajureita, joista tärkeimmät ovat kuvantamislaitteiden kasvu sekä HOME:n oletettu siirtyminen kiihtymisvaiheeseen.

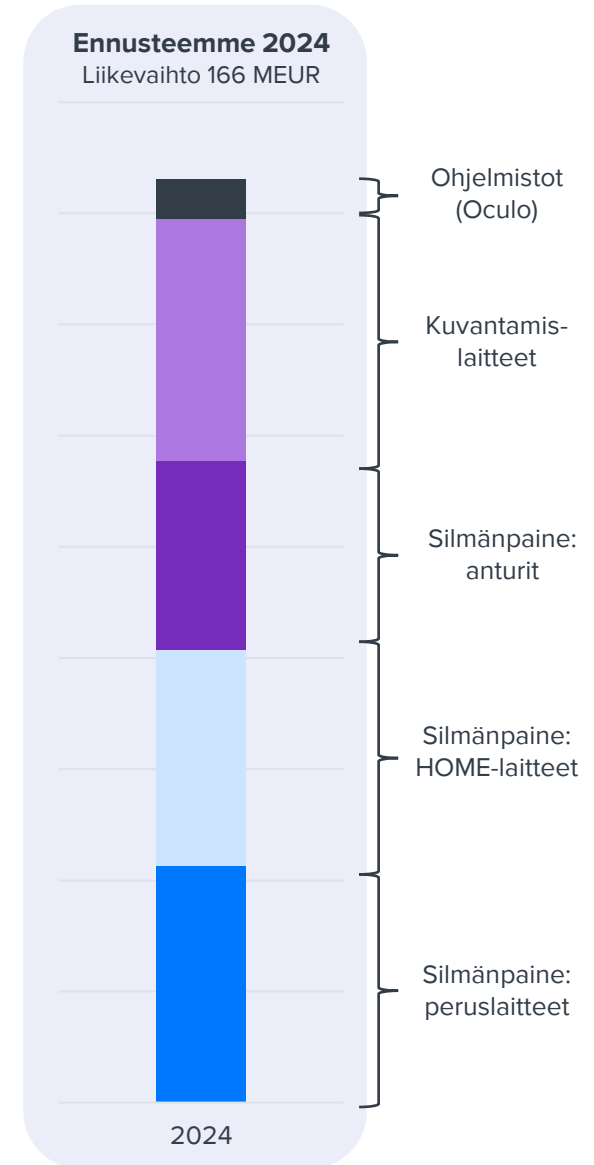
Lisäksi yhtiöllä on uusi skaalautuvan kasvun mahdollisuus ohjelmistoliiketoiminnassa (Oculo). Silmänpainemittareiden kasvu jatkuu, mutta anturimyyntin merkitys kasvaa edelleen laitekannan kasvaessa. Samalla skaalan kasvu tukee globaalia liiketoimintaa.



**Kasvu 27,2 %**  
CAGR-%  
2016-2020



**Kasvu 28,5 %**  
CAGR-%  
2020-2024e



# Ennusteet ja ennustemuutokset

Tuloslaskelma	2018	2019	Q1'20	Q2'20	Q3'20	Q4'20	2020	Q1'21	Q2'21e	Q3'21e	Q4'21e	2021e	2022e	2023e	2024e
<b>Liikevaihto</b>	<b>30,7</b>	<b>49,5</b>	<b>11,9</b>	<b>13,7</b>	<b>15,8</b>	<b>19,7</b>	<b>61,1</b>	<b>16,8</b>	<b>18,4</b>	<b>20,0</b>	<b>24,2</b>	<b>79,3</b>	<b>103</b>	<b>131</b>	<b>166</b>
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
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
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	0,0	0,0
EBIT (konserni)	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
<b>Käyttökate</b>	<b>10,7</b>	<b>14,6</b>	<b>3,0</b>	<b>4,1</b>	<b>6,2</b>	<b>8,3</b>	<b>21,7</b>	<b>5,3</b>	<b>6,2</b>	<b>7,6</b>	<b>9,1</b>	<b>28,2</b>	<b>38,6</b>	<b>51,8</b>	<b>69,1</b>
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	-2,7	-3,1
<b>Liikevoitto ilman kertaeriä</b>	<b>10,2</b>	<b>15,6</b>	<b>2,7</b>	<b>3,7</b>	<b>5,8</b>	<b>6,9</b>	<b>19,2</b>	<b>5,5</b>	<b>5,8</b>	<b>7,2</b>	<b>8,7</b>	<b>27,2</b>	<b>37,1</b>	<b>50,3</b>	<b>67,3</b>
<b>Liikevoitto</b>	<b>10,2</b>	<b>12,6</b>	<b>2,4</b>	<b>3,4</b>	<b>3,6</b>	<b>7,6</b>	<b>17,1</b>	<b>4,6</b>	<b>5,5</b>	<b>6,9</b>	<b>8,4</b>	<b>25,4</b>	<b>35,9</b>	<b>49,1</b>	<b>66,0</b>
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	-0,4	-0,5
<b>Tulos ennen veroja</b>	<b>10,3</b>	<b>12,3</b>	<b>2,4</b>	<b>3,3</b>	<b>3,6</b>	<b>7,3</b>	<b>16,7</b>	<b>4,7</b>	<b>5,5</b>	<b>6,9</b>	<b>8,4</b>	<b>25,4</b>	<b>35,5</b>	<b>48,7</b>	<b>65,5</b>
Verot	-2,1	-2,9	-0,4	-0,8	-0,7	-1,5	-3,4	-1,0	-1,2	-1,4	-1,8	-5,3	-7,5	-10,7	-14,4
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
<b>Nettotulos</b>	<b>8,1</b>	<b>9,4</b>	<b>2,0</b>	<b>2,6</b>	<b>2,9</b>	<b>5,9</b>	<b>13,3</b>	<b>3,7</b>	<b>4,3</b>	<b>5,4</b>	<b>6,6</b>	<b>20,1</b>	<b>28,0</b>	<b>38,0</b>	<b>51,1</b>
<b>EPS (oikaistu)</b>	<b>0,34</b>	<b>0,47</b>	<b>0,09</b>	<b>0,11</b>	<b>0,19</b>	<b>0,20</b>	<b>0,58</b>	<b>0,17</b>	<b>0,17</b>	<b>0,21</b>	<b>0,26</b>	<b>0,82</b>	<b>1,10</b>	<b>1,47</b>	<b>1,97</b>
<b>EPS (raportoitu)</b>	<b>0,34</b>	<b>0,36</b>	<b>0,07</b>	<b>0,10</b>	<b>0,11</b>	<b>0,22</b>	<b>0,50</b>	<b>0,14</b>	<b>0,16</b>	<b>0,20</b>	<b>0,25</b>	<b>0,756</b>	<b>1,05</b>	<b>1,43</b>	<b>1,92</b>

Tunnusluvut	2018	2019	Q1'20	Q2'20	Q3'20	Q4'20	2020	Q1'21	Q2'21e	Q3'21e	Q4'21e	2021e	2022e	2023e	2024e
<b>Liikevaihdon kasvu-%</b>	14,6 %	61,4 %	41,5 %	15,7 %	10,5 %	31,7 %	23,4 %	40,9 %	34,9 %	26,5 %	22,6 %	29,9 %	29,2 %	28,2 %	26,4 %
<b>Oikaistun liikevoiton kasvu-%</b>		52,7 %	-4,0 %	38,1 %	18,4 %	35,0 %	23,2 %	102,2 %	56,4 %	24,2 %	25,4 %	41,9 %	36,2 %	35,5 %	34,0 %
<b>Käyttökate-%</b>	35,0 %	29,5 %	25,4 %	30,3 %	39,2 %	42,3 %	35,5 %	31,5 %	33,8 %	37,9 %	37,6 %	35,5 %	37,7 %	39,5 %	41,6 %
<b>Oikaistu liikevoitto-%</b>	33,3 %	31,5 %	22,9 %	27,4 %	36,7 %	35,2 %	31,4 %	32,8 %	31,7 %	36,0 %	36,0 %	34,3 %	36,2 %	38,3 %	40,5 %
<b>Nettotulos-%</b>	26,6 %	18,9 %	16,7 %	18,8 %	18,4 %	29,9 %	21,9 %	22,3 %	23,6 %	27,1 %	27,3 %	25,3 %	27,3 %	28,9 %	30,8 %

Ennustemuutokset	2021e	2021e	Muutos	2022e	2022e	Muutos	2023e	2023e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
<b>Liikevaihto</b>	79,3	79,3	0 %	102	103	0 %	132	131	-1 %
<b>Käyttökate</b>	28,4	28,2	-1 %	37,0	38,6	4 %	49,8	51,8	4 %
<b>Liikevoitto ilman kertaeriä</b>	27,5	27,2	-1 %	35,5	37,1	4 %	48,2	50,3	4 %
<b>Liikevoitto</b>	25,7	25,4	-1 %	34,3	35,9	5 %	47,0	49,1	4 %
<b>Tulos ennen veroja</b>	25,7	25,4	-1 %	33,9	35,5	5 %	46,7	48,7	4 %
<b>EPS (ilman kertaeriä)</b>	0,83	0,82	-1 %	1,04	1,10	6 %	1,42	1,47	4 %
<b>Osakekohtainen osinko</b>	0,40	0,40	0 %	0,55	0,55	0 %	0,65	0,65	0 %

Lähde: Inderes

# Arvonmääritys 1/3

## Arvonmäärityksen perusteet

Revenio kuuluu viimeisen vuosikymmenen suurimpiin menestystarinoihin Helsingin pörssissä. Strategisen rakennemuutoksen hurjan menestyksen mukana Revenion markkina-arvo on noussut vuoden 2012 rakennemuutoksen aikana 30 MEUR:sta nyt jo yli 1,5 miljardiin euroon. Historialliset tuotot eivät tietenkään takaa mitään tulevaisuudesta, mutta hyväksyttävään arvostukseen erinomaiset näytöt omistaja-arvon luonnista heijastuvat.

Historiaa oleellisempaa on se, että Reveniolla on kaikki edellytykset jatkaa erinomaista kehitystä myös tulevaisuudessa. iCare silmänpainemittarit kasvavat edelleen voimakkaasti, mutta niiden rinnalle on tullut muita merkittäviä tuloskasvuajureita. Kuvantamislaitteet (ent. CenterVue) ovat yhä suuremmassa roolissa, ja HOME-tuote sekä ohjelmistoliiketoiminta tarjoavat pidemmän aikavälin kasvulupauksia. Revenion näkymä onkin kirkas sekä keskipitkällä että pitkällä aikavälillä. Ennustamme tällä hetkellä yhtiön 2020-2024 tuloskasvun olevan peräti 35,7 % (oikaistu EPS, CAGR-%), mikä kuuluu ainakin Helsingin pörssin korkeimpien joukkoon.

Arvostuskertoimia täytyykin suhtauttaa yhtiön poikkeuksellisen vahvaan ja oletetusti kestäväan tuloskasvuun, minkä takia PEG-kertoimen merkitys korostuu arvonmäärityksessä perinteisten kertoimien (P/E ja EV/EBIT) sekä kassavirtamallin ohessa. Aiemmin relevanttia osien summalaskelmaa emme enää sovelle, koska Revenio on nykyään hyvin yhteen hiottu kokonaisuus. Arvo on osittain juuri aiempaa laajemmassa

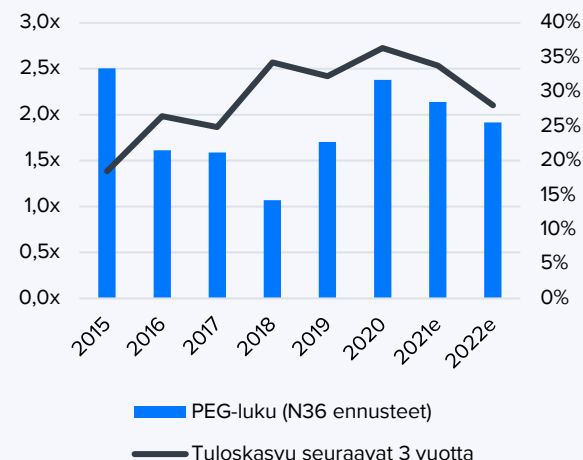
kokonaistarjonnassa ja muutoksessa vakavasti otettavaksi globaaliksi peluriksi toimialalla.

Erittäin nopean tuloskasvun lisäksi hyväksyttävää arvostusta nostaa lisäksi erinomainen track-record omistaja-arvon luonnista, poikkeuksellisen hyvään ennustettavuus sekä yleisesti matala riskiprofiili. Suurimmat riskit liittyvät RBT-tekniikan patenttisuojan heikentymiseen vuoden 2023 jälkeen sekä todella korkealle viritettyihin odotuksiin, mikä näkyy sekä tulosennusteissa että erittäin korkeassa arvostustasossa. Sijoittajien kannalta suurin realistinen riski olisikin tuloskasvuennusteiden laskeminen, mikä painaisi myös osakkeen hyväksyttävää arvostustasoa. Merkittävä riski on myös korkojen nousu Yhdysvalloissa, mikä painaisi Revenion tyyliä yhtiöiden arvostuksia yleisesti.

## Arvostus suhteessa tuloskasvuun

Arvotamme Reveniota pääasiassa PEG-luvulla, joka soveltuu hyvin vahvoille kannattavan kasvun yhtiöille. Sovellamme PEG-lukua seuraavan kolmen vuoden ennustettuun tuloskasvuun, mikä antaa vakaamman lopputuloksen. Käytämme nyt PEG-luvun laskussa 2022-2024 ennusteita sekä 2021e P/E-lukua. Laskentatavalla Revenion PEG-luku on nyt 2,1x. Lopputulos olisi lähes sama 2,2x pelkästään 2022e EPS:n kasvuennusteella sekä 2021e P/E-luvulla. Taso on mielestämme kohtuullinen suhteessa samantyylisten sijoitusprofiilin omaaviin yhtiöihin Helsingin pörssissä, ja tuloskasvun toteutuessa Revenion tuotto-odotus olisi edelleen kohtuullisen hyvä. Huomautamme, etteivät taulukossa olevat yhtiöt ole liiketoiminnallisesti Revenion verrokkeja.

## PEG-luku kolmen seuraavan vuoden ennustetulla tuloskasvulla sekä tuloskasvuennuste (%)



Lähde: Inderes. Osa luvuista on toteutuneita ja osa vanhoistakin edelleen ennusteita.

Yhtiö	Tuloskasvu*	P/E 2021e	PEG**
Revenio	33,8 %	72,2	2,1
Admicom	21,9 %	49,2	2,2
Remedy	23,7 %	50,5	2,1
Qt	51,5 %	110,3	2,1
Talenom	24,7 %	50,2	2,0
Harvia	12,0 %	29,6	2,5
Gofore	9,2 %	22,3	2,4
Ryhmän mediaani	23,7 %	50,2	2,1

\* Ennustettu EPS-kasvu (2021-2024e, CAGR)

\*\* PEG laskettu 2021-2024e tuloskasvulla ja 2021e P/E:llä

Lähde: Inderes, tiedot kerätty 8.6.2021. Luvut ovat oikaistuja.

# Arvonmääritys 2/3

Tuloskasvunopeuteen suhteutettuna Revenion arvostus vaikuttaa siis edelleen kohtuulliselta, vaikka tämän vuoden P/E-luku on hurja 72x ja historiallinen taso on ollut pääosin matalampi. Turvamarginaalia sijoittajille ei kuitenkaan jää. Sijoittajat kantavatkin merkittävää riskiä todella voimakkaisiin tuloskasvuennusteisiin liittyen, sillä myös Revenion ennustettavuus alkaa heikentyä yli kolmen vuoden päähän katsottaessa. Ennusteriski on merkittävä erityisesti iCare HOME2-tuotteen osalta. Historiassa Revenio on kuitenkin pääasiassa yltänyt odotuksiin tai ylittänyt ne.

## Perinteiset arvostuskertoimet ovat kivuliaan korkeita

Perinteisemmistä arvostuskertoimista Reveniolle relevanteimpia ovat P/E sekä erityisesti EV/EBIT, joka huomioi myös yhtiön vahvan taseen. Revenion kohdalla markkinoiden fokus siirtyy jo vuoteen 2022, jolloin kertoimet ovat jo siedettävällä tasolla: P/E on noin 54x ja EV/EBIT 42x. Normaaliille pörssiyrityksille kertoimet ovat hurjia ja myös Reveniolle ne ovat kipurajoilla.

Emme näe arvostuskertoimissa nousulle, ellei yhtiön tuloskasvunopeus tai profiili muuten merkittävästi muutu. Sen sijaan pidämme todennäköisenä, että lähivuosina vahvasta tuloskasvusta merkittävä osa kuluu osin venytetyn arvostuksen kiinni kuromiseen. Tätä kehitystä on jo viime kuukausien aikana nähty, kun erityisesti Yhdysvalloissa korkealle arvostetut teknologiaosakkeet ovat laskeneet merkittävästi pääsääntöisesti erittäin vahvasta tuloskehityksestä huolimatta. Suurin syy tähän on huoli inflaatiosta ja korkojen noususta, mikä iskee voimakkaimmin

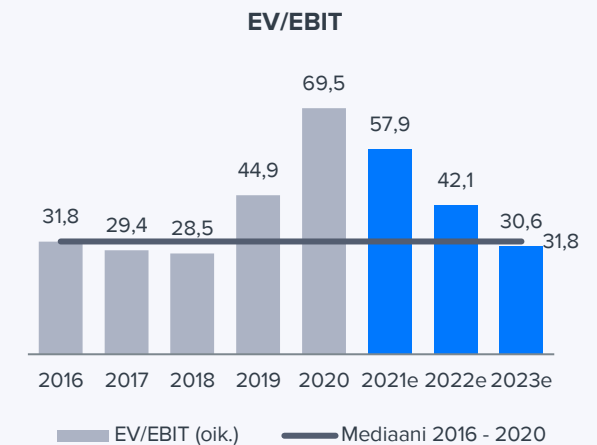
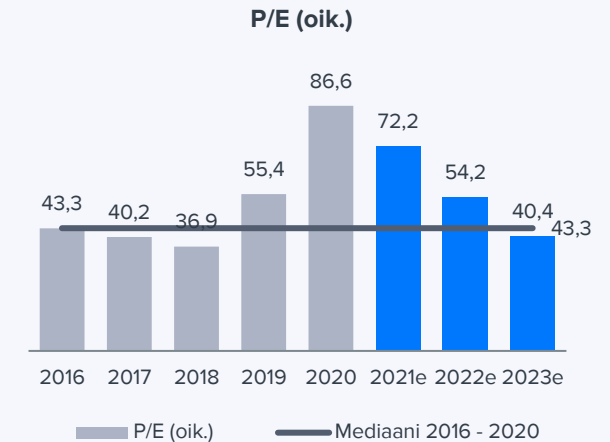
korkealle arvostettuihin yhtiöihin, joiden arvosta valtaosa perustuu vielä kaukana oleviin kassavirtoihin. Revenio kuuluu ehdottomasti tähän ryhmään, sillä kassavirtamallissamme 77 % arvosta muodostuu ikuisuusoletuksessa (terminal).

## Verrokkiryhmästä ei saa juuri tukea

Revenion kilpailijoista useat ovat listattuja, mutta pääsääntöisesti ne ovat osia suuresta konsernista. Reichertin omistaa Ametek -konserni ja Keelerin Halma -konserni, ja molemmat listatut yhtiöt ovat suuria sijoitus / monialayhtiöitä. Myös Topcon-konsernissa Revenion kannalta relevantti liiketoiminta edustaa suhteellisen pientä osaa kokonaisuudesta. Paras verrokki onkin Carl Zeiss Medtech, joka on fokusoitunut samaan sektoriin. Zeissin liiketoiminta on kuitenkin huomattavasti Reveniota laajempaa ja kokoluokka merkittävästi suurempi. Zeiss erottuu verrokkiryhmästä myös korkean arvostustasonsa takia: 2022e P/E on 60x ja EV/EBIT 41x (ennusteet: Refinitivin konsensus), mitkä ovat samassa kokoluokassa kuin Revenion.

Mielenkiintoinen nimi verrokkiryhmässä on myös tanskalainen Demant, jonka pääomistaja on sama kuin Reveniolla. William Demant Invest A/S omistaa Demantista 58 % ja Reveniosta 10,9 %. Muuten verrokkiryhmässä on yhtiöitä, jotka ovat toimialaan sidoksissa, mutta eivät varsinaisia verrokkeja. Cooper on erikoistunut piilolinssihin ja silmäleikkauksiin, ja EssilorLuxottica on jättiläinen linssien sekä silmä- ja aurinkolasien alalla. Lisäksi Medtronic on terveysteknologian suurimpia yhtiöitä, jolla on myös silmänsairauksiin liittyviä ratkaisuja (valtaosin kuitenkin muuta).

## Perinteiset arvostuskertoimet ovat korkeita



# Arvonmääritys 3/3

Sen sijaan Ambu on pieni, mutta kasvava tähyystyksiin erikoistunut terveysteknologiayhtiö. Yhteistä Revenion kanssa on käytännössä vain sijoitusprofiili. Lisäksi suomalainen Optomed olisi mahdollisesti relevantti verrokki Reveniolle, mutta tällä hetkellä yhtiö on tappiollinen eikä Revenion kannalta relevantteja kertoimia ole käytettävissä. Myös Optomedin liikevaihto on kokoluokkaa pienempi. Kokonaisuudessaan Revenion verrokkiryhmässä on paljon mielenkiintoisia yhtiöitä, mutta oikeastaan vain Carl Zeiss Medtech on suhteellisen hyvä verrokki. Näin ollen verrokkien rooli arvonmäärityksessä jää pieneksi.

## Kassavirtalaskelma

Kassavirtalaskelmamme (DCF) antaa Reveniolle osakkeelle aggressiivisilla oletuksilla noin 66 euron arvon. DCF-arvoa ajaa erittäin voimakkaasti korkeat oletukset pitkän aikavälin kasvusta ja kannattavuudesta, ja vaikka Revenion kohdalla näkyvyys on poikkeuksellisen hyvä, liittyy yli 10 vuoden päähän meneviin ennusteisiin tietysti huomattavaa epävarmuutta. Terminaalijakson paino (77 %) on erittäin korkea ja korostaa osakkeeseen ladattuja korkeita odotuksia pitkälle tulevaan.

Kassavirtalaskelmassa olemme käyttäneet oman pääoman kustannuksena 6,3 % ja pääoman keskimääräisen kustannuksen (WACC) asettui 6,0 %:n tasolle. Molemmat ovat erittäin matalia, mutta nykytilanteessa Reveniolle perusteltavissa. Tavoitehinnan mukaisella arvostustasolla sijoittajien on kuitenkin hyväksyttävä matala tuotto-odotus tuottovaatimuksen ollessa myös matala. Revenion DCF-malli on herkkä muutoksilla

tärkeissä oletuksissa, ja esimerkiksi edelleen suhteellisen matalan 7 %:n WACC:n käyttäminen painaisi DCF:n indikoiman arvon 50 euron tuntumaan. Tämä kuvaa hyvin kassavirtamallin herkkyyttä muutoksilla tuottovaatimuksessa ja sijoittajien kantamaa riskiä hyväksyttävien arvostuskertoimien laskusta.

Olemme asettaneet terminaalijakson kasvuodotuksen 2,5 %:n tasolle ja asettaneet liikevoittomarginaalin 33,0 %:n tasolle (2021e: 32,1 %). Revenion kohdalla kannattavuus skaalautuu niin voimakkaasti, että terminaalissa kannattavuusoletus on jopa suhteellisen maltillinen verrattuna ennustettuun liikevaihtotasoon. Silti esimerkiksi kilpailukenttä voi muuttua voimakkaasti vuosikymmenen aikana. Kassavirtalaskelmamme on esitetty kokonaisuudessaan liitetiedoissa.

## Revenio kuuluu arvonluojien kategoriaan

Revenio on ollut yksi vuosikymmenen parhaita arvonluoja, ja todennäköisesti yhtiö tulee jatkamaan tällä uralla. Arvonluoja-kategorian yhtiöllä kyse on mielestämme siitä, 1) miten pitkälle eteenpäin sijoittajat suostuvat hinnoittelemaan yhtiön tuloskasvua ("luottamustaso") ja 2) mikä on sijoittajien tuottovaatimus, mikä määrittää lopulta hyväksyttävän arvostustason ("vaatimustaso"). Jos oletamme Revenion hyväksyttävän P/E-luvun olevan noin 40x voimakkaan tuloskasvujakson jälkeen, tällä hetkellä Revenion tuloskasvusta on mielestämme hinnoiteltu seuraavat kolme vuotta. Tämän jälkeen sijoittajat saisivat tuloskasvua vastaavan tuotto-odotuksen sekä osingot, jotka toki tukevat hieman myös "odotusajan" tuottoa.

Samalla sijoittajat kantavat merkittävää riskiä siitä, että arvostuskertoimet jossain vaiheessa laskevat.

Toisaalta arvostuskertoimien pysyessä ennallaan sijoittajat voisivat edelleen nauttia erittäin korkean tuloskasvun tuomasta arvonnoususta. Pidämme tätä tällä hetkellä epätodennäköisenä ja oletamme arvostuskertoimien normalisoituvan keskipitkällä aikavälillä, mutta positiivisessa skenaariossa tuloskasvuvauhti kestää. Markkinapotentiaali ei aseta Reveniolle toistaiseksi asiassa rajoitteita. Arvostustason kehitykseen vaikuttaa tietysti myös osakemarkkinoiden yleinen arvostustaso sekä muun muassa nollakorkojen pysyvyys.

## Yhteenveto

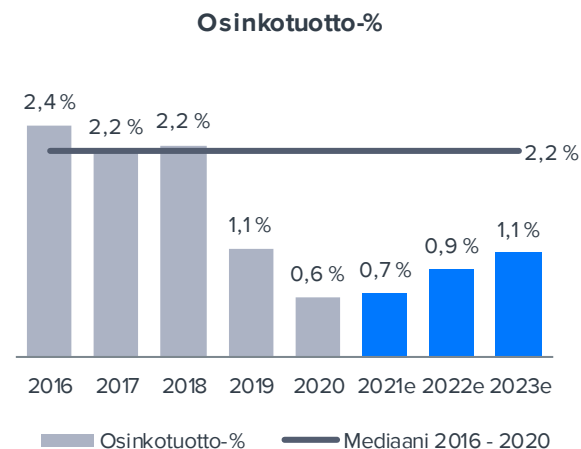
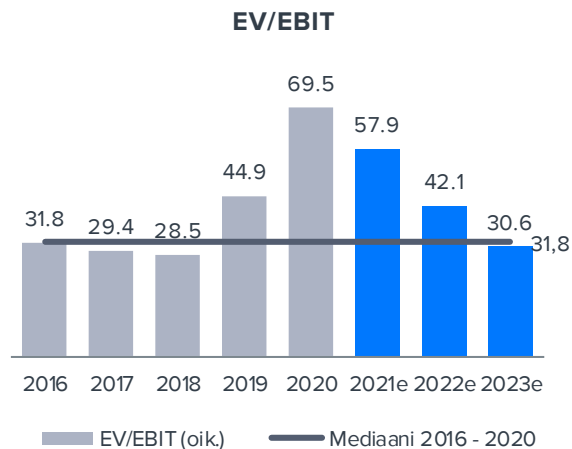
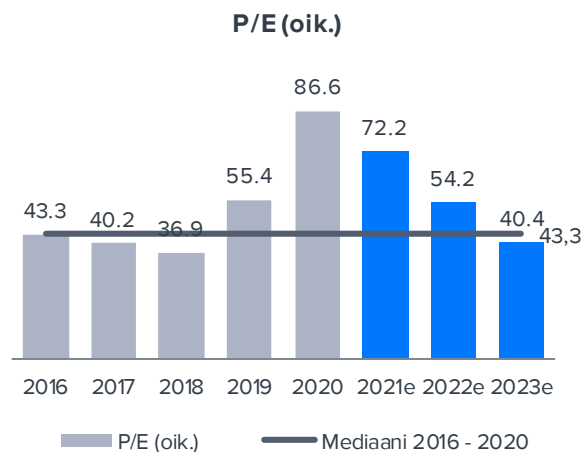
Osakkeen arvostustaso on erittäin korkea lähes kaikilla mittareilla, mutta perusteltavissa erittäin korkeilla tuloskasvuodotuksilla. Tämän vuoden ennusteilla kivuliaalla 72x tasolla oleva P/E-kerroin muuttuu kohtuulliseksi, kun sen suhteuttaa odotettuun tuloskasvunopeuteen (EPS-kasvu 34 % 2021-2024e CAGR). Näin ollen pitkän aikavälin PEG-kerroin on noin 2,1x, mikä on kohtuullinen ja tarjoaa riittävän tuotto-odotuksen lisää-suositukselle.

Revenion liiketoiminnan riskiprofiili on näkemyksemme mukaan poikkeuksellisen alhainen toimialan ollessa defensiivinen ja yhtiön kilpailuetujen poikkeuksellisen vahvoja. Yhtiö tulee luomaan merkittävästi omistaja-arvoa myös tulevaisuudessa. Sijoittajien kannalta suurimmat riskit liittyvätkin siihen, pysyykö yhtiön tuloskasvu odotetulla kiihdytyskäyrällä ja kestäkö osakkeen korkea arvostustaso myös tulevaisuudessa.

# Arvostustaulukko

Arvostustaso	2016	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e
Osakekurssi	10,2	12,0	12,6	26,3	50,3	59,5	59,5	59,5	59,5
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	1581	1581	1581	1581
Yritysarvo (EV)	224	279	290	700	1335	1578	1560	1537	1503
P/E (oik.)	43,3	40,2	36,9	55,4	86,6	72,2	54,2	40,4	30,2
P/E	43,3	42,0	36,9	73,0	>100	78,7	56,6	41,6	30,9
P/Kassavirta	52,7	39,8	36,0	neg.	>100	>100	55,3	40,8	30,6
P/B	15,4	18,0	16,6	10,8	19,2	19,5	16,0	13,0	10,2
P/S	10,4	10,7	9,8	14,1	21,9	19,9	15,4	12,0	9,5
EV/Liikevaihto	9,6	10,4	9,5	14,1	21,9	19,9	15,2	11,7	9,0
EV/EBITDA (oik.)	29,0	27,4	27,1	47,9	61,5	56,0	40,4	29,6	21,7
EV/EBIT (oik.)	31,8	29,4	28,5	44,9	69,5	57,9	42,1	30,6	22,3
Osinko/tulos (%)	105,1 %	90,9 %	82,3 %	85,1 %	63,7 %	52,9 %	52,3 %	45,5 %	65,0 %
Osinkotuotto-%	2,4 %	2,2 %	2,2 %	1,1 %	0,6 %	0,7 %	0,9 %	1,1 %	2,1 %

Lähde: Inderes

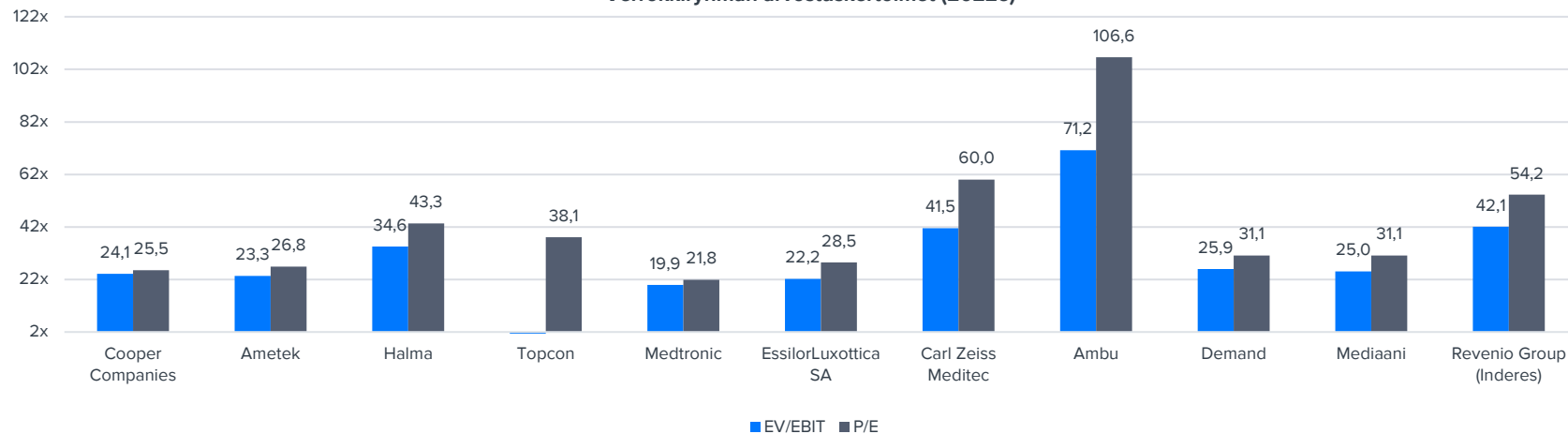


# Verrokkiryhmän arvostus

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 Companies	372,11	15127	16466	26,9	24,1	20,8	18,6	7,0	6,6	28,1	25,5	0,0	0,0
Ametek	137,11	25894	26901	26,4	23,3	21,6	19,2	6,1	5,6	30,0	26,8	0,6	0,6
Halma	2677,00	11775	12141	38,1	34,6	32,0	29,3	7,9	7,4	47,9	43,3	0,6	0,7
Topcon	1852,00	1504	1755			19,5	12,3	1,8	1,6	204,6	38,1	0,3	1,0
Medtronic	121,74	137096	150015	25,8	19,9	22,6	18,0	6,1	5,5	28,6	21,8	1,8	1,9
EssilorLuxottica SA	146,96	63788	67456	24,7	22,2	16,5	15,0	3,8	3,5	33,1	28,5	1,4	1,7
Carl Zeiss Meditec	150,30	13390	13627	44,7	41,5	38,0	35,4	8,6	7,9	66,0	60,0	0,5	0,6
Ambu	235,30	6993	7068	107,9	71,2	74,7	52,6	12,7	10,4	173,0	106,6	0,2	0,3
Demand	348,60	11238	12325	28,9	25,9	22,0	20,4	5,1	4,7	35,8	31,1		
Optomed	12,90	181	179				169,8	11,5	10,0				
<b>Revenio Group (Inderes)</b>	<b>59,50</b>	<b>1581</b>	<b>1578</b>	<b>57,9</b>	<b>42,1</b>	<b>56,0</b>	<b>40,4</b>	<b>19,9</b>	<b>15,2</b>	<b>72,2</b>	<b>54,2</b>	<b>0,7</b>	<b>0,9</b>
<b>Keskiarvo</b>				<b>40,4</b>	<b>32,8</b>	<b>29,7</b>	<b>39,1</b>	<b>7,1</b>	<b>6,3</b>	<b>71,9</b>	<b>42,4</b>	<b>0,7</b>	<b>0,9</b>
<b>Mediaani</b>				<b>27,9</b>	<b>25,0</b>	<b>22,0</b>	<b>19,8</b>	<b>6,6</b>	<b>6,1</b>	<b>35,8</b>	<b>31,1</b>	<b>0,5</b>	<b>0,7</b>
<b>Erotus-% vrt. mediaani</b>				<b>107 %</b>	<b>68 %</b>	<b>155 %</b>	<b>104 %</b>	<b>203 %</b>	<b>150 %</b>	<b>102 %</b>	<b>74 %</b>	<b>27 %</b>	<b>40 %</b>

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

Verrokkiryhmän arvostuskertoimet (2022e)



# DCF-laskelma

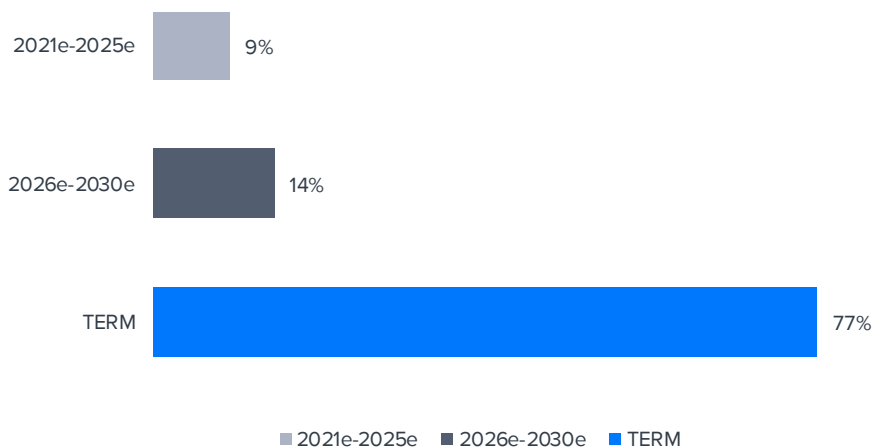
DCF-laskelma	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	TERM
<b>Liikevoitto</b>	<b>17,1</b>	<b>25,4</b>	<b>35,9</b>	<b>49,1</b>	<b>66,0</b>	<b>79,0</b>	<b>89,3</b>	<b>97,4</b>	<b>99,5</b>	<b>104</b>	<b>104</b>	
+ Kokonaispoistot	4,6	2,7	2,7	2,7	3,1	3,2	3,4	3,6	3,8	4,0	4,1	
- Maksetut verot	-3,8	-5,9	-7,7	-10,7	-14,4	-17,3	-19,5	-21,3	-21,8	-22,8	-22,7	
- verot rahoituskuluista	-0,1	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	
+ verot rahoitusuotoista	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	
<b>Operatiivinen kassavirta</b>	<b>15,8</b>	<b>23,0</b>	<b>30,2</b>	<b>40,7</b>	<b>54,2</b>	<b>64,5</b>	<b>72,7</b>	<b>79,3</b>	<b>81,2</b>	<b>85,2</b>	<b>85,1</b>	
+ 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	-1,6	-2,0	-2,5	-3,0	-3,8	-4,0	-4,0	-4,4	-3,9	
<b>Vapaa operatiivinen kassavirta</b>	<b>13,2</b>	<b>10,0</b>	<b>28,6</b>	<b>38,7</b>	<b>51,7</b>	<b>61,5</b>	<b>68,9</b>	<b>75,3</b>	<b>77,2</b>	<b>80,8</b>	<b>81,1</b>	
+/- Muut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	13,2	10,0	28,6	38,7	51,7	61,5	68,9	75,3	77,2	80,8	81,1	2357
<b>Diskontattu vapaa kassavirta</b>		<b>9,6</b>	<b>26,1</b>	<b>33,4</b>	<b>42,1</b>	<b>47,2</b>	<b>49,8</b>	<b>51,4</b>	<b>49,7</b>	<b>49,1</b>	<b>46,5</b>	<b>1352</b>
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		1757	1747	1721	1688	1645	1598	1548	1497	1447	1398	1352
<b>Velaton arvo DCF</b>		<b>1757</b>										
- Korolliset velat		-27,0										
+ Rahavarat		28,9										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		-8,5										
<b>Oman pääoman arvo DCF</b>		<b>1750</b>										
<b>Oman pääoman arvo DCF per osake</b>		<b>65,8</b>										

## Pääoman kustannus (wacc)

Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	7,5 %
Vieraan pääoman kustannus	3,0 %
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>6,0 %</b>

Lähde: Inderes

## Rahavirranjakauma jaksottain





# Tase

Vastaavaa	2019	2020	2021e	2022e	2023e
<b>Pysyvät vastaavat</b>	<b>59,0</b>	<b>58,3</b>	<b>69,4</b>	<b>69,4</b>	<b>69,9</b>
Liikearvo	50,4	50,4	60,4	60,4	60,4
Aineettomat hyödykkeet	5,2	3,9	5,0	4,5	4,2
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
<b>Vaihtuvat vastaavat</b>	<b>36,6</b>	<b>43,1</b>	<b>39,2</b>	<b>51,5</b>	<b>81,0</b>
Vaihto-omaisuus	3,5	4,9	5,6	7,2	9,2
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	6,4	9,3	10,3	13,3	17,1
Likvidit varat	26,7	28,9	23,3	31,0	54,8
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>110</b>	<b>114</b>	<b>120</b>	<b>131</b>	<b>160</b>

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2019	2020	2021e	2022e	2023e
<b>Oma pääoma</b>	<b>64,3</b>	<b>69,7</b>	<b>81,3</b>	<b>98,6</b>	<b>122</b>
Osakepääoma	5,3	5,3	5,3	5,3	5,3
Kertyneet voittovarot	8,3	14,0	25,6	42,9	66,3
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
<b>Pitkäaikaiset velat</b>	<b>30,3</b>	<b>27,0</b>	<b>18,6</b>	<b>13,4</b>	<b>13,4</b>
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	10,0
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,4	0,4	0,0	0,0	0,0
<b>Lyhytaikaiset velat</b>	<b>15,2</b>	<b>17,7</b>	<b>20,5</b>	<b>19,5</b>	<b>25,0</b>
Lainat rahoituslaitoksilta	4,3	4,6	5,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	10,9	13,1	15,5	19,5	25,0
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>110</b>	<b>114</b>	<b>120</b>	<b>131</b>	<b>160</b>

# Yhteenveto

Tuloslaskelma	2018	2019	2020	2021e	2022e	Osakekohtaiset luvut	2018	2019	2020	2021e	2022e
Liikevaihto	30,7	49,5	61,1	<b>79,3</b>	<b>102,5</b>	EPS (raportoitu)	0,34	0,36	0,50	<b>0,76</b>	<b>1,05</b>
Käyttökate	10,7	14,6	21,7	<b>28,2</b>	<b>38,6</b>	EPS (oikaistu)	0,34	0,47	0,58	<b>0,82</b>	<b>1,10</b>
Liikevoitto	10,2	12,6	17,1	<b>25,4</b>	<b>35,9</b>	Operat. kassavirta / osake	0,43	0,67	0,59	<b>0,86</b>	<b>1,14</b>
Voitto ennen veroja	10,3	12,3	16,7	<b>25,4</b>	<b>35,5</b>	Vapaa kassavirta / osake	0,35	-0,33	0,50	<b>0,38</b>	<b>1,08</b>
Nettovoitto	8,1	9,4	13,3	<b>20,1</b>	<b>28,0</b>	Omapääoma / osake	0,76	2,47	2,62	<b>3,06</b>	<b>3,71</b>
Kertaluontoiset erät	0,0	-3,0	-2,1	<b>-1,8</b>	<b>-1,2</b>	Osinko / osake	0,28	0,30	0,32	<b>0,40</b>	<b>0,55</b>
<b>Tase</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021e</b>	<b>2022e</b>	<b>Kasvu ja kannattavuus</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021e</b>	<b>2022e</b>
Taseen loppusumma	22,1	109,8	114,4	<b>120,4</b>	<b>131,5</b>	Liikevaihdon kasvu-%	15 %	61 %	23 %	<b>30 %</b>	<b>29 %</b>
Oma pääoma	18,1	64,3	69,7	<b>81,3</b>	<b>98,6</b>	Käyttökateen kasvu-%	5 %	36 %	49 %	<b>30 %</b>	<b>37 %</b>
Liikearvo	1,2	50,4	50,4	<b>60,4</b>	<b>60,4</b>	Liikevoiton oik. kasvu-%	7 %	53 %	23 %	<b>42 %</b>	<b>36 %</b>
Nettovelat	-10,1	3,0	-1,9	<b>-3,3</b>	<b>-21,0</b>	EPS oik. kasvu-%	14 %	39 %	23 %	<b>42 %</b>	<b>33 %</b>
<b>Kassavirta</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021e</b>	<b>2022e</b>	Käyttökate-%	35,0 %	29,5 %	35,5 %	<b>35,5 %</b>	<b>37,7 %</b>
Käyttökate	10,7	14,6	21,7	<b>28,2</b>	<b>38,6</b>	Oik. Liikevoitto-%	33,3 %	31,5 %	31,4 %	<b>34,3 %</b>	<b>36,2 %</b>
Nettokäyttöpääoman muutos	1,0	2,3	-2,1	<b>0,7</b>	<b>-0,6</b>	Liikevoitto-%	33,3 %	25,5 %	28,0 %	<b>32,1 %</b>	<b>35,0 %</b>
Operatiivinen kassavirta	10,2	17,5	15,8	<b>23,0</b>	<b>30,2</b>	ROE-%	47,8 %	22,7 %	19,9 %	<b>26,6 %</b>	<b>31,1 %</b>
Investoinnit	-1,9	-68,0	-2,5	<b>-12,6</b>	<b>-1,6</b>	ROI-%	58,8 %	22,4 %	17,9 %	<b>25,7 %</b>	<b>34,2 %</b>
Vapaa kassavirta	8,3	-8,5	13,2	<b>10,0</b>	<b>28,6</b>	Omavaraisuusaste	81,9 %	58,6 %	60,9 %	<b>67,5 %</b>	<b>75,0 %</b>
						Nettovelkaantumisaste	-55,8 %	4,7 %	-2,7 %	<b>-4,1 %</b>	<b>-21,3 %</b>
<b>Suurimmat omistajat</b>			<b>%-osakeista</b>			<b>Arvostuskertoimet</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021e</b>	<b>2022e</b>
William Demant Invest			10,2 %			EV/Liikevaihto	9,5	14,1	21,9	<b>19,9</b>	<b>15,2</b>
Capital Group			5,3 %			EV/EBITDA (oik.)	27,1	47,9	61,5	<b>56,0</b>	<b>40,4</b>
SEB rahastot			4,5 %			EV/EBIT (oik.)	28,5	44,9	69,5	<b>57,9</b>	<b>42,1</b>
Lannebo rahastot			3,8 %			P/E (oik.)	36,9	55,4	86,6	<b>72,2</b>	<b>54,2</b>
Keskinäinen Eläkevakuutusyhtiö Ilmarinen			2,5 %			P/B	16,6	10,8	19,2	<b>19,5</b>	<b>16,0</b>
<i>Omistajatiedot: Holdins.se</i>						Osinkotuotto-%	2,2 %	1,1 %	0,6 %	<b>0,7 %</b>	<b>0,9 %</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, 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) merkittävän taloudellisen edun ylittäviä omistuksia tai 2) yli 1 %:n omistusosuuksia missään tutkimuksen kohteena olevissa yhtiöissä. Inderes Oyj voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoitavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oyj:n omistukset esitetään yksilöitynä mallisalkussa. Inderes Oyj:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin laatineen analytikon palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oyj:llä ei ole investointipankkiliikeytoimintaa.

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
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 €
<i>Analyytikko vaihtuu</i>			
9.6.2021	Lisää	65,00 €	59,50 €

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 Oyj

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.**