

lcare

**Erikoisraportti Revenio Groupin
tytäryhtiöstä**

12/2014

**inde
res.**

HOME Run

Päivitämme Revenio Groupin tytäryhtiö Icare Finland Oy:n analyysiamme ja tarkistamme arviotamme yhtiön arvosta 145 MEUR:oon. Yhtiön liiketoiminta on edellisen raporttimme (3/2013) jälkeen edennyt ennusteidemme mukaisesti erittäin hyvin. Yhtiön arvonmuodostusta merkittävästi nostava tekijä uudessa analyysissämme on uuden HOME-tuotteen potentiaali.

Icare nakertaa vanhojen teknologioiden markkinoita

Icare Finland Oy kehittää, myy ja markkinoi helppokäyttöisiä, kannettavia ja potilaalle kivuttomia silmänpainemittareita, joissa käytetään yhtiön laajalti patentoimaa rebound-teknologiaa. Silmänpaineen mittauksella ja seurannalla on keskeinen rooli 150 miljoonan glaukoomaa sairastavien ihmisten hoidossa ja seuloonassa. Icaren teknologia on viime vuosina jatkanut markkinaosuuksien voittamista vanhoilta kilpailevilta teknologioilta ja yhtiön liikevaihto on lähes nelinkertaistunut vuodesta 2008. Liiketoiminta perustuu silmänpainemittareiden sekä niiden kertakäyttöantureiden myyntiin.

Vahva kilpailusuoja vuosikymmenen lopulle

Ensimmäiset Icaren liiketoiminnalle oleelliset patentit umpeutuvat 2019, mutta tämä ei tee yhtiön teknologiasta vielä täysin avointa. Yhtiö panostaa nyt tuotekehityksessä uusiin malleihin ja ominaisuuksiin, joita patentoidaan. Arvioimme patenttisuojan heikentymisen heijastuvan asteittain negatiivisesti Icaren keskihintoihin ja katteisiin 2019 alkaen. On kuitenkin tärkeä huomioida, että silmälääkärit ovat erittäin vaativia asiakkaita, eikä tuotteita osteta hinnan vaan luotettavuuden perusteella. Uudessa ennusteessamme yhtiö tekee 42 MEUR:n liikevaihdon ja 22 MEUR:n liikevoiton vuonna 2018, minkä jälkeen tuloskasvu tasautuu. Vuonna 2014 yhtiön liikevaihto on noin 16 MEUR ja liikevoitto 7 MEUR.

Seulonta ja HOME luovat kasvumahdollisuuksia

Icaren strategian painopistealueita lähivuosina ovat käsityksemme mukaan HOME-tuotteen ylösajo, tuoteportfolion uudistaminen (TA-01 -perusmallin uusi versio), jakelun ja myynnin vahvistaminen, uudet kumppanuudet sekä uusien markkinoiden (Kiina ja Brasilia) avaaminen. Yhtiön markkinat perustuvat 1) glaukooman hoitoon (silmlääkärit), 2) eläinten silmänpaineen mittaukseen (eläinlääkärit ja laboratoriot) 3) glaukooman seulontaan (optikot, yleislääkärit, sairaanhoitajat) sekä 4) potilaan kotimittaukseen (potilaalle annettavat lainalaitteet). Näistä kaksi ensimmäistä markkinaa Icare tulee ottamaan haltuun kilpailevilta teknologioilta. Seulontaan ja kotihoitoon perustuvat markkinat ovat potentiaailtaan moninkertaiset, mutta nämä markkinat ovat vasta syntymässä.

Nostamme arviotamme yhtiön arvosta selvästi

Uusi arviomme Icaren velattomasta arvosta on 145 miljoonaa euroa, kun aiemmassa raportissamme arviomme oli huomattavasti konservatiivisempi 68 miljoonaa euroa (haarukka 46-102 MEUR). Arvion muutos perustuu seuraaviin tekijöihin: 1) huomattava nousu tulosennusteissa, 2) näkyvyyden parantuminen ja riskipreemioiden supistuminen, 3) uuden HOME-tuotteen potentiaali, 4) patenttisuojan aiempaa arviota 2 vuotta pidempi kesto sekä 5) suhteellisen arvostustason (P/E, EV/EBIT) noin 10 %:n nousu vertailuryhmässä. HOMEn epäonnistumista heijastelevassa pessimistisessä skenaariossa Icaren arvo on arviossamme 94 miljoonaa euroa ja positiivisessa HOMEn onnistumista heijastelevassa skenaariossa 205 miljoonaa.

Analyytikko

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



Icare Finland Oy

Terveysteknologiakonserni Revenio Group Oy:n
100 % omistama tytäryhtiö

Emon kaupankäyntitunnus: REG1V
Emoyhtiö osakekurssi: 14,11 EUR
Emoyhtiön markkina-arvo: 116 MEUR

www.icaretonometer.com
www.reveniogroup.fi

Avainluvut ja ennuste

	2013	2014e	2015e	2016e
Liikevaihto	13.4	15.9	20.0	26.3
- kasvu-%	21 %	19 %	26 %	31 %
EBIT	6.0	6.7	8.5	12.2
- EBIT-%	44.4 %	42.2 %	42.7 %	46.4 %
Tulos ennen veroja	5.9	6.7	8.6	12.2
Nettotulos	4.7	5.4	6.8	9.8

Lähde: Inderes

Arvostusluvut arvonmäärittelyn tuloksella 145 MEUR

	2013	2014e	2015e	2016e
P/E	30.8	26.9	21.2	14.8
EV/EBIT	24.2	21.5	16.9	11.8
EV/EBITDA	23.3	20.6	16.2	11.4

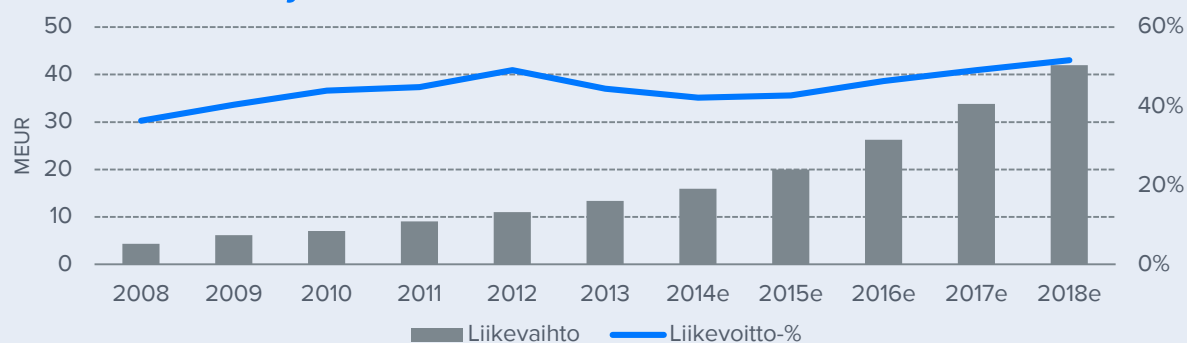
Lähde: Inderes

Icare yhteenveto

Sijoitusnäkemys

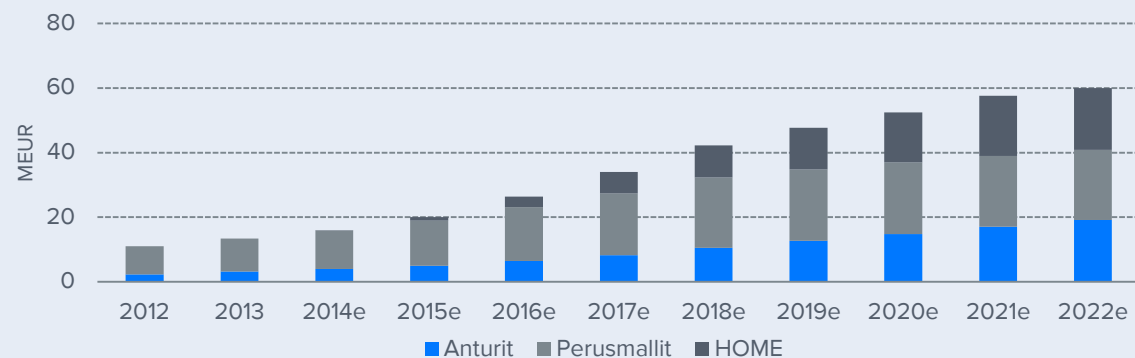
Arvoajurit	- Nykyinen silmänpainemittari- ja anturimyynti kasvaa vakaasti ja on erittäin kannattavaa - HOME-tuotteessa potentiaalia merkittäviin lisävolyyymeihin - Vahva IPR ja lähes täydellinen patenttisuoja vuosikymmenen lopulle asti
Riskitekijät	- HOME:n FDA-myyntilupa ja myynnin ylösajon onnistuminen - Uuden kilpailun syntyminen patenttisuojan heikentyessä 2019 jälkeen - Kilpailevien teknologioiden syntyminen
Arvostus	- Arviomme yhtiön arvosta 145 MEUR - Vertailuryhmään perustuva arvostus noin 124 MEUR (ilman HOME:n arvoa) - Arvossa selkeää nousuvaraa, mikäli HOME tekee läpimurron

Liiketoiminnan kehitys



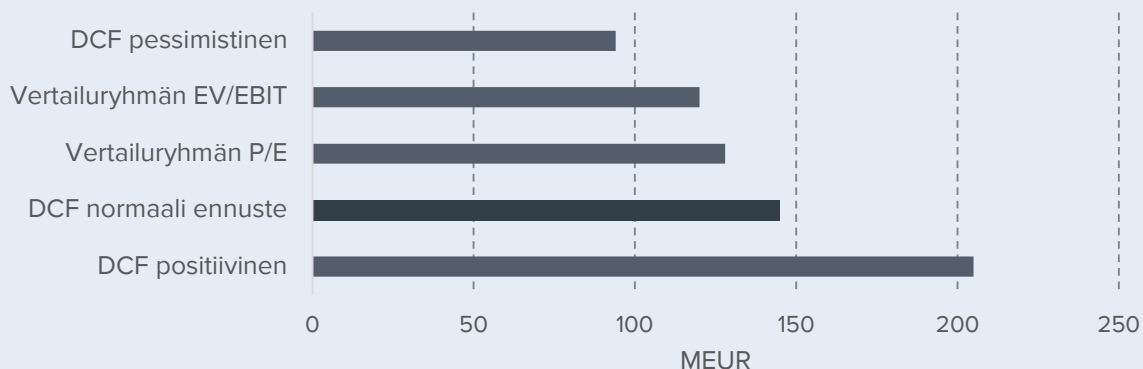
Lähde: Icare Finland Oy, ennuste Inderes

Pitkän aikavälin kasvuennuste



Lähde: Inderes

Arvonmääritys eri menetelmillä



Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus	5
Tuotteet ja kilpailijat	9
Strategia ja kilpailuedut	13
Markkinapotentiaali	16
Ennusteet	19
Arvonmäärittäminen	22
Tuloslaskelma, tase ja DCF-malli	24
Vastuuvapauslauseke	26

Yhtiökuvaus

Icare Finland Oy kehittää, myy ja markkinoi helppokäyttöisiä, kannettavia ja potilaalle kivuttomia 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 arviomme mukaan yli 40 000 silmänpainemittareita eri markkina-alueille. Yhtiön kasvu on perustunut pääasiassa kilpailevien vanhojen teknologioiden (ilmapuhku ja applanaatio) korvaamiseen silmälääkäreiden käytössä. Yhtiön mukaan se on silmänpainemittareissa kilpaileviin vaihtoehtoihin nähden sekä tuote- että kustannusjohtaja. Icare Finland Oy on terveysteknologiayhtiö Revenio Group Oyj:n kokonaan omistama tytäryhtiö. Revenio Groupin liikevaihto perustuu tällä hetkellä lähes kokonaisuudessaan Icareen.

Yhtiökuvaus

Erittäin kannattavaa kasvua

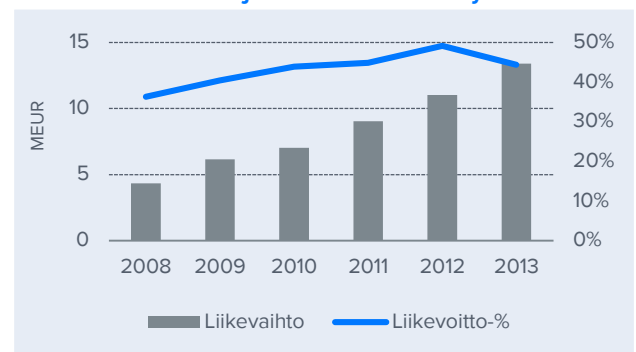
Icare Finland Oy on kilpailukykyisen tuotteensa ansiosta voimakkaasti kasvava ja erittäin kannattava yhtiö. Liikevaihto on lähes nelinkertaistunut vuodesta 2008 ja keskimääräinen liikevoittomarginaali vuosien 2008-2013 välillä on ollut 43 %. Liikevaihdon vuosikasvu on ollut jo usean vuoden hyvin tasaisella noin 20 %:n tasolla ja liikevoitto on ollut myös vakaa 40 %. Yhtiö tulee yltämään vastaaviin lukemiin myös tilikaudelta 2014. Icare Finland Oy työllisti vuonna 2013 keskimäärin 18 henkilöä. Icaren laitteiden ja antureiden tuotanto on ulkoistettu alihankkijoille.

Voimakkaan kasvun saavuttaminen on edellyttänyt Icarelta lukuisten maakohtaisten myyntilupien hankkimista sekä lukuisia klinisiä tutkimuksia, jotka ovat todistaneet Icaren teknologian ja mittausmenetelmän luotettavuutta. Osaltaan näiden tutkimusten ansiosta Icare on saavuttanut lääkäriyhteisön uskottavuuden ja Icaren rebound-menetelmä on kiistatta tunnistettu luotettavaksi osaksi glaukooman hoitoa. Yhtiön keskeisinä saavutuksina tähän mennessä voidaan pitää lääkäriyhteisön uusien hoitomenetelmien korkean omaksumiskynnyksen murtamista sekä glaukooman hoidon johtavien lääkäreiden antamia suosituksia. Tämän ansiosta Icare on pystynyt syrjäyttämään kilpailevia applanaatio- ja ilmapuhkuteknologioita silmänpaineen mittauksessa.

Icaren tavoitteena on tulevaisuudessa laajentaa laitteiden myyntiä uusille markkina-alueille ja uusiin käyttäjäryhmiin. Lisäksi yhtiö odottaa korvauslaitemarkkinasta lisävauhtia kasvulle yhtiön tuoteportfolion uudistuessa. Kasvavia käyttäjäryhmiä silmälääkäreiden lisäksi Icarelle ovat esimerkiksi optikot, ensiapuasemat, yleislääkärit ja sairaanhoitajat. Icaren kasvupotentiaali perustuu etenkin siihen, että nämä käyttäjäryhmät pystyvät suorittamaan korkean silmänpaineen riskiryhmän seulonnan tehokkaasti ja helposti. Lisäksi potilaan itsemittaukseen tarkoitettu vuonna 2014 lanseerattu HOME-mittari avaa täysin uuden

markkinan silmänpainemittareissa. HOME-tuote on kuitenkin vielä ylösajovaiheessa ja tuotteen menestys riippuu pitkälti siitä, kuinka nopeasti potilaan itsemittaus omaksutaan lääkäriyhteisössä oleelliseksi osaksi glaukooman hoitoa. HOME-laitteella on myyntilupa nyt 33 maassa, mutta myyntilupaa ei ole vielä Yhdysvalloissa.

Kasvu- ja kannattavuuskehitys



Lähde: Revenio Group, Icare

Yhdysvallat tärkein markkina

Icaren merkittävin markkina on Yhdysvallat, joka vastasi arviomme mukaan hieman yli 40 % yhtiön liikevaihdesta vuonna 2013. Euroopan osuus liikevaihdesta on noin 30 % ja muiden markkinoiden noin 30 %. Muista markkinoista merkittävin yksittäinen maa on Japani. Yhtiöllä on Yhdysvalloissa oma myyntiorganisaatio ja muissa maissa myynti tapahtuu jakelukumppaneiden välityksellä. Tärkeimmät koskemattomat markkinat Icarelle ovat Kiina ja Brasilia, joissa yhtiön tuotteilla ei ole vielä kirjoitushetkellä myyntilupaa.

Tuoteryhmittäin liikevaihdesta arviomme mukaan noin 65 % tulee ihmisten silmänpainemittareiden laitemyynnistä, noin 10 % eläinten silmänpainemittareista (eläinlääkärit ja laboratoriot) ja noin 25 % mittaukseen vaadittavien kertakäyttöantureiden myynnistä. Antureiden suhteellinen osuus liikevaihdesta on kasvanut jatkuvasti ja tulee kasvamaan laitekannan kasvun ja laitteiden käytön yleistymisen myötä.

Tuotekehitys panostaa uusiin tuotteisiin ja tuoteportfolion vahvistamiseen

Icare työllistää tällä hetkellä noin 22 henkilöä, joista 4 työskentelee tuotekehityksessä. Oma tuotekehityshenkilökunta johtaa ulkoistettuja tuotekehityspalvelujen toimittajia, joiden yhteenlaskettu panostus on noin 5-10 henkeä projektien tilanteesta riippuen. Yhtiö pyrkii tuotekehityksellään vahvistamaan tuoteportfoliotaan sekä patentoimaan laitteisiin uusia ominaisuuksia, jotka vahvistavat Icaren kilpailusuojaaja ensimmäisten oleellisten peruspatenttien umpeutuessa 2019.

Yhtiön viime vuosien tuotekehitys on painottunut käsityksemme mukaan tänä vuonna lanseeratun HOME-tuotteen kehitykseen. HOME-tuotteeseen tuoduista uusista ominaisuuksista (silmätunnistus, silmän kohdistusvalo) on myös jätetty patenttihakemukset.

Nykyisen tuotekehityksen uskomme painottuvan etenkin perusmalli TA-01:n korvaavan laitteen kehitykseen. Emoyhtiö Revenio Groupin tuotekehitysmenot kasvoivat kuluvan vuoden tammi-syyskuussa 0,2 MEUR:sta 0,8 MEUR:oon ja uskomme merkittävän osan kasvusta liittyvän Icaren uusiin tuotteisiin.

Glaukooma ja silmänpaineen mittaus

Glaukooma (silmanpainetauti) on oireeton silmäsairaus, joka havaitaan nykyisin usein sattumalta silmälääkärin tarkastuksessa. Sairaudessa kohonnut silmäpaine vaurioittaa huomaamatta ja hitaasti näköhermoa vaurioittaen vähitellen myös näkökykyä. Glaukooma on yksi merkittävimmistä sokeuden aiheuttajista, joita voidaan ennaltaehkäistä. Sokeuteen etenevän taudin ehkäisemisen edellytyksenä on taudin riittävän varhainen toteaminen sekä huolellinen hoito ja seuranta. Glaukoomalle altistavia riskitekijöitä ovat kohonnut silmänpaineen lisäksi muun muassa suvussa esiintyvä glaukooma, likinäköisyys, yli 45 vuoden ikä, pitkäaikainen kortisonin käyttö sekä diabetes.

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 silmänpaineen mittausmenetelmällä olevan tulevaisuudessa merkittävä rooli glaukooman seulonnassa, ennaltaehkäisyssä ja hoidossa.

Liiketoimintamalli

Tuotanto

Icare omistaa osan tuotantolaitteista, mutta itse silmänpainemittareiden ja antureiden tuotanto on ulkoistettu alihankkijoille. Anturituotannon osalta yhtiö on vuoden 2014 aikana siirtynyt täysin automatisoituun tuotantolinjastoon, mikä tulee alentamaan oleellisesti antureiden tuotantokustannusta. Käsityksemme mukaan yhtiö on myös varautunut skaalaamaan antureiden tuotantoa ylös kysynnän kasvun myötä. Yhtiö ei ole kertonut tuotantolaitosten sijaintia.

Arviomme mukaan Icaren silmänpainemittareiden tuotantokustannus kokonaisuudessaan on muutamia satoja euroja riippuen laitemallista (TA-01, PRO, HOME). Antureiden kohdalla tuotantokustannus liikkuu alle 0,2 euron tuntumassa uusilla tuotantolinjoilla. Silmänpainemittareissa laitteiden keskimääräinen myyntihinta jakelukanavaan on arviomme mukaan hieman alle 1700 euroa ja antureissa hieman alle 0,5 euroa.

Jakelu

Icaren tuotteilla on tyypillisesti omat maakohtaiset jakelijat kullekin kohderyhmälle. Ihmisten silmänpainemittareissa on tyypillisesti yksi silmälääkäreihin erikoistunut jakelija ja yksi optikkoihin erikoistunut jakelija. Eläinten silmänpainemittareilla on myös oma jakelija. Yhdysvalloissa Icare on rakentanut omaa myyntiorganisaatiota ilman jakelukumppania. Strategia perustuu siihen, että jakelukumppanin kautta yhtiön olisi ollut vaikea päästä näkyviin Yhdysvalloissa. Yhtiöllä on Yhdysvalloissa kaikkiaan noin 50 itsenäistä myyntihenkilöä, jotka saattavat myydä Icaren tuotteiden ohella muutamaa muuta tuotetta.

Terveystuotteiden jakelulle on tyypillistä erittäin korkeat jakelukanavan marginaalit, eikä Icare ole poikkeus. Yhtiön laitteiden keskimääräiset myyntihinnat loppuasiakkaalle ovat noin 3000 euron tuntumassa, joten jakeluportaan marginaali liikkuu noin 40-50 % tuntumassa. Maa- ja tuotekohtaiset erot voivat kuitenkin olla huomattavia.

Jakeluportaan lihava marginaali perustuu jakelijan kriittiseen rooliin tuotteiden myynnissä sekä siihen, että laitteiden volyymit ovat verrattain pieniä. Katteen on oltava korkea, jotta se motivoi jakelijaa myyntiin. Arviomme mukaan anturimyyntissä Icaren osuus tuotteen arvoketjusta on kuitenkin hieman suurempi myynnin jatkuvan luonteen johdosta. Uudessa HOME-tuotteessa laitteita tullaan myymään todennäköisesti suuremmissa erissä, jolloin jakeluportaan marginaali tulee myös todennäköisesti olemaan hieman yksittäin myytäviä perusmalleja pienempi.

Laitemyynti ja anturimyynti

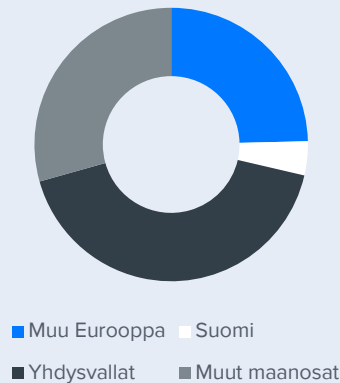
Laitemyynti on Icarelle kertaluonteista kauppaa, mutta laitteissa käytettävien kertakäyttöantureiden myynti tuo liiketoimintaan selkeää jatkuvuutta. Laitemyynissä asiakas tilaa uuden laitteen käytännössä vain jos vanha laite rikkoutuu, minkä takia monet laitteista ovat olleet käytössä jo yli kymmenen vuotta. Icaren tuoteportfolion uudistuessa on kuitenkin odotettavissa, että osa laitekannan uskollisista käyttäjistä tulee päivittämään vanhan TA-01 -tuotteen uuteen parempaan malliin.

Anturimyyntiin osuus Icaren liikevaihdosta on tällä hetkellä noin neljännes. Arviomme mukaan keskimääräinen Icaren asiakaskäytössä oleva laite kuluttaa tällä hetkellä noin 200 anturia vuodessa. Jos yksi laite on keskimäärin kymmenen vuotta käytössä ennen kuin se uusitaan, tuottaa yhden laitteen myynti kertaluonteisen 1700 euron liikevaihdon lisäksi elinkaarensa aikana Icarelle noin 1000 euroa liikevaihtoa anturimyyntiin kautta (anturin noin 0,5 euron keskihinnalla).

Icaren katteet ovat käsityksemme mukaan erittäin korkealla tasolla sekä laitteissa että antureissa. Icaren strategiana ei siis ole myydä laitteita matalilla katteilla, jotta katteita pystyttäisiin tekemään myöhemmin kasvavalla anturimyyntillä. Tämä johtuu siitä, että molemmissa tuotteissa asiakkaan hintasensitiivisyys on hyvin pientä.

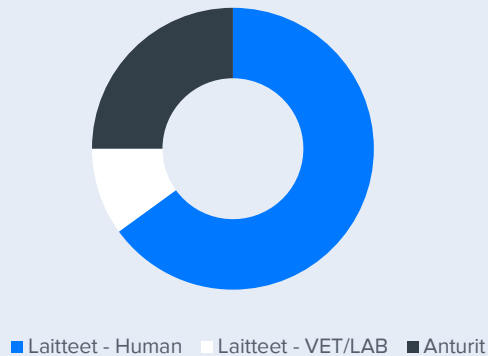
Icaren liiketoiminta

Liikevaihto markkina-alueittain, 2013



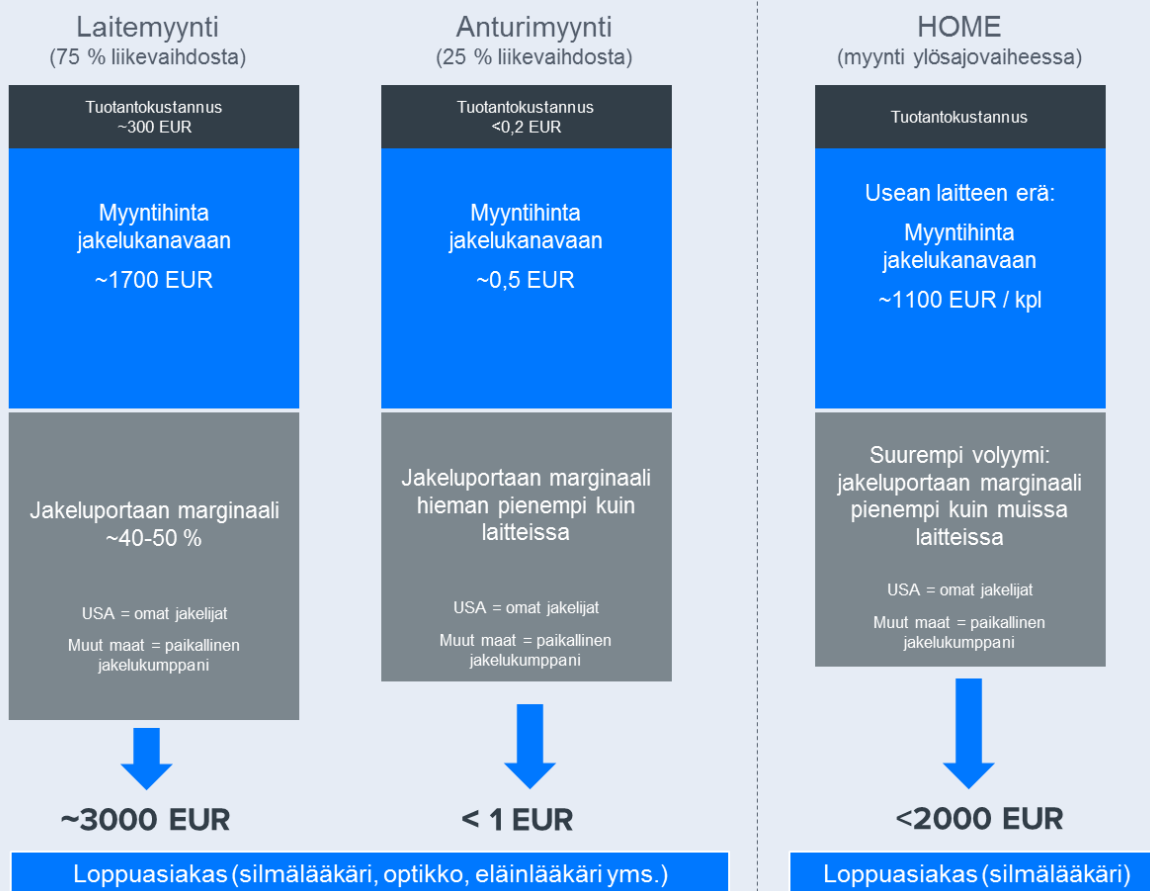
Luvut perustuvat Icaren tilinpäätöksestä ja Revenion yhtiötiedotteista tehtyihin arvioihin

Liikevaihto tuotealueittain



Luvut perustuvat johdon kanssa käytyjen keskusteluiden perusteella tehtyihin arvioihin

Icaren liiketoimintamalli eri tuotteissa



Arviot perustuvat johdon kanssa käytyjen keskusteluiden sekä tilinpäätöstietojen perusteella tehtyihin arvioihin

Tuotteet ja kilpailijat

Silmänpaineen mittauksen ensimmäinen ja yksinkertainen menetelmä on tarkka ihmissormi, joka oli käytännössä ainoa menetelmä pitkälle 1800-luvulle asti. Tämän jälkeen mittaukseen kehitettiin useita erilaisia mekaanisia laitteita. Mittauksen nykyinen standardi syntyi 1950-luvulla kehitetystä applanaatiomenetelmästä, joka on avoin teknologia. Myöhemmin markkinoille on tullut uusia applanaatioon perustuvia sovelluksia sekä ilmapuhkumenetelmä, joka perustuu myös avoimeen teknologiaan. Applanaatio- ja ilmapuhkumenetelmät ovat olleet yleisesti käytössä tähän päivään mennessä. 2000-luvulla Icaren patentoidun rebound-teknologian voidaan ajatella olevan vähitellen synnyttämässä silmänpaineen mittausten uutta standardia, joka syrjäyttää vähitellen applanaation ja ilmapuhkun. Glaukooman tutkimuksen ja hoidon seuraavan läpimurron uskotaan olevan potilaan silmänpaineen jatkuvassa seurannassa, mihin Icare pyrkii murtautumaan HOME-mittarillaan.

Mittausteknologiat

Applanaatio

Silmänpaineen mittauksen yleisesti hyväksytty standardi perustuu 1950-luvulla kehitettyyn Goldmannin applanaatio -menetelmään. Goldmann asettaa silmänpaineen mittauksen nykyisen standardin, eli muiden menetelmien tarkkuutta arvioitaessa silmälääkärit ja tutkijat 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 laitteen 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

Teknologioissa tärkein Icaren kilpailija nykyisin on avoimeen teknologiaan perustuva 1990-luvulla markkinoille tullut ilmapuhku. Tämän menetelmän etuna on se, ettei se vaadi silmän 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.

Icaren rebound-teknologia

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) laitteen 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. Laitteen käytön helppous ja koulutuksen nopeus on myös erityisen kriittistä esimerkiksi ensiapuasemilla, joissa henkilökunta joutuu käyttämään silmänpainemittaria vain satunnaisesti mutta usein kiireellisissä tilanteissa.

Silmänpaineen mittauksen teknologioiden kehityskaareissa Icare on tällä hetkellä syrjäyttämässä kehittyneissä maissa applanaatioon 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.

Icaren tuotteet: perusmallit

Icaren silmänpainemittareiden tuoteperhe jakautuu ihmisen sekä eläinten silmänpaineen mittaukseen tarkoitettuihin laitteisiin. Käsitlemme potilaan itsemittaukseen tarkoitettua HOME-tuotetta analyysissämme erikseen. Kaikki yhtiön tuotteet perustuvat rebound-teknologiaan.

Mittarit ihmiskäyttöön

Icaren ylivoimaisesti eniten myymä perusmalli on TA-01, joka soveltuu etenkin seulontatarkoitukseen optikoiden ja yleislääkäreiden käyttöön. Laitteella on myyntiluvat laajalti ympäri maailmaa (mm. CE, US FDA). TA-01 on Icaren jo yli kymmenen vuotta vanha hyvin yksinkertainen peruslaite. Arviomme mukaan Icare kehittää parhaillaan mallille seuraajaa, jossa on uusia ominaisuuksia.

Loppuvuonna 2010 Icare toi markkinoille silmälääkäreiden käyttöön tarkoitettua Icare PRO:n. 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.

VET- ja LAB-mittarit

Eläinlääkäreille ja laboratorioille tarkoitettua mallia 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. Hintakilpailu eläinmittareissa on kuitenkin kireämpää kuin silmälääkäreille myytävissä mittareissa johtuen asiakkaiden korkeammasta hintaherkkydestä.

Kilpailijat

Icaren keskeisimpiä kilpailijoita ovat muun muassa saksalainen 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. Markkinoilla on myös lukuisia muita kilpailijoita, jotka valmistavat ilmapuhkuun tai applanaatioon perustuvia laitteita.

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.

Icaren tuotteet: HOME-kotihoitomittari

Potilaan itsemittaus ja silmänpaineen jatkuva seuranta

Icaren silmänpainemittareiden myynti monissa kehittyneissä maissa on saavuttamassa jo kypsän ja vakiintuneen vaiheen, minkä johdosta yhtiön rakennettava uusia kasvuaiheita. Tämän suhteen suurimmat odotukset on ladattu Icaren uuteen HOME-kotihoitomittariin.

HOME-tuotteen idea perustuu silmänpaineen seurantaan aikasarjana, joka koostuu potilaan itse kotona suorittamista mittauksista. Ihmisen silmänpaine vaihtelee tyypillisesti läpi päivän ja on korkeimmillaan yön aikaan. Tällöin tyypillisesti toimistoaikaan lääkärin vastaanotolla tehtävät mittaukset eivät anna riittävää kokonaiskuvaa luotettavaa diagnoosia varten tai voivat johtaa väärään diagnoosiin. Lisäksi maailman johtavien glaukoomalääkäreiden lausuntojen mukaan glaukooman hoidossa silmänpaineen seuraamisessa absoluuttisen paineen ohella kriittistä on seurata vaihteluita silmänpaineessa. Glaukooman tutkimus ja lääkäreiden lausunnot ovat viime vuosina osaltaan luoneet tilausta HOMEn kaltaiselle tuotteelle.

HOME-kotihoitomittarin kohdalla käytännössä hoitava lääkäri antaa potilaalle lainaksi laitteen, jolla potilas voi mitata itse silmänpainettaan kotona. Tulokset voidaan toimittaa ohjelmiston kautta hoitavalle lääkärille. Kotimittauksen avulla potilaan silmänpainetta pystytään seuraamaan aikasarjana eri kellonaikoina. Lisäksi potilas välttyy useilta kalliilta sairaalakäynneiltä tämän ansiosta. Synergys-tutkimusyhtiön selvityksen mukaan HOME voisi tuoda esimerkiksi Saksassa terveydenhuoltoon 17 miljoonan euron vuosisäästöt.

Myynnin ylösaajo

Icarella on tällä hetkellä käynnissä ”seeding” -ohjelma, jossa HOME-tuotteita on annettu 18 maassa lähes 200 asiantuntijalle käyttöön. Tavoitteena on saada mielipidevaikuttajia ja käyttäjiä julkaisemaan HOMEen liittyviä tutkimuksia sekä ehdotuksia maiden hoitokäytäntöihin. Ennen näiden vaikuttajien arvioita kysyntää tuotteille ei synny.

Toisena kynnyksenä HOME-tuotteella on myyntiluvat, joiden osalta yhtiö on jo saanut Yhdysvaltoja lukuun ottamatta tuotteen myyntiluvan kaikilla keskeisillä markkinoilla (mm. CE, Japani, Australia, Kanada). Yhdysvallat olisi kuitenkin Icarelle tärkeä päänavaus, sillä uudet menetelmät ja tuotteet leviävät muualle maailmaan tyypillisesti ensin Yhdysvalloista.

Kun Icaren myyntiluvat ovat kunnossa, pitäisi yhtiön myynnin ylösajoa helpottaa se, että Icaren nykyisillä tuotteilla on jo erittäin laaja ja vakiintunut käyttäjäkunta.

HOME:n FDA-lupaprosessi

Icaren HOME-tuotteen Yhdysvaltojen FDA-luvan saamiseen liittyvän prosessin venyminen on ollut pettymys tänä vuonna. Lupaprosessin venyminen johtuu lupahakemusta varten vaadittavan kliinisen tutkimuksen odotettua pidemmästä kestosta.

FDA:n vaatimassa kliinisessä tutkimuksessa Icaren on todennettava mittarin luotettavuus silmänpaineeltaan eri ryhmiin kuuluvilla potilailla. Silmänpaineeltaan normaalien ihmisten osalta Icaren on ollut helppoa ja nopeaa toteuttaa tutkimus. Ongelmana ovat nyt kuitenkin erittäin korkean silmänpaineen henkilöt, jotka ovat erittäin harvinaisia. Ääripään ryhmiin potilaita tarvittaisiin tutkimuksiin lisää, mutta niitä ei ole vielä löytynyt riittävän paljon. Nopeuttaakseen prosessia Icare on avannut Yhdysvalloissa toisen kliinisiä tutkimuksia suorittavan sairaalan tähän mennessä käytetyn John Hopkins -sairaalan rinnalle.

Icare ei todennäköisesti ehdi tämän vuoden puolella jättämään FDA-lupahakemusta sisään. Kun lupahakemus on jätetty kliinisten tutkimusten jälkeen, on FDA:lla nykyisen käytännön mukaan 90 päivää aikaa reagoida lupahakemukseen. Mikäli FDA ei vähintään tässä ajassa reagoi ja vaadi lisäselvityksiä, tulee Icare saamaan luvan. Pidämme todennäköisenä, että lupahakemus saadaan jätettyä ensi vuoden aikana.

Miksi HOME:n edeltävä malli epäonnistui?

Icarella on ollut jo usean vuoden ennen HOME-tuotetta mallistossaan Icare ONE, joka on lähes vastaava potilaan itsemittaukseen tarkoitettu laite. ONE-tuotteen myynti jäi kuitenkin yhtiöllä lähes olemattomaksi. Syynä ONE-tuotteen heikkoon menestykseen olivat tuotteen käytettävyyteen liittyvät puutteet, jotka nykyisessä HOMEssa on korjattu. Näitä ominaisuuksia ovat esimerkiksi silmän puolen tunnistus sekä laitteen oikean asennon kohdistusvalolla osoittava anturi. ONE ei myöskään ikinä saanut FDA-lupaa, minkä takia Icare näki uuden parannellun HOME-tuotteen kehittämisen järkevämpänä reittinä markkinan avaamiseen.

Lisäksi ONEn osalta markkina kotimittaukselle ei ollut yhtä kypsä kuin se on tänä päivänä, sillä keskustelu ja tutkimus silmänpaineen jatkuvan mittauksen tarpeellisuudesta on kasvanut huomattavasti viimeisten vuosien aikana.

HOME:n kilpailijat

Myös muut toimijat ovat tunnistaneeet silmänpaineen jatkuvassa mittauksessa olevan markkinapotentiaalin. Tämä on synnyttänyt ainakin kaksi kilpailevaa teknologiaa, jotka tekevät osin vastaavaa kuin Icaren HOME.

Tärkein kilpailija on sveitsiläinen Sensimed, jonka silmänpainemittari 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 tiheiden otosten aikasarjana ja kaikissa potilaan eri asennoissa. Tuloksia analysoidaan Sensimedin omalla ohjelmistolla.

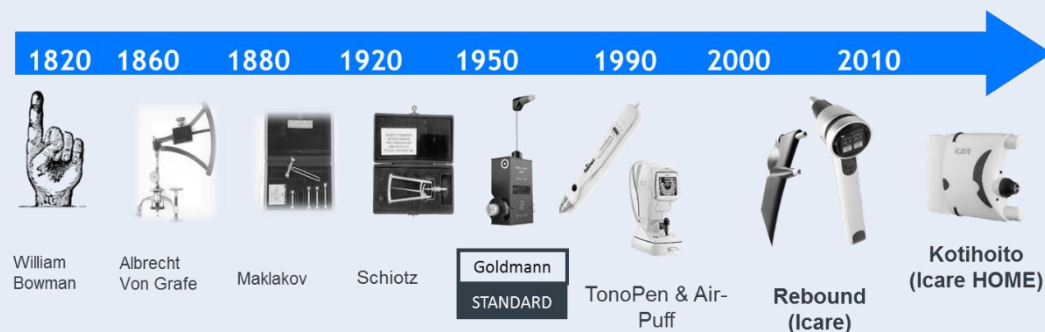
Laitteen haasteena Icareen nähden on se, että Sensimed mittaa ainoastaan silmänpaineen muutostasoja, mutta laite ei määrittele silmänpainetta elohopeamillimetreissä. Siten laitteen tuloksia ei voida verrata esimerkiksi alan standardina olevaan Goldmanniin, mikä asettaa omat haasteensa silmälääkäriyhteisön hyväksyntään saavuttamisessa. Laitteen kustannus on myös moninkertainen Icareen nähden. Arviomme mukaan Sensimed ja Icare HOME eivät välttämättä tule olemaan tulevaisuudessa toisensa poissulkevia teknologioita. Icare tarjoaa Sensimediin nähden laajoille massoille kustannustehokkaan ratkaisun glaukoomaan hoitoon, kun taas Sensimed toimii kalliimmalla ratkaisulla enemmän silmätutkimuksen high-end segmentissä.

Sensimedin hyöty Icarelle on ollut se, että yhtiö on käyttänyt huomattavia resursseja silmänpaineen seuraamiseen liittyvän tutkimuksen edistämiseen, mikä tukee myös kysynnän luomista Icaren HOMElle. Sensimed on kerännyt kymmeniä miljoonia euroja rahoitusta useilla rahoituskerroksilla. Yhtiöllä ei ole Yhdysvaltojen FDA-myyntilupaa, mutta tuote on saatavilla useissa Euroopan maissa.

Sensimedin lisäksi saksalainen Implantsdata kehittää silmänpainetta seuraavaa implanttia. Yhtiö tekee parhaillaan kliinisiä tutkimuksia viranomaislupia varten eikä tuote ole markkinoilla. Teknologia perustuu silmään asennettavaan implanttiin, mikä on suuri haaste Sensimediin ja Icareen nähden jo pelkkien viranomaislupien näkökulmasta.

Teknologia ja kilpailijat

Silmänpaineen mittauksen evoluutio



Lähde: Icare, Inderes

Icaren tuotteet ja kilpailevat tuotteet

Silmänpainemittarit



Kotimittaus / jatkuva seuranta



Lähde: Icare, Reicher, Keeler, Topcon, Sensimed

Kilpailijavertailu

Ominaisuudet	Icare	TonoPen applanaatio	Topcon ilmapuhku	Reichert ilmapuhku	Goldmann applanaatio
Hinta	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)

*Elohopeamillimetriä vs. Goldman, Lähde: Icare

Strategia ja kilpailuedut

Icaren strategian painopistealueita lähivuosina ovat käsityksemme mukaan HOME-tuotteen ylösajo, tuoteportfolion uudistaminen, jakelun ja myynnin vahvistaminen, uudet kumppanuudet sekä uusien markkinoiden (Kiina ja Brasilia) avaaminen. Icaren tuotteen hyödyt kilpailevia teknologioita vastaan ovat kiistattomia, minkä johdosta merkittävin kilpailullinen uhka liittyy vasta patenttien umpeutumiseen liittyvään aikaan. Ensimmäiset merkittävät patentit umpeutuvat 2019, mutta tämä ei tee yhtiön teknologiasta vielä täysin avointa.

Strategia

Tuoteportfolion laajentaminen

Kuluvan vuoden aikana HOME-tuote on tuonut yhden Icaren historian merkittävimmän uudistuksen yhtiön tuoteportfolioon. HOMEn lanseerauksen jälkeen uskomme yhtiön keskittyvän tällä hetkellä tuotekehityksessään TA-01 - perusmallin seuraajan kehitykseen, jonka julkaisua odotamme ensi vuoden aikana. Tämän jälkeen tuotteen lupaprosessit vievät todennäköisesti joitain kuukausia riippuen markkinasta.

TA-01:n seuraaja tulee todennäköisesti sisältämään vastaavia käyttäjäkokemusta parantavia uusia ominaisuuksia kuin HOME. Näitä ovat esimerkiksi silmän kohdistusvalo ja silmän tunnistus.

TA-01:n korvaajan julkaisun pitäisi avata yhtiölle huomattavan kasvupotentiaalin korvauslaitemarkkinasta, mikäli TA-01:n uskolliset käyttäjät päivittävät laitteensa uuteen malliin. Myynti näille vanhoille asiakkaille on luonnollisesti huomattavasti helpompaa kuin uusasiakasmyynti. TA-01:n käyttäjiä on tällä hetkellä maailmalla arviomme mukaan noin 40 000.

Jakelun ja kumppanuuksien vahvistaminen

Icaren tunnettuuden lisääntyminen avaa yhtiölle uusia mahdollisuuksia uusiin kumppanuuksiin. Yksi merkittävä ja mielenkiintoinen alue ovat suuret optikkoketjut, jotka voisivat ostaa laitteita Icarelta suurissa erissä perinteisen jakelukanavan ohitse. Optikkoketjut pyrkivät useissa maissa laajentamaan tarjontaansa tarjoamalla silmäntutkimukseen liittyviä palveluita. Yhtiö kertoi kahdesta merkittävästä optikkoketjusopimuksesta syksyllä 2014. Suurimpia panostuksia jakelun ja myynnin vahvistamiseen Icare tekee tällä hetkellä Yhdysvalloissa.

Käsityksemme mukaan Icare on kiinnostunut myös rebound-teknologian lisensoinnista OEM-kumppanille. Lisensointi pitäisi kuitenkin rajata siten, että kumppani täyttäisi jonkin Icarelta puuttuvan markkinasegmentin, jotta se ei alkaisi kannibalisoida yhtiön nykyistä myyntiä ja nykyisten jakelijoiden liiketoimintaa. Lisensointi voisi tarkoittaa

esimerkiksi OEM-kumppania, joka toisi rebound-teknologian osaksi silmätutkimukseen käytettävää laitekokonaisuutta. Tällöin se ei kilpailisi Icaren kannettavien laitteiden kanssa.

Uudet markkinat

Icaren tärkeimmät maantieteelliset markkinat ovat Yhdysvallat, Eurooppa ja Japani. Euroopassa ja etenkin Pohjoismaissa yhtiö on saavuttanut melko kypsän vaiheen kasvussa. Esimerkiksi Suomessa yhtiön liikevaihto ei viime vuonna kasvanut ja muussa Euroopassa liikevaihto kasvoi vain 4 %. Makrotaloustilanne on osin vaikuttanut tähän. Yhdysvallat on Icarelle edelleen kasvava markkina, jossa kasvupotentiaalia on vielä huomattavasti. Tärkeimpiä koskemattomia markkinoita ovat Kiina ja Brasilia.

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

Kiinan myyntilupaa Icarella ei ole vielä kirjoitushetkellä, mutta lupaa odotetaan lähikuukausien tai jopa viikkojen aikana. Yhtiö on jättänyt lupahakemukset Kiinaan ja viranomaisen on reagoitava hakemukseen, jos se vaatii täydennystä. Mikäli lupahakemukseen ei tule muutosvaatimuksia, tulee Icare saamaan myyntiluvan tammikuun 2015 lopulla viimeistään. Yhtiöllä on Kiinassa jo jakelukumppanit valmiina odottamassa lupaa myydä. Brasiliassa Icarella on myös jakelukumppani jo valmiina, mutta maan lupaprosessi ja viranomaiskäytännöt ovat häilyviä. Kiinassa on arviolta 28 000 silmälääkärinä ja Brasiliassa 13 500.

Hinnoittelustrategia

Icaren tuotteet sijoittuvat hinnoiltaan vastaavalle tasolle kuin applanaatioon ja ilmapuhkuun perustuvat laitteet, mutta kilpailevissa teknologioissa on myös saatavilla niin edullisempia kuin kalliimpia vaihtoehtoja. Icare kohtaa tällä hetkellä suurinta hintakilpailupainetta eläinten silmänpainemittareissa, missä asiakkaiden hintasensitiivisyys on korkeampi.

Icaren tuotteen matalat tuotantokustannukset ja yhtiön korkeat marginaalit mahdollistaisivat huomattavasti

alemman hinnoittelun. Icaren toimialalla hinnoittelu ei kuitenkaan ole ratkaiseva tekijä volyymin kasvattamisessa ja asiakkaiden hintasensitiivisyys on suhteellisesti pientä, minkä johdosta marginaaleista ei aina kannata luopua suurempien volyymin toivossa. Yhtiö ei todennäköisesti olisi voittanut markkinaosuuksia merkittävästi nykyistä enempää aggressiivisella hinnoittelulla, vaan kasvun kynnys on ollut teknologian luotettavuuden todistamisessa ja hyväksynnän saavuttamisessa.

Icaren tuoteportfoliota tarkasteltaessa on hyvin oleellista huomata, ettei yhtiö ole kertaakaan laskenut esimerkiksi TA-01 -mallin hintoja, vaikka tuote on jo yli 10 vuotta vanha. Icaren rebound-teknologian hinnoittelu on yhtiön käsissä kuluvan vuosikymmenen lopulle vahvan patenttisuojan ansiosta. Tuotteiden laajentuminen laajempiin kohderyhmiin voi aiheuttaa lievää laskua keskihintoihin. Patenttien raukeamisen jälkeen teknologiaan kohdistunee hintapainetta vuosikymmenen lopulla.

Kilpailusuoja

Icaren kilpailulta suojaavat keskeiset tekijät ovat patentit ja teknologia, luotettavuus ja brändi, viranomaishyväksynät ja 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. Icaren keskeisenä haasteena lähivuosina on arviomme mukaan kasvattaa muut kuin patentteihin liittyvät kilpailuesteet mahdollisimman korkeiksi patenttien umpeutumista edeltävän aikaikkunan rajoissa.

Uusien kilpailevien teknologioiden syntymisen näkökulmasta kilpailusuoja Icarelle tarjoaa yhtiön toimialan kilpailudynamiikka. Tämä johtuu etenkin lääkäreiden ja toimialan yleisesti korkeasta muutosvastarinnasta ja skeptisyydestä uusia tuotteita ja menetelmiä kohtaan. Uusilla rebound-teknologian kanssa kilpailevilla menetelmillä kestäisi vuosia saada viranomaishyväksynät, saavuttaa lääkäriyhteisön hyväksyntä ja päästä osaksi yleisesti hyväksyttyjä hoitomenetelmiä. Icarellakin on kestänyt keksinnön syntymisestä lukien 20 vuotta päästä nykyiseen asemaan. Tämän johdosta Icaren patenttisuojan aikaikkunan rajoissa pidämme hyvin epätodennäköisenä, että rebound-teknologia tulisi saamaan uuden vartenotettavan kilpailijan.

Patentit ja teknologia

Icaren teknologiaa ja tuotteita suojaa noin 20 patenttia, jotka liittyvät menetelmään ja mekaniikkaan. Ensimmäinen merkittävä patenttien umpeutumisen ajankohta on 2019, jolloin on käytännössä mahdollista tuoda TA-01:n kanssa kilpaileva tuote markkinoille Yhdysvalloissa. Edellisen

raporttimme (3/2013) aikana yhtiö viesti ensimmäisten patenttien umpeutumisajankohdaksi 2017. Yhtiö kuitenkin täsmensi myöhemmin, että kyseisen patentin umpeutuminen ei ole liiketoiminnalle vielä oleellinen. Analyysimme näkökulmasta yhtiö on siis saanut 2 vuotta lisää aikaa kilpailusuoja, mikä heijastuu positiivisesti ennusteisiimme sekä arvonnäkökulmaan.

Keskustelu Icaren patenteista ja niiden umpeutumisesta on ollut kenties jopa ylikorostettua. Ensinnäkin, tärkeimmät asiakkaat eli silmälääkärit ovat äärimmäisen vaativia, eivätkä ne osta tuotteita hinnan perusteella. Toiseksi, Icaren mittarin laskentamenetelmään liittyy Icaren oma algoritmi, jonka ansiosta laitteen täydellinen kopiointi mittaustulosten osalta on käytännössä mahdotonta. Kolmanneksi, Icare kehittää ja on kehittänyt tuotteisiin uusia ominaisuuksia, joita myös patentoidaan. Icaren liiketoiminta ei siten tule päättymään patenttien umpeutumiseen, mutta marginaaleihin sillä tulee olemaan negatiivinen vaikutus.

Luotettavuus ja brändi

Kilpailusuojan heikentyminen tulee osaltaan testaamaan Icaren käyttäjäkunnan uskollisuutta. Silmälääkärien näkökulmasta kynnys Icaren korvaamiseen on erittäin suuri, mikäli lääkäri ei voi täysin luottaa kilpailevan laitteen mittaustulokseen Icaren mittariin verrattuna. Yhtiölle tärkeää olisi saavuttaa silmälääkäriyhteisössä niin vahva tunnettuus ja brändi, ettei patenttisuojan heikentyminen ja edullisemman kilpailevan tuotteen tulo markkinoille johtaisi asiakkaiden menetyksiin.

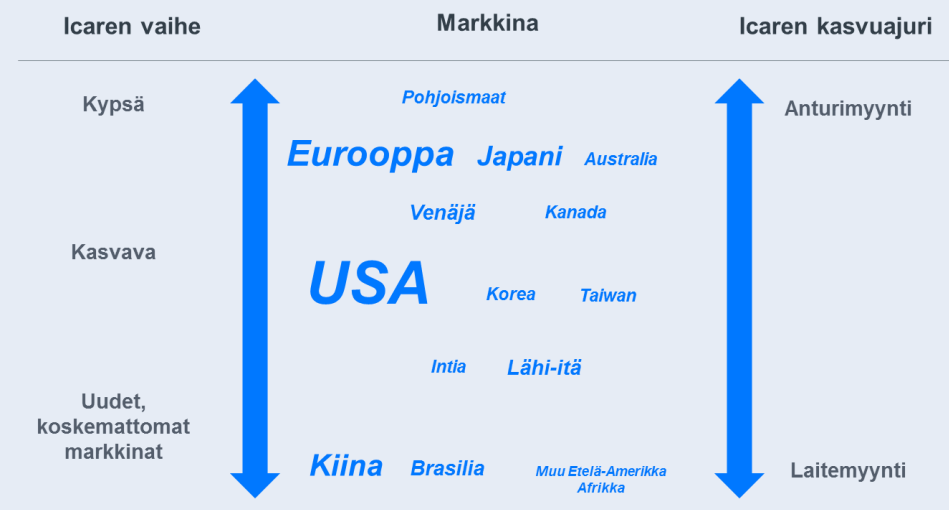
Viranomaishyväksynät

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 kotihoitotuotteen FDA-lupaa. Uuden kilpailevan tuotteen tai teknologian on käytävä vastaavat raskaat lupaprosessit läpi.

Eläinkäyttöön tarkoitetuissa mittareissa Icare on pystynyt kasvamaan huomattavasti nopeammin, mutta myös kilpailu on kireämpää, sillä virnaomaisten lupakäytännöt ja asiakkaiden hintasensitiivisyys ovat näissä tuotteissa huomattavasti kevyempiä.

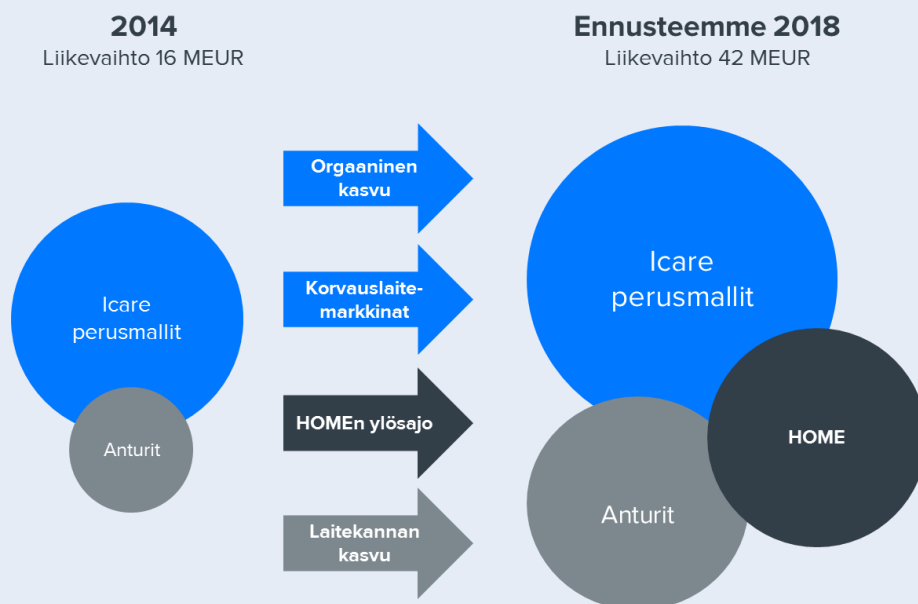
Strategia ja kasvuajurit

Icaren eri markkina-alueiden vaiheet ja kasvuajurit



Lähde: Inderes, tekstin koko heijastelee markkinan kokoa

Icaren kasvuajurit



Lähde: Inderes

Markkinapotentiaali

Silmänpainemittareiden markkinapotentiaali perustuu niihin 75 miljoonaan ihmiseen, joiden tiedetään sairastavan glaukoomaa, sekä niihin 75 miljoonaan, jotka sairastavat tautia tietämättään. Tällä hetkellä Icare syrjäyttää kilpailevia teknologioita etenkin silmälääkärikäytössä osana glaukooman hoitoa. Glaukooman seulonta ja seulontamekanismien syntyminen yhteiskuntaan avaa 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. On kuitenkin epävarmaa, kuinka nopeasti seulontaan ja kotihoitoon liittyvät silmänpainemittareiden markkinat lähtevät syntymään.

Glaukooman hoito

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 rebound-teknologia on korvannut mittausten menetelmässä vanhentuneita teknologioita. Sairauden diagnoosiin, seurantaan ja hoitoon tarkoitetuissa laitteissa Icaren käyttäjäryhmiä ovat pääasiassa silmälääkärit.

Glaukooman hoidossa Icare on joillain yksittäisillä markkinoilla kuten Pohjoismaissa ottanut markkinan kokonaisuudessaan haltuun. Suomessa kilpailevia teknologioita ei esimerkiksi myydä enää oleellisessa määrin. Muiden teknologioiden korvaamiseen perustuvaa kasvupotentiaalia Icarella on kuitenkin vielä huomattavasti muualla maailmassa.

On tärkeää huomioida, että pelkkä silmänpaineen mittaus 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.

Kotihoito ja silmänpaineen seuranta

Kun potilaalla on diagnosoitu glaukooma, on silmänpaineen jatkuva seuranta osana sairauden hoitoa tärkeää, jotta taudin eteneminen voidaan pysäyttää ja lääkitys saadaan oikeaksi. Silmänpaineen seuranta etenkin eri vuorokauden aikoina on kuitenkin nykyisillä menetelmillä haastavaa. Potilaan jatkuvat sairaalakäynnit tai potilaan vuodepaikka ovat merkittävä kustannus, jos niillä ei ole muuta tarkoitusta kuin silmänpaineen seuranta. Tähän tarkoitukseen Icaren HOME-tuote avaa täysin uuden markkinan. Yhtiön on osaltaan itse luotava markkina, koska sitä ei ole aiemmin ollut olemassakaan.

HOME-tuotteen liiketoimintamallissa asiakkaana ovat käytännössä samat silmälääkärit, jotka ovat TA-01:n ja PRO:n nykyisiä käyttäjiä. Silmälääkäri ostaa itselleen useita HOME-laitteita, jotka annetaan potilaille lainakäyttöön. Käytännössä tällöin yksi silmälääkäri saattaa hankkia itselleen jopa kymmeniä laitteita, jotta laitteita on riittävän monta kappaletta potilaskierto huomioiden. 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. Lähtökohtanamme on, että HOMEsta tulee merkittävä osa Icaren liiketoimintaa seuraavan viiden vuoden aikana, mutta hyvässä skenaariossa sen volyymi tulee olemaan moninkertainen perusmalleihin nähden.

Glaukoomaan seulonta

Glaukooma havaitaan tyypillisesti sattumalta silmälääkärin tarkastuksessa, sillä nykyiset ilmapuhku- ja applanaatioteknologiat ole mahdollistaneet sairauden tehokasta seulontaa. Icaren menetelmän helppous mahdollistaisi periaatteessa täysin uuden seulontamekanismin syntyminen osaksi terveydenhuoltojärjestelmää. Tämä edellyttää glaukooman tietoisuuden kasvamista yhteiskunnassa sekä silmänpaineen mittauksen tuloa osaksi normaalia terveyden seurantaa.

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.

Icaren helppokäyttöisyyden ansiosta seulonta pystytään toteuttamaan ”normaalin järjestelmän” eli erillisen silmälääkärin tarkastuskäynnin ohitse, mikä avaa uusia

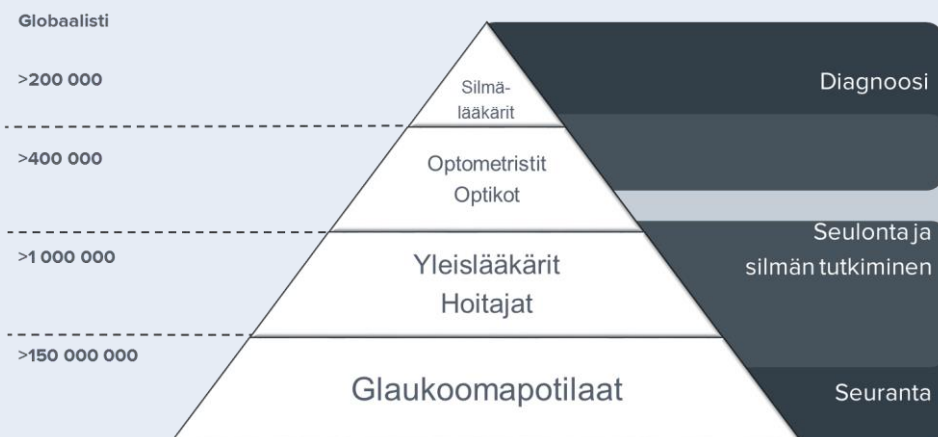
kohderyhmiä laitemyynnille. Glaukooman seulontaan perustuvassa markkinassa yhtiölle relevantteja kohderyhmiä ovat silmälääkäreiden lisäksi esimerkiksi optometristit, optikot, yleislääkärit, sairaanhoitajat, kehitysapujärjestöt, armeijat ja ensiapuasemat. Verrattuna perinteiseen silmälääkäreille kohdistuvaan laitemyyntiin, on näiden kohderyhmien globaali potentiaali moninkertainen.

Markkinapotentiaali seulonnassa on HOME-tuotteen tavoin valtava, mutta tämän markkinan syntyminen ei tule tapahtumaan yön yli. Haaste on saada seulontamekanismien syntyminen sekä glaukooman tietoisuuden kasvu, jotta myös ihmisten oma-aloitteinen käynti silmätutkimuksissa yleistyisi.

Seulonnan näkökulmasta tärkeä kasvupotentiaali Icarella on myös kehitysmaissa, joissa silmänpaineen mittaus on tähän mennessä ollut harvinaista korkeiden kustannusten takia. 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.

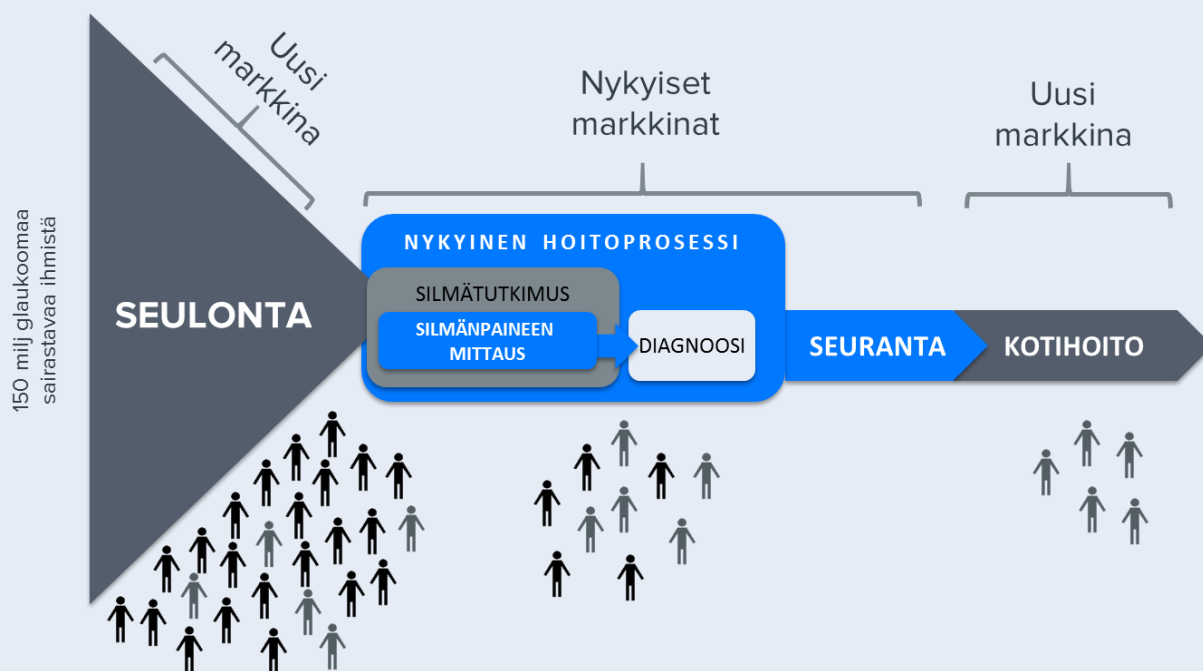
Icaren markkinapotentiaali

Potentiaaliset kohderyhmät



Lähde: Icare

Silmänpaineen mittauksen rooli seulonnasta diagnoosiin ja seurantaan



Lähde: Inderes, Icare

Ennusteet

Icaren nykyisen perusliiketoiminnan ennustaminen on lyhyellä aikavälillä kohtuullisen helppoa: laitteiden myynti kasvaa tasaista vauhtia ja anturimyynti seuraa kasvavaa laitekantaa viiveellä. Ennusteiden suurin epävarmuus liittyy HOME-tuotteen menestykseen sekä TA-01:n korvaajan tuomiin lisävolyymeihin. Lisäksi pitkän aikavälin ennusteisiin epävarmuutta tuo patenttisuojan umpeutumisen vaikutukset Icaren marginaaleihin. Arvioimme Icaren vuosikasvun kiihtyvän 2015-2017 noin 30 %:n tasolle nykyisestä noin 20 %:n tasosta. Kasvua vetävät uudet markkinat, HOME sekä TA-01:n korvaava malli. Kasvupanostukset rajaavat yhtiön kannattavuuden vipua volyymien kasvaessa, mutta liikevoitto pysyttelee erinomaisella yli 40 % tasolla. Ennusteessamme yhtiö saavuttaa vuosikymmenen lopulla 50 MEUR:n liikevaihdon.

Uudet ennusteet

Perusmallien laitemyynti

Icaren laitemyynti kasvoi vuonna 2013 arviomme mukaan noin 18 % ja vuonna 2014 laitemyynti on hidastunut noin 16 %:n tasolle. Laitemyynin kasvun hidastuminen johtuu siitä, että osa maantieteellisistä markkinoista alkaa saavuttaa kypsän vaiheen. Vuonna 2014 Icare toimittaa noin 7000 laitetta, mikä tuottaa yhtiölle noin 12 miljoonan euron liikevaihdon.

Arvioimme laitemyyntin kasvun hidastuvan edelleen 14 %:iin vuonna 2015. Vuonna 2016 odotamme laitemyyntin kasvun kiihtyvän 16 %:iin TA-01:n seuraajan julkaisun myötä. Kasvua ennustajaksolla tukevat myös esimerkiksi Kiinan markkinan avautuminen ja mahdolliset optikkoketjusuopimukset. Pitkällä aikavälillä odotamme laitemyyntin kasvun tasautuvan noin 10 % tasolle. Arvioimme laitemyyntin olevan 12,5 tuhatta kappaletta vuonna 2018, jolloin laitteen toisivat Icarelle noin 22 miljoonan euron liikevaihdon.

Arvioimme laitteiden keskimääräisten myyntihintojen jakelukanavaan kohoavan hieman TA-01:n seuraajan julkaisun myötä 2016. Ensi vuonna laitteiden keskihintoja tukee myös dollarin vahvistuminen. Vuodesta 2019 alkaen ennustamme noin 10 % vuotuista hintaeroosiota kilpailusuojan heikentymisen myötä.

HOME:n myynti

HOME:n osalta Icaren liiketoiminnan ennustaminen on erittäin vaikeaa. Ennusteemme ei olelaikaa laitteen läpimurtoa, mutta uskomme HOME:n nousevan merkittävään rooliin Icaren liiketoiminnassa seuraavan 5 vuoden aikana. Kuluvana vuonna HOME:n volyymi jää vielä hyvin pieneksi ja yhtiön panokset menevät markkinan kysynnän luomiseen ja FDA-lupaprosessiin. Ensi vuodelta odotamme 1000 laitteen volyymiä HOME:ta, mikä olisi yhtiöltä kohtalain suoritusta. Todellisuudessa HOME:n potentiaali nähdään vasta 2016-2018, kun markkina laitteelle alkaa muotoutumaan.

Arvioimme HOME:n volyymin kasvavan asteittain 9000 laitteeseen vuonna 2018. Laitteen myyntihinta jakelukanavaan on noin 1100 euroa, mikä tarkoittaisi 10 miljoonan euron liikevaihtoa vuonna 2018. Kyseinen volyymi vastaisi esimerkiksi sitä, että vuoden aikana 600 silmälääkärinä tilaisi itselleen 15 kappaleen erän HOME-tuotetta potilaiden lainakiertoon. Mittasuhteena Yhdysvalloissa on 19 000 silmälääkärinä.

Anturimyynti

Icaren anturimyynti on johdannainen laitekannan kasvulle. Tällä hetkellä anturimyynti kasvaa laitemyyntiä nopeammin johtuen viime vuosien vahvasta kasvusta laitemyyntissä. Lisäksi anturimyyntiä on vauhdittanut laitteiden käytön lisääntyminen. Arvioimme mukaan tällä hetkellä yksi laitekannassa oleva laite kuluttaa keskimäärin noin 200 anturia vuodessa. Arvioimme luvun nousevan 250:een vuonna 2018 johtuen laitteiden seurantakäytön yleistymisestä.

Antureita myydään tänä vuonna arviossamme hieman yli 8 miljoonaa kappaletta, mikä tuo Icarelle noin 4 miljoonan euron liikevaihdon. Ennustamme antureiden keskihintojen laskevan lähivuosina, mikäli yhtiö pyrkii vauhdittamaan laitemyyntiä ja -käyttöä antureiden hintoja alentamalla. Arvioimme antureiden tuoman liikevaihdon saavuttavan 10 miljoonaa euroa 2018, mikä vastaa ennusteessa 24 miljoonan anturin myyntiä. Anturimyyntin kasvuennusteessa on tärkeä huomioida, että liikevaihtoennuste pohjautuu hyvin pitkälti jo myytyjen laitteiden anturikulutukseen.

Liikevaihdon muodostuminen

Ennusteessamme Icaren (Icare Finland Oy sekä Icare USA Inc.) liikevaihto vuodelta 2014 on 16 miljoonaa euroa, mikä vastaa 19 %:n kasvua. Ennuste on suhteellisen luotettava, sillä tammi-syyskuun luvut on jo raportoitu. Ensi vuonna kasvu kiihtyy 26 %:iin, mikä johtuu anturimyyntin kasvusta (28 %), TA-01:n seuraajan lanseerauksesta sekä HOME:n tuomasta noin miljoonan euron liikevaihdosta. Vuosina

2016-2017 kasvu kiihtyy noin 30 %:iin pitkälti HOME:n vetämänä. Vuosikymmenen lopulla kasvu tasaantuu ennusteessamme noin 10 %:n tasolle.

Ennusteessa Icaren liikevaihto jakautuu vuosikymmenen lopulla seuraavasti: peruslaitemyynti 43 % (2014: 75%), HOME 30 % (2014: 1%) ja anturimyynti 28 % (2014: 25 %). Laitekannan kasvun tasaantuessa anturimyyntin suhteellinen osuus Icaren liiketoiminnasta voisi kasvaa arviomme mukaan pitkällä aikavälillä yli 40 %:n tasolle. Lähivuosina laitemyyntin kasvu kuitenkin hidastaa antureiden suhteellisen osuuden nousua.

Tulos ja kannattavuus

Ennusteessamme Icaren liikevoitto on 7 miljoonaa euroa vuonna 2014 ja liikevoittomarginaali 42 %. Kannattavuus heikkenee hieman 2013 tasosta johtuen kulurakenteen kasvusta. Vuonna 2015 suhteellinen kannattavuus ei nouse volyymikasvusta ja dollarihyödystä huolimatta, mikä johtuu kasvavista kulupanostuksista uusien tuotteiden ylösajossa. Voimakkain tulokasvu käynnistyy vuodesta 2016 alkaen HOMEn sekä TA-01:n korvaajan vetämänä.

Ennusteessamme yhtiön liikevaihto nousee 52 miljoonaan euroon vuonna 2020 ja liikevoittomarginaali pysyy lähellä 50 %:ia läpi ennustejakson. Vuosien 2019-2020 aikana arvioimme yhtiön liikevoittomarginaalin heikentyvän asteittain 16 %:iin kilpailusuojan heikentymisen myötä ja kasvun hidastuvan muutaman prosentin tasolle.

Ennusteluvut koskevat Icare Finland -konsernia, minkä takia ennusteet poikkeavat Revenio Groupin raporttoiman terveysteknologia-segmentin luvuista hieman.

Rahavirta, tase ja rahoitus

Icaren tase on erittäin kevyt ja käytännössä liiketoiminta sitoo ainoastaan käyttöpääomaa hieman alle 10 % liikevaihdosta. Tämän johdosta yhtiön rahavirta ja nettotulos kulkevat käytännössä käsi kädessä, eikä yhtiöllä ole minkäänlaisia rahoitustarpeita.

Ennustemuutokset

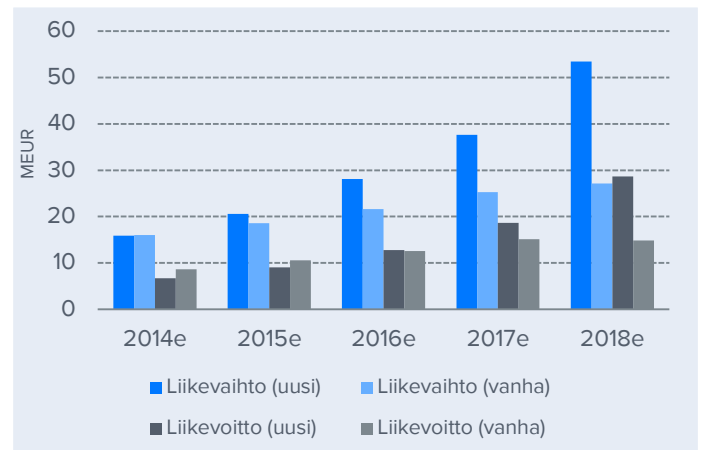
Ennusteiden muutokset edellisen raportin jälkeen

Julkaisimme edellisen Icare-raporttimme maaliskuussa 2013. Yhtiössä on tapahtunut tämän jälkeen paljon kehitystä, joka on vaikuttanut positiivisesti pitkän aikavälin ennusteisiimme. Toisaalta etenkin yhtiön kohonneet kasvupanostukset, kuten HOME:n lanseeraus ovat vaikuttaneet negatiivisesti 2014-2015 kannattavuusennusteeseen.

Vuoden 2014 osalta yhtiön liikevaihto tulee osumaan melko lähelle keväällä 2013 annettua ennustetta. Vastaavasti yhtiön liikevoitto jää hieman ennustetta alemmaksi, mikä johtuu HOME-tuotteen lanseeraukseen liittyvistä panostuksista. Vuoden 2015 osalta liikevaihtoennusteemme on noussut HOME:n ansiosta, mutta HOME ei vielä heijastu tulokseen vuonna 2015.

Pitkän aikavälin osalta ennusteissamme on tapahtunut merkittävä muutos pääasiassa HOME:sta johtuen. Vuoden 2018 liikevaihtoennusteemme on 42 miljoonaa euroa, kun se edellisessä raportissa oli 27 miljoonaa euroa. Vastaavasti liikevoittoennuste on noussut 27 miljoonaan euroon 15 miljoonasta eurosta. Lisäksi 2018-2020 ennusteitamme nostaa huomattavasti yhtiön antama uusi arvio ensimmäisten oleellisten patenttien umpeutumisesta (2019 vs. aiempi 2017).

Ennustemuutokset edelliseen 3/2013-raporttiin nähden



Lähde: Inderes

Ennusteet

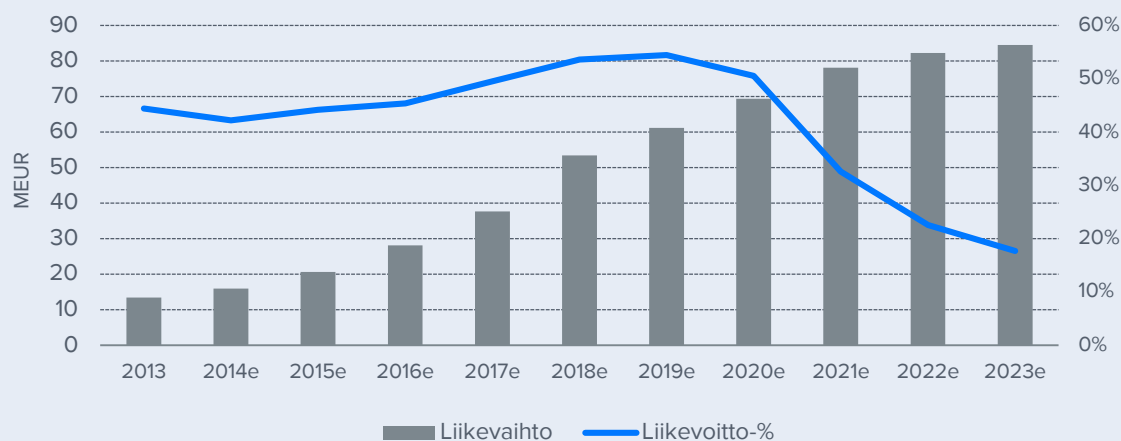
Liikevaihdon muodostuminen

Icare perusmallit*	2012	2013	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e
Laitemyynti kpl	5 250	6 200	7 200	8 208	9 521	10 949	12 482	13 980	15 658	17 224	18 085
Keskihinta	1650	1650	1650	1700	1750	1750	1750	1575	1418	1276	1148
Liikevaihto - laitteet MEUR	8.7	10.2	11.9	14.0	16.7	19.2	21.8	22.0	22.2	22.0	20.8
Laitekanta / perusmallit	30 000	35 300	41 441	48 406	56 475	65 730	76 241	87 934	100 954	115 149	129 779
Laitekannan poistuma		3.0 %	3.0 %	3.0 %	3.0 %	3.0 %	3.0 %	3.0 %	3.0 %	3.0 %	3.0 %
Icare HOME	2012	2013	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e
Laitemyynti kpl			100	1 000	3 000	6 000	9 000	11 700	14 040	16 146	17 761
Keskihinta			1100	1100	1100	1100	1100	1100	1100	1100	1100
Liikevaihto - laitteet MEUR			0.1	1.1	3.3	6.6	9.9	12.9	15.4	17.8	19.5
Laitekanta / HOME			100	1 099	4 077	9 955	18 656	29 796	42 645	57 085	72 562
Laitekannan poistuma			0.0 %	1.0 %	2.0 %	3.0 %	3.0 %	3.0 %	4.0 %	4.0 %	4.0 %
Anturimyynti	2012	2013	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e
Laitekanta yhteensä	30000	35300	41541	49505	60552	75685	94897	117730	143598	172233	202341
Anturimyynti per laite	167	190	200	215	230	240	250	250	250	250	250
Anturin keskihinta EUR	0.47	0.47	0.47	0.46	0.45	0.44	0.43	0.42	0.40	0.38	0.36
Anturimyynti milj. kpl	5.0	6.7	8.3	10.6	13.9	18.2	23.7	29.4	35.9	43.1	50.6
Liikevaihto - anturit MEUR	2.4	3.2	3.9	4.9	6.3	8.0	10.2	12.4	14.3	16.3	18.2
Icare yhteensä	2012	2013	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e
Liikevaihto - Perusmallit	8.7	10.2	11.9	14.0	16.7	19.2	21.8	22.0	22.2	22.0	20.8
Liikevaihto - HOME	0.0	0.0	0.1	1.1	3.3	6.6	9.9	12.9	15.4	17.8	19.5
Liikevaihto - Anturit	2.4	3.2	3.9	4.9	6.3	8.0	10.2	12.4	14.3	16.3	18.2
Icare liikevaiht. yht.	11.0	13.4	15.9	19.9	26.2	33.8	41.9	47.3	52.0	56.1	58.5
Tunnusluvut	2012	2013	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e
Peruslaitteiden kasvun-%	-	18 %	16 %	14 %	16 %	15 %	14 %	12 %	12 %	10 %	5 %
HOMEn volyymin kasvun-%	-	-	-	900 %	200 %	100 %	50 %	30 %	20 %	15 %	10 %
Anturimyyntin kasvun-% (EUR)	-	34 %	24 %	28 %	31 %	30 %	31 %	24 %	22 %	20 %	17 %
Peruslaitteiden osuus-%	79 %	76 %	75 %	70 %	64 %	57 %	52 %	47 %	43 %	39 %	35 %
Anturimyyntin osuus-%	21 %	24 %	25 %	25 %	24 %	24 %	24 %	26 %	28 %	29 %	31 %
HOMEn osuus-%	0 %	0 %	1 %	6 %	13 %	20 %	24 %	27 %	30 %	32 %	33 %
Liikevaihdon kasvu	22 %	21 %	19 %	26 %	31 %	29 %	24 %	13 %	10 %	8 %	4 %

Toteutuneet luvut perustuvat tilinpäätösten, yhtiöraporttien ja johdon kanssa käytyjen keskusteluiden perusteella tehtyihin arvioihin. Ennusteet Inderes.

*Perusmallit = muut silmänpainemittarit kuin HOME

Liikevaihto ja kannattavuus ennustejaksolla



Lähde: Inderes

Arvonmääritys

Uusi arviomme Icaren velattomasta arvosta on 145 miljoonaa euroa, kun aiemmassa raportissamme arviomme oli huomattavasti konservatiivisempi 68 miljoonaa euroa (haarukka 46-102 MEUR). Arvion muutos perustuu seuraaviin tekijöihin: 1) huomattava nousu tulosennusteissa, 2) näkyvyyden parantuminen ja riskipreemioiden supistuminen, 3) uuden HOME-tuotteen potentiaali, 4) patenttisuojan aiempaa arviota 2 vuotta pidempi kesto sekä 5) suhteellisen arvostustason (P/E, EV/EBIT) noin 10 %:n nousu vertailuryhmässä. HOMEn epäonnistumista heijastelevassa pessimistisessä skenaariossa Icaren arvo on arviossamme 94 miljoonaa euroa ja positiivisessa HOMEn onnistumista heijastelevassa skenaariossa 205 miljoonaa.

Kassavirtapohjainen arvonmääritys

DCF-arvo ja oletukset

DCF-mallimme normaali skenaario perustuu ennuste-osiossa esitettyyn tulosennusteeseen. Rahavirran ennustaminen on suoraviivaista yhtiön kevyen taserakenteen ansiosta. Mallin mukainen arvio yhtiön arvosta on 145 miljoonaa euroa. Icaren nettokassa on hyvin lähellä nollaa, joten yritysarvo (EV) ja markkina-arvo ovat käytännössä yhtenevät.

Ennustemallissa yhtiön tulos ja rahavirta saavuttavat huippunsa 2020, minkä jälkeen tulos kääntyy laskuun patenttisuojan heikentymisen myötä. Ikuisuusoletuksessa yhtiön liikevoittomarginaali on 15 % ja kasvuennuste on 2,5 %. Käytetty pääoman painotettu kustannus (WACC) on 8,3 %. Mallissa ikuisuusoletuksen (kassavirrat 2023 jälkeen) painoarvo arvonmäärityksen tuloksesta on 42 %.

Skenaarioanalyysi

Testaamme Icaren arvonmuodostuksen herkkyyttä etenkin HOME-tuotteen menestyksen muutoksilla, sillä tähän komponenttiin liittyy eniten epävarmuutta ennusteessa. Vastaavasti Icaren perusmallien osalta ennuste kuluva vuosikymmenen osalta sisältää melko vähän epävarmuutta johtuen vahvasta patenttisuojasta.

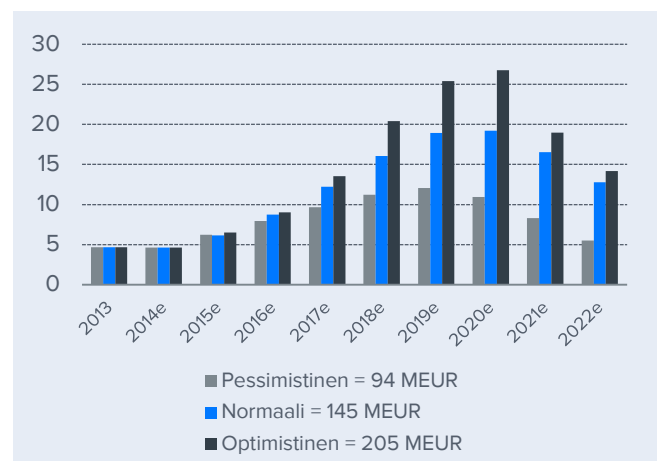
Pessimistinen skenaario heijastelee ennustetta, jossa Icare HOME on pettymys ja laitteen myynti jää vuositasolla noin tuhanteen kappaleeseen tai noin miljoonan euron liikevaihtoon. Icaren arvonmuodostus jää tällöin perusmallien vakaan reilun 10 % vuosikasvun sekä anturimyyntin varaan. Yhtiö kuitenkin pysyy erittäin kannattavana. Pessimistisessä skenaariossa arviomme yhtiön arvosta on 94 miljoonaa euroa.

Positiivisessa skenaariossa HOME-tuote saavuttaa hyvän menestyksen seuraavan 5-vuoden aikana. HOMEn laitemyynti nousee ennusteessa 30 000 vuositasolla

vuonna 2020, minkä jälkeen kasvu vakiintuu.

Havainnollistuksena 30 000 HOME-laitteen myynti vastaisi esimerkiksi sitä, että 2000 silmälääkärää tilaisi itselleen 15 laitteen erän potilaiden lainakiertoa varten. Mittasuhteena 2000 silmälääkärää vastaa alle prosenttia maailman silmälääkäreistä. Skenaariossa Icaren arvo on 205 miljoonaa euroa. Havainnollistus osoittaa, että onnistuessaan HOMEn arvonluontipotentiaali on huomattava.

Vapaa rahavirta eri skenaarioissa



Arvostuskertoimet ja vertailuryhmä

Vertailuryhmä

Olemme valinneet Icaren verrokeiksi yhtiön suoria kilpailijoita sekä optiikan alueella ("optical healthcare") toimivia terveydenhuollon laite- ja teknologiayhtiöitä. Yhtiöt ovat suuria kansainvälisiä pörssiyrityksiä, minkä ansiosta niistä on saatavissa suhteellisen luotettavia markkinaennusteita.

Icaren vertailuryhmää hinnoitellaan tällä hetkellä hieman yli 20x P/E-kertoimilla ja hieman yli 15x EV/EBIT-kertoimilla.

Vertailuryhmän arvostus on EV/EBIT-mittarilla noussut noin 20 % edellisen raportin ajankohtaan (3/2013) nähden, mutta P/E-luvulla mitattuna arvostustaso on lähes entisellä tasolla.

Vertailuryhmän arvostustaso

Vertailuryhmä 12.12.2014: Terveysteknologia/optinen ala				
Ennusteet: Thomson Reuters	P/E		EV/EBIT	
	2014e	2015e	2014e	2015e
Ametek	20.6	18.7	14.7	13.4
Halma	23.9	21.7	18.4	17.0
Topcon	33.1	23.9	-	-
Medtronic	19.3	18.2	13.1	13.0
Carl Zeiss Meditec	20.7	18.0	13.9	12.3
The Cooper Companies	21.5	20.7	22.3	20.7
Essilor International SA	28.7	25.7	21.1	19.2
MEDIAANI	21.5	20.7	16.6	15.2
KESKIARVO	24.0	21.0	17.2	15.9

Lähde: Thomson Reuters

Arvostus vertailuryhmän kertoimilla

Vertailuryhmään perustuvassa arvonmäärittämisessä tarkastelemme Icaren arvoa näkökulmasta, jossa ajatellaan yhtiön olevan arvotettu samoilla arvostuskertoimilla kuin vertailuyhtiöt. Vertailuryhmäarvio antaa hyvää konkreettista tukea arvostukselle, mutta siinä on myös syytä huomioida muutamia haasteita. Ensiksi, yhtiöt ovat kooltaan ja profiililtaan hyvin erilaisia ja arvostus ei täysin huomioi esimerkiksi eroavuuksia IPR-salkkujen vahvuuksissa. Toiseksi, tarkastelemme vertailuryhmää vuosien 2014-2015 ennusteiden näkökulmasta, jolloin Icare HOMEn positiivinen vaikutus yhtiön kasvuun ei heijastu tähän arvonmäärittämiseen, koska HOMEn tuoma tulospainotus ajoittuu ennusteisiin 2016 vuodesta eteenpäin.

Vertailuryhmän kertoimilla katsottuna Icaren arvo liikkuu 111-142 miljoonan euron haarukassa keskiarvon ollessa 124 miljoonaa euroa. Ensi vuoteen katsovissa kertoimissa arvo on 130-141 miljoonassa eurossa. Ensi vuoden ennusteeseen ei kuitenkaan heijastu HOMEn tuoma tulos ja vastaavasti vuoden 2014 tulokseen HOMEn ylösajo vaikuttaa negatiivisesti.

Pidämme DCF-analyysin mukaista 145 miljoonan euron arviota konservatiivisena ja realistisena vertailuryhmän arvostustason kontekstissa. Jos ajattelisimme vertailuryhmään perustuvan arvonmäärittäksen antavan ”oikean arvon” yhtiölle, jättäisi DCF-malli ainoastaan noin 10-20 miljoonan euron painoarvon HOMEen liittyvälle potentiaalille.

Icaren arvo vertailuryhmän kertoimilla

	EV/EBIT	EV/EBIT
	2014e	2015e
Parametri: Icare EBIT	6.7	8.5
x vertailuryhmän kerroin	16.6	15.2
=Yritysarvo (EV)	111.1	129.7

	P/E	P/E
	2014e	2015e
Parametri: Icare Earnings	5.4	6.9
x vertailuryhmän kerroin	21.5	20.7
-nettokassa	-0.7	-0.7
=Yritysarvo (EV)	115.2	141.2

Lähde: Inderes

Arvostuskertoimet

Icaren lähivuosien arvostuskertoimet 145 miljoonan euron arvolla antavat tukea sille, että DCF-mallimme arvo on realistisella ja konservatiivisella tasolla. Kyseisellä arvolla kuluvan vuoden P/E on 27x, ensi vuoden 21x ja vuoden 2016 kerroin on 15x. Vastaavat EV/EBIT-luvut ovat 21x, 17x ja 12x. Mielestämme arvostuskertoimet ovat kohtuullisia huomioiden HOMEn kasvupotentiaali sekä vakaa, kasvava ja erittäin kannattava nykyliiketoiminta.

Icaren arvostuskertoimet 145 MEUR arvolla

Hinnoittelukertoimet	2014e	2015e	2016e
EV = 145 MEUR, P = 145 MEUR			
P/E	26.9	21.1	14.8
EV / Sales	9.1	7.2	5.5
EV / EBIT	21.5	16.9	11.8
EV / EBITDA	20.6	16.2	11.4

Lähde: Inderes

Tuloslaskelma, tase ja DCF-malli

Tuloslaskelma

Tuloslaskelma (MEUR)	2011	2012	2013	2014e	2015e	2016e
Liikevaihto*	9.0	11.0	13.4	15.9	20.0	26.3
Kulut*	-4.7	-5.3	-7.2	-8.9	-11.1	-13.6
EBITDA	4.3	5.7	6.2	7.0	8.9	12.6
Poistot	-0.2	-0.3	-0.2	-0.1	-0.1	-0.2
EBITA	4.0	5.4	6.0	6.5	8.3	11.9
Aineettomien hyödykkeiden poistot	0.0	0.0	0.0	-0.2	-0.2	-0.3
Liikevoitto	4.0	5.4	6.0	6.7	8.5	12.2
Rahoituserät	0.0	0.0	-0.1	0.0	0.0	0.0
Osuus osakkuusyrityksien tuloksesta	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Voitto ennen veroja	4.1	5.4	5.9	6.7	8.6	12.2
Muut erät**	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Verot**	-1.0	-1.3	-1.2	-1.3	-1.7	-2.4
Vähennistöösuus	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Nettotulos	3.1	4.1	4.7	5.4	6.9	9.8

Lähde: Icare Finland Oy / Inderes

*oikaistu sisältämään 100 % omistetun Icare USA Inc.:n liikevaihdon ja kulut

**konserniavustukset oikaistu, vero laskennallinen

Tase

Vastaavaa (MEUR)	2011	2012	2013	2014e	2015e	2016e	Vastattavaa (MEUR)	2011	2012	2013	2014e	2015e	2016e
Pysyvät vastaavat	0.8	0.5	0.9	1.2	1.5	1.9	Oma pääoma	0.0	0.0	0.0	5.4	6.9	9.8
Aineettomat oikeudet ja liikearvo	0.2	0.1	0.6	0.7	0.9	1.2	Osakepääoma	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Käyttöomaisuus	0.6	0.4	0.3	0.5	0.6	0.7	Kertyneet voittovarot	0.0	0.0	0.0	5.4	6.9	9.8
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	Omat osakkeet	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Muut sijoitukset	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	Uudelleenarvostusrahasto	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Muut pitkäaikaiset varat	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	Muu oma pääoma	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Laskennalliset verosaamiset	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	Vähennistöösuus	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Vaihtuvat vastaavat	4.2	4.0	4.4	9.7	11.1	14.0	Laskennalliset verovelat	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Varastot	0.6	0.6	0.8	1.0	1.2	1.6	Varaukset	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Muut lyhytaikaiset varat	2.0	0.9	2.0	2.0	2.0	2.0	Pitkäaikaiset velat	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Myyntisaamiset	1.1	1.6	0.9	1.4	1.8	2.4	Lainat rahoituslaitoksilta	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Likvidit varat	0.6	0.9	0.7	5.3	6.1	8.1	Vaihtovelkakirjalainat	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Taseen loppusumma	4.9	4.5	5.4	10.9	12.7	15.9	Muut pitkäaikaiset velat	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
							Lyhytaikaiset velat	4.9	4.5	5.4	5.5	5.8	6.1
							Lainat rahoituslaitoksilta lyh.	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
							Lyhytaikaiset korottomat velat	0.8	0.6	0.8	1.0	1.2	1.6
							Muut lyhytaikaiset velat	4.1	3.8	4.6	4.6	4.6	4.6
							Taseen loppusumma	4.9	4.5	5.4	10.9	12.7	15.9

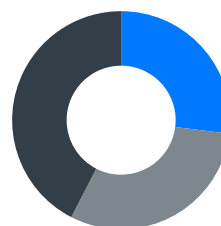
Lähde: Icare Finland Oy, ennuste Inderes

DCF-malli

Kassavirtalaskelma (MEUR)	2013	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	TERM
Liikevoitto	6.0	6.7	8.5	12.2	16.6	21.7	24.7	24.9	21.5	16.5	9.3	
+ Kokonaispoistot	0.2	0.3	0.4	0.5	0.6	0.7	0.9	1.0	1.2	1.2	1.3	
- Maksetut verot	-1.2	-1.3	-1.7	-2.4	-3.3	-4.3	-4.9	-5.0	-4.3	-3.3	-1.8	
- 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	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
- Käyttöpääoman muutos	0.3	-0.4	-0.4	-0.6	-0.5	-0.7	-0.5	-0.4	-0.3	-0.2	-0.1	
Operat. kassavirta	5.3	5.2	6.8	9.6	13.4	17.4	20.2	20.6	18.0	14.2	8.6	
+ 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	
- Bruttoninvestoinnit	-0.6	-0.6	-0.7	-0.9	-1.1	-1.4	-1.3	-1.4	-1.5	-1.4	-1.4	
Vapaa oper. kassavirta	4.7	4.6	6.2	8.8	12.2	16.1	18.9	19.2	16.5	12.8	7.2	
+/- 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	4.7	4.6	6.2	8.8	12.2	16.1	18.9	19.2	16.5	12.8	7.2	126.1
Diskontattu vapaa kassavirta		4.6	5.7	7.4	9.6	11.6	12.6	11.8	9.4	6.7	3.5	61.2
Disk. kum. vap. kassav.		144.2	139.6	133.9	126.5	116.9	105.3	92.6	80.8	71.4	64.7	61.2
Korolliset nettovelat		0.7										
Velaton arvo DCF		144.9										

Pääoman kustannus (WACC)	
Vero-% (WACC)	20.0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	0.0 %
Vieraan pääoman kustannus	6.5 %
Yrityksen Beta	0.70
Markkinoiden riski-premio	4.8 %
Likviditeettipremio	1.0 %
Riskitön korko	4.0 %
Oman pääoman kustannus	8.3 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	8.3 %

Diskontatun kassavirran jakauma eri vuosille



■ 2014e-2018e ■ 2019e-2023e ■ TERM

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 sijoituspäätöstensä 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 voi antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen tämänhetkisen hinnan ja kuuden kuukauden tavoitehintamme väliseen prosenttiero. Suosituspolitiikka on neliportainen

suosituksin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään neljä kertaa vuodessa yhtiöiden osavuositarkastusten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvion mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmääritysmenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF) ja lisäarvomalli (EVA), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmääritysmenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

Inderesin suosituspolitiikka perustuu seuraavaan jakaumaan suhteessa osakkeen 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:llä ei ole omistuksia kohdeyhtiöissä. Analyysin laatineen analyytikon palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oy:llä ei ole investointipankkiliiketoimintaa.

Inderes tai sen yhteistyökumppanit, joiden asiakkuuksilla voi olla taloudellinen vaikutus Inderesiin, voivat liiketoiminnassaan pyrkiä toimeksiantosuhteisiin eri liikkeeseenlaskijoiden kanssa Inderesin tai sen yhteistyökumppanien tarjoamien palveluiden osalta. Inderes voi siten olla suorassa tai epäsuorassa sopimussuhteessa tutkimuksen kohteena olevaan liikkeeseenlaskijaan. Inderes voi yhdessä yhteistyökumppaneineen tarjota liikkeeseen laskijoille Corporate Broking -palveluita, joiden tavoitteena on parantaa yhtiön ja pääomamarkkinoiden välistä kommunikaatiota. Näitä palveluita ovat sijoittajatilaisuuksien ja -tapahtumien järjestäminen, sijoittajaviestinnän liittyvä neuvonanto, sijoitustutkimusraporttien laatiminen. Inderes on tehnyt Revenio Group Oy:n kanssa sopimuksen tämän tutkimusraportin laatimisesta.

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

Inderes Oy

Inderesin tavoitteena on tehdä Helsingin pörssistä parempi markkinapaikka. Edistämme suomalaisen pääomamarkkinan toimintaa toimimalla informaatiolinkkinä yritysten ja sijoittajien välillä. Vuonna 2009 perustettu yhtiö on työntekijöiden omistama.

Inderes Oy

Melkonkatu 22 B

00210 Helsinki

+358 10 219 4690

twitter.com/nderes

Palkittua analyysiä osoitteessa www.nderes.fi



2014

#1 suositustarkkuus



2014

#1 ennustetarkkuus



2012

#1 suositustarkkuus



2012

#2 suositustarkkuus



**inde
res.**

**Palkittua
analyysiä.**