

Revenio Group

Yhtiöraportti

10/2019

Tarinan uusi luku alkaa

Revenion sijoittajatarina on edelleen houkutteleva strategian uuden vaiheen alkaessa CenterVue-yrityskaupan jälkeen. Yhtiön liiketoiminta kasvaa erittäin kannattavasti, markkinoilla on vahvat rakenteelliset kasvuajurit ja tuotteilla poikkeuksellisen vahvat kilpailuedut. Lisäksi yhtiöllä on vahvat näytöt sen kyvystä luoda arvoa investoinneilla tuotekehitykseen, rakennejärjestelyihin ja uusiin pitkän aikavälin kasvuaihiin.

Kohti globaalin pelurin asemaa silmäsairauksien terveysteknologiassa

Revenio on tehnyt vuoden 2012 jälkeen mittavan rakennemuutoksen pienestä monialayhtiöstä globaaliksi terveysteknologiayhtiöksi silmäsairauksien alueella. Yhtiön markkina-arvo on noussut rakennemuutoksen aikana 30 miljoonasta eurosta yli puoleen miljardiin, mikä heijastelee yhtiön erinomaista kykyä allokoida pääomia niin yritysjärjestelyihin kuin omaan tuotekehitykseen. Keväällä 2019 toteutetulla CenterVue-yrityskaupalla Revenio kasvoi silmänpaineen mittaukseen erikoistuneesta niche-toimijasta merkittäväksi globaaliksi peluriksi silmäsairauksien terveysteknologiassa. Yrityskauppa tehtiin maltillisella arvostuksella (2018 EV/EBIT 15x) ja kauppa näyttää istuvan hyvin Revenion strategiaan.

Markkinoilla vahvat rakenteelliset kasvuajurit

Revenion strategia nojautuu markkinoille, joilla on vahvat rakenteelliset pitkän aikavälin kasvuajurit, missä keskeisenä tekijänä väestön ikääntymisen myötä voimakkaasti lisääntyvät silmäsairaudet. Arviomme mukaan Reveniolla on edellytykset selkeästi sen kohdemarkkinaa nopeampaan kasvuun (>10 %) pitkällä aikavälillä johtuen yhtiön teknologioiden kilpailueduista. Tätä tukee poikkeuksellisen syvät vallihaudat kilpailulle, jotka liittyvät teknologioiden kilpailusuojaan (kuten patentit), brändiin ja maineeseen, yleisesti hidasti liikkeeseen toimialaan sekä korkeaan alalle tulon kynnykseen. Liiketoiminnan riskitaso on maltillinen johtuen toimialan defensivisyydestä ja yhtiön vahvoista kilpailueduista.

Vahva tuoteportfolio sisältää useita kasvuvetureita

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 tuotekehitysriskiä. Ydintuotteiden (Icare silmänpainemittarit, CenterVue kuvantamislaitteet) kasvun lisäksi houkuttelevaa pitkän aikavälin tuloskasvupotentiaalia tarjoavat etenkin HOME-tuote sekä CenterVue-yrityskaupan synergiat. Arviomme mukaan Icaren laajalti patentoima RBT-teknologia tulee saamaan ensimmäisen suoran kilpailijan aikaisintaan vasta vuonna 2023 ja RBT-teknologian pitkän ajan globaaliin markkinapotentiaaliin (100-200 MEUR ilman HOME-tuotetta) nähden Icare on edelleen matkan alkuvaiheessa.

Voimakas tuloskasvu oikeuttaa korkeat arvostuskertoimet

Kilpailukykyiset tuotteet näkyvät vahvasti Revenion taloudellisessa kehityksessä. Yhtiö on erittäin kannattava (oik. EBIT-% 2019e 29 %) ja matalan investointitarpeen takia se tekee vuodesta ja kasvavaa kassavirtaa. Arvioimme yhtiön liikevaihdon kasvavan 63 %, 34 % ja 22 % vuosina 2019-2021e ja oikaistun liikevoiton nousevan 33 % tasolle. Osakkeen arvostuskertoimet ovat korkeat (2019e P/E 41), mutta lähivuosien noin 30 %:n tuloskasvu painaa kertoimia nopeasti ja puoltaa pitkän aikavälin tarinan kyydissä pysymistä.

Analytiikko



Mikael Rautanen
+358 50 3460 321
mikael.rautanen@inderes.fi

Suositus ja tavoitehinta

Lisää



Edellinen: Lisää

21,0 EUR

Edellinen: 21,0

Osakekurssi: 19,22 EUR

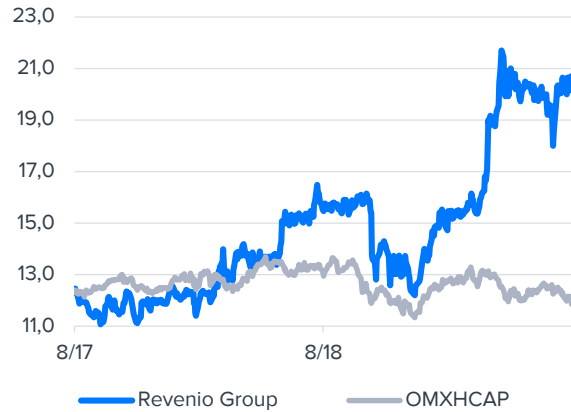
Potentiaali: 9,3 %

Avainluvut

	2018	2019e	2020e	2021e
Liikevaihto	31	50	67	82
kasvu-%	15 %	63 %	34 %	22 %
EBIT oik.	10,2	14,3	21,2	27,2
EBIT-% oik.	33,3 %	28,5 %	31,6 %	33,4 %
Nettotulos	8,1	8,7	15,5	20,0
EPS (oik.)	0,34	0,47	0,63	0,80
P/E (oik.)	36,9	40,9	30,8	24,2
P/B	16,6	8,3	7,5	6,7
Osinkotuotto-%	2,2 %	1,8 %	2,3 %	2,8 %
EV/EBIT (oik.)	28,5	36,7	24,3	18,6
EV/EBITDA	27,1	41,2	23,1	17,8
EV/Liikevaihto	9,5	10,4	7,7	6,2

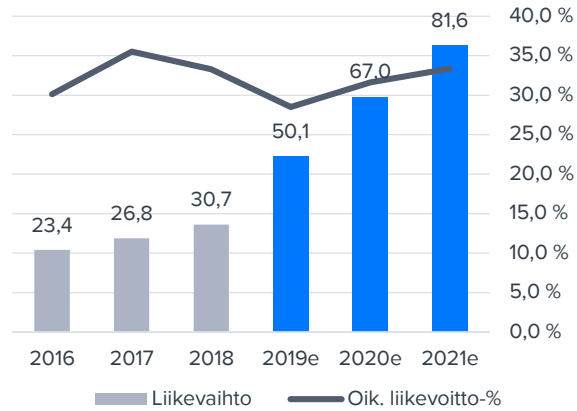
Lähde: Inderes

Kurssikehitys



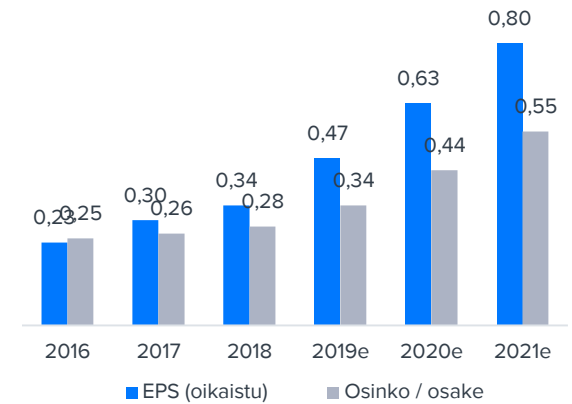
Lähde: Thomson Reuters

Liikevaihto ja liikevoitto



Lähde: Inderes

Arvostus ja osinkotuotto



Lähde: Inderes



Arvoajurit

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



Riskitekijät

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



Arvostus

- Vahva tuloskasvu ja hyvä näkyvyys oikeuttavat korkean arvostustason
- Arvostus edellyttää uusilta tuotteilta onnistumisia
- Pitkän aikavälin kasvutarina houkutteleva korkeista lyhyen tähtäimen arvostuskertoimista huolimatta

Sisällysluettelo

Revenion liiketoiminta ja strategia	5-10
Sijoitusprofiili	11-12
Icaren liiketoiminta	13-23
CenterVuen liiketoiminta	24-26
Astmalaite Ventica	27-29
Ihosyöpälaite Cutica	30
Ennusteet ja arvonmääritys	31-35
Taulukot	36-40
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	41

Revenio Group lyhyesti

Revenio kehittää ja kaupallistaa tehokkaita ja helposti käyttöönotettavia terveysteknologiaan liittyviä laitteita erityisesti silmäsairauksien tunnistamiseen.

2012-2015

Rakennemuutos monialayhtiöstä terveysteknologiayhtiöksi

2015-2019

Investoinnit terveysteknologiaan uusiin tuotealueisiin ja Icaren tuoteportfolion vahvistaminen

2019

CenterVue-yrityskauppa ja tarjooman vahvistuminen erityisesti glaukooman alueella

49,3 MEUR (+18 % vs. 2017)

Pro-forma liikevaihto 2018 (CenterVue-kaupan jälkeen)

14,1 MEUR (29 % lv:sta)

Pro-forma liikevoitto 2018 (CenterVue-kaupan jälkeen)

112

Henkilöstö CenterVue-kaupan jälkeen



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/2

Yhtiökuvaus

Silmäsairauksiin erikoistunut terveysteknologiayhtiö

Revenio Group on suomalainen terveysteknologiayhtiö, jonka vahvuudet ovat etenkin silmäsairauksien tunnistamiseen ja hoitoon liittyvissä laiteteknologioissa. Yhtiön nykyinen tarjooma kattaa laajasti kaikki glaukooman seulontaan ja hoitoon tarvittavat laitteet. Lisäksi yhtiön laitteita käytetään diabeettisen retinopatian sekä silmänpohjan rappeuman tunnistamiseen ja hoitoon. Revenio Groupilla on nykyisen silmäsairauksiin keskittyvän ydinportfolion lisäksi kaksi kehitysaihiota ihosyövän (Cutica) ja astman (Ventica) seulontaan ja hoitoon liittyen. 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 kehitysaihioiden astman ja ihosyövän seulonnan alueilla. Yli 5 vuotta kestänyt rakennemuutos onnistui erinomaisesti Icaren menestyksen vetämänä. Huhtikuussa 2019 yhtiön 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 nyt 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 puoleen miljardiin euroon, mikä kuvastaa rakennemuutoksen arvonnouhtia ja yhtiön osaamista omistajien pääomien allokoinnissa.

Revenio Groupin ja CenterVuen yhdistelmän proforma liikevaihto vuodelta 2018 oli 49,3 MEUR ja liike-tulos 14,1 MEUR. Yhtiö työllistää 112 henkilöä pääasiassa Suomessa, Italiassa ja Yhdysvalloissa. Yhtiöt ovat käyttäneet vuosittain noin 10 % liikevaihdostaan tuotekehitykseen.

Tuoteportfolio

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

- **Icare-silmänpainemittarit** ja niiden anturit ovat Revenion syömähänkas. 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 kasvun alkuvaiheessa ja arvioimme sen nousevan tärkeäksi liikevaihdon kasvuajuriksi lähivuosina.
- **CenterVuen** tuoteportfolio kattaa näkökenttätutkimukseen ja silmänpohjan kuvantamiseen vaadittavat laitteet, joita käytetään glaukooman, silmänpohjan rappeuman sekä diabeettisen retinopatian diagnostiikassa ja hoidossa. Tuotteiden vahvuudet ovat etenkin kuvantamisteknologioissa sekä helppokäyttöisyydessä.
- **Ventica** on lasten astman diagnoosiin ja seurantaan kehitetty laite. Tuote on valmis, kaupalliset toimenpiteet on käynnistetty ja jakelijayhteistyöhön on panostettu. Arvioimme mukaan Revenio voisi myydä Ventican, mikäli se etenee suunnitellusti kaupalliseen vaiheeseen. Ventica ei tuota vielä olennaista liikevaihtoa Reveniolla.
- **Hyperspektrikamera Cutica** on Revenion lisensoima kuvantamisteknologia ihosyövän seulontaan. Ensimmäinen kaupallinen tuote on valmis ja yhtiö tutkii tekoälyn käyttöä kuvamateriaalin automaattiseen käsittelyyn. Arvioimme mukaan Revenio voisi myydä myös tämän teknologian, mikäli se saa hankittua sille tavoiteltua positiivista kliinistä näyttöä. Cutica ei tuota liikevaihtoa.

Kumppanit



Laitevalmistajat
ja alihankkijat



Keksijät ja
yliopistot



Lääkärit,
mielipidejohtajat
(KOL) ja sairaalat

Toiminnot

Tuotekehitys



Ostot,
logistiikka,
huolto,
asiakastuki,
laadunvalvonta



Myynti ja
markkinointi



Liiketoimintaidea

**Helppokäyttöisten ja tehokkaiden
silmäsairauksien seulonta- ja
diagnostiikkalaitteiden kehitys ja myynti**

REVENIO

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

Asiakassegmentit

Silmälääkärit



Optikot ja
optometristit



Ensiapuasemat ja
terveyskeskukset



+Lastenlääkärit
(Ventica)

+Hotautilääkärit
(HSC)



Resurssit

Ohjelmistot ja
algoritmit



Patentit, IP-
oikeudet,
viranomais-
hyväksynät



Maine ja brändi
silmäsairauksien
alueella



Omat myyjät
(USA)



Maakohtaiset
jälleenmyyjät



Online-
kauppa
(Icare)

Tuotteet

Icare -silmänpainemittarit



HOME -kotimittarit

Kertakäyttöanturit

Silmänpohjan
kuvantamisen laitteet



Perimetrit

Ventica-astmalaitte
Cutica-ihosyöpälaitte



Kustannusajurit

>100 hlö (2018)
35 m€ (2018 pro-forma)



Tuotekehitys
~10 % lv:stä



Materiaali- ja
valmistuskustannukset
~30 % lv:stä



Myynti ja markkinointi



Hallinto

Tulovirrat

Liikevaihto 49 m€
EBIT 14 m€
(2018 pro-forma)



Icare laitteet
~42 % (2019e)



CenterVue laitteet
38 % (2019e)



Icare anturit
~20 % (2019e)



Kehitystuet

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 Reveniolle 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 lähivuosina noin 10 %:n vauhtia (Market Scope). Silmäsairauksiin liittyvien laitteiden markkina kasvaa siten muuta terveysteknologian laitemarkkinaa nopeammin.

CenterVue-yritysosto käynnistää uuden vaiheen

Monialarakenteen purkamisen jälkeen Revenio etsi useita vuosia silmäsairauksien alueelta yritysostokohdetta, jolla laajentaa tarjontaa silmäsairauksien alueella, missä yhtiöllä on sen ydinosaaminen ja vahvimmat jakelukanavat. Keväällä 2019 toteutettu CenterVue-yrityskauppa oli siten hyvin Revenion strategiavaiheeseen sopiva yrityskauppa, 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 seulptaan, 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 tuoteportfolioaan ja sen teknologia on todistetusti hyvin kilpailukykyistä. Siten yhtiö pystyy keskittymään lähivuodet orgaaniseen kasvuun nykytuotteilla, eikä sijoittajien tarvitse kantaa olennaista tuotekehitysrisiä. Emme siten odota Reveniolla tai uudelta toimitusjohtajalta lyhyellä aikavälillä uusia yritysostoja tai merkittäviä strategisia siirtoja. Tuotekehityksen odotamme keskittyvän nykytuotteiden seuraavan sukupolven versioiden kehitykseen sekä silmäsairauksiin liittyvien uusien ratkaisujen kehittämiseen.

Revenion Icare on investoinut viimeisen reilun 5 vuoden aikana merkittävästi sen uuden sukupolven tuoteportfolioon. Vielä vuonna 2015 Icaren myynti nojasi pitkälti yhteen yli 10 vuotta vanhaan tuotteeseen (Icare TA-01). Tänä päivänä tuoreimpien ic100, ic200 ja TonoVet Plus -laitteiden myötä yhtiöllä on nuori tuoteportfolio, eikä siinä ole merkittävää painetta investointien kasvattamiselle. Tuoteportfolion uudistaminen sekä kilpailevien silmänpainemittauksen 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 kilpailijaa RBT-teknologiassa. Huomioiden Icaren potentiaaliset markkinat, arvioimme sillä olevan hyvät edellytykset toimia Reveniolla kasvavana vahvan kassavirran tuotteena ainakin seuraavat 5 vuotta. HOME-tuotteen rooli kasvun veturina kuitenkin korostuu Icaren perusmallien saavuttaessa yhä useammilla markkinoilla kypsän kehitysvaiheen.

CenterVuen tuoteportfolio on käsityksemme mukaan myös terveellä pohjalla, mistä osoituksena yhtiön viime vuosien erinomainen kasvu sekä 20 patenttia ja 16 patenttihakemusta. CenterVuen osalta on kuitenkin huomioitava, että kuvantamisen alueella teknologia vanhenee sen nopean kehityksen myötä huomattavasti 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.

Kehitysaihoista irtautuminen mahdollista

Revenion fokuksen ollessa nyt vahvasti silmäsairauksien alueella odotamme yhtiön irtautuvan Cutica- ja Ventica-aihoista tai etsivän näille partnerin, joka voisi viedä tuotteita eteenpäin lisenssipohjaisella mallilla. Sijoittajan kannalta näiden tuotteiden painoarvo Revenion puolen miljardin markkina-arvossa on vähäinen. Huomautamme, ettei Reveniolla ole mitään kiirettä luopua näistä liiketoiminnoista, vaan niitä todennäköisesti kehitetään kärsivällisesti eteenpäin vaadittuun pisteeseen, jotta niiden potentiaalinen arvo saadaan ulosmitattua.

Revenion tuotteiden kehitysvaiheet

Tuotealue	Installoitu laitekanta	Hintaluokka (asiakkaalle)	Liikevaihto 2019e	Bruttomarginaali-profiili	Kehitysvaihe	Painoarvo arvostuksessa
Icare silmänpainemittarit	>80 000	3000-5000€	>20 MEUR	>80%	Kypsä/kasvava	Erittäin korkea
Icare HOME	>1000	2000-2500€	>2 MEUR	>70%	Kaupallistaminen/ kliininen näyttö	Korkea
Icare anturit	>20 milj. kpl / v (volyymi)	<1€	>10 MEUR	>60 %	Kasvu	Korkea
CenterVue - kuvantamislaitteet	>7000	12000-40000€	>20 MEUR	>60 %	Kasvu	Korkea
Ventica	-	>2000€	<0,5 MEUR	>70 %	Kliininen näyttö	Pieni
Cutica	-	-	0€	-	Tuotekehitys	Erittäin pieni

Kaikki luvut perustuvat Inderesin tekemiin arvioihin ja ennusteisiin



Icare ic100



Icare HOME



Icare anturit



CenterVue DRS

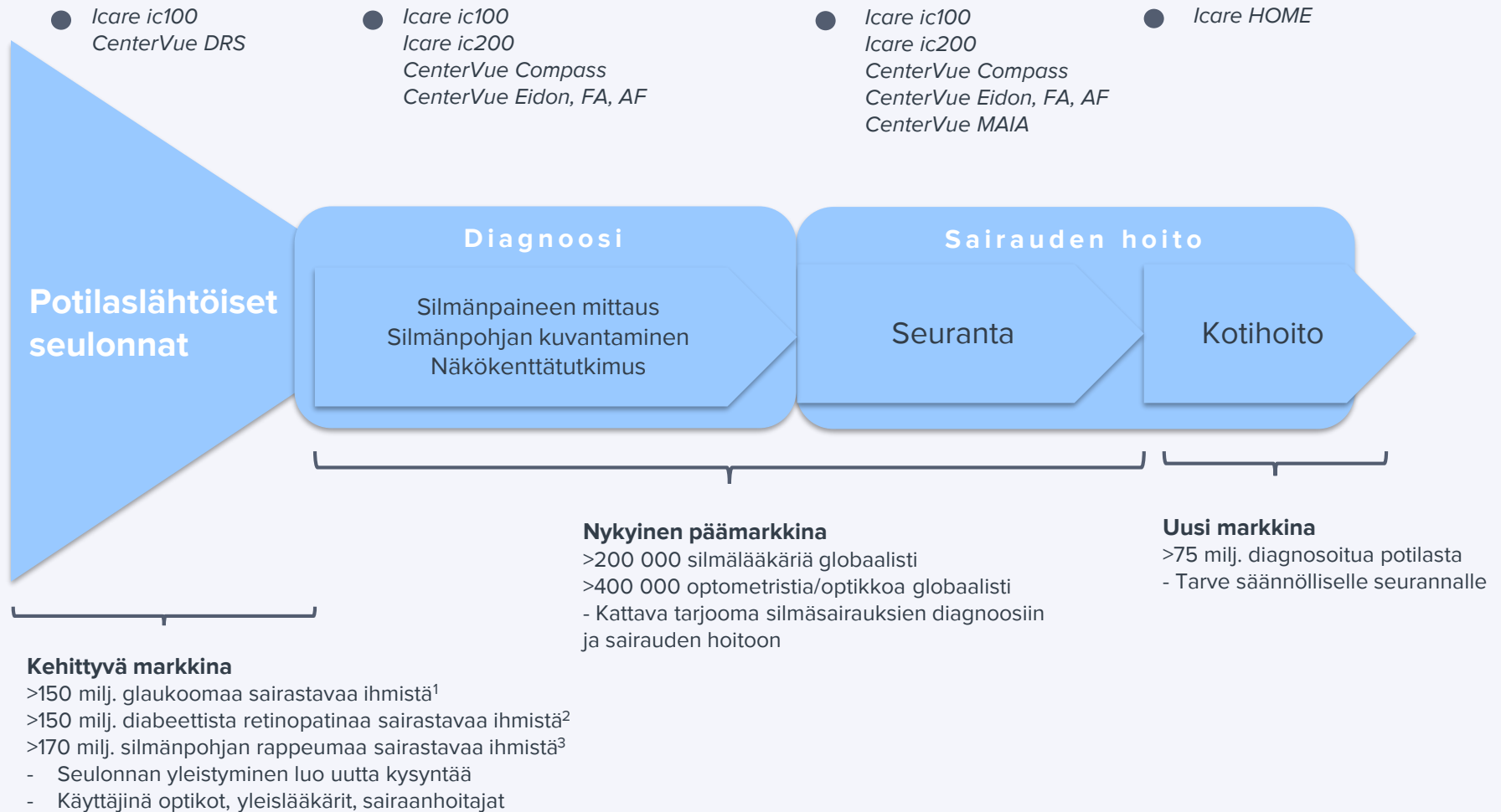


Ventica



Cutica

Revenion tuotteet osana silmäsairauksien seulontaa ja hoitoa



Sijoitusprofiili

Sijoitusprofiili

Revenion sijoitusprofiili on lähestulkoon virheetön. Yhtiö on kaikin puolin erinomaisessa kunnossa ja CenterVue-yrityskaupan myötä se on edennyt strategiassaan uuteen vaiheeseen, jossa yhtiöllä on useita kasvuvetureita hajautetummassa portfolioissa.

Reveniolla on erinomaiset näytöt omistaja-arvoa luovan kasvustrategian toteutuksesta sekä yhtiön kyvystä allokoida pääomia niin yritysjärjestelyihin kuin omaan tuotekehitykseen. Monialarakenteen purkaminen, Icaren kehittäminen huippukuntoon sekä uskottavan silmäsairauksiin keskittyvän strategian luominen ovat luoneet merkittävästi omistaja-arvoa viimeisen 7 vuoden aikana.

Revenion markkinoilla on alla terveet pitkän aikavälin kasvuajurit, missä keskeisenä tekijänä väestön ikääntymisen myötä lisääntyvät silmäsairaudet. Sektorin laitemyynnin arvioidaan kasvavan 10 % vuosivauhtia lähivuodet (Market Scope). Näkemyksemme mukaan Reveniolla on edellytykset selkeästi yleistä kohdemarkkinaa nopeampaan kasvuun pitkällä aikavälillä johtuen yhtiön teknologioiden kilpailueduista. Icaren ja CenterVuon 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 toiminnallisuksia. Myös CenterVuella 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 (oik. EBIT-% 2019e 29 %) ja matalan investointitarpeen takia se tekee vuolasta ja kasvavaa kassavirtaa. Riskitaso on maltillinen johtuen toimialan defensiivisyydestä ja yhtiön vahvoista kilpailueduista. Yhtiö investoi myös merkittävästi tuotekehitykseen ylläpitääkseen kilpailuetujaan pitkällä aikavälillä (tuotekehitys noin 10 % liikevaihdosta).

Pitkällä aikavälillä pidämme yhtiötä edelleen potentiaalisena yritysostokohteena, sillä Revenion tuote- ja teknologiaportfolio voisi olla houkutteleva suuremmalle terveysteknologiasektorin toimijalle. Todennäköisesti kilpailijat harkitsevat myös yhtenä vaihtoehtoa odottaa Icaren RBT-tekniikan patenttisuojan heikentymistä (2023), minkä jälkeen ne voisivat investoida tuotekehityksen kautta vastaavan teknologian markkinoille tuomiseen.

Riskiprofiili

Revenion riskitaso on kasvuyhtiöksi poikkeuksellisen matala. Toimialan muutosnopeus on suhteellisen hidas, kysyntä defensiivistä ja yhtiön tuoteportfolio kohtalaisen hajautettu CenterVue-yrityskaupan jälkeen. Liikevaihto on maantieteellisesti melko hajautettua, joskin Yhdysvaltojen paino on korkea (>40 %). Kannattavuus on erinomaisella tasolla, kustannusrakenne tehokas ja liiketoimintamalli ei sido merkittävästi pääomia. Yhtiö on lisäksi saavuttanut kehitysvaiheen, jossa sijoittajien ei tarvitse kantaa olennaista riskiä täysin uusien

tuotteiden onnistumisista. Mielestämme olennaisimmat riskit liittyvät CenterVue-yrityskaupan onnistumiseen sekä pitkällä aikavälillä yhtiön kilpailuetujen kestävyteen patenttisuojan heikentyessä. Lisäksi Revenion nykyisellä arvostuksella HOME-tuotteeseen on ladattu kohtalaisen paljon odotuksia, joten HOME-tuotteen odotettua vaisempi onnistuminen on riski osakkeen arvostukselle.

Yhtiön strategiassa seurattavat asiat

Mielestämme Revenion tulevien vuosien strategian toteutuksen kannalta keskeisiä asioita ovat seuraavat:

- Lyhyellä aikavälillä Revenion kasvu ja kannattavuudelle keskeistä on yhtiön kyky ylläpitää Icaren laite- ja anturimyyntin kasvua sekä CenterVuon kasvua.
- CenterVue-yrityskaupan ja tavoiteltujen synergioiden (5 % liikevaihdosta) onnistuminen on keskeistä lähivuosien tuloskasvulle.
- Yhtiön toimitusjohtajan vaihdos. Revenio on kehittynyt erinomaisesti nykyisen toimitusjohtajan alaisuudessa, joten johtajavaihdos on epäjatkuvuuskohta.
- Icare HOME-tuotteen ylösajon onnistuminen on keskeistä, jotta yhtiö pystyy ylläpitämään Icaren kasvua keskipitkällä aikavälillä.
- Astma- ja ihosyöpälaitteiden kliinisten tutkimusten eteneminen ja kaupalliseen vaiheeseen eteneminen voisi mahdollistaa näiden tuotteiden arvon ulosmittaamisen yhtiölle.

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



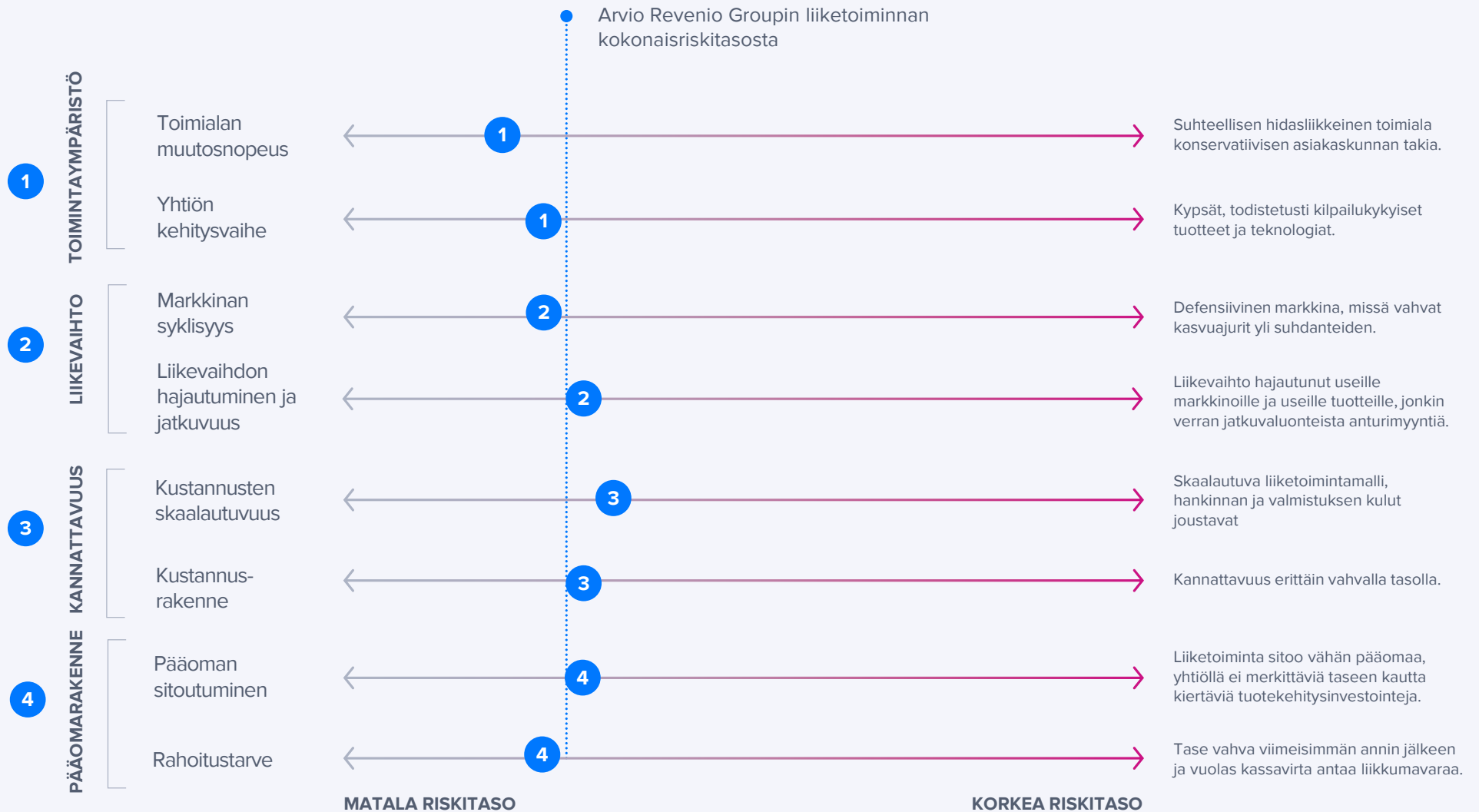
- Icaren peruslaitteet jatkavat vanhojen tuotteiden syrjäyttämistä, kasvupotentiaalia vielä jäljellä
- Icare HOME -tuotteen onnistuminen
- CenterVuen vahvan kehityksen jatkuminen
- Yhdistyneen kokonaisuuden synergiat
- Kehitysaihioiden (Cutica, Ventica) kliinisen näytön edistyminen

Riskit



- CenterVue -yrityskaupan integraation onnistuminen
- Tuotteiden patenttisuojan heikentyminen
- HOME-tuotteen volyymien jääminen pieneksi

Liiketoimintamallin riskiprofiili



Icaren liiketoiminta 1/6

Icare yhtiönä

Yhtiökuvaus

Revenion kokonaan omistama Icare Finland Oy 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 siis vienyt lähes 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 silmänlääkäreiden käytössä. Kilpaileviin vaihtoehtoihin nähden Icare on tarkkuudelta, käytettävyydeltä ja kustannuksiltaan yliverainen. Revenio Groupin liikevaihdosta vajaat kaksi kolmannesta tulee Icaresta.

Päämarkkinat

Icaren tuotteiden käyttäjiä ja asiakkaita ovat silmänlääkäreiden lisäksi optikot ja optometristit, ensiapuasemat, yleislääkärit, sairaanhoitajat sekä eläinlääkärit. Yhtiön uusi HOME-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 kehittyvissä maissa myös monia suhteellisen neitseellisiä markkinoita, joissa kasvu on vasta alkuvaiheessa.

Icaren liikevaihdosta noin 70 % tulee laitemyynnistä ja loput kertakäyttöantureiden myynnistä. Suurimman osan volyyimistä tuo ic100 -peruslaite. Liikevaihdosta arviomme mukaan noin kymmenes perustuu eläin- ja laboratorioskäyttöön tarkoitettuihin mittareihin (VET ja LAB -tuotteet). HOME-tuotteen osuus myynnistä on vielä hyvin pieni, arviomme mukaan alle 10 %. Katteiden näkökulmasta laitemyynnillä (marginaalit >80 %) on anturimyyntiä (marginaalit >60 %) korkeampi painoarvo.

Glaukooma ja silmänpaineen mittaus

Glaukooma (silmänpainetauti) on oireeton silmänsairaus, joka havaitaan nykyisin usein sattumalta silmänlääkärin 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 arvioida

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 kohdalla tuotantokustannus liikkuu alle 0,2 euron tuntumassa 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. Marginaalit ovat laitemyynnissä hieman anturimyyntiä korkeammat. Terveydenhuollon 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 ovat kuitenkin huomattavia. Jakelijan korkeaa marginaalia selittää jakelijan kriittinen rooli myyntiketjussa, sekä laitteiden pienet myyntivolyymit.

Icaren liiketoiminta 2/6

Laitemyynnin ohella Icaren laitteissa käytettävien kertakäyttöantureiden myynti tuo liiketoimintaan jatkuvuutta niiden osuuden ollessa noin 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 anturimyyntistä 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. Applanaatiomenetelmien heikkouksia ovat silmän puudutuksen tarve, laitteen kalibroinnin tarve (käyttäjistä riippuva luotettavuus) sekä laitteiden käytön 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, tarkuudesta, hinnasta ja potilaskokemuksesta.

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. Teknologian 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 teknologian on useissa tutkimuksissa todettu yltävän 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 teknologioiden kehityskaarella Icare on tällä hetkellä syrjäyttämässä kehittyneissä maissa applanaatioon ja ilmapuhkuun perustuvia menetelmiä ja kehittyvissä maissa hyppäämässä suoraan applanaation ja ilmapuhkun ohitse.

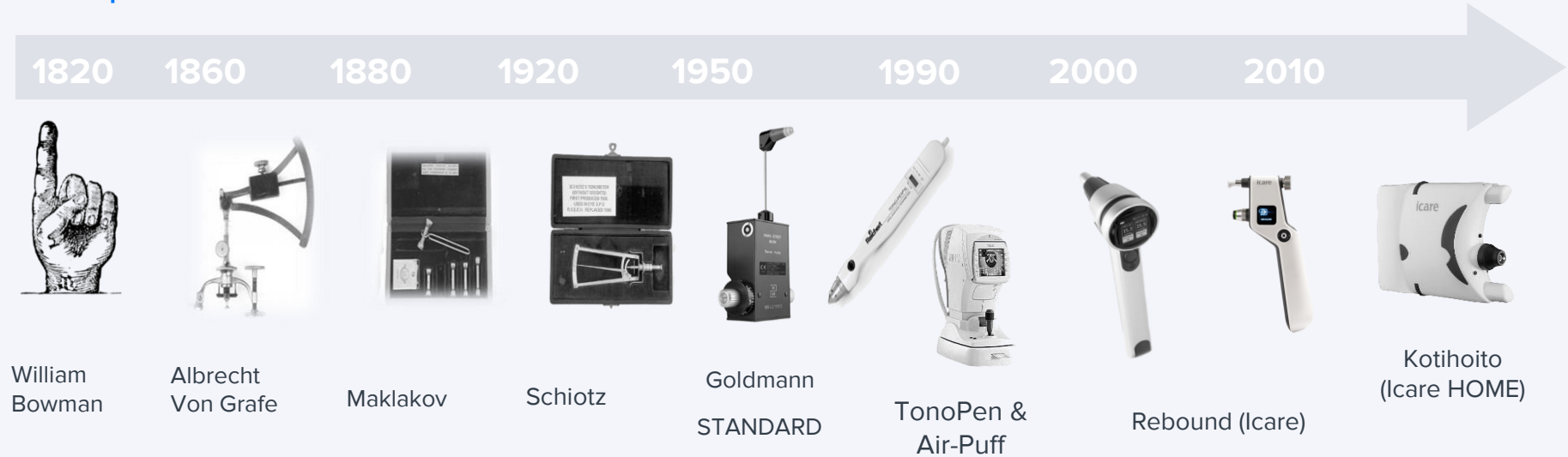
Icaren keskeiset kilpailijat ovat suuria laitevalmistajia, joilla on tyypillisesti laaja tuotetarjonta silmäsairauksien alueella. Yksittäisiä toimijoita ovat muun muassa yhdysvaltalainen Reichert (omistaja Ametek, NYSE: AME), Brittiläinen Keeler (omistaja Halma Plc. LSE: HLMA) sekä japanilainen Topcon (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.

Patentit ja kilpailusuoja

Icaren teknologiaa ja tuotteita suojaava 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. Arviomme mukaan kilpailijat olisivat jo tuoneet laitteensa markkinoille Yhdysvalloissa, mikäli ne olisivat päättäneet käyttää tämän mahdollisuuden hyväkseen.

Silmänpaineen mittauksen teknologiat

Silmänpaineen mittauksen evoluutio



Icaren vertailu muihin teknologioihin

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

*verrattuna Goldman-mittaukseen

Lähde: Icare, Inderes

Icaren liiketoiminta 3/6

Muilla markkinoilla Icaren patenttisuoja kestää vuosiin 2023-2025 asti, mitä pidämme ensimmäisenä realistisena ajankohtana kilpailevien RBT-laitteiden 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 voi hidastaa Icaren kasvua, mutta se todennäköisesti ei johda olennaiseen hintaeroosioon, sillä asiakaskunnan hintasensitiivisyys on rajallista.

Icare kilpailulta suojaavat keskeiset tekijät patenttien lisäksi ovat teknologiaan liittyvät IPR:t, luotettavuus ja brändi, laatu, viranomais-hyväksynnät, 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 silmälääkärien 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 10 vuoden aikana. Paljon todennäköisempää on, että Icaren patenttisuojan päättymisen jälkeen yhtiön nykyiset silmäsairauksien alueelle erikoistuneet kilpailijat tuovat markkinoille rebound-teknologiaan perustuvia kilpailevia tuotteita. Näillä toimijoilla olisi Icaren tavoin jo valmiit jakelukanavat ja vahva brändi alalla.

HOME-tuote

Kotimittaus uutena tuotekategoriana

Potilaan itsemittaukseen tarkoitettu HOME-tuote avaa Icarelle täysin 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 vasta alkuvuonna 2017. HOME-tuotteen idea perustuu silmänpaineen seurantaan aikasarjana, joka koostuu potilaan itse kotona suorittamista mittauksista. Näin saadaan tarkempi kuva silmänpaineen oikeasta 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 mHOME-pilvipalvelun kautta hoitavalle lääkärille. Kotimittauksen avulla potilaan silmänpainetta pystytään seuraamaan aikasarjana eri kellonaikoina. Lisäksi potilas välttyy useilta kalliilta sairaalakäynneiltä tämän ansiosta.

Arviomme mukaan HOME-tuotteen myyntivolyymit ovat olleet satoja kappaleita viime vuosina, sillä alkuvaiheen myynti on ollut lähinnä yksittäisten laitteiden toimituksia pääasiassa koekäyttöön. Volyymien kasvu odottaa siten kotimittauksen yleistymistä, jolloin yksittäinen klinikka voisi tilata suurissa erissä laitteita. HOME-tuotteelle merkittävä merkkipaalu oli Yhdysvalloissa kesällä 2019 saatu Medicare-korvattavuus, joka tuo kotimittauksen vakuutuskorvattavuuden piiriin. Tämän ansiosta kotimittauslaitteiden potilaille lainaamisesta tulee klinikoille hyvin kannattavaa liiketoimintaa ja

potentiaalinen laskutus glaukoomapotilasta kohden kasvaa merkittävästi. Nykyisillä vakuutuskorvauksilla laitteen koulutuksen korvattavuus on 20 dollaria (kertakorvaus), monitoroinnin 52 dollaria (kuukaudessa ja vuokran 64 dollaria kuukaudessa (vähintään 16 päivän potilaskäyttö). Näiden pitäisi toimia tärkeänä kannustimena lääkäreille aktivoitua kotimittauksissa.

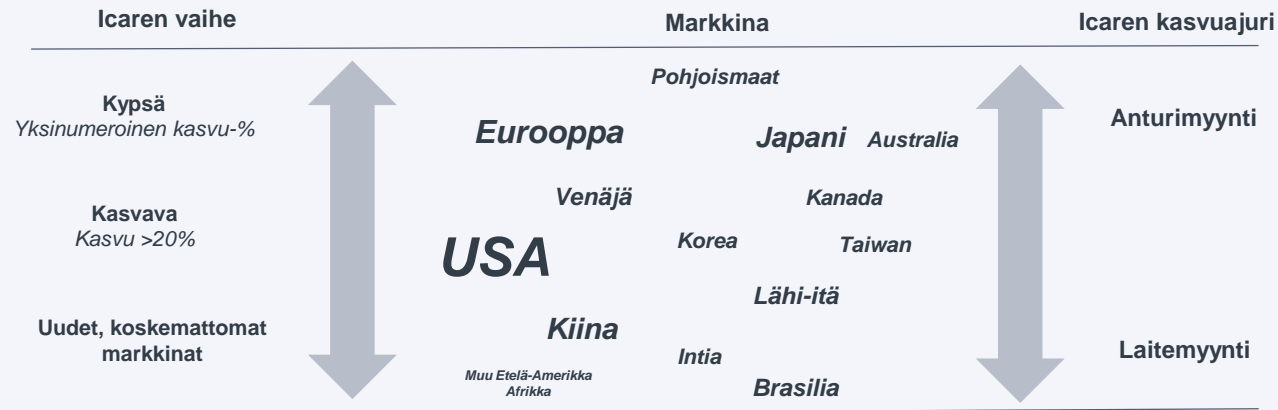
HOME:n kasvuajurit

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:

- Laitteiden myyntipotentiaali silmälääkäreitä tai klinikkaa kohden on moninkertainen verrattuna Icaren peruslaitteisiin, sillä laitteita ostetaan potilaille lainakiertoon. Yksittäisen laitteen sijaan myyntierät ovat lähtökohtaisesti 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 kilpailusuoja ja asiakaspysyvyyttä. Lisäksi pilvipalveluun kertyvän mittaustietojen hyödyntäminen avaa yhtiölle mahdollisuuksia glaukooman hoitoon ja tutkimukseen liittyen.
- Myös potilaat itse voivat hankkia laitteen.

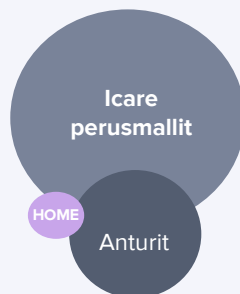
Icaren markkinat ja kasvuajurit

Icaren markkinat ja niiden kasvuajurit

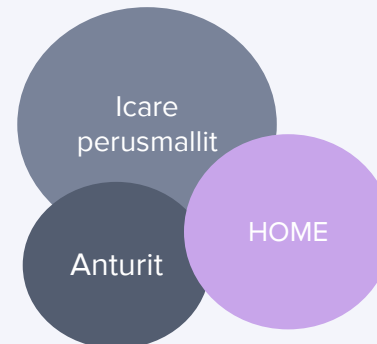


Icaren kasvuajurit tuotealueittain

2018
Liikevaihto 31 MEUR



Ennustemme 2022
Liikevaihto 68 MEUR



Icaren liiketoiminta 4/6

HOMEn kilpailijat

Myös muut toimijat ovat tunnistaneet silmänpaineen jatkuvassa mittauksessa olevan markkinapotentiaalin. 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 Icareen 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 Icareen 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 Icareen nähden. Käsityksemme 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

markkinakäynnin luomista myös Icaren HOMEn asiakaskunnassa.

Sensimedin lisäksi saksalainen Implantsdata kehittää silmänpainetta seuraavaa EyeMate-nimistä implanttia. Teknologia perustuu silmään kirurgisesti asennettavaan implanttiin, mikä tekee siitä erittäin kalliin ja hankalan ratkaisun. Tuotteella ei ole FDA-hyväksyntää, mutta yhtiö sai keväällä 2019 CE-merkin uusimman sukupolven tuotteelleen. Käsityksemme mukaan myöskään EyeMate ei ole merkittävässä määrin edennut 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, seuranta 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.

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.

Icare tulee edelläkävijänä pitämään hallussaan pitkällä aikavälillä valtaosaa sen markkinapotentiaalista, mutta nykyinen patenttisuojan mahdollistama 100 % markkinaosuus rebound-teknologiassa lähtee todennäköisesti jossain vaiheessa murtumaan. Pitkällä aikavälillä on siis realistista olettaa, että markkinaa tulevat jakamaan myös muut rebound-teknologiaa hyödyntävät laitevalmistajat.

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 valloittavana ennen markkinoiden kyllästymistä ja kasvu on kaksinumeroisella tasolla.
- Icarella on lisäksi kehittyvissä maissa monia melko neitseellisiä markkinoita, joissa sillä on huomattavaa kasvupotentiaalia. Näitä markkinoita ovat esimerkiksi Kiina, Brasilia ja Intia. Erityisesti Kiinassa yhtiö on pääsemässä hyvään kasvuun myöhästyneen markkinan tulon jälkeen.

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

Icaren liiketoiminta 5/6

Arvioimme Icaren rebound-tekniikan kokonaismarkkinapotentiaalin olevan vuositasolla 100-200 MEUR (ilman HOME-tuotetta) pitkällä aikavälillä (2019e liikevaihto 35 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-tekniikalle penetraatio silmälääkäreissä saadaan potentiaalksi noin 100 MEUR. Arvioimme mukaan muut käyttäjäkunnat (optometristit/optikot 400 000 kappaletta sekä yleislääkärit) edustavat pitkällä aikavälillä Icarelle yhtä suurta markkinapotentiaalia kuin silmälääkärit. Icaren laitteilla tehdään tänä vuonna arvioimme mukaan noin 22 miljoonaa mittausta (antureiden kulutus 2019e). Kun tätä lukua peilataan glaukoomapotilaiden määrään (75 milj.) ja globaaliin seulonnan tarpeeseen, voidaan myös tätä kautta yhtiön todeta olevan globaaleilla markkinoilla vielä matkan alkuvaiheessa. Korostamme laskelmien olevan suuntaa antavia karkeita arvioita, jotka lähinnä pyrkivät lähinnä hahmottamaan kokonaismarkkinaa ja sitä, kuinka suuren osuuden Icare on tähän mennessä onnistunut markkinoista ottamaan.

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. Laitemyynnin potentiaali on tästä näkökulmasta moninkertainen Icaren perusmalleihin nähden. Volyymi kuitenkin riippuu hyvin paljon siitä, kuinka yleinen hoitokäytäntö kotimittauksesta tulee ja kuinka nopeasti.

HOME:n 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. HOME:n varhaisesta kehitysvaiheesta johtuen emme näe vielä tarkoituksenmukaiseksi arvioida markkinan kokoa, mutta toteamme sen olevan Icaren kokoluokka huomioiden merkittävä.

Icaren ennusteet ja arvonnääritys

Ennustemalli

Ennustamme Icaren 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 kertomien yksittäisten tietojen pohjalta koottuun kokonaisuuteen, joten sen taustalle on jouduttu tekemään karkeita epävarmoja oletuksia.

Silmänpainemittarit

Ennusteissamme arvioimme Icaren laitemyynnin

volyymikasvun olevan 8-9 %:n tasolla 2019-2022. Laitemyyntiä ajavat yleisen markkinakasvun ohella ic100 myötä aktivoituvat korvauslaitemyynti, ic200:n myynti sekä kasvavat neitseelliset markkina-alueet kuten Kiina. Lisäksi Icaren teknologia jatkaa markkinaosuuksien voittamista vanhemmilta teknologioilta. Arvioimme laitteiden keskihintojen (2050 euroa) pysyvän vakaana lähivuodet, sillä hintaeroosion uhka on hyvin pieni yhtiön patenttisuojaan ansiosta.

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 22 miljoonaa mittausta tänä vuonna. Antureiden keskihinnan arvioimme olevan vakaa noin 0,5 euroa, vaikka yhtiöllä todennäköisesti olisi potentiaalia siirtää katteiden painopistettä laitteista antureihin. Arvioimme anturiliikevaihdon kasvun olevan 19-26 % vuosina 2019-2022, mikä perustuu laitekannan kasvuun, HOME:n laitekannan kasvun vaikutukseen sekä anturikäytön yleistymiseen.

Kotihoidon laitteet

HOME on haastavin osa Icaren ennustetta, sillä uuden tuotteen ja konseptin ylösjonon nopeutta on vaikea arvioida. Tähän mennessä tuotteen liikevaihto on ollut vähäistä (arvioimme 1-2 MEUR vuodessa), mutta tuotteen keräämä kiinnostus alalla on ollut rohkaisevaa.

Icaren liiketoiminta 6/6

Arvioimme HOMEn myyvän tänä vuonna vajaat kaksi tuhatta kappaletta ja ensi vuonna myynnin nousevan tuntuvasti 4500 kappaleeseen Yhdysvalloissa saadun korvattavuuden ansiosta. Vuonna 2024 arvioimme volyymin nousevan 14 tuhanteen kappaleeseen, mikä vastaa 21 miljoonan euron liikevaihtoa ja vajaan kolmanneksen osuutta Icaren myynnistä. Laitteen keskihinnan arvioimme olevan 1500 euroa.

Liikevaihto ja tulos

Laitemyynnin, HOMEn ja anturimyyntien yhdistelmän pohjalta ennustamme Icaren liikevaihdon kasvavan 16 %, 20 %, 27 % ja 27 % vuosina 2019-2022. Kasvun kiihtyminen perustuu etenkin HOMEn ja anturimyyntien vaikutukseen, sillä peruslaitteiden volyymikasvun arvioimme olevan alle 10 %:ssa. Siten ilman HOMEa Icaren kasvu jäisi lähivuosina vain 10 %:n tuntumaan arviomme mukaan. Icare saavuttaa ennusteessa 68 MEUR:n liikevaihdon vuonna 2022, mistä peruslaitteiden osuus on 39 % (arvio 2018: 62 %), antureiden 30 % (2018: 31 %) ja HOMEn 31 % (2018: 6 %).

Icaren kannattavuus (EBIT-%) on kivunnut viime vuosien aikana lähelle 40 %:n tasoa. Yhtiön erittäin skaalautuvan liiketoimintamallin ansiosta arvioimme kannattavuuden skaalautuvan tästä hieman korkeammaksi lähivuosina, mutta normalisoituvan 30 %:n tuntumaan kilpailusuojan heikentyessä vuoden 2023 jälkeen. Yhtiön liikevoitto on hyvin lähellä rahavirtaa vähän pääomaa sitovan liiketoimintamallin ansiosta.

Arvonmääritys

Tekemämme arvonmääritys heijastelee Icaren arvoa Revenioista irrallisena, itsenäisenä yhtiönä. Tämä kuvastaa arvoa, joka yhtiöstä voitaisiin saada, mikäli Revenio myisi sen. Lähestymme arvonmääritystä DCF-mallin sekä yhtiön vertailuryhmän kautta. Painotamme eri arvonmääritysmenetelmiä suhtein DCF 40 %, 2019e kertoimet 20 % ja 2020e kertoimet 40 %.

Icaren vertailuryhmää hinnoitellaan tällä hetkellä 27x-25x P/E-luvuilla ja 23x-21x EV/EBIT-luvuilla vuosille 2019-2020e. Icaren tulosenusteista johdettuna arvon haarukaksi muodostuu 306-381 MEUR eri kertoimien keskiarvon ollessa 343 MEUR.

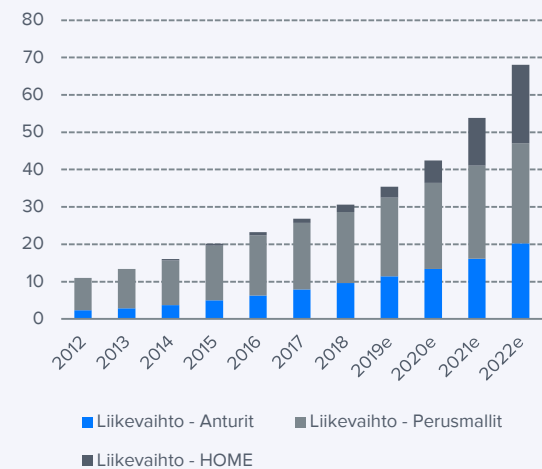
DCF-malli on Icaren arvostukseen hyvä lähestymistapa, sillä yhtiö tuottaa hyvin vakaata rahavirtaa tuloksen ja rahavirran kulkiessa käytännössä käsi kädessä. Ennustemalli olettaa yhtiön tuloksen saavuttavan huippunsa 2023, minkä jälkeen kannattavuus tasaantuu kilpailusuojan heikentyessä. Käyttämämme pääoman kustannus on 6,9 %, mikä heijastelee suhteellisen vakaita, defensiivisiä ja ennustettavia rahavirtoja. DCF-mallimme arvo Icarelle on 440 MEUR. Arvo vaihtelee välillä 359-558 MEUR, kun pääoman kustannusta muutetaan +/- 1 %-yksikköä.

Painotetun keskiarvon perusteella Icaren arvoksi muodostuu 388 MEUR, mikä vastaa noin 34x P/E-lukua ja 27x EV/EBIT-lukua vuoden 2019 ennusteesta.

Icaren liikevaihtoennuste

Icare perusmallit (TA-01, ic100 VET, ic200)	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e	2022e
Laitemyynti kpl	5250,0	6000	6700	7250	7850	8700	9500	10308	11235	12134	13105
Keskiahinta	1650,0	1750	1790	2020	2050	2050	2000	2050	2050	2050	2050
Liikevaihto - laitteet MEUR	8,7	10,5	12,0	14,6	16,1	17,8	19,0	21,1	23,0	24,9	26,9
Laitekanta / perusmallit	30 000	35 100	40 747	46 775	53 221	60 325	68 015	76 282	85 229	94 806	105 066
Laitekannan poistuma		3 %	3 %	3 %	3 %	3 %	3 %	3 %	3 %	3 %	3 %
Icare HOME	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e	2022e
Laitemyynti kpl			250	400	700	750	1400	1900	4000	8500	14000
Keskiahinta			1250	1250	1250	1400	1400	1500	1500	1500	1500
Liikevaihto - laitteet MEUR			0,3	0,5	0,9	1,1	2,0	2,9	6,0	12,8	21,0
Laitekanta / HOME			250	648	1335	2004	3244	4885	8494	16314	29009
Laitekannan poistuma			0 %	1 %	2 %	6 %	8 %	8 %	8 %	8 %	8 %
Anturimyynti	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e	2022e
Laitekanta yhteensä	30 000	35 100	40 997	47 422	54 556	62 329	71 259	81 167	93 723	111 120	134 076
Anturimyynti per laite	167	175	193	205	225	245	260	270	275	280	290
Anturin keskihinta EUR	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,52	0,52	0,52	0,52	0,52	0,52
Anturimyynti milj. kpl	5,0	6,1	7,9	9,7	12,3	15,3	18,5	21,9	25,8	31,1	38,9
Liikevaihto - anturit MEUR	2,4	2,9	3,7	5,0	6,3	7,94	9,6	11,4	13,4	16,2	20,2
Icare yhteensä	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e	2022e
Liikevaihto - Perusmallit	8,7	10,5	12,0	14,6	16,1	17,8	19,0	21,1	23,0	24,9	26,9
Liikevaihto - HOME	0,0	0,0	0,3	0,5	0,9	1,1	2,0	2,9	6,0	12,8	21,0
Liikevaihto - Anturit	2,4	2,9	3,7	5,0	6,3	7,9	9,6	11,4	13,4	16,2	20,2
Icare liikevaihto yht.	11,0	13,4	16,0	20,2	23,3	26,8	30,6	35,4	42,4	53,8	68,1
	11,0										
Tunnusluvut	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e	2022e
Peruslaitteenvolyymin kasvu-%	-	14 %	12 %	8 %	9 %	11 %	10 %	9 %	9 %	8 %	8 %
HOMEn volyymin kasvu-%	-	-	-	60 %	75 %	7 %	87 %	36 %	111 %	113 %	65 %
Anturimyyntin kasvu-% (EUR)	-	23 %	29 %	35 %	26 %	26 %	21 %	18 %	18 %	21 %	25 %
Peruslaitemyyntin osuus-%	79 %	78 %	75 %	73 %	69 %	66 %	62 %	60 %	54 %	46 %	39 %
Anturimyyntin osuus-%	21 %	22 %	23 %	25 %	27 %	30 %	31 %	32 %	32 %	30 %	30 %
HOMEn osuus-%	0 %	0 %	2 %	2 %	4 %	4 %	6 %	8 %	14 %	24 %	31 %
Liikevaihdon kasvu	22 %	22 %	20 %	26 %	15 %	15 %	14 %	16 %	20 %	27 %	27 %

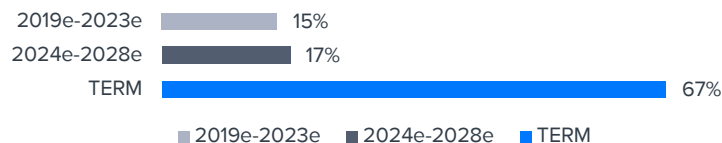
Lähde: toteutuneet luvut perustuvat Inderesin tekemiin arvioihin.



Icaren arvonnääritys

DCF-laskelma	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	TERM
Liikevoitto	14,2	17,8	21,5	26,6	29,8	31,9	32,1	33,7	30,0	29,8	
Operatiivinen kassavirta	11,9	14,5	17,3	21,3	24,5	26,6	27,2	28,7	25,9	25,9	
- Bruttoinvestoinnit	-0,8	-1,4	-2,0	-2,5	-2,5	-2,6	-2,6	-2,5	-2,6	-2,5	
Vapaa operatiivinen kassavirta	11,1	13,1	15,3	18,8	22,1	24,0	24,6	26,3	23,4	23,4	
Diskontattu vapaa kassavirta	10,9	12,0	13,1	15,1	16,6	16,9	16,2	16,2	13,5	12,6	297
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta	440	430	418	404	389	373	356	339	323	310	297
Velaton arvo DCF	440										
- Korolliset velat	0,0										
+ Rahavarat	0,0										
Oman pääoman arvo DCF	440										

Rahavirran jakauma jaksottain



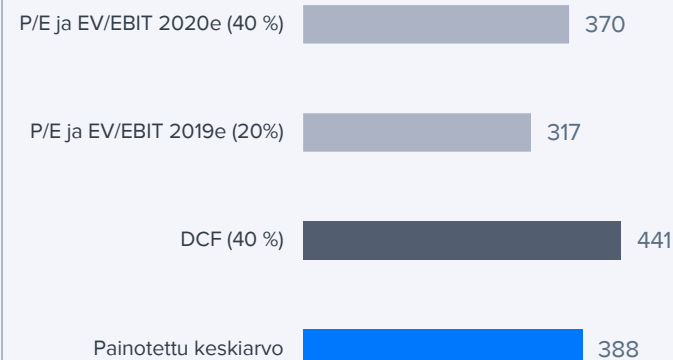
Pääoman kustannus (wacc)

Pääoman keskim. kustannus (WACC) **6,9 %**

Lähde: Inderes

Icaren arvostus vertailuryhmän perusteella	EV/EBIT		P/E	
	2019e	2020e	2019e	2020e
Muuttuja: Icare	14,2	17,8	11,3	14,3
x vertailuryhmän kerroin	23,1	21,4	27,0	25,0
+/-nettovelka	0,0	0,0	0,0	0,0
Oman pääoman arvo	327,5	381,0	305,9	358,2

Arvonnääritys eri menetelmillä



CenterVuen liiketoiminta 1/2

Yhtiökuvaus

Revenion huhtikuussa 2019 ostama CenterVue on vuonna 2008 perustettu italialainen silmäsairauksien diagnosointiin ja hoitoon keskittynyt yhtiö, joka on erikoistunut silmänpohjan kuvantamislaitteisiin. Yhtiön laitteet käyttävät konfokaalikuvantamistekniikkaa, jossa tavanomaisesta silmänpohjan kuvantamisesta poiketen saadaan värillinen ja erittäin tarkka kuva silmänpohjasta, mikä auttaa oikean diagnoosin tekemisessä ja sairauden hoidossa sekä seurannassa. Silmänpohjan kuvantamisella voidaan diagnosoida, hallita ja ennaltaehkäistä useita silmäsairauksia, kuten diabeettinen retinopatia, glaukooma ja silmänpohjan ikärappeuma. Yhtiön vahvuuksia ovat kattava tuotevalikoima näillä silmäsairauksien alueilla sekä teknologiaosaaminen tällä saralla.

CenterVuen tuoteperhe kattaa neljä tuotealuetta: 1) glaukooman diagnosointiin, 2) silmänpohjan rappeuman diagnosointiin ja seurannan, 3) diabeettisen retinopatian (DR) diagnosointiin ja seurannan sekä 4) kaihin diagnosointiin. Näin ollen Revenion aiemmin vain glaukoomaan keskittynyt tuotetarjooma laajeni yrityskaupan myötä kattamaan useampia silmäsairauksia.

Hoitoketjua ajatellen CenterVuen laiteperhe kattaa kaiken potilaslähtöisestä seulonnasta diagnoosiin ja sairauden hoitoon. DRS-tuote toimii lähinnä seulonnan apuna mm. optikoilla, kun taas Eidon-tuoteperhe ja Compass-tuote hieman kalliimpina pääasiassa diagnoosin apuna ja hoidossa silmälääkärillä. Maia-tuote palvelee lähinnä sairauden hoidon tukena. Yhdistettynä Revenion

Icare-tuoteperheeseen, kattaa tuoteskala laajasti ikääntymiseen liittyvien silmäsairauksien seulonnan, diagnosoinnin ja hoidon. Erityisesti glaukooman osalta yhtiö pystyy palvelemaan asiakkaitaan nyt yhden luukun periaatteella.

Markkinat

CenterVuen markkinoiden kasvuajurit liittyvät glaukooman, silmänpohjan rappeuman, diabeettisen retinopatian sekä pienissä määrin kaihin yleistymiseen. Kaikkien sairauksien yleistymisen yhdistävänä tekijänä on väestön ikääntyminen.

Glaukooman osalta CenterVuen tuotteiden kasvuajurit ovat vastaavat kuin Icarella. Diabeettisen retinopatian osalta kasvua ajaa diabeetikkojen tarve tutkituttaa silmät säännöllisesti, mikä edellyttää valtavaa tutkimustarvetta. Ajurina on diabeteksen yleistyminen. Nykyisin diabetestä sairastaa 415 miljoonaa ihmistä, joista 35 %:lla on diabeettinen retinopatia. Vuonna 2040 diabeetikkojen määrän arvioidaan kasvavan 642 miljoonaan.

Silmänpohjan rappeumaa sairastaa globaalisti 196 miljoonaa ihmistä ja määrän arvioidaan kasvavan 288 miljoonaan vuonna 2040. Tässä ajurina CenterVuella on se, että FDA on alkanut vaatia lääketeollisuutta osoittamaan hoitojen tehokkuutta, mikä edellyttää lääkeyhtiöiltä investointeja mittalaitteisiin.

CenterVuen pitkän aikavälin potentiaalia lisää se, että silmänpohjan kuvantamisen kautta voidaan löytää teknologian kehittyessä todennäköisesti myös muita sairauksia, mutta tämän osalta

markkina on vielä varhaisessa vaiheessa.

Silmänpohjankuvantamislaitteiden markkina on globaalisti noin 750 miljoonaa dollaria (Market Scope). Yhdysvallat on merkittävin markkina, ja sen osuus kokonaismyynnistä on yli 40 %. CenterVuella on myyntikonttori Yhdysvalloissa Icaren tavoin. Näin ollen tuotteiden markkinointi ja myynti voidaan järjestää toisiaan tukevasti. Silmänpohjan kuvantamisen markkinan laitemäärän on ennustettu kasvavan noin 10 % vuosivauhtia vuoteen 2022 asti (Market Scope).

CenterVuen tärkeimpiä asiakassegmenttejä ovat silmälääkärit, optometristit ja optikkoliikkeet. Icaren tavoin asiakaskunta painottuu silmälääkäripuolelle. Lisäksi CenterVuella on merkittävää potentiaalia lääkeyhtiöissä, jotka tarvitsevat viranomaisten edellyttämiä kliinisiä tutkimuksia varten uusia tutkimuslaitteita. Johtuen yhtiön ennakkoimasta liikevaihdon lyhyen aikavälin sykliisyyden lisääntymisestä arvioimme CenterVuen neuvottelevan parhaillaan merkittävistä sopimuksista lääkeyhtiöille liittyen Maia-tuotteeseen.

Liiketoimintamalli

CenterVue tarjoaa tuotteitaan optikoiden seulontakäyttöön (perustuotteet kuten DRS) sekä vaativampia huomattavasti korkeamman hintaluokan tuotteita silmälääkärikäyttöön. Laitteiden loppuasiakashinnat vaihtelevat 12 000 - 40 000 euron välillä. Osana laitekokonaisuutta voidaan toimittaa huoltopaketti, mutta jatkuvien tuottojen osuus myynnistä on vähäinen. Yhtiön installoitu laitekanta on yli 7 000 laitetta.

CenterVuen liiketoiminta 2/2

CenterVuen tuotanto on Icaren tavoin ulkoistettu ja yhtiöiden tavoitteena on saavuttaa tuotannosta merkittäviä kustannussynergioita. Yhtiön bruttomarginaalit ovat noin 62 % tasolla, kun Icarella vastaava luku on 75 %. Tämä heijastelee silmänpohjan kuvantamisen laitteiden markkinan kilpaillumpaa luonnetta.

CenterVue toimii Revenion tavoin Yhdysvalloissa omalla myyntiorganisaatiolla ja muualla jakelijoiden kautta.

Teknologia ja kilpailijat

CenterVuen teknologiajohtajuutta mm. konfokaalikuvantamislaitteissa suojaa yli 20 patenttia ja lisäksi yhtiöllä on useita patenttihakemuksia vetämässä. Yhtiö on käyttänyt Revenion tavoin noin 10 % liikevaihdostaan tuotekehitykseen.

CenterVuen keskeiset vahvuudet teknologiassa liittyvät laitteiden helppokäyttöisyyteen, kuvantamisen tarkkuuteen sekä nopeuteen. Asiakkaan ostopäätöksen ajurina on usein se, että vanhat laitteet ovat vaikeasti käytettäviä ja niiden kuvanlaatu ei ole riittävä. Kuvantamisteknologian nopean kehityksen ja markkinan kilpailun takia kilpailukyvyyn säilyttäminen edellyttää jatkuvasti parempaa laatua, edullisempia hintoja sekä tehokkaampaa valmistusta. Siten CenterVuen kilpailuedut eivät ole yhtä vahvoja ja pitkäkestoisia kuin Icarella.

CenterVuen suurimpia kilpailijoita ovat muun muassa Topcon, Heidelberg Engineering ja Carl Zeiss Meditec.

Kasvuajurit ja synergiat yrityskaupassa

Revenion kannalta keskeiset hyödyt yrityskaupassa ovat arviomme mukaan seuraavat:

- CenterVue asemoituu kasvavalle markkinalle. Silmänpohjan kuvantamisen laitekannan ennustettu kasvu on 10 % vuoteen 2022 mennessä. Optikkoketjujen markkina on kasvamassa ja suurten optikkoketjujen investoimassa seulontalaitteisiin.
- Ristiinmyynti Revenion tuotteiden kanssa, sillä CenterVuen ja Revenion myyntikanavat täydentävät toisiaan.
- Revenion ja CenterVuen yhteisten asiakassegmenttien palveleminen laajalla tuotetarjoomalla. Yhdistyminen mahdollistaa Reveniolle kokonaisratkaisujen tarjoamisen ja tuotteiden paketoiminnin.
- Toisiaan täydentävä tuotekehitys.
- Revenio tuo CenterVuelle sen kaipaamaa osaamista komponenttien hankinnassa sekä tuotannon tehokkuuden parantamisessa.

Ennuste ja arvonmääritys

CenterVue on hyvin kannattava ja nopeasti kasvava yhtiö. Yhtiön liikevaihto oli viime vuonna 18,6 miljoonaa euroa ja liikevoitto 3,9 miljoonaa euroa (Revenio 30,7 MEUR ja 10,2 MEUR). CenterVuen liikevaihto on kasvanut vuosina 2014-2018 keskimäärin 26 % vuodessa ja liiketulos-% oli viime vuonna 21 %. Yhtiö ei ole aktivoinut kehitysmenojaan ja käsityksemme mukaan yhtiön

tuoteportfolio on hyvin tuore ja uusiutunut myös hiljattain. Vuoden 2019 ensimmäisen puoliskon perusteella CenterVue on jatkanut vahvalla kasvulla myös yrityskaupan jälkeen.

Arvioimme CenterVuen vuoden 2019 liikevaihdon olevan 21,4 MEUR, mistä Revenion liikevaihtoon kirjautuu kahdeksan kalenterikuukauden osalta 15,2 MEUR. Lähivuosien ennusteemme ovat tässä vaiheessa varovaisia, koska näkyvyytemme CenterVuen kasvuun on rajallinen. Arvioimme yhtiön liikevaihdon kasvavan lähivuodet noin 8 %:n vauhtia ja saavuttavan 27 MEUR vuonna 2022. Liikevoiton arvioimme olevan 21-23 % tasolla lähivuodet.

Arvotamme CenterVueta liikevoittokertoimen kautta. Vuoden 2019 ennusteellamme yhtiön liikevoitto on 4,5 MEUR, mihin sovellamme 15 %:n alennuksella vertailuryhmän hinnoittelukerrointa 23x. Arvostuskerroin huomioi tällä tasolla yhtiön vahvan kasvun historian ja näkymät. Yrityskaupan potentiaaliset seuraavan 1-3 vuoden synergiaedut (2,8 MEUR) arvotamme 50 % alennetulla kertoimella niihin liittyvän epävarmuuden takia. Näin ollen CenterVuen synergiaedut huomioivaksi arvoksi muodostuu 122 MEUR. Revenio maksoi yhtiöstä 59 MEUR, mikä heijastelee mielestämme erittäin edullista kauppahintaa (2018 EV/EBIT 15x). Oma arviomme yhtiön arvosta on huomattavasti korkeampi, koska Revenio sai yhtiön mielestämme erittäin edullisesti ja lisäksi kaupan synergiaedut johtavat selkeään arvonluontiin.

CenterVueen tuotteet ja arvonmääritys

Glaukooma



Compass



DRS

Silmänpohjan rappeuma ja muut retinan sairaudet



EIDON



EIDON AF



EIDON FA



MAIA

Diabeettinen retinopatia



DRS



MAIA

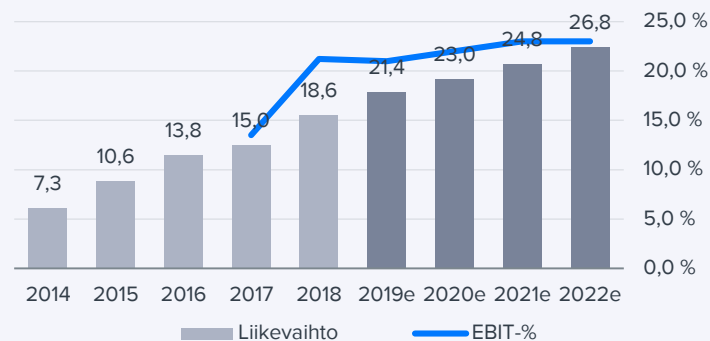
Lähde: CenterVue

Arvonmääritys

CenterVue

Liikevoitto 2019e	4,5
x Hinnoittelukerroin (-15 %)	20
Synergiaedut MEUR	2,8
x Hinnoittelukerroin (-50 %)	12
=Yritysarvo (EV, MEUR)	122

Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys



Lähde: Inderes

Astmalaite Ventica

Tuote

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. Nykyiset astmaoireiden arviointiin käytetyt mittausten menetelmät, pääasiassa spirometria, eivät sovellu pienille lapsille. Ventican avulla keuhkohtauman mittaaminen tapahtuu lapsen nukkuessa mittaamalla hengityksen virtausprofiilia. Mittauksilla havaitaan astmalle tyypilliset vuorokauden ajan muutokset lepoaika- ja hengityksessä nukkumisen aikana.

Ventica perustuu täysin uuteen konseptiin, jolla ei ole suoraa vertailumittausmenetelmää. Tämä tekee sen markkinoille viemisestä haastavaa. Laitteen etuna on kuitenkin se, että Ventican analyysin esittämä virtausprofiilikuva on lääkäreille tuttu konsepti, jota on helppo tulkita.

Ventican liiketoimintamalli perustuu Icaren tavoin laitemyyntiin sekä kertakäyttöosien myyntiin. Reveniolla yksi vaihtoehto voi olla myös teknologian lisensointi ulkopuolelle. Tuotteessa keskeisessä roolissa ovat mittaukseen liittyvä ohjelmisto ja algoritmi. Arviomme mukaan suurimmat Ventican edellyttämät tuotekehitysinvestoinnit on jo tehty. Teknologialla ja menetelmällä on laaja patenttisuojajana vuosien 2032-2033 asti.

Kehitysvaihe

Venticalle rakennetaan tällä hetkellä 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.

Ventica tuottaa jo tänä vuonna pientä myyntiä Reveniolla, mutta merkittävää liikevaihtoa odotamme tuotteesta aikaisintaan 3-5 vuoden tähtäimellä. Yhtiö neuvottelee parhaillaan potentiaalisten jakelukumppaneiden kanssa. 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.

Kilpailijat

Ventican teknologialla ei ole suoraa kilpailijoita, sillä kyseessä on uusi konsepti. Tämän takia yhtiön on itse luotava omat markkinansa, mikä tekee teknologian kaupallistamisesta haastavampaa. Markkinoilla olevat nykyiset menetelmät lasten diagnoosiin vaativat paljon aikaa, koulutetun henkilöstön, nukutuksen imeväisikäisille ja ovat kalliita. Ventican laite ei aseta erityisvaatimuksia lääkärille tai käyttöympäristölle.

Ventican läheisin vertailukohta on keuhkojen toiminnan mittaukseen yleisesti käytetty spirometria, johon markkinoilla on tarjolla suuri

määrä laitteita. Alalla on kuitenkin kasvavaa kiinnostusta uusien teknologioiden kohtaan, koska nykyiset menetelmät ja teknologiat ovat vanhoja. Spirometria ei kuitenkaan sovellu pienten lasten tai imeväisikäisten mittaukseen. Siten ensisijainen teknologian sovellusalue on pienet lapset, missä tuotteelle on olemassa selkein tarve.

Markkinat ja markkinapotentiaali

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). Tämä 20 % tarkoittaa, että Euroopan ja USA:n vuosittain osalta 3 miljoonaa lasta tarvitsee diagnostiikkaa. Vastaavasti astmasta kärsivien lasten 8 %:n osuus vastaa 3 miljoonaa jatkuvaa sairauden monitorointia tarvitsevaa potilasta. Siten Euroopan ja USA:n markkinoiden potentiaali on useita kymmeniä tuhansia laitteita. Astma on globaali ongelma, minkä takia Ventican markkinat ovat globaalit. Päämarkkinoita ovat Eurooppa, Pohjois-Amerikka, Australia ja Kiina.

Astmalaite Ventica

Ennuste ja arvonmääritys

Ventivan ennustaminen ja arvottaminen on nykyisessä kehitysvaiheessa vielä vaikeaa, sillä emme tiedä tuotteen katerakennetta. Lisäksi myynnin ylösajon nopeutta on vaikea arvioida. Joudumme siten tukeutumaan vielä karkeisiin oletuksiin.

Arviomme mukaan tuotteella kestää markkinoille tulosta vähintään 5 vuotta saavuttaa sen päämarkkinoilla (EU, Australia, USA) jalansija, jossa liiketoiminta alkaa tuottaa merkittävää liikevaihtoa. Emme tiedä laitteen ja sen kertakäyttöosien hinnoittelua, mutta vertailukohtana todennäköisesti toimii nykyisten spirometrioiden noin tuhannen euron hintataso, johon nähden tuote todennäköisesti hinnoitellaan pienellä preemiolla. Ventican miljoonan euron myynnin voi olettaa siis vastaavan karkeasti tuhannen laitteen myyntiä jakeluportaaseen.

Rajallisesta käytettävissä olevasta tiedosta ja näkyvyydestä johtuen joudumme lähestymään Ventican arvoa karkeilla oletuksilla.

Arvonmäärityksen osalta arvioimme paljonko Ventican myynti voisi olla 5 vuoden päästä eri skenaarioissa, hinnoitlemme yhtiön liikevaihtokertoimella ja diskonttaamme arvon nykypäivään 15 %:n tuottovaatimuksella.

Soveltamamme liikevaihtoarviot ovat pessimistinen 3 MEUR, neutraali 6 MEUR ja optimistinen 9 MEUR. Vastaavat liikevaihtokertoimet ovat 4x, 6x ja 8x. Näillä parametreilla saamme Ventican nykyarvoksi 18 MEUR haarukalla 6-36 MEUR. Tuotteen onnistuessa Ventican potentiaali 10-20 vuoden

tähtäimellä on merkittävästi suurempi, mutta nykyisessä kehitysvaiheessa arviot on vielä pidettävä konservatiivisina. Ventica on kuitenkin selkeästi Cuticaa arvokkaampi johtuen sen pidemmällä olevasta kehitysvaiheesta.

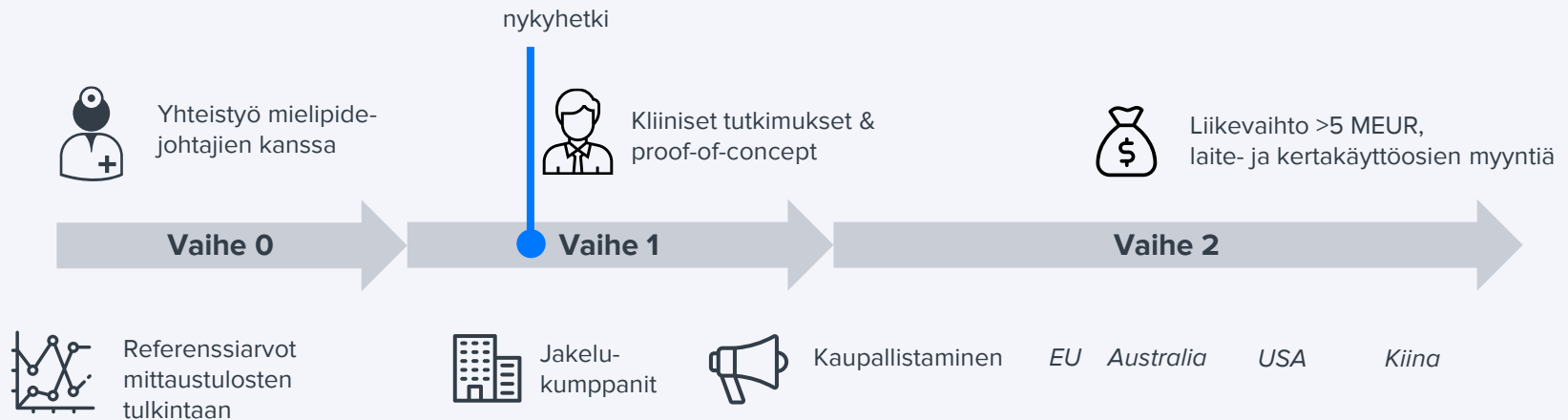
Ventican arvoa voidaan lähestyä liiketoiminnan arvon lisäksi myös teknologian strategisen arvon näkökulmasta. Astmalääkkeet ovat globaalisti noin 20 miljardin dollarin liiketoiminta lääkeyhtiöille. Ventica on kiinni hoitoketjun alkuvaiheessa diagnostiikassa ja pienissä lapsissa, minkä takia sillä voisi merkittävä strateginen arvo lääkeyhtiöiden näkökulmasta. Lääkealalla yleistyvä yhteistyö lääkeyhtiöiden ja diagnostiikan laitevalmistajien välillä (companion diagnostics) voisi olla myös Ventican näkökulmasta todennäköisin ja helpoin reitti Reveniolle teknologian arvon realisointiin. Yhteistyö olisi luontaista, sillä Ventica laitteena auttaa lääkevalmistajaa saamaan potilaasta informaation, jonka avulla lääkitys voidaan optimoida ja saadaan toimimaan tehokkaammin.

Pidämme yhteistyötä lääkeyhtiön kanssa Venticalle todennäköisempänä reittinä kuin sitä, että Revenio lähtisi rakentamaan myyntiä yksin lähestulkoon nollasta, sillä Revenion vahvuudet ja jakelukanavat ovat silmäsairauksien alueella. Kyseessä voisi olla lisensointiin perustuva yhteistyö tai koko teknologian myynti lääkeyhtiölle. Strategisesta roolista johtuen Revenio voisi saada Venticasta parhaimmillaan useita kymmeniä miljoonia euroja jo ennen kuin tuote tuottaa olennaista liikevaihtoa. Tämä kuitenkin edellyttää, että Ventica onnistuu tulevaisuudessa kliinisissä tutkimuksissaan todentamaan

arvolupauksensa. Arviomme mukaan Revenio pyrkii kärsivällisesti vahvistamaan tuotteen kliinistä näyttöä, sillä nykyinen kehitysvaihe ei välttämättä ole vielä optimaalinen irtautumisen kannalta.

Ventican liiketoiminta

Ventican kehitysvaihe



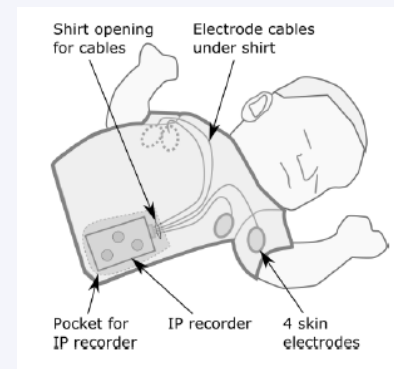
Lähde: Inderes, Revenio

Arvonmääritys

Ventica	Pessimistinen	Neutraali	Optimistinen
Liikevaihto 2024e	3	6	9
Hinnoittelukerroin	4	6	8
Yritysarvo 2024e (EV)	12	36	72
Tuottovaatimus	15 %	15 %	15 %
Nykyarvo (EV)	6	18	36

Lähde: Inderes

Teknologia ja konsepti



Lähde: Revenio

Ihosyöpälaite Cutica

Tuote

Revenio laajensi alkuvuonna 2015 tuoteportfoliotaan 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. Revenio toimii laitteen kehityksessä projektijohtajana, joka koordinoi tuotetta kehittäviä omia sekä ulkoistettuja resursseja.

Cutican ideana on tuoda markkinoille nopea, helppokäyttöinen ja liikuteltava seulontalaite auttamaan ihosyöpien ja niiden esiasteiden tunnistamisessa. Nykyiset tähän käyttöön kehitetyt menetelmät eivät anna riittävää tarkkuutta luotettavaan diagnoosiin. Lisäksi nykyisillä menetelmillä melanooman tarkkaa sijaintia ei pystytä luotettavasti havaitsemaan, jolloin melanooman etenemistä ei välttämättä saada pysäytettyä ensimmäisellä leikkauksella. Ihosyöpien havaitsemisessa aikainen toteaminen on kriittistä, mikä luo tarvetta luotettaville seulontalaitteille.

Cutican avulla voidaan havaita varhaisia, silmällä ja dermatoskoopilla vielä näkymättömiä solumuutoksia ja niiden rajoja. Kamera näkee luomen alle ja pystyy osoittamaan millä laajuudella ihoa pitää poistaa, jotta kasvain saadaan kokonaan pois ja näin vältetään uusintaleikkaukselta. Laitteen avulla syöpä ja syöpäalue pystytään paikantamaan tarkemmin, mikä tuo varmuutta potilaalle ja lääkärille. Lisäksi näin vältetään leikkaus terveiltä ihoalueilta

Kehitysvaihe

Ensimmäinen kaupallinen Cuticasta on julkaistu ja tuotteella tehdään testimittauksia, mutta laitteelle ei ole haettu vielä viranomaishyväksyntöjä. Käsitksemme mukaan Revenio aikoo kehittää tuotteesta vielä seuraavan version, ennen kuin viranomaishyväksyntöjen prosessit käynnistetään. Seuraavassa versiossa todennäköisesti hyödynnetään uusia teknologioita liittyen kuvien analysointiin. Tämän jälkeen tuote voisi edetä laajempiin kliinisiin tutkimuksiin. Arviomme mukaan kestää vähintään 5 vuotta, ennen kuin Cutica alkaa tuottaa olennaista liikevaihtoa.

Kilpailijat

Cutican vertailukohta on dermatoskooppi, joka on ikään kuin suurennuslasi, jolla lääkäri tutkii luomea. Cutica tarjoaa tähän tarkemman vaihtoehdon. Muita samaa konseptia yrittäviä teknologioita markkinoilla ovat tai ovat olleet muun muassa Vivascope, Melafind (lakkautettu 2017), SIAScope ja Scibase. Markkinoille pyrkivien uusien teknologioiden haasteena on pystyä tekemään laite, joka on riittävän halpa ja tarkka, antaa riittävän nopeasti tuloksen ja kykenee kuvantamaan riittävän laajan alueen yhdellä kertaa. Revenio uskoo, että sen Cutica kykenee muita vaihtoehtoja parempaan tulokseen näissä kilpailutekijöissä.

Markkinat ja markkinapotentiaali

Revenion ihosyöpälaitteen potentiaaliset markkinat ovat jopa selvästi suuremmat kuin Icarella tai Venticalla. Markkinapotentiaalia lisää se, että melanooma on tappava ja nopeasti yleistyvä sairaus, mikä johtuu väestön ikääntymisestä ja

kasvavasta altistumisesta auringonvalolle yhä ohuemman otsonikerroksen läpi.

Vuosittain todetaan maailmanlaajuisesti 2-3 miljoonaa ihosyöpätapausta, joista 132 tuhatta melanoomaa (WHO). Suurimpia markkinoita ovat Australia, Yhdysvallat ja Eurooppa. Ensimmäisten joukossa olevalla kohdemarkkinalla Euroopassa on laitteen ostajiksi potentiaalisia dermatologian klinikoita noin kaksi tuhatta kappaletta. Ihotautilääkäreitä on globaalisti karkeasti saman verran kuin silmälääkäreitä (200 000).

Arvonmääritys

Cutican liiketoimintamalli perustuu laitteeseen ja siihen liittyviin ohjelmistoihin. Tuotteen tarkkoja myyntihintoja ja katerakennetta ei ole vielä tiedossa. Pidämme tuotetta Venticaa riskisempänä, sillä Cutica on aikaisemmassa kehitysvaiheessa ja sen markkinoilla on enemmän muita vastaavaa konseptia kehittäviä kilpailevia yrittäjiä.

Arvotamme Cutican 2-10 MEUR haarukkaan, jolloin pessimistinen arviomme vastaisi lähinnä Revenion teknologiaan investoimia varoja. Teknologian yksi vertailuyhtiö on ruotsalainen listattu Scibase, joka kehittää osin vastaavaa ratkaisua. Scibasen liikevaihto on alle 1 MEUR ja sen velaton markkina-arvo on alle 5 MEUR.

Myös ihosyöpälaitteen kohdalla partneroituminen esimerkiksi lääkevalmistajan kanssa on Reveniolle potentiaalinen reitti kaupallistamiseen. Revenion on todennäköisestiärkevintä etsiä kumppani tai myydä koko teknologia jossain vaiheessa.

Revenio ennusteet ja arvonmääritys 1/2

Ennusteet

Tulosennusteet

Ennusteemme Revenio Groupille perustuvat aiemmissa osioissa esitettyjen ennusteiden yhdistelmään. Liikevaihto muodostuu pitkälti Icaresta ja CenterVuesta. Ventican ja Cutican vaikutus liikevaihtoon ja tulokseen on vähäinen, sillä tuotteet eivät tuota vielä lähivuosina ennusteemme mukaan merkittävää liikevaihtoa (2022e: 4 MEUR), mutta toisaalta ne eivät myöskään edellytä merkittäviä kuluja kasvattavia panostuksia lähitulevaisuudessa. Revenio on historiassa aktivoinut tuotekehitysmenojaan taseeseen hyvin maltillisesti, joten aktivointien poistoilla ei ole merkittävää negatiivista tulosvaikutusta. CenterVue-yrityskaupan kauppahinnasta poisto-ohjelmaan aktivoitiin osuus, josta yhtiölle syntyi noin 1,2 MEUR:n vuotuinen poistomassa (PPA-poistot). Oikaisemme tämän kirjanpidollisen erän oikaistun liikevoiton ja osakekohtaisen tuloksen laskennassa.

Revenion nykyinen ohjeistus on informaatioarvoltaan laihia. Yhtiö kertoo näkymissään vuoden 2019 liikevaihdon kasvavan ”erittäin voimakkaasti” ja kertaluonteisilla kuluilla oikaistun suhteellisen käyttökäteen olevan ”hyvällä tasolla”. Arvioimme Revenion vuoden 2019 liikevaihdon kasvavan 63 % 50,1 MEUR:oon (2018: 30,7 MEUR). Orgaanisen kasvunopeuden (Icare) arvioimme olevan 13,7 % ja liikevaihdon olevan 34,8 MEUR. CenterVuen liikevaihdon arvioimme olevan 21,4 MEUR, mistä Revenion

liikevaihtoon kirjautuu kahdeksan kalenterikuukauden osalta 15,2 MEUR. Oikaistun liikevoiton arvioimme nousevan 12,7 MEUR:oon (2018: 10,7 MEUR) ja oikaistun osakekohtaisen tuloksen 0,46 euroon (2018: 0,34 EUR). Oikaisemme vuoden 2019 tulosta noin 3,4 MEUR:n kertaluonteisilla kuluilla, mikä pitää sisällään yrityskaupan kulut, rahoitusjärjestelyn kulut sekä vuodelle 2019 kohdistuvat PPA-poistot.

Vuonna 2020 arvioimme liikevaihdon kasvavan 34 % 67,0 MEUR:oon CenterVuen vaikutuksen sekä Icaren kasvun (22 %) kiihtymisen vetämänä. Molempien liiketoimintojen tuloksen skaalautuvuuden myötä odotamme vuoden 2020 oikaistun liikevoiton nousevan 21,2 MEUR:oon (2019e: 14,3 MEUR) ja oikaistun osakekohtaisen tuloksen 0,63 euroon (2019e: 0,46 euroa). Ennusteemme vastaavat 39 % ja 33 % oikaistun osakekohtaisen tuloksen kasvua vuosille 2019 ja 2020.

Vuosina 2021 ja 2022 Revenion liikevaihto kasvaa ennusteessamme 22 % ja 21 % ja liikevoitto nousee 33 % tasolle. Yhtiö saavuttaa 99 MEUR liikevaihdon, 33 MEUR oikaistun liikevoiton ja 0,96 euron osakekohtaisen tuloksen vuonna 2022. Tämä vastaa kokonaisuutena noin 30 %:n vuotuista eps-kasvua välillä 2018-2022e.

Pitkän aikavälin ennusteissamme arvioimme Revenion liikevaihdon kasvun tasaantuvan asteittain 2023-2025e välillä 4 %:n tasolle ja liikevoitto-%:n vakiintuvan 30 %:iin pitkällä aikavälillä.

Revenio odottaa CenterVue-yrityskaupasta 1-3 vuoden tähtäimellä jopa 5 %:n synergioita hankinnoista, valmistuksesta ja myynnistä. Nykyiset ennusteemme eivät vielä pidä sisällään odotusta näiden synergioiden realisoitumisesta, sillä yrityskaupan integraation onnistumiseen liittyy vielä paljon epävarmuustekijöitä ja todennäköisesti kustannuseriä, joita ei vielä osata ennakoita.

Tase ja kassavirta

Revenion tase on vahva keväällä toteutun osakeannin jälkeen. Yhtiön omavaraisuusaste Q2'19:n lopussa oli 53 % ja nettovelkaantumisaste 18 %. CenterVue-yrityskaupan myötä yhtiölle syntyi taseeseen noin 50 MEUR:n liikearvo ja noin 14 MEUR aineettomia oikeuksia, mutta muilta osin tase on siisti. Yhtiö ei ole merkittävästi aktivoinut kehitysmenojaan. Revenio laski CenterVue-yrityskauppaa varten huhtikuussa 2019 liikkeeseen 2,35 miljoonaa uutta osaketta 18,0 euron hinnalla, millä yhtiö sai kerättyä 42,3 miljoonan euron varat ennen kuluja. Uudet osakkeet vastaavat 8,9 % Revenion osakkeista annin jälkeen. Merkintähinta vastasi kohtuullista 4 %:n alennusta edelliseen päätöskurssiin. Positiivista järjestelyssä oli se, että anti toteutettiin sen jälkeen, kun CenterVue -yrityskauppa oli tiedotettu. Siten antihinnassa oli mielestämme jo sisään leivottuna hyvän yrityskaupan arvonluontia.

Osakeannin myötä Reveniolla on kassassa 20,2 MEUR rahavaroja, minkä lisäksi nykyinen operatiivinen liiketoiminta jauhaa lähes 20 MEUR vuotuista operatiivista kassavirtaa.

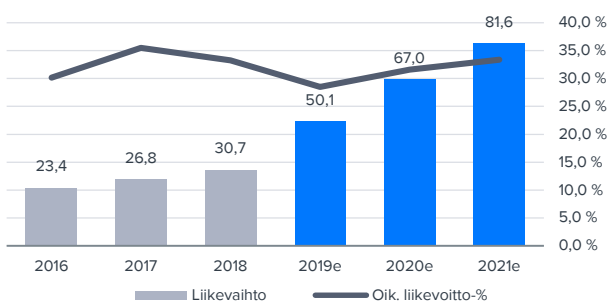
Ennusteet

Tuloslaskelma	2016	2017	Q1'18	Q2'18	Q3'18	Q4'18	2018	Q1'19	Q2'19	Q3'19e	Q4'19e	2019e	2020e	2021e	2022e
Liikevaihto	23,4	26,8	7,0	7,6	7,4	8,7	30,7	8,4	11,8	13,6	16,3	50,1	67,0	81,6	98,9
Icare	23,4	26,8	7,0	7,6	7,4	8,7	30,6	8,4	8,0	8,3	10,1	34,8	42,4	53,8	68,1
Muut tuotteet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	1,6	3,0	4,0
CenterVue	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	3,8	5,2	6,2	15,2	23,0	24,8	26,8
Käyttökate	7,7	10,2	2,2	2,6	2,7	3,2	10,7	2,9	1,4	3,4	5,1	12,7	22,3	28,4	34,0
Poistot ja arvonalennukset	-0,7	-2,1	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,5	-0,3	-0,5	-0,5	-0,5	-1,8	-2,3	-2,4	-2,5
Liikevoitto ilman kertaeriä	7,1	9,5	2,1	2,5	2,5	3,1	10,2	2,8	2,7	3,9	4,9	14,3	21,2	27,2	32,7
Liikevoitto	7,1	8,1	2,1	2,5	2,5	3,1	10,2	2,6	0,9	2,9	4,6	10,9	20,0	26,1	31,5
Nettorahoituskulut	0,1	0,2	0,0	0,1	0,0	0,0	0,1	0,0	-0,2	-0,2	-0,1	-0,5	-0,4	-0,5	-0,5
Tulos ennen veroja	7,1	8,3	2,1	2,6	2,5	3,1	10,3	2,6	0,7	2,7	4,5	10,4	19,6	25,6	31,1
Verot	-1,5	-1,4	-0,5	-0,5	-0,5	-0,7	-2,1	-0,5	-0,2	-0,6	-0,9	-2,2	-4,1	-5,6	-6,8
Vähemmistöosuudet	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	5,6	6,8	1,6	2,1	2,0	2,4	8,1	2,1	0,5	2,1	3,6	8,2	15,5	20,0	24,3
EPS (oikaistu)	0,23	0,30	0,07	0,09	0,08	0,10	0,34	0,09	0,09	0,12	0,15	0,46	0,63	0,80	0,96
EPS (raportoitu)	0,23	0,29	0,07	0,09	0,08	0,10	0,34	0,08	0,02	0,08	0,14	0,32	0,59	0,76	0,92

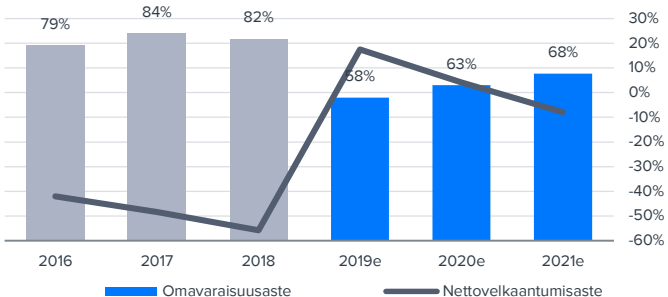
Tunnusluvut	2016	2017	Q1'18	Q2'18	Q3'18	Q4'18	2018	Q1'19	Q2'19	Q3'19e	Q4'19e	2019e	2020e	2021e	2022e
Liikevaihdon kasvu-%	15,7 %	14,3 %	15,9 %	13,4 %	14,8 %	14,3 %	14,6 %	20,9 %	55,1 %	84,2 %	86,8 %	63,4 %	33,8 %	21,8 %	21,1 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%		34,7 %	24,0 %	10,4 %	3,0 %	-0,6 %	7,3 %	35,5 %	7,7 %	52,1 %	59,2 %	39,9 %	48,5 %	28,6 %	20,2 %
Käyttökate-%	33,0 %	38,1 %	32,2 %	34,3 %	36,2 %	36,7 %	35,0 %	34,1 %	11,7 %	24,8 %	31,1 %	25,3 %	33,3 %	34,8 %	34,4 %
Oikaistu liikevoitto-%	30,1 %	35,5 %	30,1 %	33,0 %	34,4 %	35,1 %	33,3 %	33,7 %	22,9 %	28,4 %	29,9 %	28,5 %	31,6 %	33,4 %	33,1 %
Nettotulos-%	24,0 %	25,6 %	23,6 %	26,9 %	27,5 %	27,8 %	26,6 %	24,6 %	4,1 %	15,6 %	21,8 %	16,4 %	23,0 %	24,5 %	24,5 %

Lähde: Inderes

Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys



Taseen avainlukujen kehitys



Revenio ennusteet ja arvonmääritys 2/2

Arvonmääritys

Arvostuskertoimet ja vertailuryhmä

Lähestymme Revenion arvoa arvostuskertoimien, osien summa -laskelman sekä DCF-kassavirtalaskelman kautta. Arvosta suurin Revenion osa perustuu edelleen Icareen, jonka arvonmääritys on esitetty aiemmin raportissa. Osakkeelle hyväksyttävää arvostustasoa tukee erittäin vakaalle pohjalle rakennettu liiketoiminta ja sen vahvat kasvuajurit. Merkittävimmän pitkän aikavälin arvonluontipotentiaalin näemme Icaren HOME-tuotteessa, CenterVue-yrityskaupan synergieissa sekä Ventica-tuotteessa.

Osien summa -laskelma

Osien summa -laskelmassa arvioimme Revenion eri osien yhteenlaskettua arvoa pohjautuen aiemmin esitettyihin arvonmäärityksiin. Laskelman pohjalta Revenion markkina-arvoksi muodostuu 521 MEUR, mikä vastaa 19,7 euron osakekohtaista arvoa. Arvo jakautuu osiin Icare 387 MEUR, CenterVue ja synergiat 122 MEUR, Ventica 18 MEUR, Cutica 6 MEUR ja nettokassa -12 MEUR. Tästä näkökulmasta nykyinen osakekurssi ei tarjoa merkittävää nousuvaraa osakkeelle. Merkittävästi osien summaa korkeampi hinnoittelu voisi olla perustelutasiin vaiheessa, kun yhtiö on saanut rakennettua CenterVuesta ja Icaresta yhtenäisen kokonaisuuden ja saanut ulosmitattua yhdistymisen synergiaa.

Arvostuskertoimet ja vertailuryhmä

Sovellamme Revenioon vastaavaa vertailuryhmää kuin aiemmassa Icaren arvonmäärityksessä. Yhtiölle keskeisimmät arvostuskertoimet ovat EV/EBIT ja P/E-luvut.

Ennusteidemme valossa Revenion EV/EBIT-kertoimet vuosille 2019-2020 ovat 36x ja 24x, mikä on noin 57 % ja 13 % vertailuryhmän yläpuolella. Vastaavat P/E-luvut 41x ja 31x ovat noin 50 % ja 22 % vertailuryhmää korkeammat. Olemme valmiit hyväksymään Reveniolle vertailuryhmää korkeammat arvostuskertoimet johtuen yhtiön vahvasta tuloskasvunäkymästä. Osakkeen absoluuttiset arvostuskertoimet ovat korkeita, mutta lähivuosien noin 30 %:n tuloskasvunopeus painaa kertoimia voimalla alemmaksi ajan kuluessa. Samaan aikaan arvostustason kestäminen kuitenkin edellyttää, että tuloskasvu tulee läpi ennusteidemme mukaisesti.

Osinkotuotto ei ole näkemysmme mukaan olennainen arvoajuri Revenion osakkeelle, mutta vahvan rahavirran ansiosta odotamme yhtiön jakavan myös kasvavaa absoluuttista osinkoa tulevina vuosina voitonjakosuteen ollessa 70-80 %. Nykyisellä ennusteellamme osinkotuotto on lähivuodet 2-3 %:n tasolla.

Arvostuskertoimia tarkasteltaessa arvioimme osakkeen tuotto-odotuksen olevan lähivuodet (2018-2022e) yli 10 %:n tasolla perustuen tuloskasvuun (n. 30 %), arvostuskertoimien normalisoitumiseen alemmalle tasolle (>20 %)

sekä osinkotuottoon (2-3 %).

DCF-laskelma

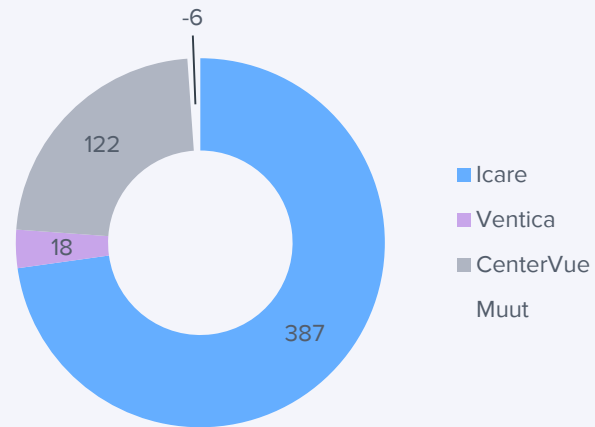
Ennusteisimme pohjautuvassa DCF-mallissa koko Revenio Groupin arvoksi muodostuu 21,0 euroa osakkeelta. Malli olettaa yhtiö kasvavan orgaanisesti noin 20 % vauhtia vuoteen 2023 asti, minkä jälkeen kasvu tasaantuu asteittain 2,5 %:iin ikuisuusoletuksessa 2028. Liikevoitto-% nousee lähivuosina noin 30 %:n tasolle ja laskee 28 %:iin ikuisuusoletuksessa. Soveltamamme DCF-mallin pääomantuottovaatimus (WACC) on hyvin matala 6,9 %, mikä heijastelee Icaren ansiosta vakaita ja suhteellisen ennustettavia rahavirtoja. Ikuisuusoletuksen painoarvo arvossa on korkea 72 %, mikä heijastelee yhtiön nykyisen arvon nojautuvan vahvasti pitkän aikavälin kasvupotentiaaliin.

Osien summa

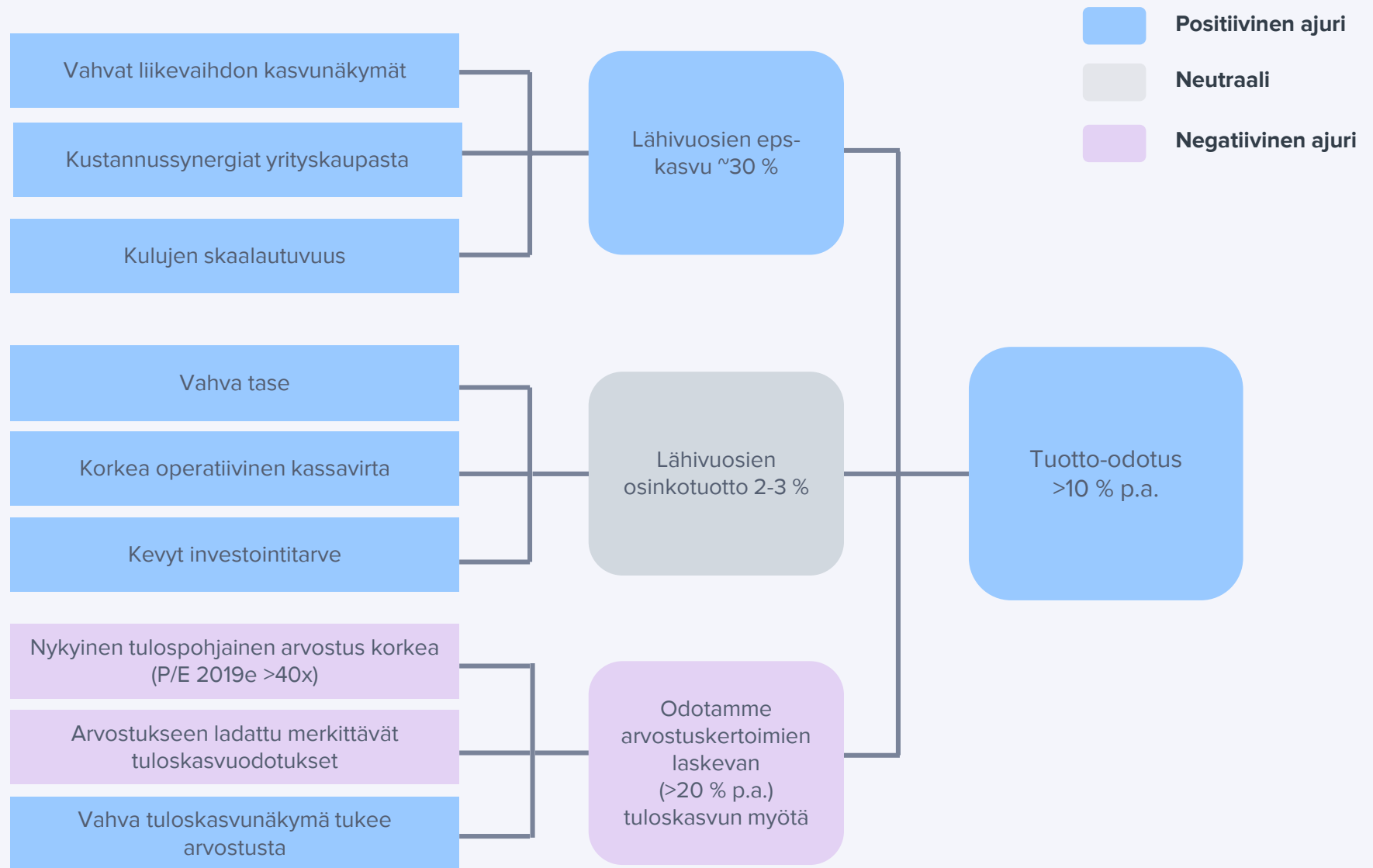
Osien summa ja sen jakautuminen

Icare	
DCF (40 %)	440
Hinnoittelukertoimet 19e (20 %)	317
Hinnoittelukertoimet 20e (40 %)	370
Yritysarvo (EV)	387
Ventica	
Liikevaihto 2024e	6
x Hinnoittelukerroin	6
Yritysarvo 2024e (EV)	36
Tuottovaatimus	15 %
Yritysarvo (EV)	18
CenterVue	
Liikevoitto 2019e	4,5
x Hinnoittelukerroin (-15 %)	20
Synergiaedut MEUR	2,8
x Hinnoittelukerroin (-50 %)	12
=Yritysarvo (EV)	122
Muut	
Cutica	6
Nettokassa Q3'19e	-12
Muiden arvo yhteensä	-6
Revenio yhteensä	
Osien summa, MEUR	521
Osien summa, per osake	19,7

Osien summa 521 MEUR
jakautuminen



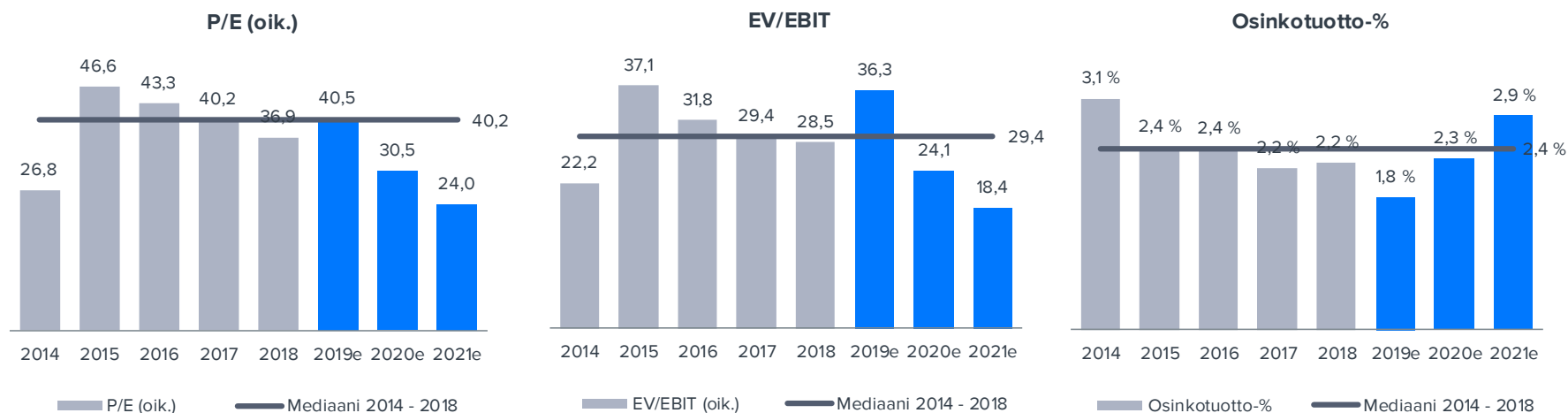
Osaketuoton ajurit 2018-2021e



Arvostustaulukko

Arvostustaso	2014	2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e	2022e
Osakekurssi	4,85	9,54	10,2	12,0	12,6	19,2	19,2	19,2	19,2
Osakemäärä, milj. kpl	23,9	23,9	23,9	23,9	23,9	25,4	26,4	26,4	26,4
Markkina-arvo	116	228	243	287	301	508	508	508	508
Yritysarvo (EV)	112	214	224	279	290	518	510	501	493
P/E (oik.)	26,8	46,6	43,3	40,2	36,9	40,5	30,5	24,0	20,0
P/E	26,8	46,6	43,3	42,0	36,9	56,3	32,9	25,4	20,9
P/Kassavirta	49,5	27,9	52,7	39,8	36,0	neg.	29,3	24,4	21,4
P/B	9,4	14,7	15,4	18,0	16,6	8,2	7,4	6,6	5,9
P/S	5,0	11,3	10,4	10,7	9,8	10,1	7,6	6,2	5,1
EV/Liikevaihto	4,8	10,6	9,6	10,4	9,5	10,3	7,6	6,1	5,0
EV/EBITDA (oik.)	19,7	34,0	29,0	27,4	27,1	40,9	22,9	17,6	14,5
EV/EBIT (oik.)	22,2	37,1	31,8	29,4	28,5	36,3	24,1	18,4	15,1
Osinko/tulos (%)	83,0 %	114,0 %	105,1 %	90,9 %	82,3 %	103,5 %	75,2 %	72,7 %	70,0 %
Osinkotuotto-%	3,1 %	2,4 %	2,4 %	2,2 %	2,2 %	1,8 %	2,3 %	2,9 %	3,3 %

Lähde: Inderes



Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%	
				2019e	2020e	2019e	2020e	2019e	2020e	2019e	2020e	2019e	2020e
Cooper Cos	292,93	13510	15070	22,4	20,1	19,0	17,0	6,2	5,8	24,1	22,6	0,0	0,0
Ametek	88,95	19239	20982	19,5	18,5	16,4	15,6	4,4	4,2	22,4	21,1	0,6	0,6
Halma	1961,00	8394	8599	30,9	26,9	26,7	23,3	6,3	5,7	36,3	34,0	0,9	0,9
Topcon	1443,00	1325	1633			9,6	8,7	1,3	1,3	23,4	21,0	1,7	1,9
Metronic	108,28	133724	148142	18,4	17,4	16,2	15,9	5,3	5,1	21,1	19,5	1,8	1,9
Essilor International	129,15	57941	62941	23,1	21,4	16,3	15,3	3,7	3,5	29,9	27,4	1,6	1,8
Carl Zeiss Meditec	104,80	9390	9551	36,0	32,7	31,3	28,8	6,7	6,2	55,2	47,1	0,6	0,7
Ambu	111,95	3262	3411	67,8	40,2	50,5	31,9	9,0	7,4	89,9	63,2	0,4	0,5
Revenio Group (Inderes)	19,22	508	518	36,3	24,1	40,9	22,9	10,3	7,6	40,5	30,5	1,8	2,3
Keskiarvo				31,2	25,3	23,3	19,6	5,4	4,9	37,8	32,0	1,0	1,1
Mediaani				23,1	21,4	17,7	16,4	5,7	5,4	27,0	25,0	0,7	0,8
Erotus-% vrt. mediaani				57 %	13 %	131 %	39 %	80 %	40 %	50 %	22 %	137 %	184 %

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

Tase

Vastaavaa	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Pysyvät vastaavat	5,9	6,7	57,5	57,5	57,2
Liikearvo	1,2	1,2	50,4	50,4	50,4
Aineettomat hyödykkeet	3,0	4,2	4,0	3,8	3,7
Käyttöomaisuus	0,8	0,9	2,0	2,2	2,0
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset varat	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1
Laskennalliset verosaamiset	0,9	0,3	1,0	1,0	1,0
Vaihtuvat vastaavat	13,2	15,5	34,7	37,6	44,0
Vaihto-omaisuus	2,0	1,5	4,5	5,4	5,7
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	3,2	3,6	10,0	10,1	12,2
Likvidit varat	8,0	10,4	20,2	22,2	26,1
Taseen loppusumma	19,0	22,1	106	108	113

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Oma pääoma	16,0	18,1	61,7	68,1	76,5
Osakepääoma	5,3	5,3	5,3	5,3	5,3
Kertyneet voittovarot	3,3	5,4	7,4	13,8	22,2
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	7,4	7,4	49,0	49,0	49,0
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	0,3	0,2	30,7	24,3	18,9
Laskennalliset verovelat	0,0	0,0	4,1	3,7	3,3
Varaukset	0,0	0,0	0,6	0,6	0,6
Lainat rahoituslaitoksilta	0,3	0,2	26,0	20,0	15,0
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset velat	2,7	3,8	14,0	15,7	17,7
Lainat rahoituslaitoksilta	0,0	0,1	5,0	5,0	5,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	2,7	3,7	9,0	10,7	12,7
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	19,0	22,1	106	108	113

DCF-laskelma

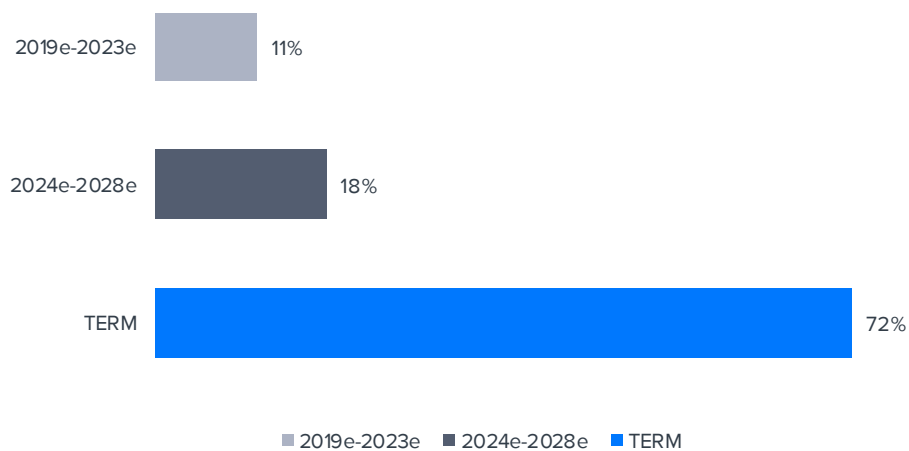
DCF-laskelma	2018	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	TERM
Liikevoitto	10,2	10,9	20,0	26,1	31,5	35,0	38,5	40,0	41,6	41,9	40,0	
+ Kokonaispoistot	0,5	1,8	2,3	2,4	2,5	2,6	2,8	2,7	2,7	2,6	2,6	
- Maksetut verot	-1,5	1,2	-4,5	-6,0	-7,0	-7,6	-8,5	-8,8	-9,1	-9,2	-8,8	
- verot rahoituskuluista	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	1,0	-4,2	0,8	-0,6	-1,6	-2,1	-0,9	-0,4	-0,4	-0,4	-0,3	
Operatiivinen kassavirta	10,2	9,7	18,5	21,7	25,3	27,7	31,9	33,5	34,7	34,8	33,5	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,0	0,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoninvestoinnit	-1,9	-66,1	-1,2	-0,9	-1,6	-1,6	-1,8	-2,2	-2,0	-2,1	-2,0	
Vapaa operatiivinen kassavirta	8,3	-55,8	17,3	20,8	23,7	26,1	30,1	31,3	32,7	32,8	31,5	
+/- Muut	0,0	41,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	8,3	-14,6	17,3	20,8	23,7	26,1	30,1	31,3	32,7	32,8	31,5	733
Diskontattu vapaa kassavirta		-14,3	15,9	17,9	19,1	19,7	21,2	20,7	20,2	18,9	17,0	396
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		552	567	551	533	514	494	473	452	432	413	396
Velaton arvo DCF		552										
- Korolliset velat		-0,3										
+ Rahavarat		10,4										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		-6,7										
Oman pääoman arvo DCF		556										
Oman pääoman arvo DCF per osake		21,0										

Pääoman kustannus (wacc)

Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	20,0 %
Vieraan pääoman kustannus	6,5 %
Yrityksen Beta	0,90
Markkinoiden riski-premio	4,75 %
Likviditeettipremio	0,00 %
Riskitön korko	3,0 %
Oman pääoman kustannus	7,3 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	6,9 %

Lähde: Inderes

Rahavirranjakauma jaksoittain



Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

Raporteilla esitettävä informaatio on hankittu useista eri julkisista lähteistä, joita Inderes pitää luotettavana. Inderesin pyrkimyksenä on käyttää luotettavaa ja kattavaa tietoa, mutta Inderes ei takaa esitettyjen tietojen virheettömyyttä. Mahdolliset kannanotot, arviot ja ennusteet ovat esittäjiensä näkemyksiä. Inderes ei vastaa esitettyjen tietojen sisällöstä tai paikkansapitävyydestä. Inderes tai sen työntekijät eivät myöskään vastaa raporttien perusteella tehtyjen sijoituspäätösten taloudellisesta tuloksesta tai muista vahingoista (välittömät ja välilliset vahingot), joita tietojen käytöstä voi aiheutua. Raportilla esitettyjen tietojen perustana oleva informaatio voi muuttua nopeastikin. Inderes ei sitoudu ilmoittamaan esitettyjen tietojen/kannanottojen mahdollisista muutoksista.

Mahdolliset kannanotot, arviot ja ennusteet ovat esittäjiensä näkemyksiä. Inderes ei vastaa esitettyjen tietojen sisällöstä tai paikkansapitävyydestä. Inderes tai sen työntekijät eivät myöskään vastaa tämän raportin perusteella tehtyjen päätösten taloudellisesta tuloksesta tai muista vahingoista (välittömät ja välilliset vahingot), joita tietojen käytöstä voi aiheutua. Raportilla esitettyjen tietojen perustana oleva informaatio voi muuttua nopeastikin. Inderes ei sitoudu ilmoittamaan esitettyjen tietojen/kannanottojen mahdollisista muutoksista.

Tuotetut raportit on tarkoitettu informatiiviseen käyttöön, joten raportteja ei tule käsittää tarjoukseksi tai kehotukseksi ostaa, myydä tai merkitä sijoitustuotteita. Asiakkaan tulee myös ymmärtää, että historiallinen kehitys ei ole tae tulevasta. Tehdessään päätöksiä sijoitustoimenpiteistä, asiakkaan tulee perustaa päätöksensä omaan tutkimukseensa, sekä arvioonsa sijoituskohteen arvoon vaikuttavista seikoista ja ottaa huomioon omat tavoitteensa, taloudellinen tilanteensa sekä tarvittaessa käytettävä neuvonantaja. Asiakas vastaa sijoituspäätöksensä tekemisestä ja niiden taloudellisesta tuloksesta.

Inderesin tuottamia raportteja ei saa muokata, kopioida tai saattaa toisten saataville kokonaisuudessaan tai osissa ilman Inderesin kirjallista suostumusta. Mitään tämän raportin osaa tai raporttia kokonaisuudessaan ei saa missään muodossa luovuttaa, siirtää tai jakaa Yhdysvaltoihin, Kanadaan tai Japaniin tai mainittujen valtioiden kansalaisille. Myös muiden valtioiden lainsäädännössä voi olla tämän raportin tietojen jakeluun liittyviä rajoituksia ja henkilöiden, joita mainitut rajoitukset voivat koskea, tulee ottaa huomioon mainitut rajoitukset.

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen tämänhetkisen hinnan ja 12 kuukauden tavoitehintamme väliseen prosenttiero. Suosituspolitiikka on neliportainen suositukseen myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään neljä kertaa vuodessa yhtiöiden osavuosikatsausten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti.

Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvion mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmäärittämenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF) ja lisäarvomalli (EVA), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmäärittämenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

Inderesin suosituspolitiikka perustuu seuraavaan jakaamaan suhteessa osakkeen nousuvaraan 12-kk tavoitehintaan:

Osta	>15 %
Lisää	5-15 %
Vähennä	-5-5 %
Myy	< -5 %

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 yhtiössä. Inderes Oy voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoittavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oy:n omistukset esitetään yksilöitynä mallisalkussa. Inderes Oy:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin laiteen analyytikon palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oy: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 Corporate Broking -palveluita, joiden tavoitteena on parantaa yhtiön ja pääomamarkkinoiden välistä kommunikaatiota. Näitä palveluita ovat sijoittajatilaisuuksien ja -tapahtumien järjestäminen, sijoittajaviestintään liittyvä neuvonanto, sijoitustutkimusraporttien laatiminen.

Inderes on tehnyt tässä raportissa suosituksen kohteena olevan liikkeeseen laskijan kanssa sopimuksen, jonka osana on tutkimusraporttien laatiminen.

Suositushistoria (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
17.2.2017	Lisää	11,67 €	10,52 €
23.3.2017	Lisää	12,50 €	11,22 €
21.4.2017	Lisää	13,00 €	12,31 €
18.6.2017	Vähennä	12,67 €	13,18 €
8.8.2017	Vähennä	12,67 €	12,67 €
18.9.2017	Lisää	12,33 €	11,58 €
26.10.2017	Lisää	12,67 €	11,89 €
16.2.2018	Lisää	13,33 €	12,07 €
23.4.2018	Vähennä	14,20 €	14,18 €
7.8.2018	Vähennä	15,80 €	16,48 €
26.10.2018	Lisää	14,50 €	13,76 €
15.2.2019	Lisää	16,50 €	15,46 €
16.4.2019	Lisää	21,00 €	18,80 €
26.4.2019	Lisää	21,00 €	19,10 €
16.8.2019	Lisää	21,00 €	19,40 €
2.10.2019	Lisää	21,00 €	19,22 €



Inderes on kaikille osakesijoittajille avoin analyysipalvelu ja yhteisö. Toimintaamme ohjaavat viisi periaatetta: riippumattomuus, laadukas analyysi, intohimo osakemarkkinoita kohtaan, pääomamarkkinoiden avoimuuden parantaminen sekä toiminta yhteisönä yhteisen hyvän edistämiseksi. Tavoitteemme on vaikuttaa positiivisesti yhteiskuntaan edistämällä kotimaista omistajuutta ja kansankapitalismia. Yhteisöömme kuuluvat sijoittajat oppivat tuntemaan kohdeyhtiöt paremmin, ymmärtävät omistajuuden merkityksen ja voivat kehittyä paremmiksi sijoittajiksi. Pörssiyhtiöille varmistamme, että yhtiöstä on jatkuvasti sijoittajien ja omistajien saatavilla laadukasta tietoa päätöksentekoon. Inderes-yhteisöön kuuluu yli 35 000 aktiivista sijoittajaa ja yli 100 kotimaista pörssiyhtiötä, jotka haluavat pitää omistajiensa tietotarpeista huolta. Palvelemme yhteisöämme yli 20 työntekijän tiimillä intohimosta osakesijoittamiseen.

Inderes Oy

Itämerentori 2
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

Palkittua analyysiä osoitteessa www.inderes.fi

Palkinnot



**STARMINE
ANALYST AWARDS
FROM REFINITIV**



**THOMSON REUTERS
ANALYST AWARDS
WINNER**



**2012, 2016, 2017, 2018,
2019**

Suositus- ja
ennustetarkkuus



2014, 2016, 2017, 2019

Suositustarkkuus



**2014, 2015, 2016, 2018,
2019**

Suositus- ja
ennustetarkkuus



2012, 2016, 2018, 2019

Suositustarkkuus



2015, 2018

Suositus- ja
ennustetarkkuus



2017, 2019

Suositustarkkuus



2017

Suositustarkkuus



2018

Ennustetarkkuus



2019

Suositustarkkuus

**Analyysi kuuluu
kaikille.**