



icare



Icare Finland Oy

Erikoisraportti

Inderes on tuottanut tämän raportin sijoittajien informatiiviseen käyttöön. Raportilla esitetyt tiedot perustuvat markkinoilla yleisesti käytettävissä oleviin tietoihin sekä yhtiön johdon kanssa käytyihin syventäviin haastatteluihin.

Inderes Osaketutkimus & Yrityspalvelut

Inderes on vuonna 2009 perustettu analyysiyhtiö, joka tarjoaa yrityksille ja rahoittajille työkalut taloudellisesti kannattavien päätösten tekoon. Yhtiö on kokonaan työntekijöidensä omistama.

Inderes Osaketutkimus on palkittu suomalainen pankkiiritoiminnasta riippumaton analyyttikotiimi, joka tarjoaa syvällistä fundamenttianalyysiin pohjautuvaa tutkimusta Helsingin pörssissä (OMXH) listatuista yhtiöistä pääomamarkkinoiden tarpeisiin. Markkinoiden informaatiotarpeita palvelevan osaketutkimuksemme tavoitteena on tehdä Helsingin pörssistä parempi markkinapaikka niin sijoittajille kuin yhtiöille.

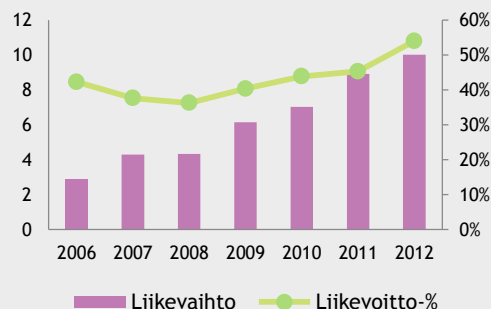
Inderes Yrityspalvelut palvelee kaikenkokoisia yrityksiä arvonmäärityksen, riskianalyyysien, rahoituksen suunnittelun ja yritystutkimuksen alueilla. Tutkimukset hyödyntävät jatkuvasti pörssiyrityksiä ja taloutta seuraavan analyyttikotiimimme asiantuntemusta yrityksen arvonmäärityksessä sekä eri liiketoimintamallien ja toimialojen ymmärtämisessä.

Icare Finland Oy

12.3.2013

Erikoisraportti

- Terveysteknologiayhtiö Revenio Group Oyj:n omistaman Icare Finland Oy:n liiketoiminta koostuu suomalaisen keksintöön perustuvien silmänpainemittareiden sekä niiden antureiden mynnistä. Helppokäyttöinen ja potilaalle kivuton mittausmenetelmä on kasvattanut nopeasti suosiotaan osana glaukooman diagnoosia ja hoitoa. Yhtiön liikevaihto on kolminkertaistunut vuodesta 2006 ja kannattavuus on erinomainen. Yhtiö on kilpailussa sekä tuote- että kustannusjohtaja.
- Icarella on vahva patenttisuojaa arviomme mukaan tämän vuosikymmen loppuun. Tämän lisäksi yhtiölle kilpailusuoja tuovat luotettavuus, jakelukanavat, viranomaisluvut sekä mittareihin ja antureihin liittyvät teknologiat. Yhtiö on viimeisen 10 vuoden aikana saanut suurimmat viranomaislupiin sekä uuden menetelmän luotettavuuteen liittyvät kynnykset murettua, mikä mahdollistaa kasvun kiihdyttämisen lähivuosina.
- Glaukoomaa sairastaa maailmassa noin 150 miljoonaa ihmistä, joista puolet sairastaa tautia tietämättään. Yhtiö on tällä hetkellä syrjäyttämässä vanhoja teknologioita silmänpaineen mittaussessa silmälääkärikäytössä. Yhtiön suurin kasvupotentiaali perustuu glaukooman seulontaan, mikä tarkoittaa myynnin laajentumista uusin laajempiin käyttäjäryhmiin.



Kohdeyhtiö: Icare Finland Oy

Emoyhtiö: Revenio Group Oyj
 Emon osakekurssi: 0,66 EUR
 Emon markkina-arvo: 50,1 MEUR
 Kaupankäyntitunnus: REG1V

www.icaretonometer.com
www.reveniogroup.fi

Analyttikot

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

Sauli Vilén
sauli.vilen@inderes.com
 +358 44 025 8908

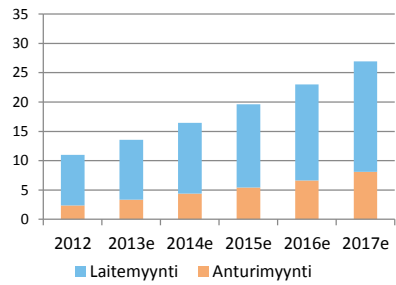
Keskeiset tunnusluvut (MEUR)	2009	2010	2011	2012*	2013e	2014e	2015e	2016e
Liikevaihto	6.1	7.0	8.9	10.0	12.7	15.4	18.4	21.6
Liikevaihdon kasvu-%	42 %	14 %	27 %	12 %	27 %	21 %	20 %	17 %
Liikevoitto	2.5	3.1	4.0	5.4	7.0	8.7	10.6	12.6
Liikevoitto-%	40 %	44 %	45 %	54 %	55 %	56 %	57 %	58 %
Tulos ennen veroja	2.5	3.1	4.1	5.4	7.0	8.7	10.7	12.7
Nettotulos	1.8	2.3	3.0	4.1	5.3	6.6	8.0	9.6
Liikevaihto/henkilö	0.7	0.6	0.7	0.8	0.8	0.9	1.0	1.0

Arvonmäärityksen tunnusluvut	2009	2010	2011	2012	2013e	2014e	2015e	2016e
EV = 68 MEUR, P = 68 MEUR								
EV/Sales	11.1	9.7	7.6	6.8	5.3	4.4	3.7	3.1
EV/EBITDA	27.4	22.0	16.8	12.5	9.7	7.8	6.4	5.4
P/E	37.3	29.2	22.6	16.6	12.8	10.3	8.4	7.1

* Icare Finland Oy, ei sisällä US myyntiyhtiötä

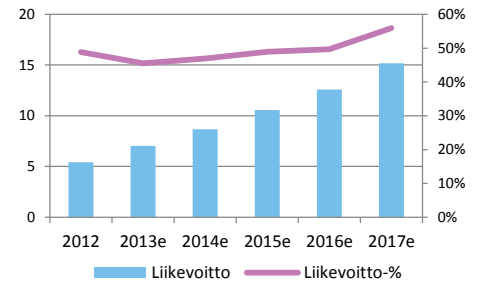
Suorituskyky & Arvonmääritys

Liikevaihto 2012-2017e



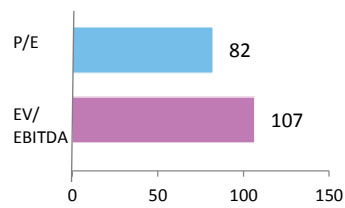
Lähde: Inderes

Liikevoitto ja liikevoitto-%



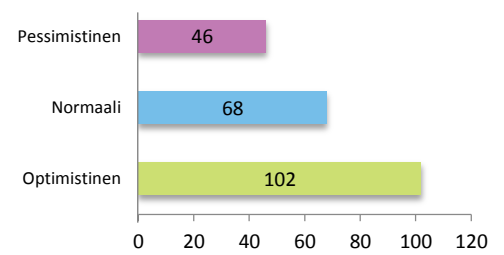
Lähde: Inderes

Vertailuryhmään perustuva arvo (MEUR)



Lähde: Inderes

DCF-arvo eri skenaarioissa (MEUR)



Lähde: Inderes

Sisällysluettelo

Yhteenveto	4
Yhtiökuvaus	6
Tuotteet, kilpailijat ja kilpailuedut	7
Menetelmä ja kilpailevat teknologiat	7
Icaren tuotteet	8
Kilpailijat	10
Hinnoittelustrategia	11
Alalletulokynnys ja kilpailusuoja	12
Markkinat ja markkinapotentiaali.....	16
Glaukoomapotilaisiin perustuva markkinapotentiaali	16
Glaukooman seulontaan perustuva markkinapotentiaali.....	17
Icaren arvoketjustrategia.....	20
Maantieteelliset markkina-alueet	21
Ennusteet	22
Arvonmääritys.....	25
Liitteet	29
Liite 1: tutkimustuloksia	29
Liite 2: lääkärilausuntoja	30
Liite 2: Organisaatiorakenne ja johtoryhmä	31
Liite 3: Tuloslaskelma ja tase.....	32
Liite 4: Rahavirtalaskelma.....	32
Vastuuvapauslauseke.....	33

Yhteenveto

Icaren silmänpainemittarit perustuvat yhtiön laajalti patentoimaan rebound-teknologiaan

Icare Finland Oy:n liiketoiminta koostuu suomalaisen keksintöön perustuvien silmänpainemittareiden sekä niiden antureiden myynnistä. Tuotteet pohjautuvat yhtiön laajalti patentoimaan rebound-teknologiaan. Icaren tuotteiden etuna kilpaileviin silmänpaineen mittauksen teknologioihin nähden on kivuttomuus potilaalle, laitteen pieni koko ja kannettavuus, matala kustannus sekä luotettava mittaustarkkuus. Tuotteet ovat olleet markkinoilla noin 10 vuotta, minä aikana yhtiö on kasvanut 11 miljoonan euron liikevaihtotasolle ja toimittanut eri puolille maailmaa noin 30 000 laitetta. Kasvun edellytyksenä on ollut tuotteiden tietoisuuden leviäminen sekä luotettavan maineen saavuttaminen silmälääkäreiden keskuudessa. Yhtiön liiketoiminta on erittäin kannattavaa kasvusta huolimatta ja liikevoittomarginaalit ovat noin 40 % tasolla.

Yhtiö on kasvanut erittäin kannattavasti

Mittareita tarvitaan glaukooman seulontaan sekä hoitoon

Icare uskoo sen silmänpainemittareilla olevan tulevaisuudessa merkittävä rooli glaukoomapotilaiden seulonnassa sekä hoidossa. Glaukoomaa sairastavia on maailmassa eri arvioiden mukaan noin 75 miljoonaa. Diagnostisoimattomia ja tautia tietämättään sairastavia ihmisiä arvioidaan olevan yhtä paljon. Määrä kasvaa voimakkaasti väestön ikääntyessä.

Kasvu on perustunut etenkin markkinaosuuksien voittamiseen vanhoilta kilpailevilta teknologioilta

Icaren kasvu on perustunut näkemyksemme mukaan tähän mennessä markkinaosuuksien voittamiseen vanhoilta teknologioilta (ilmapuhku, applanaatio) silmälääkäreiden käytössä. Tässä markkinassa Icarella on edelleen huomattavasti kasvutilaa menetelmän korvatesa vanhoja teknologioita. Yhtiön pitkän aikavälin merkittävä kasvupotentiaali tulee kuitenkin perustumaan näkemyksemme mukaan kokonaan uusiin kohderyhmiin perustuvien uusien markkinoiden luomiseen. Näitä uusia markkinoita ovat etenkin 1) glaukoomapotilaiden seulonta helpon mittausmenetelmän avulla sekä 2) potilaan kotimittaus. Näissä uusissa kohderyhmissä mittarit saavuttavat nykytilanteeseen nähden valtavan volyymipotentiaalin. Uskomme, että tulevaisuudessa yhtiölle tärkeitä kohderyhmiä tulevat olemaan nykyisten silmälääkäreiden lisäksi yhä vahvemmin esimerkiksi optikot, yleislääkärit, sairaanhoitajat, ensiapuasemat, kehitysapujärjestöt sekä itse potilas.

Tulevaisuuden kasvu perustuu uusien markkinoiden luomiseen glaukoomapotilaiden seulonnassa ja kotimittauksessa

Uuteen teknologiaan liittyvät kynnykset on saatu murrettua, mikä mahdollistaa kasvun voimistumisen

Arviomme mukaan Icaren voimakkaan kasvun käynnistymiseen liittyvä suurin haaste on ollut luotettavan menetelmän maineen saavuttaminen konservatiivisessa ja hitaasti uusia menetelmiä omaksuvassa lääkäriyhteisössä. Uskomme, että tämä este on pääosin saatu murrettua yli 50 kliinisen tutkimuksen sekä johtavien silmälääkäreiden antamien suositusten jälkeen. Lisäksi maakohtaiset viranomaislupiin liittyvät kynnykset on pääosin saatu lukuun ottamatta kotimittareihin liittyvää FDA-lupaa Yhdysvalloissa. Näiden kynnysten ylittäminen luo mielestämme edellytykset tulevaisuuden kasvun kiihtymiselle.

Jakelukanavastrategian onnistuminen on kasvun suurin haaste yhtiön laajentuessa kohti uusia käyttäjäryhmiä

Icaren suurin haaste kasvun kiihdyttämisessä tulee näkemyksemme mukaan tulevaisuudessa liittymään myynti- jakelukanavastrategian onnistumiseen eri markkina-alueilla ja uusien kohderyhmien saavuttamisessa. Glaukoomapotilaiden seulontaan perustuvassa markkinassa yhtiö tavoittelee täysin uusia kohderyhmiä. Tämä tulee vaatimaan uusia jakelukanavia, joiden rakentamiseen pienellä yhtiöllä ei todennäköisesti riitä resurssit. Siten pidämme OEM-kumppanuuksiin tai muuta yhtiön teknologian lisensointiin perustuvan strategian luomista kriittisenä voimakkaan kasvuhypypäyksen saavuttamisessa.

Maailmassa ei ole vielä maita, joissa olisi toimivia glaukooman seulontamekanismeja

Lisäksi voimakkaan kasvun käynnistyminen edellyttää sitä, että eri maihin syntyisi kokonaan uusia mekanismeja glaukoomapotilaiden seulontaan. Aiemmin glaukoomapotilaiden tehokas seulonta ei ole ollut mahdollista johtuen hankalista menetelmistä. Icaren menetelmä mahdollistaisi riskirajalla olevien ihmisten kustannustehokkaat massaseulonnat, mikäli yhteiskuntaan syntyy toimivat mekanismit tämän järjestämiseen.

Yhtiön liiketoiminnassa on korkeat alalletulokynnykset myös patenttien umpeutumisen jälkeen

Icaren teknologialla on vahva patenttisuojat tämän vuosikymmenen loppupuolelle asti, minkä lisäksi pidämme uuden kilpailun kynnystä suhteellisen korkeana myös patenttien umpeutumisen jälkeisenä aikana. Yhtiölle tärkeimpiä kilpailusuoja antavia tekijöitä patenttien lisäksi ovat luotettavuus ja brändi lääkeyhteisössä, saadut viranomaishyväksynät, jakelukanavat sekä antureihin ja mittaukseen liittyvät teknologiat. Yhtiön kannattavuusmarginaalien kestävyys patenttien umpeutumisen jälkeisenä aikana riippuu hyvin voimakkaasti siitä, kuinka suuren osan kasvupotentiaalistaan yhtiö onnistuu hyödyntämään seuraavan 5 vuoden aikana. Vahvan markkina-aseman saavuttaminen nostaisi myös kilpailijoiden kynnystä tulla markkinoille.

Suurin osa myynnistä perustuu 10 vuotta vanhaan TA01-malliin

Icaren myynti koostuu yhtiön mukaan tällä hetkellä pääasiassa TA-01 perusmallin myynnistä, joka on jo 10 vuotta vanha. Tämän lisäksi yhtiöllä on erikoismittarit silmälääkäreille, eläinlääkäreille, lääketutkijoille sekä potilaan kotihoitoon. Laitemyynnin lisäksi mittaukseen vaadittavien kertakäyttöantureiden rooli liiketoiminnassa on korostumassa laitekannan sekä mittaustiheyden kasvaessa. Arviomme mukaan anturimyynti tulee pitkällä aikavälillä vastaamaan 35-40 % Icaren liikevaihdosta nykyisen osuuden ollessa yhtiön mukaan yli 20 %. Arviomme mukaan yhtiön kilpailusuoja ja hinnoitteluvoima anturimyyntissä on hyvin vahva pitkällä aikavälillä, sillä kasvava laitekanta kuluttaa tasaisesti antureita ja ulkopuolisen valmistajan anturi ei takaisi mittaustuloksen tarkkuutta.

Anturimyynti vastaa 20 % liikevaihdosta ja kasvaa viiveellä laitekannan kasvun myötä

Arviomme ennusteissamme yhtiön laitemyyntin kasvavan 15-18 % vuodessa seuraavan 7 vuoden ajan. Anturimyynti seuraa kasvavaa laitekantaa viiveellä, mikä kiihdyttää kasvua. Kokonaisuudessaan odotamme laitekannan nousevan nykyisestä 30 000 laitteesta yli 100 000 laitteeseen 2020. Ennusteissamme yhtiön liikevoitto saavuttaa huippunsa noin 15 miljoonassa eurossa vuonna 2017, minkä jälkeen kilpailupaineen myötä tulos kääntyy laskuun. Icaren liiketoiminta sitoo hyvin vähän pääomaa ja investointitarve on pieni, minkä johdosta rahavirta seuraa tulosta. Ennustemallissamme yhtiön DCF-arvo on noin 68 miljoonaa euroa suhteellisen konservatiivisilla oletuksillamme. Vertailuryhmän kertoimiin pohjautuva Icaren arvo on noin 94 miljoonaa euroa haarukan ollessa 77-106 miljoonaa euroa.

DCF-mallimme mukainen arvo on 68 MEUR konservatiivisilla oletuksilla ja vertailuryhmään perustuva arvo 94 MEUR

Yhtiökuvaus

Icaren patentoidut, helppokäyttöiset silmänpainemittarit ovat alansa tuote- ja kustannusjohtajia

Icare Finland Oy kehittää, myy ja markkinoi helppokäyttöisiä ja kannettavia silmänpainemittareita, joissa käytetään yhtiön laajalti patentoimaa rebound-teknologiaa. Tuote ja teknologia pohjautuvat yleislääketieteen tohtori Antti Kontiolan 1990-luvulla tekemään keksintöön. Silmänpainemittareita käytetään glaukooman eli silmänpainetaudin seulontaan, osana diagnoosia sekä taudin seurantaan. Icare on myynyt vuoden 2003 jälkeen noin 30 000 silmänpainemittareita eri markkina-alueille. Yhtiön kasvu on perustunut pääasiassa kilpailevien vanhojen teknologioiden (ilmapuhku ja applanaatio) korvaamiseen silmääläkäreiden käytössä. Yhtiön mukaan se on silmänpainemittareissa kilpaileviin vaihtoehtoihin nähden sekä tuote- että kustannusjohtaja.

Liikevaihto moninkertaistunut vuodesta 2006, liikevoitto-%:n ollessa n. 40 %

Icaren liikevaihto on kasvanut vuoden 2006 noin 3 miljoonasta eurosta yli 11 miljoonaan euroon vuonna 2012. Yhtiön liikevoitto on ollut samana aikana vakaalla noin 40 % tasolla kasvusta huolimatta. Yhtiö työllisti 13 henkilöä vuonna 2012. Sekä antureiden että laitteiden tuotanto on kokonaan ulkoistettu ulkopuolisille alihankkijoille.

Suurin markkina-alue on Yhdysvallat

Yhtiön merkittävin markkina on Yhdysvallat, joka vastasi noin 40 % yhtiön liikevaihdosta vuonna 2012. Tuoteryhmittäin liikevaihdosta oman arviomme mukaan noin 65 % tuli ihmisten silmänpainemittareista, noin 15 % eläinten silmänpainemittareista ja hieman yli 20 % mittaukseen vaadittavien kertakäyttöantureiden myynnistä.

Myös eläinten silmänpainemittarit ovat merkittävässä roolissa

Yhtiön kasvu on edellyttänyt maakohtaisia myyntilupia, klinisiä tutkimuksia sekä lääkäriyhteisön hyväksyntää uuden menetelmän luotettavuudesta

Kasvu on edellyttänyt Icarelta maakohtaisten myyntilupien hankkimisen lisäksi lukuisia klinisiä tutkimuksia sekä lääkäriyhteisön hyväksyntää Icaren rebound-menetelmän luotettavuudesta osana glaukooman hoitoa. Yhtiön keskeisinä saavutuksina tähän mennessä voidaan pitää lääkäriyhteisön uusien hoitomenetelmien korkean omaksumiskynnyksen murtamista sekä glaukooman hoidon johtavien lääkäreiden antamia suosituksia.

Käyttäjärühmien laajentuessa yhtiön kasvupotentiaali kasvaa huomattavasti

Icaren tavoitteena on laajentaa mittarimyyntiä tulevaisuudessa silmääläkäreiden lisäksi uusiin laajempiin käyttäjäryhmiin, kuten optikot, yleislääkärit ja sairaanhoitajat. Yhtiön kasvupotentiaali perustuu etenkin siihen, että nämä käyttäjäryhmät pystyvät suorittamaan korkean silmänpaineen riskiryhmän seulonnan tehokkaasti ja helposti. Lisäksi potilaan itsemittaukseen tarkoitetut kotikäyttömittarit muodostavat täysin uuden markkinan silmänpainemittareissa.

Sokeuteen etenevän glaukooman estämisen edellytyksenä on taudin riittävän varhainen toteaminen

Glaukooma (silmänpainetauti) on oireeton silmänsairaus, joka havaitaan nykyisin usein sattumalta silmääläkärin 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. Glaukoomalle altistavia riskitekijöitä ovat kohonnut silmänpaine lisäksi muun muassa suvussa esiintyvä glaukooma, likinäköisyys, yli 45 vuoden ikä, pitkäaikainen kortisonin käyttö sekä diabetes.

Glaukoomaa sairastavia on maailmassa n. 150 miljoonaa, joista puolet diagnosoimatta. Sairastavien määrä kasvaa 30 % 2010-2020.

Glaukoomaa sairastavia on maailmassa eri arvioiden mukaan noin 75 miljoonaa. Diagnostisoimattomia ja tautia tietämättään sairastavia ihmisiä arvioidaan olevan yhtä paljon. Glaukoomaa sairastavien määrän arvioidaan kasvavan 30 % välillä 2010-2020 väestön ikääntymisen johdosta. Icare uskoo sen patentoidulla silmänpaineen mittaamenetelmällä olevan tulevaisuudessa merkittävä rooli glaukoomapotilaiden seulonnassa.

Tuotteet, kilpailijat ja kilpailuedut

Menetelmä ja kilpailevat teknologiat

Icaren rebound-teknologia edustaa silmänpaineen mittausten menetelmässä 2000-lukua

Silmänpaineen mittauksen ensimmäinen ja yksinkertainen menetelmä on 1800-luvulla käytetty tarkka ihmissormi. Tämän jälkeen on kehitetty erilaisia mekaanisia menetelmiä, joista esimerkiksi Maklakov on edelleen yleisesti käytetty Venäjällä. Alan nykyinen standardi syntyi 1950-luvulla kehitetystä applanaatiomenetelmästä, joka on avoin teknologia. Myöhemmin markkinoille on tullut uusia applanaatioon perustuvia sovelluksia sekä ilmapuhku-menetelmä, joka perustuu myös avoimeen teknologiaan. Nämä menetelmät ovat olleet yleisesti käytössä tähän päivään mennessä. 2000-luvulla Icaren rebound-teknologian voidaan ajatella olevan vähitellen synnyttämässä silmänpaineen mittausten menetelmien uutta standardia.

Silmänpaineen mittausteknologioiden kehityskaari



Lähde: Icare Finland Oy

Applanaatio

Silmänpaineen mittauksen standardi perustuu 1950-luvulla kehitettyyn Goldmann applanaatioon

Applanaatio vaatii silmän puuduttamisen sekä laitteen käyttäjälle kattavan koulutuksen

Silmänpaineen mittauksen yleisesti hyväksytty standardi perustuu 1950-luvulla kehitettyyn Goldmannin applanaatio -menetelmään. Goldmannin voidaan siis ajatella asettavan silmänpaineen mittauksen standardin, eli muiden menetelmien tarkkuutta arvioitaessa silmälääkärit vertaavat niitä Goldmanniin. Goldmannin applanaation lisäksi markkinoille on myöhemmin tullut applanaatioon perustuva TonoPen, joka kannettavuuden ja pienen koon puolesta pystyy kilpailemaan Icaren kanssa. Applanaatiomenetelmien heikkouksia ovat silmän puudutuksen tarve, laitteen kalibroinnin tarve (käyttäjistä riippuva luotettavuus) sekä laitteiden käytön vaatima koulutus. Icaren mukaan se on voittanut viime vuosina osuuksia etenkin TonoPen -laitteilta. Silmän puudutuksen vaativat mittausten menetelmät ovat lähtökohtaisesti niin hitaita, että ne eivät mahdollista korkean silmänpaineen riskialueella olevien ihmisten tehokasta seulontaa.

Ilmapuhku

1990-luvulla kehitetty ilmapuhku ei vaadi puudutusta tai kosketusta silmään, mutta on potilaalle kivulias ja mittaustulokseltaan usein epäluotettava

Teknologioissa tärkein Icaren kilpailija nykyisin on avoimeen teknologiaan perustuva 1990-luvulla kehitetty ilmapuhku. Tämän menetelmän etuna on se, ettei se vaadi puudutusta tai kosketusta silmään. Tämä on selkeä etu esimerkiksi maissa, joissa optikko ei lain mukaan saa koskea potilaan silmään. Menetelmä mittaa silmänpainetta ilmapuhalluksen vaikutuksesta sarveiskalvoon. Silmään kohdistuva voimakas ilmapuhallus on kuitenkin potilaalle erittäin epämiellyttävä. Muita ilmapuhkumenetelmän kilpailuhaittoja ovat tyypillisesti kallis hinta ja huollon tarve, laitteen vaatima pöytätila, laitteen kalibroinnin tarve sekä mittaustulosten heikko tarkkuus ja epäluotettavuus.

Rebound-teknologia (Icare)

Icaren teknologian etuna on kivuttomuus, nopeus, helppous, tarkkuus sekä pieni koko ja kannettavuus

Icaren patentoituun teknologiaan ja menetelmään perustuvat silmänpainemittarit pohjautuvat yleislääketieteen tohtori Antti Kontiolan kehittämään rebound-teknologiaan. Käytännössä menetelmässä hyvin pieni ja kevyt anturi koskettaa sarveiskalvoa pienellä nopeudella, jonka 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 4) pieni koko ja kannettavuus. Icaren teknologian on useissa tutkimuksissa todettu yltävän tarkkuudeltaan alalla standardina pidettävän Goldmannin tasolle. Joidenkin arvioiden mukaan se on jopa Goldmannin menetelmää luotettavampi, sillä laite ei vaadi kalibroitua eikä käyttäjän perusteellista kouluttamista. Näin laitteen käyttäjään liittyvä virheriski pienenee oleellisesti.

Rebound-teknologia on syrjäyttämässä ilmapuhkua ja applanaatiota

Silmänpaineen mittauksen teknologioiden kehityskaareissa Icare on tällä hetkellä syrjäyttämässä kehittyneissä maissa applanaatiota ja ilmapuhkuun perustuvia menetelmiä. Sen sijaan monissa kehittyvissä maissa, joissa ei ole aiemmin ollut yleisesti käytössä silmänpaineenmittausta, Icare on teknologioiden kehityskaareissa hyppäämässä suoraan applanaation ja ilmapuhkun ohitse. Esimerkiksi Venäjällä Icaren kasvu on ollut hyvin voimakasta sen takia, että maassa ollaan parhaillaan siirtymässä suoraan Maklakov-menetelmästä Icaren rebound-teknologiaan. Venäjällä kehityskaari on siis hyppäämässä suoraan 1800-luvun lopulta 2000-luvulle applanaation ja ilmapuhkun ohitse. Sama tulee todennäköisesti tapahtumaan myös monissa muissa kehittyvissä maissa, joissa silmänpaineen mittausta ei ole vielä yleisesti käytössä.

Icaren tuotteet

Eniten myyty laite on TA-01 perusmalli

Icaren tuoteperhe jakautuu ihmisen sekä eläinten silmänpaineen mittaukseen tarkoitettuihin laitteisiin. Kaikki tuotteet perustuvat rebound-teknologiaan. Yhtiön eniten myymä perusmalli on TA-01, joka soveltuu etenkin seulontatarkoitukseen optikoiden ja yleislääkäreiden käyttöön. Laitteella on myyntiluvat laajalti ympäri maailmaa (mm. CE, US FDA).

Eläinkäyttöön tarkoitetut mittarit ovat kasvattaneet myyntiä nopeasti, koska lupaprosessi on kevyempi

Eläinlääkäreille ja laboratorioille tarkoitetut mallit TONOVET ja TONOLAB ovat muunneltuja versioita TA-01:stä. Eläinkäyttöön tarkoitettujen mallien lupavaatimukset ovat huomattavasti kevyempiä kuin ihmiskäyttöön tarkoitetuissa malleissa, mikä on mahdollistanut näiden tuotteiden nopean myynnin kasvun. Lisäksi tuotteen käytännöllisyyden hyödyt kilpaileviin menetelmiin nähden ovat eläinkäytössä ilmeiset, koska menetelmä on eläimelle kivuton ja nopea.

Uuden sukupolven tuotteet ovat erikoislääkäreille tarkoitettu PRO sekä potilaan kotikäyttöön itsemittaukseen tarkoitettu ONE

Loppuvuonna 2010 Icare toi markkinoille silmälääkäreiden käyttöön tarkoitettua Icare PRO:n sekä potilaan itsemittaukseen tarkoitettua Icare ONE:n. Näiden kahden mittarin mittaustulokset voidaan yhdistää ja analysoida Icare LINK-ohjelmistolla. Itsemittauslaitteen ansiosta potilas välttyy turhilta sairaalakäynneiltä, mikä säästää hoitokustannuksia. Ohjelmistolla tulokset voidaan lähettää sähköisesti hoitavalle lääkärille. Lisäksi itsemittaus kotona mahdollistaa silmänpaineen mittauksen useana ajankohtana vuorokauden aikana. Tällöin hoitava lääkäri pystyy seuraamaan tarkemmin glaukooman etenemistä sekä muuttamaan tarvittaessa hoitoa. Parhaimmillaan sairaala säästää vaikeissa tapauksissa vuodepaikan kustannuksen, kun potilasta ei tarvitse pitää sairaalassa ainoastaan silmänpaineen valvomista varten.

PRO mahdollistaa myös mittauksen makuulla olevalta potilaalta

Icare PRO -mallin etuna on laitteen tarkkuus sekä mahdollisuus makuulla olevan potilaan mittaukseen, mikä on kilpaileviin laitteisiin nähden ainutlaatuinen ominaisuus. Tämä edelleen mahdollistaa esimerkiksi silmänpaineen mittauksen leikkauksen aikana.

Tuotteet ovat hyvin kestäviä ja niiden käyttöikä on pitkä

Icaren laitteet kestävät käytännössä niin kauan, kunnes ne rikkoutuvat esimerkiksi putoamisen seurauksena. Vanhimmat laitteet ovat olleet jo 10 vuotta käytössä ja yhtiön nykyisillä mittareilla on hyvin uskollinen käyttäjäkunta. Icaren haasteena on kehittää jatkossa myös uusia paranneltuja versioita, jotta vanhojen laitteiden uusimiseen perustuva markkina lähtee kasvuun.

Icaren tuotetarjonta

Icare TA-01

- Eniten myyty helppokäyttöinen perusmalli, joka on ollut markkinoilla jo 10 vuotta
- Suositushinta noin 2800 EUR



Icare PRO

- Erikoislääkäreiden käyttöön tarkoitettu mittaustilaite
- Mahdollistaa myös makuullaan olevien potilaiden mittauksen
- Sisältää Icare LINK-ohjelmiston mittaustulosten analysointiin PC:llä
- Suositushinta noin 3500-4000 EUR



Anturit

- Mittaukseen vaadittavat kertakäyttöanturit
- Yhden anturin hinta maasta riippuen noin euron



Icare TONOVET ja TONOLAB

- Eläinlääkäreille sekä laboratoriokäyttöön tarkoitettut laitteet
- Suositushinnat noin 2350 EUR

Icare ONE

- Glaukoomapotilaille kotikäyttöön tarkoitettu laite, jonka avulla voidaan vähentää sairaalakäyntejä
- Myydään Icare PRO:n rinnalla, koska tarkkojen mittaustulosten näkeminen edellyttää Link-ohjelmiston PRO-versiota
- Vaatii kotihoidon takia erillisen myyntiluvan, joka yhtyiällä on tällä hetkellä 30 maassa
- Suositushinta noin 1500 EUR



Icare LINK

- Ohjelmisto PRO- ja ONE-laitteille tulosten analysointiin

Lähde: Icare Finland Oy

Kilpailijat

Tärkeimpiä kilpailijoita ovat Reichert, Keeler sekä Topcon

Icaren keskeisimpiä kilpailijoita ovat muun muassa saksalainen Reichert (omistaja Ametech, NYSE: AME), Brittiläinen Keeler (omistaja Halma Plc. LSE: HLMA) sekä japanilainen Topcon (TSE: 7732). Nämä valmistajat tekevät sekä applanaatioon että ilmapuhkuun perustuvia laitteita. Markkinoilla on myös lukuisia pienempiä kilpailijoita. Kilpailu valmistajien välillä on kireää.

Goldmann applanaatiometri on usein vain yksi osa silmälääkärin hankkimaa laitekokonaisuutta, eikä Icare siten automaattisesti korvaa sitä silmälääkärin käytössä

Kilpailevia laitteita tarkasteltaessa on tärkeää huomioida, että esimerkiksi Goldmannin applanaatioon perustuva Keelerin toimittama mittauslaite saattaa usein olla vain yksi lisäosa silmälääkärille toimitettavassa laitekokonaisuudessa, jonka kokonaishinta voi olla kymmeniä tuhansia euroja. Mikäli silmälääkäri joutuu tutkimuksessa joka tapauksessa puuduttamaan silmän, on applanaation käyttö luontevaa eikä Icaren mittari tule automaattisesti korvaamaan applanaatiota helppoudestaan huolimatta. Icaren silmänpainemittari voi tästä huolimatta olla silmälääkärillä käytössä toisena laitteena esimerkiksi tiettyjen haastavampien potilaiden (lapset, vanhukset) tai erikoistilanteiden varalle.

Venäläinen Diaton on ominaisuuksiltaan Icareä vastaava, mutta sen menetelmää ei pidetä luotettavana

Ominaisuuksiltaan, hinnaltaan ja käytettävyydeltään Icaren yksi selkeä kilpailija olisi venäläinen Diaton. Kyseinen yhtiö ei kuitenkaan ole käsityksemme mukaan saavuttanut selkeää silmälääkäreiden hyväksyntää markkinoilla, minkä vuoksi Diatonin kilpailu-uhka on osoittautumassa pieneksi. Diatonin menetelmä perustuu silmänpaineen mittaukseen luomen päältä, mitä yleisesti pidetään mittausmenetelmänä epäluotettavana, koska paine tulisi mitata sarveiskalvon keskeltä. Teknologiana se on edullinen ja kannettava eikä vaadi puudutusta, mutta tieteellisen todistusaineiston puutteen johdosta se ei ole saavuttanut merkittävää asemaa markkinoilla.

Kilpailijavertailu

Ominaisuudet	Icare	TonoPen applanaatio	Topcon ilmapuhku	Reichert ilmapuhku	Goldman applanaatio	Diaton
Hinta	2200-4000€	1800-3000€	6000-9000€	4500-9000€	200-1200€	200-1900€
Tarkkuus*	+/-1.2-2.2	+/-1.8-3.1	+/-4	+/-4	0	-4.9 - -2.2
Kannettava	Kyllä	Kyllä	Ei	Ei	Ei	Kyllä
Kalibrointi	Ei	Kyllä/Ei	Kyllä	Kyllä	Kyllä	Ei
Käyttökoulutus	5-10 min	<30 min	<20 min	<20 min	> 2 viikkoa	>30 min
Potilaan kokemus	Kivuton	Epämiellyttävä (puudutus)	Epämiellyttävä (puhallus)	Epämiellyttävä (puhallus)	Epämiellyttävä (puudutus)	Kivuton

*Elohopeamillimetriä vs. Goldmann
Lähde: Icare Finland

Kilpailijoiden tuotteita



Keeler Pulsair intelliPuff
Tonometer



Reichert 7 Auto
Tonometer



Topcon CT-80 Non-
Contact Tonometer



Keeler Applanation
Tonometer
(Goldmann-menetelmä)



Reichert Tono-Pen® XL
Applanation Tonometer



Diaton Tonometer

Lähteet: Keeler, Reichert, Topcon, Diaton

Hinnoittelustrategia

Icare sijoittuu hinnoittelussa kilpailevien tuotteiden tasolle

Icaren tuotteet sijoittuvat hinnoiltaan vastaavalle tasolle kuin applanaatioon ja ilmapuhkuun perustuvat laitteet, mutta kilpailevissa teknologioissa on myös saatavilla niin edullisempia kuin kalliimpia vaihtoehtoja. Myyntimääristä ja liikevaihdosta tekemämme arvion mukaan Icaren mittareiden keskimääräiset myyntihinnat jakelukanavaan ovat noin 1650 euroa, mistä tuotantokustannusten osuus on alle 20 %. Alalle tyypillisesti jakeluportaan marginaali on suhteellisen korkea.

Tuotteen matala tuotantokustannus mahdollistaisi aggressiivisemmän hinnoittelun

Tuotteen matalat tuotantokustannukset ja yhtiön korkeat marginaalit mahdollistaisivat huomattavasti alemmankin hinnoittelun. Icaren toimialalla hinnoittelu ei kuitenkaan ole ratkaiseva tekijä volyymien kasvattamisessa ja asiakkaiden hintasensitiivisyys on suhteellisesti pientä, minkä johdosta pidämme yhtiön hinnoittelustrategiaa tähän mennessä onnistuneena. Yhtiö ei todennäköisesti olisi voittanut markkinaosuuksia merkittävästi nykyistä enempää aggressiivisella hinnoittelulla, vaan kasvun kynnys on ollut teknologian luotettavuuden todistamisessa ja hyväksynnän saavuttamisessa.

Yhtiön hinnoitteluvoima on ollut erittäin vahva läpi historian

Icaren tuoteportfoliota tarkasteltaessa on hyvin oleellista huomata, ettei yhtiö ole laskenut esimerkiksi TA-01:n hintoja, vaikka tuote on jo 10 vuotta vanha. Mielestämme tämä viestii yhtiön erittäin vahvasta hinnoitteluvoimasta ja toisaalta siitä, etteivät kohderyhmät ole kovin hintasensitiivisiä. Arviomme mukaan Icaren rebound-teknologian hinnat tulevat laskemaan tulevina vuosina, mikäli teknologia onnistuu laajenemaan massamarkkinoille suurempiin volyymeihin (esim. yleislääkärit). Lisäksi patenttien raukeaminen tulee todennäköisesti laskemaan hintoja tämän vuosikymmenen lopulla.

Alalletulokynnys ja kilpailusuoja

Alalletulokynnys on yleisesti ottaen hyvin korkea uusilla menetelmillä

Keskeiset Icaren kilpailulta suojaavat tekijät ovat:

- 1) Icaren luotettavuus ja brändi
- 2) patentit ja teknologia
- 3) viranomaishyväksynöt
- 4) jakelukanavat

Yleisesti toimialalla lääkäreiden kynnys omaksua uusia menetelmiä on ymmärrettävistä syistä erittäin korkea, minkä vuoksi uudet teknologiat ja hoitomenetelmät yleistyvät hyvin hitaasti. Lisäksi viranomaislupaprosessit ovat usein hitaita ja kalliita. Nämä ovat mielestämme keskeisiä alalletulokynnyksiä, jotka Icare on joutunut ja pääosin myös pystynyt jo murtamaan.

Icaren haaste on nostaa kilpailukynnystä ennen sen patenttien umpeutumista

Icaren keskeisenä haasteena lähivuosina on arviomme mukaan kasvattaa muut kuin patentteihin liittyvät kilpailuesteet mahdollisimman korkeiksi patenttien umpeutumista edeltävän aikaikkunan rajoissa. Tässä keskeisessä roolissa tulevat olemaan brändi, jakelukanavastrategia sekä tuotekehitys.

Yhtiön luotettavuus ja brändi

Terveystieteiden laitteissa patenttien umpeutumistilanne on hyvin erilainen kuin lääkkeissä

Terveystieteiden sektorilla patenttien umpeutumistilannetta rinnastetaan usein lääkkeisiin, joissa patenttien umpeutuminen normaalisti johtaa hintojen välittömään laskuun ja patentin omistaneen toimijan kannattavuuden putoamiseen geneeristen lääkkeiden saapuessa markkinoille.

Icaren kohdalla on tärkeää huomata, että laitteisiin ja menetelmiin liittyvissä tilanteissa kilpailudynamiikka on hyvin erilainen. Tämä johtuu etenkin lääkäreiden ja toimialan yleisesti korkeasta muutostavastarinnasta ja skeptisyydestä uusia tuotteita ja menetelmiä kohtaan.

Lääkäreiden kynnys valita kilpailevia vaihtoehtoja kohoaa, mikäli Icare onnistuu saavuttamaan vakiintuneen aseman mittausmenetelmänä

Tämä on ollut keskeinen kynnys, mitä vastaan Icare on viimeisen kymmenen vuoden ajan taistellut. Yhtiö on onnistunut menestyksekkäästi pääsemään kohti ns. käypähoitomenetelmän asemaa vasta kymmenien kliinisten tutkimusten sekä glaukooman hoidon johtavien lääkäreiden antamien suositusten jälkeen. Icarelle näiden kynnysten murtamista on helpottanut se, että rebound-teknologia on tuonut kilpaileviin vaihtoehtoihin nähden niin monia etuja sekä potilaalle että lääkärille. Uuden tulokkaan olisi murettava nämä samat luotettavuuteen liittyvät kynnykset, varsinkin mikäli sen menetelmä perustuisi uuteen teknologiaan. Alan ammattilaiset eivät osta laitteita hinnalla vaan luotettavuudella.

Viranomaishyväksynöt

Icaren myyntiluvat tärkeimmille markkinoille alkavat olla kunnossa. Kilpailevien tuotteiden on käytävä läpi samat lupaprosessit.

Maakohtaiset myyntiluvat ovat kriittisiä Icaren kasvun onnistumisessa ja toisaalta ne suojaavat yhtiötä uudelta kilpailulta, sillä uusien tuotteiden lupaprosessit ovat usein hitaita ja kalliita. Icaren mukaan sen suurimmat viranomaislupiin liittyvät kynnykset on saatu ylitettyä lukuun ottamatta kotihoidotuotteen FDA-lupaa. Yleisesti ottaen tuotetta pidetään täysin vaarattomina potilaalle.

Yhtiö on saanut kaikki hyväksynöt Japanissa, mitä pidetään lupien kannalta vaikeimpana maana

Vuonna 2012 Icare sai uusia myyntilupia eri maihin yhteensä 28 kappaletta. Yhtiö on myös saanut kaikki tarvittavat viranomaisluvut Japanissa, jota pidetään yleisesti lupaprosessien kannalta vaikeimpana maana.

Yhdysvalloissa kotihoitoon tarkoitetut mittarit eivät ole saaneet vielä FDA-myyntilupaa. Yhtiö käynnistää lupaprosessin uudestaan 2013.

Yhdysvalloissa Icarella on FDA:n myyntilupa silmälääkäreille tarkoitettujen mittareiden myyntiin, mutta kotihoitoon tarkoitetun ONE -tuotteen lupaprosessissa on ollut ongelmia. Tämä johtuu siitä, että FDA:n lupaprosessi on huomattavasti tiukempi potilaan itse käyttämille laitteille eikä FDA:lla ole yhtiön mukaan ollut selkeitä käytäntöjä sille, mitä kotihoitoon tarkoitettua laitteelta vaaditaan. Icare veti viime vuonna tuotteen lupahakemuksen pois jatkovalmisteluiden ajaksi ja yhtiö pyrkii jättämään uuden myyntilupahakemuksen vuoden 2013 aikana täydennettyään hakemusta. Kotihoitoon perustuvalle ONE-tuotteelle on yhtiön mukaan myyntilupa 30 maassa tällä hetkellä.

Eläinkäytössä lupaprosessit ovat kevyempiä

Eläinkäyttöön tarkoitetuissa mittareissa Icare on pystynyt kasvamaan huomattavasti nopeammin, sillä lupakäytännöt ovat näissä tuotteissa huomattavasti kevyempiä.

Patentit ja teknologia

Yhtiöllä on noin 20 patenttia tai patenttihakemusta

Icaren teknologia perustuu yhtiön laajalti patentoimaan keksintöön, jolla on noin 20 patenttia tai patenttihakemusta. Patentit liittyvät sekä menetelmään että mekaniikkaan. Yhtiön mukaan sen tietyt peruspatentit umpeutuvat vuonna 2017, mutta tämä ei vielä tee teknologiasta täysin avointa.

Patenttien lisäksi laitteen 1:1 kopiointia vaikeuttaa mittarin laskenta-algoritmi, joka on vain Icaren tiedossa

Rebound-teknologian kopiointia patenttien umpeutumisen jälkeen vaikeuttaa edelleen yhtiön kehittämä mittarin laskentaan liittyvä algoritmi, joka on luonnollisesti ainoastaan yhtiön tiedossa. Tämä tekee laitteen 1:1 kopiointia vaikeaa myös patenttien erääntymisen jälkeen. Kopioivan laitteen on huomattavasti vaikeampi saavuttaa lääkäriyhteisön hyväksyntää, mikäli se ei takaa 100 % luotettavuutta Icaren ('yleisesti hyväksyttyyn') menetelmään nähden. Yhtiön haasteena on tehdä ennen patenttien umpeutumista Icaresta silmälääkäreiden keskuudessa yleisesti hyväksytty mittausten menetelmä sekä tunnettu brändi.

Yhtiön tutkimus ja tuotekehitys tähtää teknologian jatkokehitykseen, millä pystytään nostamaan kilpailijoiden alaluetulokynnystä

Icaren nykyinen tutkimus ja tuotekehitys keskittyy teknologian jatkokehitykseen, minkä avulla tuotteita voidaan tuoda esimerkiksi uusille kohderyhmille. Lisäksi tutkimuksen ja tuotekehityksen avulla yhtiön on mahdollista pidentää etumatkaa kilpailijoihin nähden ennen patenttien umpeutumista. Lisäksi Icaren tutkimus ja tuotekehitys varautuneeseen siihen, että uuden sukupolven tuotteita voidaan tuoda markkinoille välittömästi, mikäli patenttien umpeutumisen jälkeen laitteita kopioidaan.

Anturimyynti tarjoaa näkemyksemme mukaan vahvan kilpailusuojan ja uskomme yhtiöllä olevan antureissa vahvaa hinnoitteluvoimaa

Laitteen teknologian lisäksi Icaren liiketoimintaa suojaa kasvavassa roolissa oleva anturimyynti. Anturit ovat osa yhtiön patentoimaa menetelmää, eikä antureiden kopioiminen siten ole mahdollista. Yhtiön mukaan myös patenttien umpeutumisen jälkeen on hyvin epätodennäköistä, että silmälääkäri käyttäisi eri valmistajan mittaria ja anturia. Icare ei voi taata mittaustuloksen luotettavuutta, mikäli mittausta suoritetaan ulkopuolisen valmistamalla anturilla. Tämä on merkittävä kilpailusuoja, sillä arviomme mukaan anturimyynti voi nousta yli kolmasosaan yhtiön liikevaihdosta pitkällä aikavälillä.

Jakelukanavat

Vahvan jakeluverkon rakentaminen toimiminen kilpailuetuna tulee korostumaan patenttien umpeutumisen jälkeen

Icare pyrkii parhaillaan kasvattamaan ja vahvistamaan jakeluverkkoaan kattamaan kaikki maailman keskeiset maat. Mikäli yhtiö onnistuu rakentamaan vahvan sekä Icaresta voimakkaasti riippuvaisen jakeluverkoston ennen patenttien umpeutumista, vaikeutuu uusien tulokkaiden murtautuminen markkinoille oleellisesti. Tämä kilpailusuoja on kuitenkin heikompia alan suurimpia jättiläisiä vastaan, joilla on valmiit globaalit jakeluverkostot. Icaren merkittävien jakelukanavan heikkous on tällä hetkellä Kiina, missä yhtiön myynti on vielä hyvin vähäistä.

Jakelukanavastrategia vaihtelee oleellisesti maasta toiseen ja oikeiden kumppaneiden löytäminen on kriittistä

Jakelukanavastrategiassa hyvin keskeistä on huomioida erot maiden lainsäädännöissä. Esimerkiksi jo Ruotsissa markkina on Suomeen nähden hyvin erilainen, sillä Ruotsissa optikko ei lain mukaan saa koskea asiakkaan silmään. Tämän johdosta Suomessa Icarelle merkittävä kohderyhmä, eli optikkomyynti, ei ole Ruotsissa edes vielä auki. Tämän johdosta oikeiden jakelukumppaneiden löytäminen eri markkinoilla on hyvin kriittistä.

Kopioinnin uhka

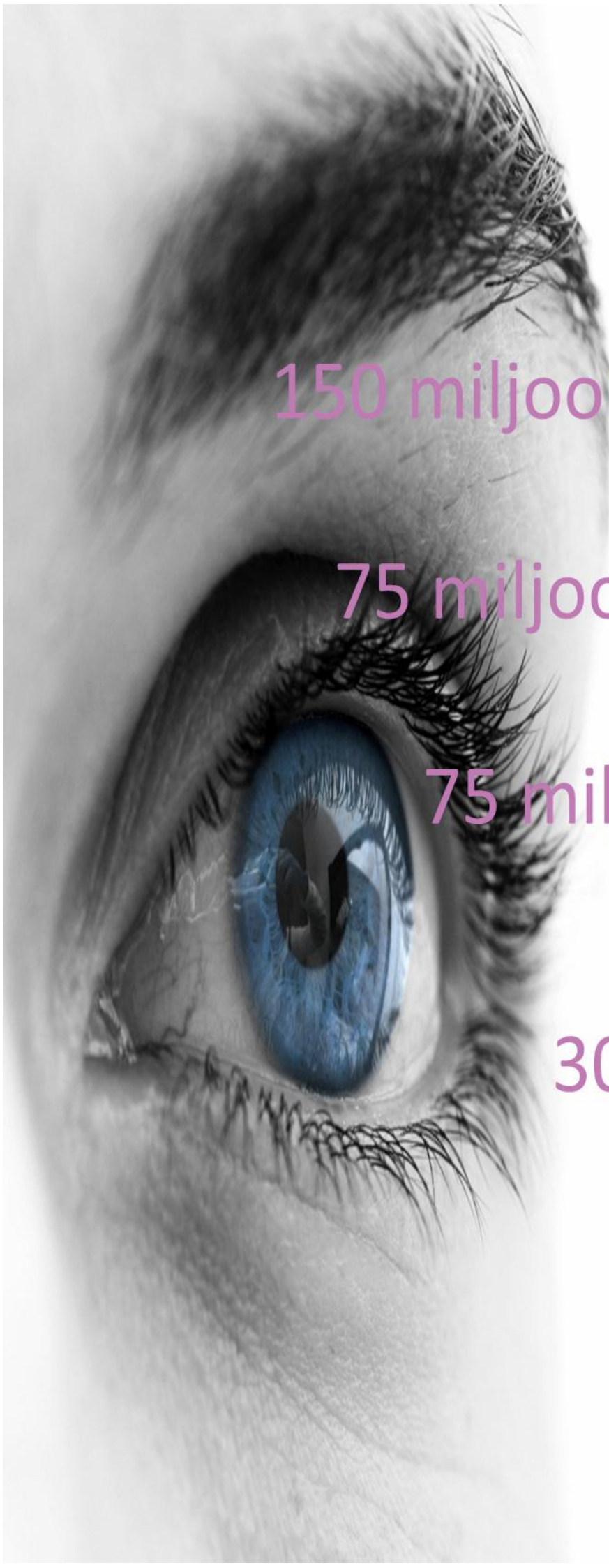
Icaren tuote on yritetty kopioida Kiinassa ja yhtiö on käynnistänyt oikeustoimet. Kyseinen valmistaja ehti myydä vain muutamia laitteita

Yhtiön mukaan Icaren teknologiaa on yritetty kopioida Kiinassa, missä yhtiö harkitsee oikeustoimien käynnistämistä ainakin yhtä toimijaa vastaan patentt loukkauksista. Yhtiön mukaan kyseinen toimija on ehtinyt myydä vain muutamia kymmeniä laitteita usean vuoden aikana. Selvityksemme mukaan kyseessä on todennäköisesti Kiinassa toimiva GetOptic, joka myy rebound-teknologiaan perustuvaa Icaren silmänpainemittaria läheisesti muistuttavaa laitetta reilun 2000 dollarin hintaan.

Kopioijat eivät pysty myymään Kiinan ulkopuolelle

Markkinoista Kiina on kopioinnin uhan kannalta todennäköisesti merkittävin. Jos kopiointia tapahtuisi eikä Icare pystyisi puolustamaan patenttejaan maassa, eivät nämä toimijat kuitenkaan pystyisi myymään Kiinan ulkopuolelle Icaren patenttisuojan ansiosta.

Yleisesti kopioinnin uhkaa suojaa Icaren mittaussuoritusnopeuteen liittyvä monimutkainen algoritmi, joka on vain yhtiöllä itsellään tiedossa. Lisäksi etenkin länsimaissa lääkäreiden kynnys käyttää tuntemattoman valmistajan tuotetta on erittäin korkea.



Glaukooma – väestön
ikäntyessä lisääntyvä
sairaus ja kasvava
mahdollisuus Icarelle

150 miljoonaa

glaukoomaa
sairastavaa ihmistä

75 miljoonaa

tietämättään
glaukoomaa
sairastavaa

75 miljoonaa

diagnosoitua
glaukooma-
potilasta

30%

ennustettu kasvu
glaukoomapotilaiden
lukumäärässä 2010-2020

Markkinat ja markkinapotentiaali

Silmänpaineen mittausta tarvitaan sekä glaukoomapotilaiden käyttöön että riski-alueella olevien ihmisten seulontaan

Icaren silmänpainemittareiden myynnin markkinapotentiaali perustuu niihin 150 miljoonaan ihmiseen, jotka sairastavat glaukoomaa. Näistä noin puolet on diagnosoitu ja puolet sairastaa tautia tietämättään. Glaukoomaa sairastavien 75 miljoonaan ihmisen on mitattava silmänpainetta säännöllisesti osana sairauden seurantaa ja hoitoa.

Normaalisti kohonnut silmänpaine havaitaan sattumalta silmälääkärin tarkastuksessa

Icaren menetelmän keksijän Antti Kontiolan tavoitteena oli kehittää laite, jolla potilaan silmänpaineen mittausta voidaan suorittaa ilman puudutusta kivuttomasti ja helposti, koska aiemmat teknologiat eivät tätä mahdollistaneet. Uutena mahdollisuutena Icarelle on nousemassa glaukooman seulontaan perustuva markkina. Aiemmin glaukooma on havaittu sattumalta silmälääkärin tarkastuksessa, mutta Icaren menetelmän helppous mahdollistaa täysin uuden seulontamekanismin syntyminen osaksi terveydenhuoltojärjestelmää. Tämä edellyttää glaukooman tietoisuuden kasvamista yhteiskunnassa sekä silmänpaineen mittauksen tuloa osaksi normaalia terveyden seurantaa.

Glaukoomapotilaisiin perustuva markkinapotentiaali

Maailman 75 miljoonaa diagnosoitua glaukoomapotilasta tarvitsevat säännöllistä silmänpaineen mittausta

Diagnosoitujen 75 miljoonan glaukoomaa sairastavan ihmisen tarve säännölliseen silmänpaineen seurantaan on ollut Icaren kasvun keskeinen perusta. Käytännössä Icaren kasvu tässä markkinassa perustuu etenkin markkinaosuuksien voittamiseen eli siihen, että sen teknologia korvaa mittausmenetelmissä vanhentuneita teknologioita. Sairauden diagnoosiin, seurantaan ja hoitoon tarkoitetuissa laitteissa Icaren käyttäjäryhmiä ovat pääasiassa silmälääkärit.

Silmänpaineen mittausta ei yksinään riitä glaukooman diagnoosiin

On tärkeää huomioda, että pelkkä silmänpaineen mittausta yksin ei riitä glaukooman diagnoosiin, vaan se edellyttää myös muita laitteita, joilla voidaan mitata silmän ominaisuuksia. Nämä ovat laitteita, joita Icaren kilpailijat toimittavat silmänpainemittareiden ohella. Icare on arvioinut näiden laitteiden kokonaismarkkinan kooksi noin 350-400 miljoonaa euroa.

Potilaan kotikäyttöön tarkoitetut mittarit ovat täysin uusi markkina

Täysin uusi markkina glaukoomapotilaissa ja taudin hoidossa on muodostumassa potilaan kotikäyttöön tarkoitetuista mittareista. Kotikäytössä oleva mittarit voivat toimia myös lääkärin antamina lainamittareina. Tällöin Icaren myynti yksittäistä silmälääkärinä kohden voi olla jopa kymmeniä laitteita.

Hyödyt potilaalle ja lääkärille

Rebound-menetelmä on nopea, kivuton ja helppo, mikä mahdollistaa sairauden tehokkaamman seurannan ja hoidon

Aiemmin glaukoomapotilaita on jouduttu mittaamaan laitteilla, jotka ovat kalliita, hankalia käyttää ja epämiellyttäviä potilaille (ilmapuhku ja applanaatio). Kilpailevien laitteiden kalibroinnin tarve on lisännyt niiden tulosten virheriskiä ja siten myös väärän diagnoosin riskiä. Vanhat teknologiat eivät myöskään ole käytettävyyden kannalta mahdollistaneet sairauden hoitoa ja seurantaa vastaavalla tasolla kuin Icaren kädessä pidettävät ja helppokäyttöiset silmänpainemittarit.

Silmänpaineen mittausta useita kertoja päivässä ei ole ollut helposti toteutettavissa ennen Icareä

Etenkin vaikeaa glaukoomaa sairastavien silmänpainetta tulisi mitata sovitussa jaksossa useita kertoja päivässä, sillä silmänpaine vaihtelee päivän aikana ja on tyypillisesti korkeammillaan öisin. Tutkimusten mukaan yli 50 % silmänpaineen piikeistä tapahtuu toimistoaikojen ulkopuolella. Vanhat

teknologiat eivät mahdollista esimerkiksi kotimittausta, vaan potilaan on vietettävä pahimmillaan yö sairaalassa mittausten takia. Lisäksi kotimittaus mahdollistaa lääkärille luotettavamman diagnoosin. Joidenkin tutkimusten mukaan korkein glaukoomariski on niillä potilailla, joilla silmänpaineen vaihtelu on suurta, mutta asiaan liittyvä tietämys ei ole vielä kattavaa. Mikäli glaukooman hoidon tunnistetaan yleisesti vaativan tiheimmin suoritettavia mittauksia kuin mitä vanhojen teknologioiden aikana on tehty, tulee tämä tukemaan Icaren teknologian yleistymistä. Nykyisissä järjestelmissä silmänpaineen mittaus on vain yksi ajanleikkaus keskeltä päivää, sillä ilmapuhku tai silmän puuduttaminen useita kertoja päivässä ei olisi inhimillistä.

Glaukooman seulontaan perustuva markkinapotentiaali

Yhtiön todellinen kasvupotentiaali perustuu glaukoomapotilaiden seulontaan

Jos Icare on tähän mennessä kasvanut ja helpottanut niiden ihmisten elämää, jotka on diagnosoitu, niin yhtiön seuraava kasvuharppaus tulee perustumaan näkemyksemme mukaan niiden seuraavan 75 miljoonan ihmisen seulontaan, jotka sairastavat tietämättään glaukoomaa. Pahimmillaan sokeuteen johtavan taudin eteneminen voidaan ehkäistä, mikäli tauti todetaan riittävän varhain ja sitä seurataan huolellisesti. Taudin yleistyminen väestön ikääntyessä lisää painetta seulontajärjestelmien luomiseen eri maissa. Käytännössä seulonta tarkoittaa silmänpaineen mittausten järjestämistä suurille massoille esimerkiksi yhteistyössä optikkoliikkeiden kanssa tai osana yhteiskunnan terveydenhuoltojärjestelmää. Kohonneen silmänpaineen henkilöt voidaan tämän jälkeen lähettää silmälääkärille diagnoosia varten, sillä silmänpaineen mittaus yksinään ei riitä glaukooman diagnoosiin.

Uusien kohderyhmien globaali potentiaali on moninkertainen pelkkiin silmälääkäreihin verrattuna

Icaren suurimman kasvuajurin ja potentiaalin taustalla olevassa glaukooman seulonnassa yhtiölle relevantteja kohderyhmiä ovat silmälääkäreiden lisäksi esimerkiksi optometristit, optikot, yleislääkärit, sairaanhoitajat, kehitysapujärjestöt, armeijat ja ensiapuasemat. Verrattuna glaukoomaa sairastavien laitemyyntiin kohderyhmiin, on näiden kohderyhmien globaali potentiaali moninkertainen. Käytännössä näiden ryhmien saavuttaminen tarkoittaisi Icaren tuotteen siirtymistä suurempiin massamarkkinoihin.

Monet Icaren tavoittelemat kehitysmaat ovat myös silmänpainemittareiden myynnille täysin uusia markkinoita

Täysin uusi ja hyvin merkittävä kasvupotentiaali seulonnassa on etenkin kehitysmaissa, joissa silmänpaineen mittaus on tähän mennessä ollut harvinaista, koska maissa ei ole ollut erikoislääkäreitä tai varaa kalliisiin laitteisiin. Icaren mittausmenetelmä pystyy tehostamaan seulontaa huomattavasti niissä maissa, joissa ei ole normaalia terveydenhuoltojärjestelmää. Laitteen pienen koon ja kannettavuuden takia maan infrastruktuuri ei esimerkiksi aseta rajoitteita seulonnan järjestämiselle. Lisäksi mittauksen suorittavalta henkilöltä ei vaadita erityiskoulutusta. Icare on jo aloittanut kehitysmaissa yhteistyötä esimerkiksi kehitysapujärjestöjen kanssa. Kehitysmaan hyvinvointi kasvaa, kun helposti vältettävissä olevat sokeutumiset pystytään estämään.

Seulonnan hyödyt

Seulonta on keskeisessä roolissa glaukooman ennaltaehkäisevässä hoidossa ja sokeuteen etenevien tapausten välttämässä

Korkean silmänpaineen ihmisten seulonta on keskeisessä roolissa glaukooman ennaltaehkäisevässä hoidossa. Sairastavien ihmisten seulomisessa eli taudin riittävän varhaisen toteamisen onnistumisessa Icaren rebound-teknologia on käytännössä ainoa järkevä vaihtoehto, jolla seulonta voi tapahtua riittävän tehokkaasti.

Vanhat teknologiat eivät mahdollista tehokasta seulontaa

Icare mahdollistaa seulonnan ilman erikoislääkäreitä

Seulontapisteistä voi tehdä myös esimerkiksi optikkoliikkeelle kannattavaa liiketoimintaa

Ensinnäkin, vanhoihin teknologioihin perustuva mittaus on potilaalle epämiellyttävä ja vie aikaa. Kun seulonta käsittää suuria määriä ihmisiä ympäri maailmaa, sen pitää tapahtua nopeasti. Esimerkiksi silmän puuduttamista edellyttävä aplanaatiomenetelmä ei ole tällöin mahdollinen. Toiseksi, Icaren helppokäyttöisyyden ansiosta seulonta pystytään toteuttamaan ”normaalin järjestelmän” eli erillisen silmälääkärin tarkastuskäynnin ohitse. Käytännössä mittauksen voi tällöin suorittaa optikko, optometrismi, yleislääkäri tai jopa sairaanhoitaja. Kyseessä on käytännössä täysin uusi markkina, joka on vasta syntymässä.

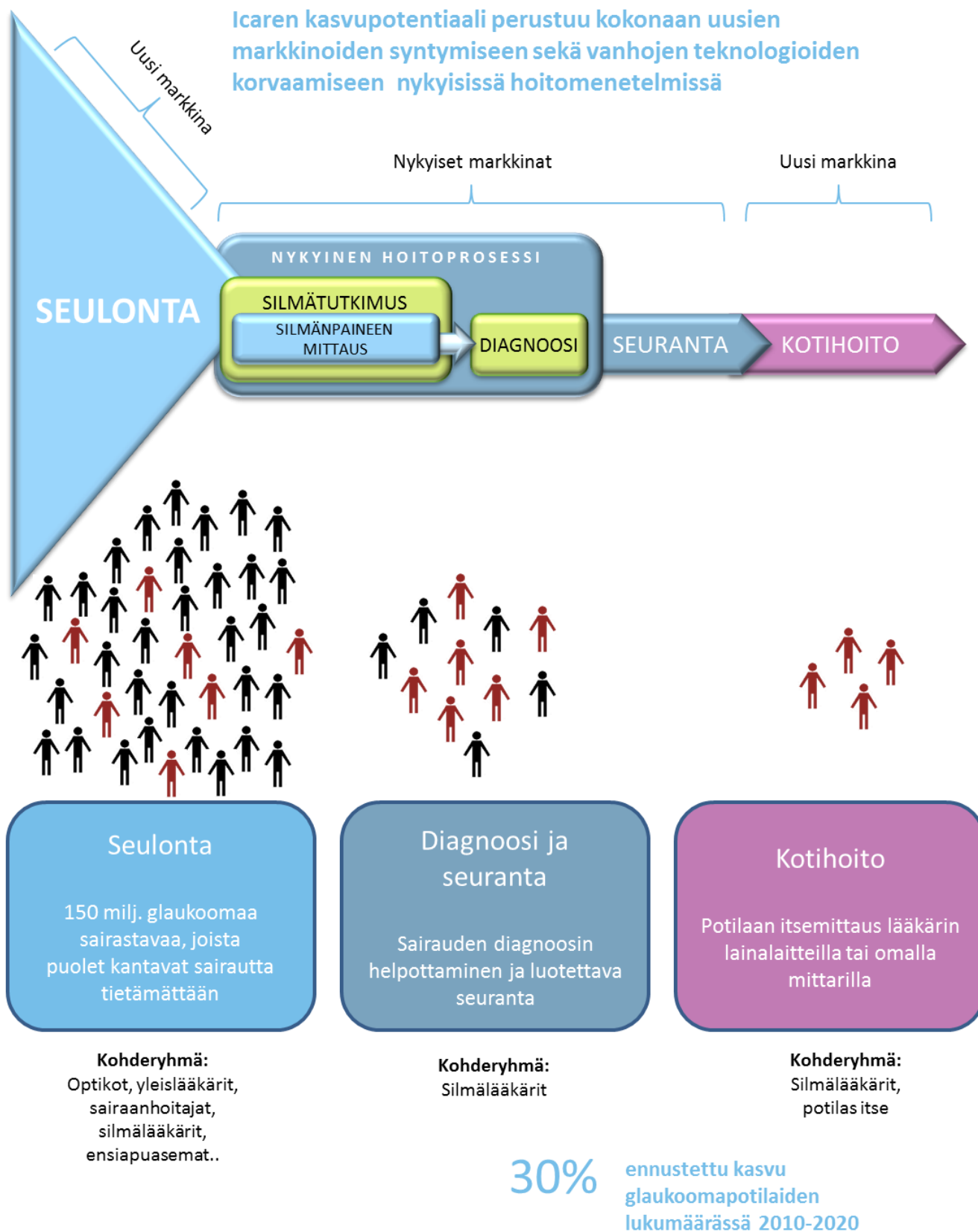
Seulonnasta voidaan tehdä myös esimerkiksi optikkoliikkeelle kannattavaa liiketoimintaa. Tällä hetkellä Suomessa lukuisat optikkoliikkeet tarjoavat silmänpaineen mittausta Icaren laitteella noin 10 euron hintaan. Oheisessa esimerkkilaskelmassa on esitetty optikkoliikkeen investoinnin takaisinmaksuaika, mikäli mittauksia tehdään 10 kappaletta päivässä. Haaste on saada tietoisuus glaukoomasta kasvamaan ja sitä kautta ihmisten oma-aloitteinen mittauksissa käynti yleistymään.

Esimerkkilaskelma seulontapisteestä

Optikkoliikkeen seulontapiste: 2000 mittausta vuodessa

Mittauksen hinta	2000 x	á 5 €	10 000 €
Anturit	2000 x	á 1 €	- 2 000 €
<u>Henkilöstökulu (5 min/mittaus)</u>		<u>á 2 €</u>	<u>- 4 000 €</u>
Mittauspisteen tulos			4 000 €
 Laiteinvestointi			 2 800 €
Investoinnin takaisinmaksuaika			8 kk

Lähde: Icare Finland Oy



Icaren arvoketjustratégia

Icaren nykyinen jakelu ja kohderyhmä keskittyvät pääasiassa silmälääkäreihin sekä jatkossa vahvemmin myös glaukoomapotilaisiin

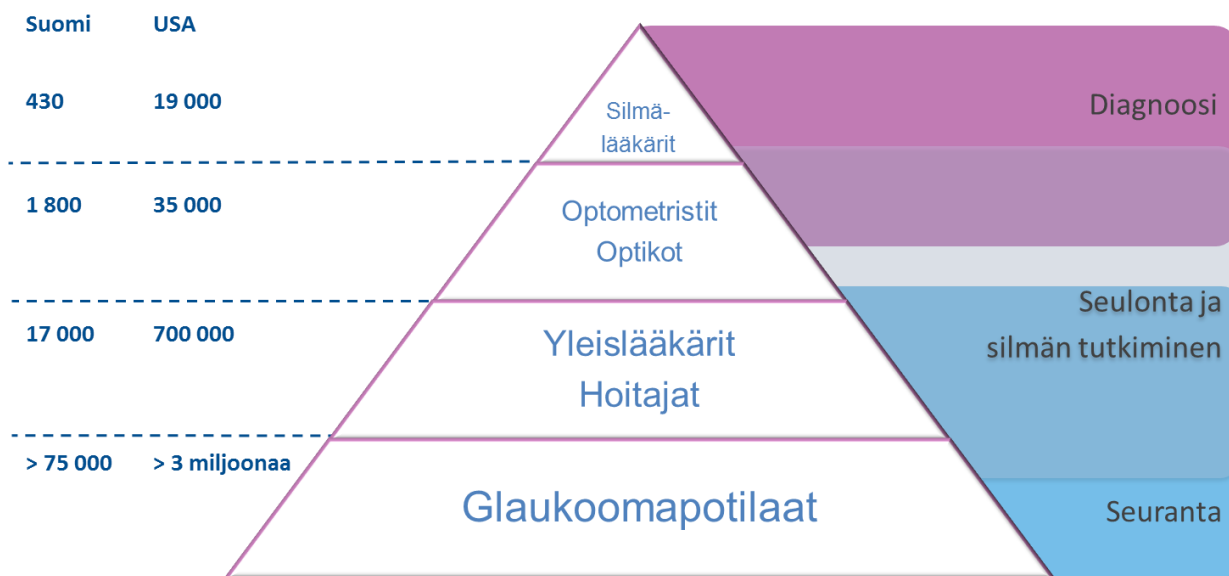
Icaren markkinapotentiaalia voidaan tarkastella yhtiön eri käyttäjäryhmiin perustuvan arvoketjustratégian näkökulmasta. Icaren nykyinen markkina, jakelu ja tuotetarjonta kohdistuvat pääasiassa ohessa esitetyn kolmion ylimpiin kerroksiin. Uutena kasvavana alueena on alin porras eli glaukoomapotilaat, missä yhtiö tarjoaa kotihoitoon tarkoitettua ONE-tuotetta. Kotihoitomittareiden markkinan luomista helpottaa se, että myynnin jakelukanava on käytännössä sama kuin kolmion ylimmässä kerroksessa. Laitteita tulee potilaiden käyttöön esimerkiksi hoitavan lääkärin antamina lainalaitteina.

Yhtiön haaste on jakelukanavastrategian luominen uusiin laajempiin kohderyhmiin.

Icaren suurin haaste on uuden markkinan luominen arvoketjustratégian kesimmäisiin portaisiin, eli seulonnan ja ennaltaehkäisevän hoidon markkinaan. Ongelmana tämän valtavan markkinan saavuttamisessa on esimerkiksi perinteisestä poikkeavat jakelukanavat. Uskomme yhtiön parhaillaan kartoittavan mahdollisuutta hankkia erilaisia OEM-kumppanuuksia (jokin suuri omalla brändillä toimiva terveydenhuollon laitetoimittaja), joilla olisi valmiit jakelukanavat sekä kumppanuudet näiden käyttäjäryhmien saavuttamiseksi. Icarella itsellään ei ole pienenä organisaationa resursseja ottaa näin suurta markkinaa haltuun. OEM-kumppanuuden kautta yhtiö pystyisi skaalaamaan teknologiansa yhä laajempien käyttäjäryhmien ulottuville, mikä tarkoittaisi myös kaupallisesti merkittävä potentiaalia. OEM-strategian riskinä on neuvotteluvoima suurta kumppania vastaan sekä Icaren oman jakelukanavan myynnin mahdollinen kannibalisointi.

Pidämme mahdollisena, että yhtiö lähtee tavoittelemaan uusia kohderyhmiä OEM-kumppanuuden kautta

Icaren arvoketjustratégia



Lähde: Icare Finland Oy

Maantieteelliset markkina-alueet

Yhdysvallat vastaa noin 40 % myynnistä

Yksittäisistä maista Icaren tärkein markkina on Yhdysvallat noin 40 % osuudella. Icare on perustanut oman myyntiyhtiön Yhdysvaltoihin, joka aloitti toimintansa tammikuussa 2012. Icare myy tällä hetkellä Yhdysvalloissa ensimmäisen sukupolven tuotteita, sillä kotihoitoon tarkoitetut mittarit eivät ole saaneet vielä FDA:n myyntilupaa.

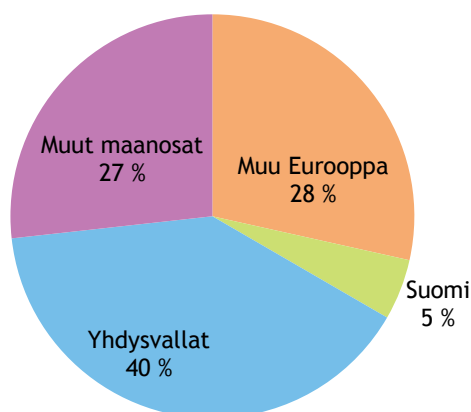
Eurooppa ja Japani ovat myös tärkeitä markkinoita

Muita tärkeitä markkinoita ovat Japani sekä Eurooppa. Kotimarkkinalla Suomessa Icare on saavuttanut hyvin vakiintuneen aseman ja yhtiön vuotuinen liikevaihto on vakiintunut noin puolen miljoonan euron tasolle.

Suurin kasvupotentiaali on BRIC-maissa, missä yhtiö on vasta käynnistämässä myyntiään

Kehittyvillä markkinoilla BRIC-maat edustavat Icaren suurinta kasvupotentiaalia. Yhtiö kasvoi viime vuonna voimakkaasti etenkin Venäjällä. Intiassa Icare on toiminut jo pidempään yhteistyössä kehitysapuorganisaatioiden kautta. Kiina ja Brasilia ovat suurimpia yhtiön toistaiseksi lähes koskemattomia markkinoita, missä jakeluverkoston rakentamista ollaan vasta käynnistämässä.

Icaren liikevaihdon arvioitu jakautuminen 2012



Huom: luvut ovat suuntaa antavia ja perustuvat Icare Finland Oy:n tilinpäätöstiedoista sekä Revenio Groupin vuosikertomuksesta tekemiimme arvioihin

Ennusteet

Historiallinen kehitys

Liikevaihto yli kolminkertaistunut vuodesta 2006

Icare Finland Oy on yli kolminkertaistanut liikevaihtonsa vuoden 2006 jälkeen. Kasvu on ollut erittäin tasaista läpi historian ja samaan aikaan yhtiö on pitänyt kulurakenteen hyvin kevyenä, mikä on mahdollistanut 40 % tuntumassa olevat liikevoittomarginaalit. Materiaalien ja valmistuksen kulut vastaavat noin 20 % liikevaihdosta, minkä jälkeen suurimmat kuluerät ovat henkilöstökulut sekä liiketoiminnan muut kulut. Kevyen taserakenteen johdosta poistoilla ei ole oleellista vaikutusta kulurakenteeseen.

2012 liikevoitto oli 5,4 miljoonaa euroa

Vuonna 2012 Icare Finland Oy:n liikevaihto oli 10 miljoonaa euroa vuonna 2012. Kun lukuun huomioidaan Yhdysvaltain myyntiyhtiö, oli liikevaihto 11,1 miljoonaa euroa. Myyntiyhtiön konsolidoinnilla tuloslaskelmaan ei olisi oleellista vaikutusta liikevoittoon. Icare Finland Oy:n liiketulos 2012 oli 5,4 miljoonaa euroa. Kun lukuun kohdistetaan emoyhtiö Revenio Group Oyj:n kulut, oli liiketulos Revenion segmenttiraportoinnissa 4,4 miljoonaa euroa. Tarkastelemme tässä yhtiötä kuitenkin itsenäisenä kokonaisuutena.

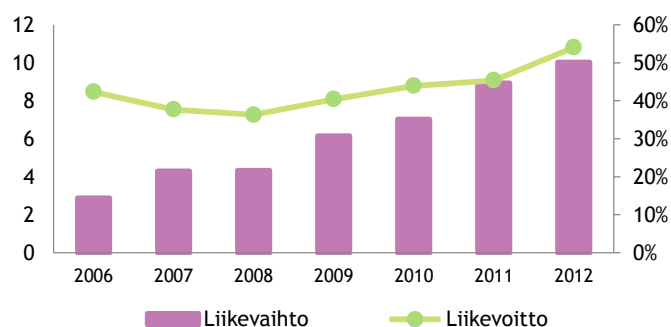
Silmänpainemittarien 2012 myynti oli noin 5 tuhatta kappaletta ja anturimyynti noin 5 miljoonaa kappaletta

Yhtiön mukaan se toimitti vuonna 2012 noin 5 tuhatta silmänpainemittaria sekä noin 5 miljoonaa anturia. Anturit vastasivat viime vuonna yli 20 % liikevaihdosta. Käyttäen näitä lukuja pohjatietona olemme arvioineet laitemyynnin keskihinnan olevan tällä hetkellä noin 1650 euroa per laite sekä antureiden keskihinnan olevan noin 47 senttiä. Jakeluportaan korkean marginaalin johdosta loppuhinnat ovat huomattavasti korkeampia.

Tase on erittäin kevyt ja sitoo ainoastaan käyttöpääomaa

Yhtiön tase on erittäin kevyt ja taseen loppusumma vain 4,5 miljoonaa euroa (2012). Icaren liiketoiminta sitoo käytännössä ainoastaan käyttöpääomaa. Arvioimme ennustemallissamme yhtiön käyttöpääomatarpeen olevan 13 % liikevaihdosta koostuen varastoista (6 %), saamisista (15 %) sekä taseen vastattavien puolella korottomista veloista (8 %). Pienen sitoutuneen pääoman johdosta yhtiön nettotulos on hyvin lähellä rahavirtaa.

Liikevaihto ja liikevoitto-% (Icare Finland Oy) 2006-2012



Lähde: Icare Finland Oy

Ennuste: liikevaihdon muodostuminen

Perusennustemme perustuu patenttien umpeutumisen jälkeisen ajan osalta hyvin varovaisiin oletuksiin

Perusennustemme yhtiön liiketoiminnalle perustuu pitkällä aikavälillä suhteellisen konservatiiviseen skenaarioon, jossa yhtiö jatkaa nykyistä tasaista kasvuaan vuoteen 2020 asti erinomaisella kannattavuudella, minkä jälkeen patenttien umpeutumisen johdosta keskihinnat sekä kannattavuus normalisoituvat selvästi alemmille tasoille. Tavoittemme on mallintaa yhtiön liiketoiminnan kehittyminen patenttisuojan aikana. Pyrimme arvonmäärityksessä siten jättämään hyvin pienen painoarvon patenttien

umpeutumisen jälkeiselle aikajaksolle varovaisuuden nimissä. Ennuste ei myöskään pidä sisällään odotuksia suurista yksittäisistä kasvuharppauksista, joita esimerkiksi OEM-kumppanuus tai uusien kohderyhmien saavuttaminen voisivat tuoda.

Ennustamme laitemyynnin kasvavan 15-18 % vuodessa patenttien umpeutumiseen asti

Ennusteessamme yhtiön laitemyynti kasvaa 18 % vuodessa vuosina 2013-2015, 15 % vuodessa vuosina 2016-2019 ja tämän jälkeen kasvu tasaantuu alle 10 % tasolle. Ennusteessa laitekanta ylittää 100 000 rajan vuonna 2020. Laitteiden keskihinta pysyy nykyisellä tasolla vuoteen 2017 asti, minkä jälkeen ennustamme laitteisiin 10 % vuotuista hintaeroosiota patenttien umpeutumisen sekä volyymin kasvun johdosta.

Anturimyynti vauhdittaa kasvua kasvavan laitekannan kuluttaessa enemmän antureita

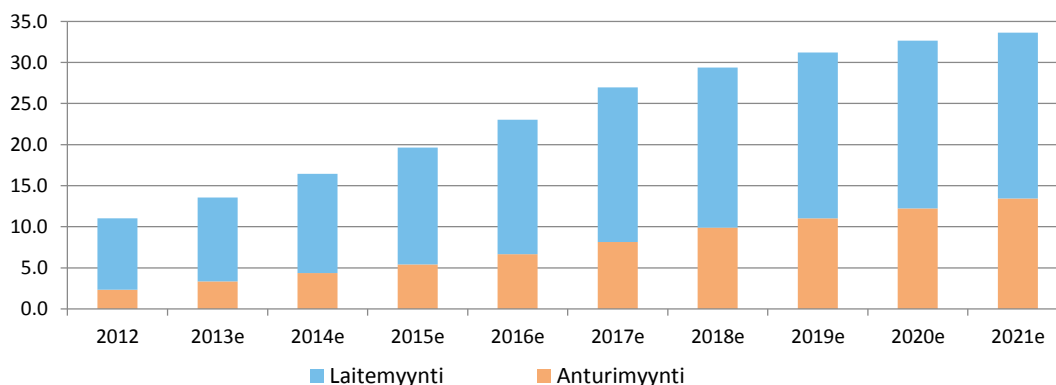
Anturimyynti tulee olemaan laitemyynnin ohella tärkeässä roolissa kasvussa lähivuosina. Arviomme mukaan yksi laitekannassa oleva mittari kuluttaa tällä hetkellä noin 170 anturia vuodessa. Määrä vaihtelee huomattavasti riippuen maasta, sillä esimerkiksi Intiassa antureita pestään ja uudelleen käytetään kielloista ja riskeistä huolimatta. Laitekohtaisen anturikulutuksen voidaan kuitenkin olettaa kasvavan lähivuosina, sillä etenkin seulonnan yleistymisen tarkoittaa anturivolymien voimakasta kasvua. Ennustamme laitekohtaisen anturikulutuksen nousevan noin 260 anturiin vuodessa vuoteen 2018 mennessä. Antureiden keskihintojen odotamme laskevan 5 % vuodessa alkaen vuodesta 2017, jolloin osa patenteista umpeutuu. Yhtiön kilpailusuoja anturimyyntissä on hyvin vahva, sillä olemassa olevan laitekannan käyttäjät eivät todennäköisesti käyttäisi muun valmistajan antureita. Anturimyynti nousee ennusteessamme siten vastaamaan 35-40 % osuutta yhtiön liikevaihdosta pitkällä aikavälillä. Korostamme tämän myynnin kilpailusuojan ja hinnoitteluvoiman olevan erittäin vahvaa.

Odotamme anturimyyntin nousevan 30-40 % tasolle liikevaihdosta pitkällä aikavälillä

Kokonaisuudessaan liikevaihtoennusteemme olettaa yhtiön kasvavan noin 20 % vuodessa vuoteen 2017 asti, minkä jälkeen kasvu tasaantuu alle 10 %:iin.

Liikevaihdon muodostuminen perusennusteissa

	2012	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e
Laitemyynti	5250	6195	7310	8626	9920	11408	13119	15087	16973	18670
Keskihinta	1650	1650	1650	1650	1650	1650	1485	1337	1203	1083
Liikevaihto - laitteet MEUR	8.7	10.2	12.1	14.2	16.4	18.8	19.5	20.2	20.4	20.2
Laitekanta	30 000	35 595	42 193	49 975	58 896	69 125	80 862	94 331	109 417	125 899
Laitekannan poistuma		2.0 %	2.0 %	2.0 %	2.0 %	2.0 %	2.0 %	2.0 %	2.0 %	2.0 %
Anturimyynti per laite	167	200	220	230	240	250	260	260	260	260
Anturin keskihinta EUR	0.47	0.47	0.47	0.47	0.47	0.47	0.45	0.42	0.40	0.38
Anturimyynti mkpl	5.0	7.1	9.3	11.5	14.1	17.3	21.0	24.5	28.4	32.7
Liikevaihto - anturit MEUR	2.4	3.3	4.4	5.4	6.6	8.1	9.4	10.4	11.5	12.5
Liikevaihto Icare MEUR	11.1	13.6	16.4	19.6	23.0	26.9	28.9	30.6	31.9	32.7
Liikevaihdon kasvu-%		22 %	21 %	20 %	17 %	17 %	7 %	6 %	4 %	3 %
Anturimyynti-%	21 %	25 %	27 %	28 %	29 %	30 %	33 %	34 %	36 %	38 %
Laitemyynnin kasvu-%		18 %	18 %	18 %	15 %	15 %	15 %	15 %	13 %	10 %
Anturimyyntin kasvu-%		42 %	30 %	24 %	23 %	22 %	22 %	17 %	16 %	15 %



Lähde: Inderes

Ennuste: kannattavuus

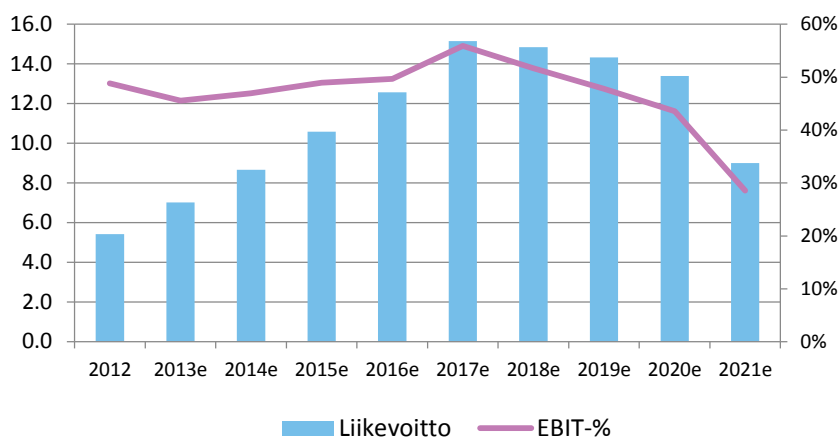
Ennustamme liikevoitto-%:n säilyvän vakaana ennen patenttien umpeutumista

Kannattavuusennusteissamme oletamme yhtiön pystyvän pitämään liikevoittomarginaalit noin 50 % tasolla. Meidän on vaikea nähdä yhtiön kulurakenteessa niin voimakasta kasvua, että marginaalit painuisivat selvästi tämän alapuolelle. Lisäksi hankintakustannuksia saadaan todennäköisesti alennettua volyymikasvun myötä eikä yhtiön tuotteilla ole hintapaineita patenttien umpeutumista edeltävänä aikana.

Liikevoitto saavuttaa ennusteessa huippunsa 2016-2017 noin 14 miljoonassa eurossa

Odotamme yhtiön liikevoiton saavuttavan huippunsa noin 14-15 miljoonan euron tasolla vuosina 2016-2017 ennen patenttien umpeutumista. Tämän jälkeen kannattavuus alkaa vähitellen tasaantua oletetun lisääntyvän kilpailupaineen myötä. On tärkeää huomioida, että ennustemallimme raju tulospudotus 2020-2021 johtuu siitä, että pidämme pitkän aikavälin ennusteen konservatiivisena arvonmääritysmallin luotettavuuden takia. Mikäli olettaisimme kannattavuuden säilyvän vakaampana, olisi arvo huomattavasti korkeampi.

Liikevoitto ja liikevoitto-% (Icare Finland Oy)



Lähde: Inderes

Arvonmääritys

Yhtiön tuloksen ennustettavuus on melko hyvä tämän vuosikymmenen loppupuolelle asti, minkä vuoksi painotamme arvostuksessa lähivuosia

Icaren arvoa tarkasteltaessa yhtiön voi yksinkertaistettuna kuvitella olevan tällä hetkellä rahakone, joka jauhaa melko pienellä riskillä omistajalleen ainakin vuodet 2013-2017 hyvin tasaista ja kasvavaa rahavirtaa vahvan patenttisuojan ansiosta. Tästä eteenpäin rahavirtojen muodostumiseen liittyy suurempi kilpailullinen riski ja epävarmuus. Tämän johdosta painotamme DCF-arvonmäärityksessämme lähivuosien rahavirtoja ja pyrimme tarkoituksella pitämään ikuisuusoletuksen (terminal year) painoarvon arvonmäärityksessä hyvin pienenä.

Käymme ohessa läpi yhtiön arvonmäärityksen pohjautuen DCF-rahavirta-analyysiin sekä jäljempänä vertailuryhmän kertoimiin perustuvaan analyysiin. Painotamme rahavirta-analyysissä, että yhtiön arvo riippuu hyvin voimakkaasti siitä, millaisia oletuksia teemme yhtiön kehityksestä kuluvaan vuosikymmenen jälkeen, kun yhtiön kilpailusuoja heikkenee patenttien umpeutumisen jälkeen.

DCF-arvo eri skenaarioissa

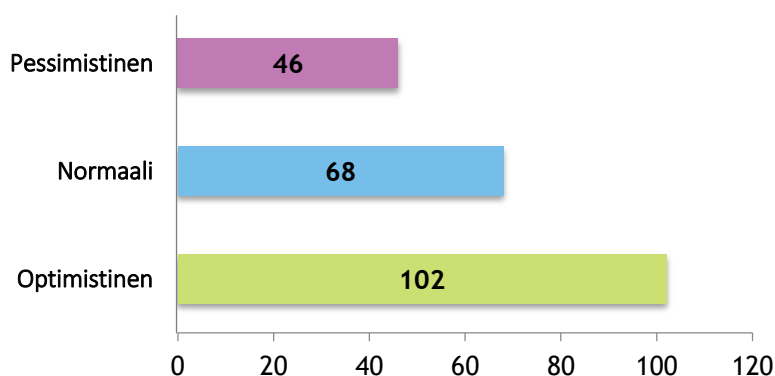
Yhtiön nettotulos on hyvin lähellä rahavirtaa, mikä parantaa DCF-mallin luotettavuutta

Rahavirtapohjaisessa arvonmäärityksessä lasketaan yhtiön tulevien rahavirtojen nykyarvo. Perustamme arviomme pessimistiseen, normaaliin sekä optimistiseen skenaarioon. Icaren kohdalla rahavirtapohjaisen arvonmäärityksen luotettavuutta parantaa huomattavasti se, että yhtiön nettotulos on käytännössä todella lähellä rahavirtaa ja rahavirtojen ennustettavuus siten parempi.

Arviomme pääoman kustannuksesta on 9,3 % ja ikuisuuskasvusta 2,5 %

Arvonmäärityksessä käytetty pääoman kustannus (WACC-%) on määritetty seuraavasti: riskiton korko 4,0 %, markkinoiden riskipreemio 4,8 %, Beta 0,70 ja likviditeettipreemio 2,0 %. Yrityksen oletetaan toimivan täysin velattomalla pääomarakenteella. Laskelman mukainen pääoman kustannus on 9,3 %. Arviomme pääoman kustannuksesta vastaa Revenio Group Oyj:n Icaren liikearvotestauksessa käyttämää laskentakorkoa (Vuositiedote 2012). Ikuisuusoletuksen (terminal-vuosi) kasvuksi on oletettu 2,5 %.

Yritysarvo (EV) eri skenaarioissa (MEUR)



Lähde: Inderes

Normaali skenaario perustuu edellisen osion ennusteeseen

Patenttien umpeutumisen jälkeisen ajan painoarvo on tuloksessa pieni

Optimistisessa skenaariossa yhtiö onnistuu laajenemaan uusiin käyttäjäryhmiin sekä säilyttää vahvemman kilpailuedun patenttien umpeutumisen jälkeen

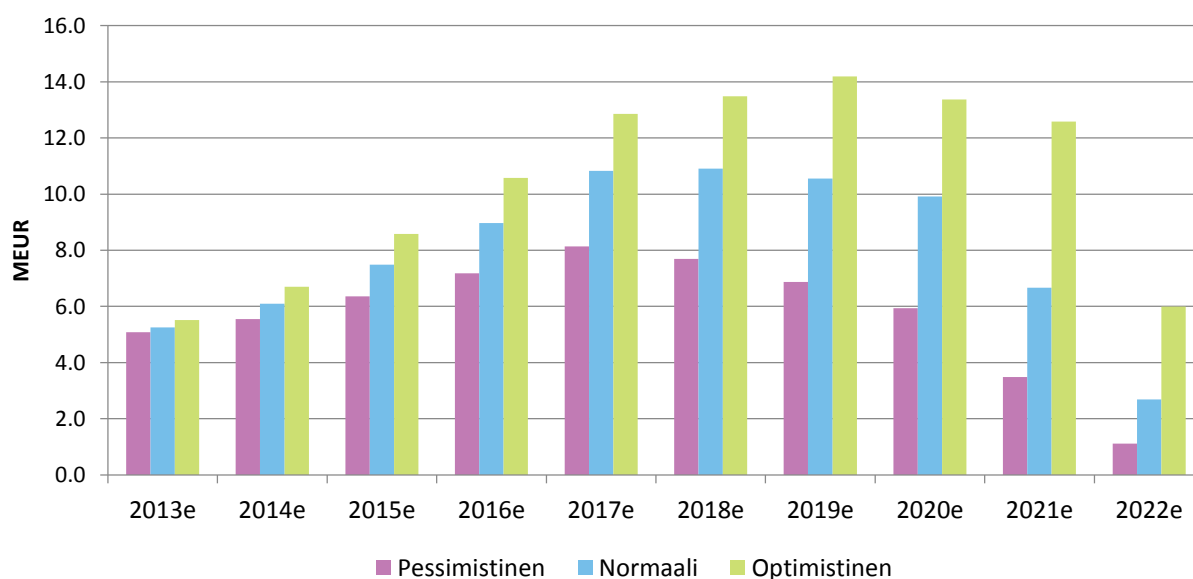
Pessimistisessä skenaariossa yhtiön kasvu hidastuu ja patenttien umpeutumisen jälkeiselle ajalle ei anneta juurikaan painoarvoa

Normaali skenaario arvonmäärittämisessä perustuu edellisessä osiossa esittämäämme ennusteeseen. Yhtiön rahavirta nousee tässä skenaariossa 5 miljoonasta eurosta vuonna 2013 noin 8 miljoonaan vuosina 2017-2018 ja laitekanta ylittää 100 000 vuonna 2020. Tämän jälkeen rahavirta laskee varovaisuusoletuksen mukaisen lisääntyvän kilpailupaineen ja kannattavuuden laskun myötä. Terminal-vuoden kasvuarvoksi on oletettu 2,5 %. Normaalin skenaarion arvonmäärittämisellä yhtiön arvoksi (velaton arvo, EV) muodostuu 68 miljoonaa euroa. Ikuisuusoletuksen (rahavirrat 2013-2022 ennustejakson jälkeen) painoarvo on kohtalainen 25 %, mikä heijastelee arvonmäärittäksen tuloksen painottumista lähivuosien rahavirtoihin.

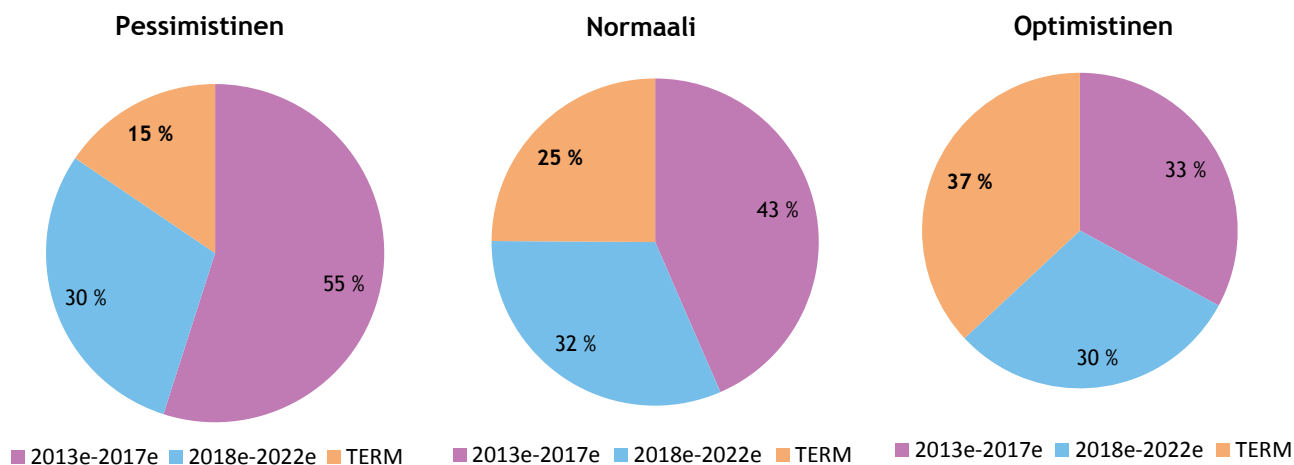
Optimistinen skenaario perustuu oletukseen, jossa yhtiö saa voimistettua liikevaihdon kasvua huomattavasti laajentamalla uusiin käyttäjäryhmiin. Lisäksi yhtiö onnistuu tässä skenaariossa ylläpitämään hyviä marginaaleja myös patenttien umpeutumisen jälkeen. Ennusteessa laitemyyntin vuotuinen kasvu on 30 % korkeampi kuin normaalissa skenaariossa ja laitekanta nousee yli 130 000 kappaleeseen vuonna 2020. Toinen keskeinen oletus tässä skenaariossa on se, että yhtiö onnistuu patenttien umpeutumisen jälkeen suojaamaan kilpailuetuaan ja marginaalit laskevat huomattavasti vähemmän kuin normaalissa skenaariossa. Näin arvonmäärittämisestä huomattavasti korkeamman painoarvon 2020 vuoden jälkeisille epävarmoille rahavirroille. Optimistisen skenaarion mukaisen arvonmäärittäksen tulos on 102 miljoonaa euroa. Ikuisuusoletuksen painoarvo on arvossa 37 %.

Pessimistisessä skenaariossa yhtiö epäonnistuu kasvupotentiaalin realisoimisessa ja kasvu hidastuu lähivuosina. Lisäksi tässä skenaariossa yhtiö epäonnistuu patenttien umpeutumisen jälkeisen kilpailu-uhan hallinnassa ja marginaalit heikkenevät huomattavasti vuosikymmenen lopun jälkeen. Lähivuosien kasvuennusteet ovat tässä skenaariossa hieman alle puolet alhaisempia kuin normaalissa skenaariossa ja laitekanta ylittää 80 000 laitetta vuonna 2020. Tässä skenaariossa arvonmäärittäksen painoarvo vuosikymmenen lopun jälkeen on hyvin pieni. Pessimistisen skenaarion mukaisen arvonmäärittäksen tulos on 46 miljoonaa euroa. Ikuisuusoletuksen painoarvo on tässä arvonmäärittäksessä vain 15 %.

Rahavirtaennuste eri skenaarioissa



Diskontatun rahavirran jakautuminen ajanjaksoittain eri skenaarioiden arvonmäärittelyssä



Lähde: Inderes

Vertailuryhmäarvostus

Menetelmässä yhtiö arvotetaan verrokkiryhmän arvostuskertoimilla

Vertailuryhmään on valittu suoria kilpailijoita sekä optical healthcare -sektorin keskeisiä toimijoita

Vertailuryhmään perustuvassa arvonmäärittelyssä yhtiön arvoa tarkkaillaan näkökulmasta, jossa ajatellaan yhtiön olevan arvotettu samoilla kertoimilla kuin vertailuyhtiöt. Vertailuyhtiöt ovat huomattavasti suurempia yhtiöitä joiden hinnoittelun markkinoilla voi olettaa olevan tehokasta, jotta saamme luotettavamman otoksen alan yhtiöiden arvostustasoista. On huomioitava, ettei täydellistä vertailuryhmää ole olemassakaan ja yhtiöt ovat profiililtaan hyvin erilaisia. Kyseessä on enemmänkin havainnollistus arvostuksesta. Olemme valinneet verrokeiksi yhtiön suoria kilpailijoita sekä optiikan alueella ("optical healthcare") toimivia terveydenhuollon laite- ja teknologiayhtiöitä.

Vertailuryhmän viimeisen 12 kuukauden P/E -luvun mediaani on 26,3x ja kuluva tilikauden ennusteista laskettu P/E 19,9x. Vastaavat EV/EBITDA -kertoimet ovat 13,5x sekä 12,3x. Icare nettovelka on käytännössä nolla, minkä johdosta P/E -lukuun pohjautuva arvostus heijastelee tässä yhteydessä myös yritysarvoa (EV).

Vertailuryhmäarvostus päivämäärällä 6.3.2013

Ennusteet: Capital iQ/Thomson Reuters	P/E		EV/EBITDA		Valuutta	Maa	Markkina-arvo MEUR
	TTM	2013e	TTM	2013e			
Ametek	21.9	19.9	13.2	12.2	USD	USA	7842
Halma	18.4	19.0	13.5	13.0	GBP	Iso-Britannia	2158
Topcon	128.5	174.6	13.8	13.0	JPY	Japani	661
Medtronic	14.4	12.4	10.0	9.2	USD	USA	35636
Carl Zeiss Meditec	26.3	21.7	13.6	11.9	EUR	Saksa	1920
The Cooper Companies	28.8	17.4	13.2	12.3	USD	USA	3890
Essilor International SA	34.4	25.8	16.3	14.7	EUR	Ranska	16761
Mediaani	26.3	19.9	13.5	12.3			

TTM=rullaava 12kk

Lähde: Capital iQ, Reuters

EV/EBITDA -kertoimilla Icaren arvo on 77-87 MEUR välillä ja P/E-kertoimilla 106-107 MEUR välillä

Vertailuryhmään perustuvan arvonmäärittelyn etuna on sen pieni riippumattomuus arvonmäärittelyn suorittavan henkilön arvioista. Kun arvotamme Icaren oheisen vertailuryhmän arvostuskertoimilla, saamme EV/EBITDA -kertoimilla arvon haarukaksi 77-87 miljoonaa euroa. Vastaavasti P/E -kertoimilla saamme arvon haarukaksi 106-107 miljoonaa euroa. Molempien kertoimien tulosten keskiarvoksi muodostuu 94 miljoonaa euroa.

Arviomme mukaan vertailuryhmän arvonmäärittelyn tulokset ovat hyvin linjassa DCF-arvonmäärittelykseen nähden huomioiden tehtyjen ennusteoletusten konservatiivisuuden.

Icaren vertailuryhmään perustuva arvonmäärittely

	LTM	2013e
Icare parametri: EBITDA	5.7	7.1
x vertailuryhmän kerroin EV/EBITDA	13.5	12.3
= Arvo MEUR	77.2	87.4
	LTM	2013e
Icare parametri: tulos (earnings)	4.1	5.3
x vertailuryhmän kerroin (P/E)	26.3	19.9
= Arvo MEUR	107.4	105.7
Valuaatiotulosten keskiarvo MEUR	94.4	

Lähde: Inderes

Liitteet

Liite 1: tutkimustuloksia

EVALUATION OF THE ICARE ONE REBOUND TONOMETER AS A SELF-MEASURING

"The Icare ONE was reliable in the hands of normal subjects, and may be used for self-monitoring of IOP."

Ioannis Halkiadakis, Aimilianos Stratos, George Stergiopoulos, Eleni Patsea, Sotiris Skouriotis, Panagiotis Mitropoulos, Dimitrios Papaconstantinou, Gerasimos Georgopoulos

A NEW REBOUND TONOMETER FOR HOME MONITORING OF INTRAOCULAR PRESSURE

"Measurements obtained with the Icare ONE, either by an ophthalmologist or by the patient, showed excellent correlation with those provided by applanation tonometer."

André Rosentreter & Kerstin S. Jablonski & Anne C. Mellein & Stergiani Gaki & Arno Hueber & Thomas S. Dietlein

EVALUATION OF THE ICARE REBOUND TONOMETER AS A HOME INTRAOCULAR PRESSURE MONITORING DEVICE

"In this study, the Icare was accurate and reliable in the hands of patients. Patients can easily learn to self-administer this test, possibly allowing for home monitoring of IOP."

Sanjay Asrani, MD, Ashmita Chatterjee, BSc, w David K. Wallace, MD, MPH, Cecilia Santiago-Turla, MD, and Sandra Stinnett, DrPH, J Glaucoma 2010

APPLICATION OF THE ICARE REBOUND TONOMETER IN HEALTHY INFANTS

"The hand-held RBT in the present study is easy to use, it does not require topical anesthesia and it is very well tolerated by cooperative infants."

Anna Lundvall, MD, PhD, Helena Svedberg, MD, and Enping Chen, MD, PhD, J Glaucoma 2010

COMPARISON OF ICARE REBOUND TONOMETER WITH NONCONTACT TONOMETER IN HEALTHY CHILDREN

"In conclusion, we believe that the Icare system for IOP measurements is a suitable method for use in the pediatric population. Based on our current study, we are convinced that Icare is a valuable option for outpatient follow-up in the pediatric population."

Mitsuyo Kageyama, MD, Kazuyuki Hirooka, MD, Tetsuya Baba, MD, and Fumio Shiraga, MD, 2010 J Glaucoma Ophthal. Physiol. Opt., J Glaucoma 2010

REBOUND TONOMETRY IN A CLINICAL SETTING.COMPARISON WITH APPLANATION TONOMETRY

"Icare could be especially useful in glaucoma screening campaigns since it can be operated by a trained technician."

López-Calaberro C, Contreras I, Muños-Negrete FJ, Rebollada G, Cabrejas L, Marcelo P, Esp Oftalmol 2007 May;82(5):273-8. Article in Spanish

REPRODUCIBILITY AND TOLERABILITY OF THE ICARE REBOUND TONOMETER IN SCHOOL CHILDREN

"Measurement of IOP with the rebound tonometer (RBT) is a highly reproducible method in schoolchildren showing high intraobserver and interobserver correlation and it seems to be very comfortable when performing IOP measurements in schoolchildren without an anesthetic."

Sahin A, Basmak H, Niyaz L, Yildirim N, J Glaucoma. 2007 Mar;16(2):185-8

CLINICAL EVALUATION OF THE DYNAMIC REBOUND TONOMETER ICARE

"Icare measures IOP in an unanesthetized sitting patient in a very brief time. Patient's minimal cooperation is needed. As long as the device is correctly positioned, the learning curve is short. Icare gives reproducible IOP measurements."

Detry-Morel M, Jamart J, Detry MB, Pourjavan S, Charlier L, Dethinne B, Hugué L, Ledoux A., J Fr Ophtalmol 2006 Dec;29(10):1119-27

AGREEMENT OF REBOUND TONOMETER IN MEASURING IOP WITH THREE TYPES OF APPLANATION TONOMETERS

"Icare agrees well with applanation tonometers"

Nakamura M, Darhad U, Tatsumi Y, Fujioka M, Kusuhaara A, Maeda H, Negi A, Am J Ophthalmol, 2006 Aug;142(2):332-4

Liite 2: lääkilausuntoja



Dr. Sanjay Asrani, MD, Duke Eye Center, Raleigh, NC, USA

Asrani kuuluu maailman johtaviin glaukooma-asiantuntijoihin. Hän johtaa glaukooman liittyvää tutkimusryhmää Duke-yliopiston lääketieteellisessä tiedekunnassa.

*"I feel that the Icare tonometer is very easy to use and handle and so do my technicians. Most patients prefer it because they do not need to get anesthetic eye drops and have realized that their dry eye does not get worse after the eye examination. I've found a good correlation with Icare and Goldman, as we have shown in the study recently published in **Journal of Glaucoma** (Feb 2011). Other studies have also shown a good correlation.*

I absolutely recommend the Icare to all my colleagues, it's a great instrument!"



Dr. Robert Harvey, MD, RAH, Scotland, UK

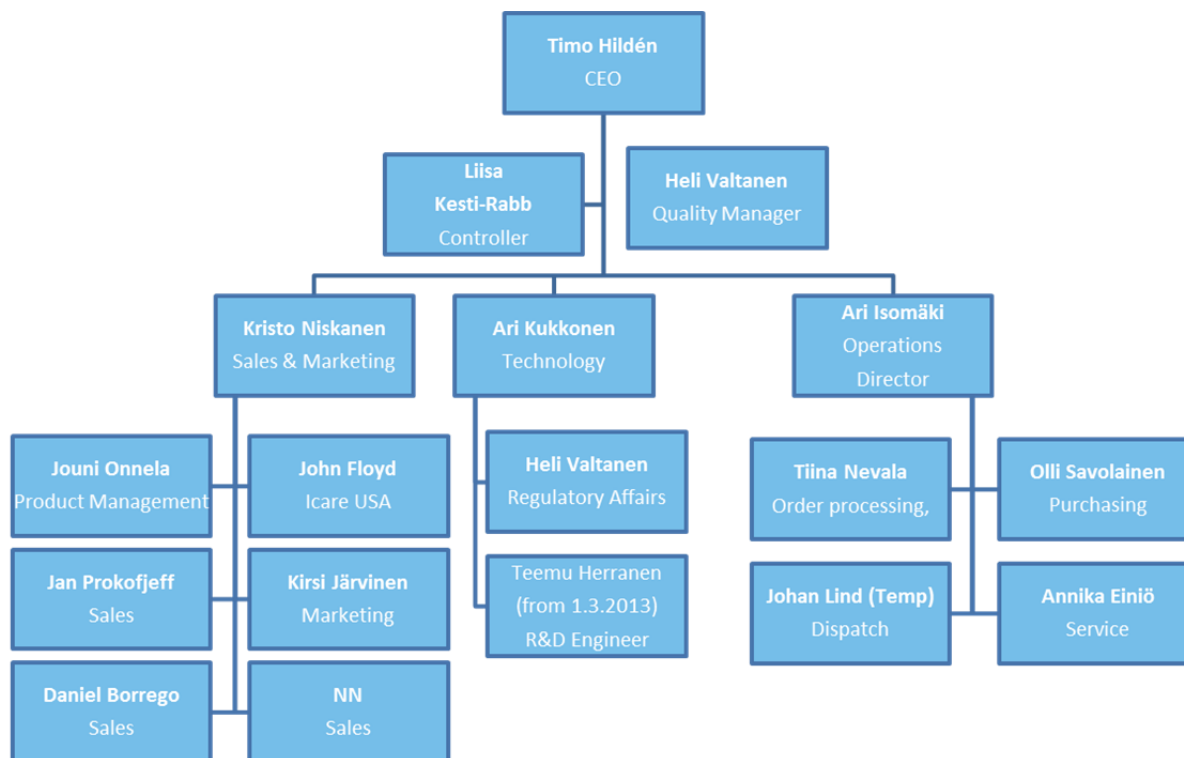
Harvey on arvostettu skotlantilainen glaukooma-asiantuntija.

"The Icare has found wide acceptance at our hospital amongst the nursing staff and the ophthalmologists. Patients prefer Icare to Tonopen and the latter is now redundant. The nursing staff find Icare easy to use. Training is easy and the digital readout gives reliable reproducible results.

Some patients for example children dislike eye drops, fortunately rebound is so well tolerated anaesthetic drops are not required and the probe is barely noticed. Other patients are virtually impossible to applanate by Goldmann tonometry because of blepharospasm or very small palpebral fissures. Even an experienced ophthalmologist may struggle yet with icare the IOPs are easier to obtain and also more accurate."

Lisää lausuntoja osoitteessa: <http://www.icaretonometer.com/references/testimonials/md-testimonials/>

Liite 2: Organisaatorakenne ja johtoryhmä



Toimitusjohtaja KTM Timo Hildén (54) on aloittanut tehtävässään 9.4.2012. Hän on aikaisemmin toiminut useissa Terveysteknologian teollisuuden johtotehtävissä, viimeksi Thermo Fisher Scientific Oy:n toimitusjohtajana sekä nesteenkäsittelyinstrumenttien globaalien liiketoiminnan vetäjänä. Kyseisen liiketoiminnan liikevaihto kasvoi välillä 1995-2005 yli 300 % yli 58 miljoonaan euroon. Thermo Fisher oli Suomen kannattavin suuri biotech-yhtiö Hildénin 5 viimeisenä vuotena. Lisäksi Hildénillä on medikaali-tuotteiden alalla kokemusta yli 30 maata käsittävän myynti- ja jakeluverkoston rakentamisesta sekä tuotantolaitosten käynnistämisestä Venäjällä, Kiinassa ja Intiassa.

Revenio Group Oy:ssä Icare Finland Oy kuuluu Revenio Terveysteknologia -segmenttiin, jota johtaa toimitusjohtaja Olli-Pekka Salovaara.

Liite 3: Tuloslaskelma ja tase

Tuloslaskelma (MEUR)	2012*	2013e	2014e	2015e
Liikevaihto	10.0	12.7	15.4	18.4
Materiaalit ja palvelut	-1.8	-2.5	-3.1	-3.7
Henkilöstökulut	-1.1	-1.3	-1.6	-1.9
Liiketoiminnan muut kulut	-1.4	-1.7	-2.0	-2.2
Käyttökate	5.7	7.1	8.8	10.7
Poistot	-0.3	-0.1	-0.1	-0.1
Liikevoitto	5.4	7.0	8.7	10.6
Rahoituserät	8.2	10.6	13.2	16.1
Voitto ennen veroja	5.4	7.0	8.7	10.7
Muut erät	0.0	0.0	0.0	0.0
Verot	-1.3	-1.7	-2.1	-2.6
Nettotulos	4.1	5.3	6.6	8.0

*Icare Finland Oy, oikaistu konserniavustuksista

Vastaavaa (MEUR)	2012*	2013e	2014e	2015e
Pysyvät vastaavat	0.5	0.5	0.6	0.7
Liikearvo	0.0	0.0	0.0	0.0
Aineettomat oikeudet	0.1	0.1	0.1	0.1
Käyttöomaisuus	0.4	0.4	0.5	0.6
Muut pitkäaikaiset varat	0.0	0.0	0.0	0.0
Laskennalliset verosaamiset	0.0	0.0	0.0	0.0
Vaihtuvat vastaavat	3.1	8.7	15.4	23.6
Varastot	0.6	0.8	0.9	1.1
Muut lyhytaikaiset varat	0.0	0.0	0.0	0.0
Myyntisaamiset	1.6	1.9	2.3	2.8
Likvidit varat	0.9	6.0	12.2	19.7
Taseen loppusumma	4.5	10.2	16.9	25.2

Vastattavaa (MEUR)	2012*	2013e	2014e	2015e
Oma pääoma	0.0	5.4	11.9	20.0
Osakepääoma	0.0	0.0	0.0	0.0
Kertyneet voittovarot	0.0	5.3	11.9	19.9
Muu oma pääoma	0.0	0.0	0.0	0.0
Vähemmistöosuus	0.0	0.0	0.0	0.0
Laskennalliset verovelat	0.0	0.0	0.0	0.0
Varaukset	0.0	0.0	0.0	0.0
Pitkäaikaiset velat	0.0	0.0	0.0	0.0
Lainat rahoituslaitoksilta	0.0	0.0	0.0	0.0
Vaihtovelkakirjalainat	0.0	0.0	0.0	0.0
Muut pitkäaikaiset velat	0.0	0.0	0.0	0.0
Lyhytaikaiset velat	4.5	4.8	5.0	5.3
Lainat rahoituslaitoksilta lyh.	0.1	0.0	0.0	0.0
Lyhytaikaiset korottomat velat	0.6	1.0	1.2	1.5
Muut lyhytaikaiset velat	3.8	3.8	3.8	3.8
Taseen loppusumma	4.5	10.2	16.9	25.2

Liite 4: Rahavirtalaskelma

Kassavirtalaskelma (MEUR)	2012	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	TERM
Liikevoitto	5.4	7.0	8.7	10.6	12.6	15.2	14.8	14.3	13.4	9.0	3.7	
+ Kokonaispoistot	0.3	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	
- Maksetut verot	-1.3	-1.7	-2.1	-2.6	-3.1	-3.8	-3.7	-3.6	-3.4	-2.3	-1.0	
- verot rahoituskuluista	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
+ verot rahoitustuot	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	
- Käyttöpääoman muutos	0.0	0.0	-0.3	-0.4	-0.4	-0.5	-0.2	-0.2	-0.2	-0.1	-0.1	
Operat. kassavirta	4.3	5.4	6.3	7.7	9.2	11.1	11.2	10.8	10.2	6.9	2.9	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
- Bruttoinvestoinnit	0.0	-0.1	-0.2	-0.2	-0.3	-0.3	-0.3	-0.3	-0.3	-0.2	-0.2	
Vapaa oper. kassavirta	4.3	5.3	6.1	7.5	9.0	10.8	10.9	10.5	9.9	6.7	2.7	
+/- Muut	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
Vapaa kassavirta	4.3	5.3	6.1	7.5	9.0	10.8	10.9	10.5	9.9	6.7	2.7	40.5
Disk. vapaa kassavirta		4.9	5.2	5.8	6.4	7.0	6.5	5.7	4.9	3.1	1.1	16.9
Disk. kum. vap. kassav.		67.6	62.7	57.5	51.7	45.3	38.2	31.7	26.0	21.1	18.0	16.9
Velaton arvo DCF		67.6										

Pääoman kustannus (WACC)

Vero-% (WACC)	24.5 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	0.0 %
Vieraan pääoman kustannus	6.5 %
Yrityksen Beta	0.70
Markkinoiden riski-premio	4.8 %
Likviditeettipremio	2.0 %
Riskitön korko	4.0 %
Oman pääoman kustannus	9.3 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	9.3 %

Vastuuvapauslauseke

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 neuvonantajia. Asiakas vastaa sijoituspäätöksensä tekemisestä ja niiden taloudellisesta tuloksesta.

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

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



Inderes Oy
Melkonkatu 22 B
00210 Helsinki, Suomi
Puhelin: +358 10 219 4690
etunimi.sukunimi@inderes.com
www.inderes.fi



Research never sleeps

twitter.com/inderes

