

# Revenio Group

## Yhtiöraportti

**6/2017**

inde  
res.

# Aika katsoa pidemmälle tulevaisuuteen

Tarkistamme Revenion tavoitehintaa 38,0 euroon (aik. 39,0 EUR) ja suositusta vähennä-tasolle (aik. lisää) arvioituamme yhtiön osakkeen arvostustasoa, tuoteportfolion kehitysvaiheita, patenttisuojaa ja strategiaa. Reveniolla on erinomaiset tuloskasvunäkymät ja merkittävää kasvupotentiaalia vielä jäljellä. Emme kuitenkaan näe osakkeessa nousuvaraa korkeasta arvostustasosta johtuen.

## Rakennemuutos takana, vahva perusta jatkolaajentumiselle

Revenio on tehnyt onnistuneen rakennemuutoksen monialayhtiöstä terveysteknologiayhtiöksi. Yhtiön nykyiset resurssit luovat vahvan perustan investoida pitkän aikavälin kasvuun ja laajentumiseen erityisesti silmäsairauksien alueella. Yhtiö painottaa tällä hetkellä kassavirtaa selvästi investointeja enemmän.

## Vahvat tuloskasvunäkymät lähivuosille

Revenio tulee tekemään lähivuosina erittäin vahvaa tuloskasvua ja kassavirtaa Icaren RBT-tekniikan jatkaessa markkinaosuuksien voittamista ja HOME-tuotteen siirtyessä kaupalliseen vaiheeseen. Arvioimme Revenion liikevaihdon kolminkertaistuvan yli 60 MEUR:oon seuraavan 5 vuoden aikana ja liikevoitto-%:n nousevan jopa 40 %:n tasolle. Arvioimme mukaan Icaren RBT-tekniikan potentiaaliset markkinat (ilman HOMEa) ovat yli 100 MEUR vuositasolla ja kasvavat voimakkaasti käyttäjäryhmien laajentuessa. Emme kuitenkaan oleta a) RBT:n saavuttavan 100 %:n penetraatiota ja b) Icaren pystyvän ylläpitämään 100 %:n markkinaosuutta RBT-tekniikassa patenttisuojan päättyessä. Kehitysaihioiden (Ventica ja HSC) arvioimme tuovan liikevaihtoa vasta ensi vuosikymmenen puolella.

## Icaren teknologia skaalattavissa laajempiin käyttäjäryhmiin, uusia tukijalkoja tarvitaan

Suurin riski Reveniossa on mielestämme nykyisen strategian tukeutuminen Icareen. Osakkeen nykyisen arvostuksen kannalta tämä on haaste, sillä yhtiön markkina-arvosta suurin osa perustuu odotuksiin 2025 jälkeisellä ajanjaksolla, jolloin Icaren tuotteet ovat saavuttaneet päämarkkinoilla saturaation ja niiden patenttisuojat on päättyneet. HOME-tuote tuo onnistuessaan Icarelle uuden tukijalan, mikä on esimerkki Icaren teknologian skaalattavuudesta uusiin käyttäjäryhmiin. Pidämme Revenion terveydenhuollon seulontaan perustuvaa strategiaa vielä löyhänä ja uusien kehitysaihioiden synergiat yhtiön silmäsairauksissa olevaan ydinosaamiseen ovat rajallisia. Pidämme siten kehitysaihioiden irtautumista mahdollisena niiden edetessä kaupalliseen vaiheeseen. Yhtiö todennäköisesti kartoittaa kuitenkin yritysostoilla uusia tukijalkoja saavuttaakseen yhtenäisemmän strategian terveysteknologiassa.

## Nykyinen osakekurssi odottaa yhtiöltä liikaa ja liian nopeasti

Revenion osaketta hinnoitellaan yhtiön osien summaa korkeammalle, arvostuskertoimet (2017e P/E 40x) eivät anna arvostukselle tukea ja kassavirtamallin arvo nojaa voimakkaasti kaukana oleviin odotuksiin. Arvostuksen nousu nykytasolta seuraavan 12 kuukauden aikana edellyttäisi osakekurssin irtoamista fundamenteista. Toinen tekijä, millä näkemysemme voisi osoittautua vääräksi, olisi HOME-tuotteen odotettua nopeampi menestys ja sen johtaminen yritysostokenaarioon. Ennusteskenaariomme perusteella Revenion nykyinen erittäin vahva sijoitusprofiili ei ole kestävä, mikäli HOME-tuotteen ylösajo ei onnistu riipeästi ja yhtiön tuloskasvu hidastuu. Siirrymme siten osakkeessa odottavalle kannalle.

## Analytiikko

Mikael Rautanen  
+358 50 3460321  
mikael.rautanen@inderes.fi



## Suositus ja tavoitehintaa

### Vähennä

Edellinen: Lisää



**38,0 EUR**

Edellinen: 39,00 euroa

**Osakekurssi: 39,54 EUR**

**Potentiaali: -4 %**

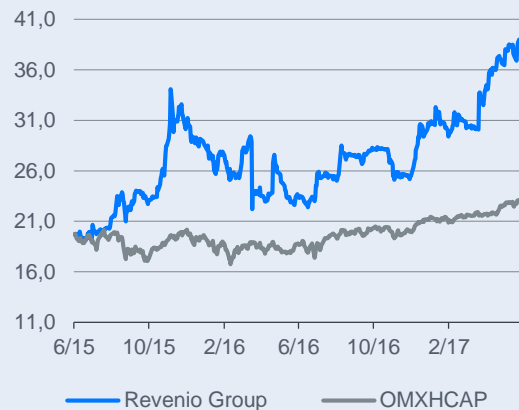
## Avainluvut

	2016	2017e	2018e	2019e
Liikevaihto	23,4	27,8	32,7	38,6
- kasvu-%	16 %	19 %	18 %	18 %
EBITDA	7,7	10,4	13,2	16,1
- EBITDA-%	33,0 %	37,5 %	40,5 %	41,6 %
EBIT	7,1	9,6	12,4	15,1
- EBIT-%	30,1 %	34,6 %	38,0 %	39,2 %
Nettötulos	5,6	7,8	9,8	11,9
EPS	0,70	0,98	1,23	1,50

P/E	43,3	40,4	32,2	26,4
EV/EBIT	31,8	30,4	23,5	19,3
Osinko-%	2,4 %	2,4 %	3,0 %	3,5 %

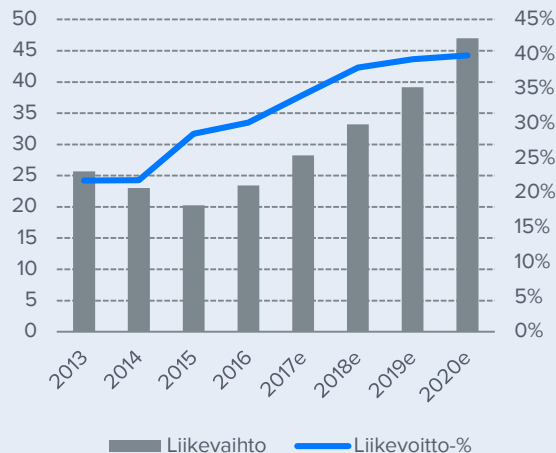
Lähde: Inderes

## Kurssikehitys

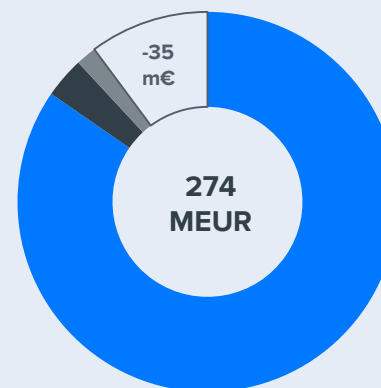


Lähde: Reuters

## Liikevaihto ja liikevoitto-%



## Arvon jakautuminen (osien summa)



■ Icare  
 ■ Ventica  
 ■ HSC, Oscare ja nettokassa □ (Konsernikulut)

MCAP

**316**  
MEUR

Osinko-%

**2,4%**  
2017e

EV/EBIT

**30x**  
2018e

P/E

**40x**  
2018e



### Arvoajurit

- Lähivuosien tuloskasvu tulee olemaan vahvaa
- Vahva kilpailusuoja ja megatrendit tukena
- Hyvät edellytykset kasvuinvestointeihin
- Uusien tuotteiden (HOME, Ventica, HSC) kasvupotentiaali



### Riskitekijät

- Icaren patenttisuojan heikentyminen 2019 (USA) ja 2023 alkaen
- HOME-tuotteen odotettua hitaampi ylösaajo
- Strategian tukeutuminen nykyisiin lypsylehmiin
- Potentiaalisten tulevien yritysostojen onnistuminen



### Arvostus

- Osakemarkkinoilla vahva luottamus yhtiöön
- Arvostus edellyttää uusilta tuotteilta onnistumisia
- Osaketta hinnoitellaan yli osien summan

# Sisällysluettelo

<b>Revenio Group terveysteknologiayhtiönä</b>	<b>s. 5-10</b>
<b>Icaren liiketoiminta</b>	<b>s. 11-26</b>
<b>Astmalaite Ventica</b>	<b>s. 27-29</b>
<b>Ihosyöpälaite</b>	<b>s. 30</b>
<b>Luuntiheysmittari OsCare Sono</b>	<b>s. 31</b>
<b>Revenio ennusteet ja arvonmääritys</b>	<b>s. 32-36</b>
<b>Taulukot</b>	<b>s. 37-41</b>
<b>Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria</b>	<b>s. 42</b>

# Revenio Group terveysteknologiayhtiönä 1/3

## Terveydenhuollon seulontojen teknologiayhtiö

Revenio Group on terveydenhuollon seulontoihin erikoistunut teknologiayritys. Yhtiö on viimeisen 5 vuoden aikana käynyt läpi merkittävän rakennemuutoksen monialayhtiöstä kohti terveysteknologiayhtiötä. Muutos on nyt rönkyjen karsinnan osalta valmis ja ensimmäiset investoinnit terveysteknologian alueelle on tehty. Revenion liikevaihto viime vuonna oli 23,4 MEUR (Icaren osuus tästä yli 99 %) ja liikevoitto 7,1 MEUR. Yhtiö työllisti 41 henkilöä. Revenion liiketoiminta ja arvo nojaavat vielä lähes kokonaisuudessaan Icare-silmänpainemittareiden myyntiin, joten aidoksi terveysteknologiayhtiöksi kasvu edellyttää yhtiöltä hajautetumpaa tuoteportfoliota.

Revenion strategisena tavoitteena on saavuttaa asema globaalina terveysteknologian seulontojen kärkiyhtiönä. Sektorilta vahvan taustan omaava Icaren aiempi toimitusjohtaja Timo Hildén siirtyi Revenion toimitusjohtajaksi vuoden 2017 alusta, mikä oli looginen muutos Revenion seuraavaan vaiheeseen monialayhtiörakenteen purkamisen jälkeen.

Revenion strategian toteutukselle vahvan perustan tarjoaa Icare-silmänpainemittareiden liiketoiminta, joka tuo yhtiölle erittäin vahvaa ja vielä pitkään kasvavaa tulovirtaa. Lisäksi Reveniolla on vahva tase (omavaraisuus 79 %, 2016), mikä mahdollistaa uusiin tuoteaihioiden investoimisen niin oman tuotekehityksen kuin yritystojen kautta. Yhtiöllä on Icaren lisäksi uusina tuoteaihioina hyperspektrikamera ihosyövän seulontaan, Ventica-tuote lasten astman diagnoosiin sekä Oscare-luuntiheysmittari. Nämä muut tuoteaihiot ovat kuitenkin sellaisessa kehitysvaiheessa, etteivät

ne tuota Reveniolla olennaista liikevaihtoa vielä lähitulevaisuudessa.

Revenion nykytuotteet liittyvät hyvin erilaisiin sairauksiin ja niiden markkinat ja asiakas-kohderyhmät ovat hyvin erilaisia. Siten pidämme synergioita tuotteiden välillä löyhinä, eikä nykyinen portfolio nivoudu strategian näkökulmasta yhtenäiseksi kokonaisuudeksi. Yhdistävänä tekijänä on sairauksien seulonta ja ennaltaehkäisy sekä yhteiset tukitoiminnot (hallinto, myynti, T&K). Icaren myötä Reveniolla on vahva brändi, valmiit jakelu-kanavat sekä tuotekehitysosaamista erityisesti silmänsairauksien alueella. Siten pidämme todennäköisenä, että yhtiö tulee vahvistamaan tuotetarjontaansa erityisesti tällä alueella.

Revenio uskoo strategiassaan seuraaviin megatrendeihin, jotka toimivat kasvuajureina ja yhdistävät sen tuotteita ja investointeja:

- Terveydenhuollosta tulee ennakoivaa, mikä lisää tarvetta sairauksien seulonnoille.
- Terveysteknologia siirtyy sairaalasta kotiin, minkä ansiosta potilaat pystyvät itse seuraamaan terveydentilaansa ja tekemään itse seulontoja.
- Potilaan omasta aloitteesta lähtevät sairauksien seulonnat tulevat yleistymään.
- Valtiot pyrkivät hakemaan kustannussäästöjä terveydenhuoltoon ennakoivalla ja potilaslähtöisellä sairauksien seulonnalla.

## Nykyinen tuoteportfolio

Reveniolla on tällä hetkellä tuoteportfoliossaan käytännössä viisi eri kehitysvaiheessa olevaa tuotetta. Tuotteilla on lähtökohtaisesti vahva

kilpailusuoja, joka perustuu patenteihin sekä tuotteisiin liittyviin ohjelmistoihin ja algoritmeihin. Listaamme Revenion tuotteet niiden kehitysvaiheen mukaan:

- **Icare-silmänpainemittarit** ja niiden anturit ovat Revenion syömähhammas. Mittarit ovat perustuvat laajalti patentoituun kimmoketonometrian (RBT) teknologiaan, joka syö jatkuvasti markkinaa vanhentuneilta silmänpaineen mittauksen teknologioilta. Anturimyynti tuo yhtiölle vakaata ja kasvavaa tulovirtaa.
- **Icare HOME** on potilaan itsemittaukseen tarkoitettu silmänpainemittari, mikä luo täysin uuden tuotekategorian ja markkinan Icarelle. Tuote on lanseerausvaiheessa ja arvioimme sen tuottavan merkittävää liikevaihtoa 2-3 vuoden tähtäimellä.
- **Oscare** on luuntiheysmittari osteoporoosin varhaiseen havaitsemiseen. Tuote on ollut valmis jo usean vuoden ajan, mutta tuotteelle ei ole löytynyt markkinoita. Emme odota Oscaren tuottavan olennaista liikevaihtoa yhtiön nykystrategialla.
- **Ventica** on lasten astman diagnoosiin ja seurantaan kehitetty laite. Tuote on valmis ja sillä tehdään nyt kliinisiä tutkimuksia, joilla todennetaan tuotteen arvolupaus. Arvioimme mukaan Ventica voi tuottaa olennaista liikevaihtoa 5-10 vuoden tähtäimellä.
- **Hyperspektrikamera** on Revenion lisensoima kuvantamisteknologia ihosyövän seulontaan. Laite on vielä tuotekehitysvaiheessa. Arvioimme mukaan tuote voi tuottaa olennaista liikevaihtoa 5-10 vuoden tähtäimellä.

## Kumppanit



Laitevalmistajat ja alihankkijat



Keksijät ja yliopistot



Lääkärit, mielipidejohtajat (KOL) ja sairaalat

## Toiminnot

Tuotekehitys ja uusien tuote-aihioiden kartoitus



Ostot, logistiikka, huolto, asiakastuki, laadunvalvonta



Myynti ja markkinointi



## Resurssit

Ohjelmistot ja algoritmit



Patentit ja IP-oikeudet



Maine ja Icare-brändi



## Arvolupaus

**Terveysteknologian globaali kärkiyhtiö sairauksien seulonnoissa**

Teknologioiden tuotteistaminen ja kaupallistaminen

Luotettavat ja laadukkaat laitteet



Sairauksien seulonta ja ennaltaehkäisy

Kustannussäästöt terveydenhuoltoon

## Nykytuotteet

Icare -silmänpainemittarit  
HOME -kotimittarit  
Kertakäyttöanturit



Ventica-astmalaitte



Oscare-luuntiteysmittari

Hyperspektrikamera (HSC)

## Go-to-market

Maakohtaiset jälleenmyyjät



Oma myynti ja online-myynti antureissa (USA)



## Asiakas-segmentit

Silmälääkärit



Optikot ja optometristit



Ensiapuusasemat ja terveyskeskukset



Lastenlääkärit (Ventica)



Ihotautilääkärit (HSC)

## Kustannusrakenne

41 hlö (2016)

16 m€ (2016)



Tuotekehitys



Myynti ja markkinointi



Materiaali- ja valmistuskustannukset



Hallinto

## Tulovirrat



Laitemyynti  
>70 % (2016)



Kertakäyttöosien myynti  
<30 % (2016)



Huolto ja palvelut



Kehitystuet

Liikevaihto 23 m€ (2016)  
EBIT 7 m€ (2016)

# Revenio Group terveysteknologiayhtiönä 2/3

## Suomessa hyvä perusta laajentumiselle

Revenio tekee syvällistä yhteistyötä yliopistojen, keksijöiden, sairaaloiden ja johtavien lääkärien kanssa osana nykytuotteiden kehitystä ja tutkimusta sekä osana uusien tuotteiden kartoitusta. Yhtiölle on menestyksen myötä rakentunut hyvä maine terveysteknologia-sektorilla, minkä takia se on haluttu kumppani ja työnantaja. Yhtiön toimiala ja markkinat ovat globaalit, mutta Suomi kotipaikkana tarjoaa osaamisen puolesta myös hedelmällisen ympäristön laajentumiselle. Suomen kasvava terveysteknologia-teollisuus tarjoaa Reveniolle vahvan kumppaniverkoston, minkä ansiosta yhtiö pystyy ulkoistamaan merkittävän osan toiminnoistaan keskittyen itse projektijohtamiseen sekä teknologioiden tuotekehitykseen ja kaupallistamiseen. Lisäksi Suomessa syntyy terveysteknologian alueella jatkuvasti keksintöjä, joiden kaupallistamiseen Reveniolla on resursseja niin osaamisen kuin pääomien puolesta. Mielestämme Reveniolla on hyvät edellytykset tehdä tulevaisuudessa myös suurempia yrityskauppoja terveysteknologian sektorilla, erityisesti mikäli yhtiö hyödyntää nyt auki olevaa pörssin mahdollistamaan pääomakanavaa.

## Tuoteportfolio tulevaisuudessa

Revenion tavoitteena on löytää ja kaupallistaa uusia terveysteknologiaan liittyviä mahdollisuuksia ja rakentaa uusista aihioista kasvupolkuja nykytuotteiden rinnalle. Pitkällä aikavälillä kestävä ja vakaan liiketoiminnan luominen edellyttää, että yhtiöllä on Icaren kaltaisten kypsän vaiheen saavuttaneiden tuotteiden lisäksi jatkuvasti

tuotekehityspotkessa tuotteita, jotka ovat etenemässä kaupalliseen vaiheeseen. Perustuen Icaren hyödyntämättömään markkinapotentiaaliin sekä kilpailusuojaan, Revenio pystyy mielestämme hyvin nojaamaan siihen, että Icare toimii erinomaisena lypsylehmänä vielä seuraavat 5-10 vuotta. Tätä pidemmälle katsova strategia kuitenkin edellyttää tänä päivänä tehtäviä oikeita valintoja ja investointeja.

Revenio on kertonut yhtiön saavan jatkuvasti yhteydenottoja keksijöiltä ja yrityksiltä uusista tuoteaihioista. Tarjontaa uusille investointikohteille siis riittää, mutta Revenion seula on hyvin tiukka. Omistajien kannalta suurin riski on, että yhtiö lähtisi investoimaan Icaren tuottamaa pääomaa huonoihin ja voimakkaasti kassavirtanegatiivisiin kohteisiin.

Käsityksemme mukaan yhtiön johto ja hallitus ovat pitäneet äärimmäisen kurinalaista linjaa investointikohteiden valinnassa. Revenio esimerkiksi edellyttää, että uusilla keksinnöillä ja tuoteaihiolla tulee olla jo jotain kliinistä näyttöä. Tällöin Revenio pystyy keskittymään vahvuuksiin, eli tuotekehitykseen ja kaupallistamiseen silmäsairauksien alueella. Astmalaitteessa ja ihosyöpälaitteessa käytetty teknologian lisensointi on ollut yhtiölle kustannustehokas ja nopea tapa edetä, jolla riskit pidetään hallittuina.

Tulevien tuotealueiden osalta Revenion strategiaan sopisi parhaiten tuoteportfolion laajentuminen silmäsairauksien alueella, sillä tällä alueella yhtiöllä on vahva brändi ja maine sekä valmiit jakelukanavat ja asiakaskunta. Silmänpaineen mittaukselle rinnakkaisia

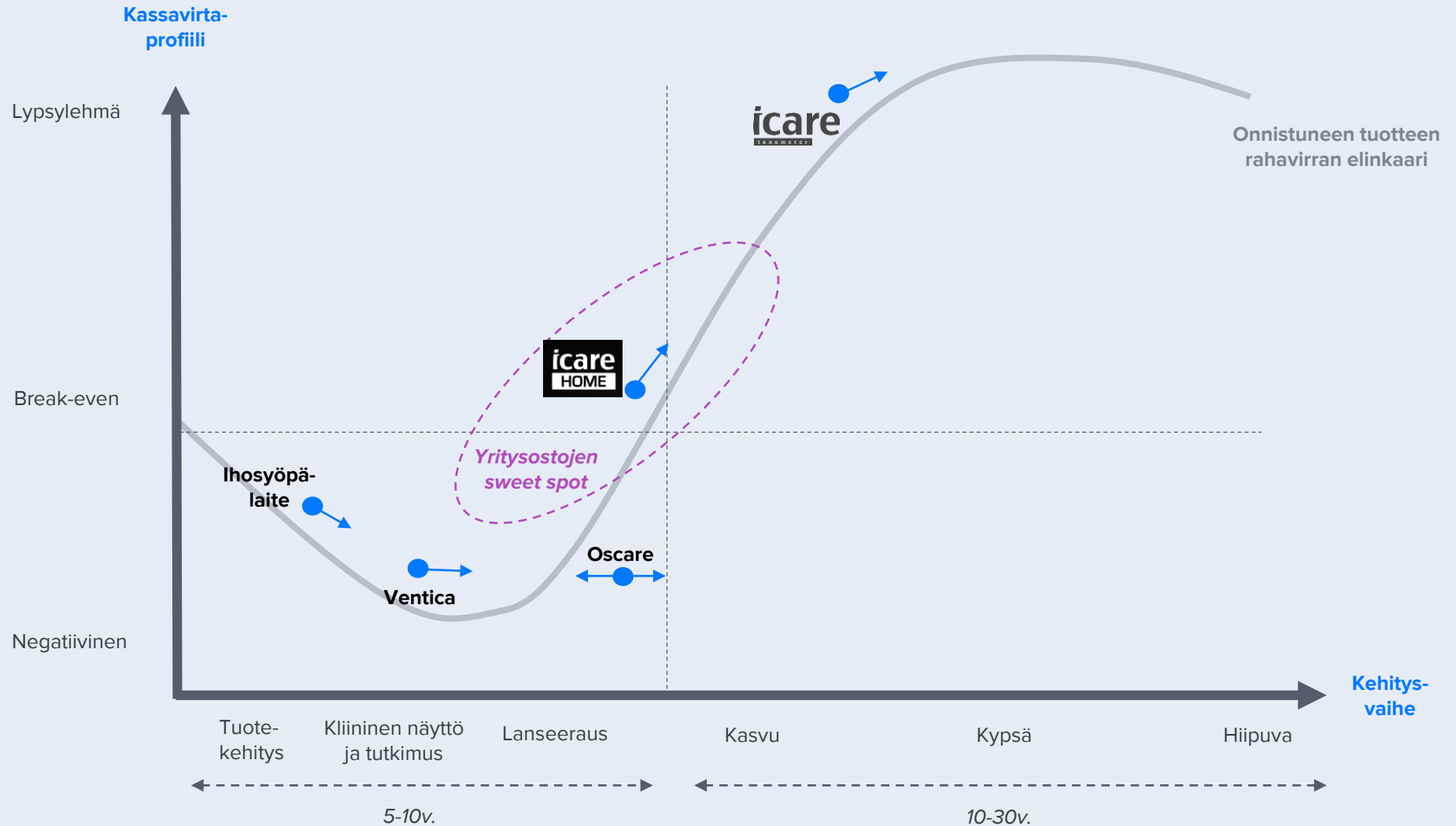
tuotealueita ovat silmänpohjan kuvantaminen ja näkökenttätutkimus. Icare voisi edetä tällä alueella joko yritysostolla tai oman tuotekehityksen kautta.

Astman ja ihosyöpälaitteen osalta tuotteiden markkinat ja jakelukanavat ovat hyvin erilaiset kuin Revenion vahvuusalueella silmäsairauksissa. Siten pidämme näiden tuotteiden osalta mahdollisena, että yhtiö saattaa irtautua niistä viimeistään siinä vaiheessa, kun tuotteita pitäisi lähteä laajamittaisesti kaupallistamaan.

## Nykyisen tuoteportfolion kehitys

Uusien tuoteaihioiden lisäksi Revenio tekee jatkuvaa tuotekehitystä myös Icaren nykyisen teknologian parissa. Tuotekehityksellä vahvistetaan Icaren kilpailusuoja ja uusien tuotteiden ja ominaisuuksien kautta tuotteiden hinta- ja marginaalitasoa pystytään nostamaan. Icare HOME on esimerkki siitä, kuinka Icaren teknologian pohjalle on kyetty luomaan täysin uusi tuotekategoria, joka avaa yhtiölle uuden, neitseellisen markkinan. ic100 ja TonoVet Plus -laitteet ovat esimerkkejä siitä, kuinka vanhat tuotelinjat on päivitetty nykytasolle mahdollistaen korkeamman hinnoittelun ja korvauslaitemyynnin.

# Revenion tuotteiden kehitysvaiheet





# Revenio Group terveysteknologiayhtiönä 3/3

## Sijoitusprofiili

Revenion sijoitustarina on lyhyellä aikavälillä lähes virheetön, sillä aiemmin epävarmuutta aiheuttanut HOME-tuotteen FDA-lupa on nyt varmistunut. Osakkeessa yhdistyvät defensiivinen liiketoiminta, kasvavat markkinat, vahva kilpailusuoja, vahva kassavirta ja osinko, skaalautuva ja erittäin kannattava liiketoimintamalli sekä edelleen voimakas kasvupotentiaali nykyisissä ja uusissa tuotteissa (HOME). Siten osakkeen hyväksyttävä arvostustaso on kohonnut jo hyvin korkealle tasolle.

Pitkää aikaväliä tarkasteltaessa on kuitenkin huomioitava, että Revenio on toistaiseksi suurelta osin Icaren varassa oleva yhden teknologian yhtiö. Potentiaalia on erityisesti tämän teknologia-alustan skaalaamisessa yhä laajempiin käyttötarkoituksiin kuten seulontaan ja kotimittaukseen. Tämän potentiaalın ollessa jo mielestämme pitkälti hinnoiteltuna Revenion markkina-arvoon, tulevat Icaren HOME-tuotteen onnistuminen sekä Revenion laajentuminen uusiin tuotealueisiin näyttelemään yhä suurempaa roolia Revenion tulevan arvonnousun näkökulmasta.

## Revenio yritysostokohtena

Revenio on ollut pitkään listaamiemme potentiaalisten yritysostokohteiden listalla johtuen erityisesti Icaren teknologian arvosta. Yhtiön rakennemuutoksen jälkeen tämä skenaario on tullut yhä todennäköisemmäksi. Silmänsairauksien alueella toimiva Icaren kilpailija saisi Icaren ostamalla haltuunsa yhden keskeisen teknologian. Osa Icaren kilpailijoista on kuitenkin laajempien kokonaisratkaisujen

toimittajia, kun taas Icare on erikoistunut vain silmänpaineen mittaukseen. Vaikka Icare syö monien toimijoiden markkinaosuutta silmänpaineen mittauksessa, ei tämä välttämättä ole sen suurille kilpailijoille isossa kuvassa ratkaiseva asia. Kilpailijoilla ei siten ole erityistä strategista painetta yritysostoon, mutta HOME-tuotteen potentiaalinen menestys voisi nostaa yhtiön kiinnostavuutta huomattavasti. Yritysoston näkökulmasta toisaalta Revenion nykyinen markkina-arvo todennäköisesti nousee kynnyskysymykseksi. Kilpailijoille voi olla edullisempaa odottaa muutama vuosi Icaren rebound-teknologian patenttisuojan päättymistä (USA 2019 ja muualla 2023 jälkeen) ja investoida oman tuotekehityksen kautta kilpailevaan rebound-teknologiaan pohjautuvaan tuotteeseen ja sen hyväksyntään liittyviin prosesseihin. Icaren uusimpiin ominaisuuksiin liittyvät patentit kuitenkin suojaavat teknologiaa tämänkin jälkeen.

Revenion omistajien kannalta yksi vaihtoehto olisi panostaa kaikki resurssit Icaren kilpailusuojan vahvistamiseen sekä HOMEn ylösajoon ja optimoida tulosta siten, että yhtiöstä pystyttäisiin tekemään mahdollisimman tuottoisa exit lähivuosien aikana. Keskittymällä pelkkään Icareen Revenio pystyisi nostamaan liikevoittoaan välittömästi arviomme mukaan noin 2 MEUR:lla eli yli 20 %. Tässä vaihtoehdossa riskinä on yhden kortin varaan jääminen, mikä ei ole pitkällä aikavälillä ja mahdollisesti tulevan kilpailun kiristymisen näkökulmasta kestävä. Toinen skenaario on kehittää Reveniosta terveysteknologiayhtiö, jolla on useita tuotteita. Tämä vaihtoehto ei sinänsä sulkisi pois yksittäisistä tuotteista irtautumisia. Pelkästä Icaresta irtautuminen ei tänä päivänä

ole mielestämme vielä realistista, sillä uudet kehitysaihiot eivät ole vielä riittävän kypsässä vaiheessa.

## Seuraa yhtiön strategiassa seuraavia asioita

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

- Lyhyellä aikavälillä Revenion kasvu ja kannattavuudelle keskeistä on yhtiön kyky ylläpitää Icaren laite- ja anturimyynnin kasvua sekä laitteiden keskihintoja.
- Icare HOME-tuotteen ylösajon onnistuminen on keskeistä, jotta yhtiö pystyy ylläpitämään Icaren kasvua keskipitkällä aikavälillä.
- Astma- ja ihosyöpälaitteiden kliinisten tutkimusten eteneminen ja kaupalliseen vaiheeseen siirtyminen on keskeistä, jotta yhtiö pystyy jatkamaan kasvuaan pitkällä aikavälillä.
- Mahdollisten yritysostojen tai uusiin tuotealueisiin laajentumisen onnistuminen tulee olemaan arvonnousun kannalta myös olennaista. Revenion tuoteportfolio tarvitsee nykyisten tuotteiden lisäksi kypsemmässä vaiheessa olevia teknologioita, sillä nykyinen kannattavuus on vielä vuosia Icaren peruslaitteiden myynnin varassa. Icaren tuottama arvo ja rahavirta on kuitenkin helppo tuhota epäonnistuneisiin yritysostoihin, joten laajentuminen vaatii yhtiöltä vahvaa kurinalaisuutta.

# Sijoitusprofiili

1. Muutos terveysteknologiayhtiöksi
2. Icare kassakoneena vielä vuosia
3. Tuoteportfolion laajentaminen
4. Vahvat megatrendit tukena
5. Hyvät edellytykset investointeihin

## Potentiaali

- Vahva kasvu-, kannattavuus- ja kassavirtanäkymä
- Icarella vielä merkittävää kasvupotentiaalia
- HOME luo uuden markkinan Icarelle
- Laajentuminen silmäsairauksien alueella
- Uudet tuoteaihiot pitkän aikavälin mahdollisuuksina

## Riskit

- Strategian tukeutuminen nykyisiin lypsylehmiin
- Yritysostojen epäonnistuminen
- Uusien tuotteiden epäonnistuminen
- Icaren patenttisuojan heikentyminen

# Icaren liiketoiminta 1/10

## Icare yhtiönä

Revenio Groupin kokonaan omistama Icare Finland Oy kehittää, myy ja markkinoi helppokäyttöisiä, kannettavia ja potilaalle kivuttomia silmänpainemittareita, joissa käytetään yhtiön laajalti patentoimaa rebound-tekniologiaa (RBT) eli kimmoketonometriaa. 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 yli 50 000 silmänpainemittareita eri markkina-alueille. Yhtiön kasvu on perustunut pääasiassa kilpailevien vanhojen teknologioiden (ilmapuhku ja applanaatio) korvaamiseen silmälääkäreiden käytössä. Kilpaileviin vaihtoehtoihin nähden Icare on tarkkuudelta, käytettävyydeltä ja kustannuksiltaan ylivoimainen.

## Kannattavan kasvun historia

Revenio Groupin liikevaihto perustuu tällä hetkellä lähes kokonaisuudessaan Icareen. Icaren liikevaihto on kuusinkertaistunut vuodesta 2008. Liikevaihdon vuosikasvu on ollut jo usean vuoden hyvin tasaisella noin 20 %:n tasolla ja liikevoitto on ollut myös vakaa noin 40 %:n tasolla. Vuonna 2014 Icaren liikevaihto oli noin 23,4 MEUR ja liikevoitto 9,4 MEUR (lähde: Icare Finland Oy tilinpäätös). Yhtiö työllistää suoraan palkkalistoilla noin 30 henkilöä.

Icaren kasvu ei ole tullut helpolla. Nykyaseman saavuttaminen on edellyttänyt viimeisen 15 vuoden aikana lukuisten maakohtaisten myyntilupien hankkimista sekä lukuisia kliinisiä tutkimuksia, jotka ovat todistaneet Icaren

teknologian ja mittausmenetelmän luotettavuutta. Tänä päivänä Icaren teknologia on täysin kiistatta globaalistikin hyväksytty menetelmä silmänpaineen mittaukseen ja glaukooman hoitoon. Yhtiön keskeisinä saavutuksina tähän mennessä voidaan pitää lääkäryhteisön uusien hoitomenetelmien korkean omaksumiskynnyksen murtamista, glaukooman hoidon johtavien lääkärien antamia suosituksia sekä onnistunutta vahvan laatumielikuvan ja brändin luomista. Tämän ansiosta Icare on pystynyt syrjäyttämään kilpailevia applanaatio- ja ilmapuhku-teknologioita silmänpaineen mittauksessa.

Icaren tuotteiden käyttäjiä ja asiakkaita ovat silmälääkäreiden lisäksi optikot ja optometristit, ensiapuasemat, yleislääkärit, sairaanhoitajat sekä eläinlääkärit. Yhtiön uusi HOME-tuote tuo silmänpaineen mittauksen lisäksi potilaalle kotiin. Kasvupotentiaalia tarjoaa erityisesti korkean silmänpaineen riskiryhmien seulonta sekä glaukoomapotilaan kotihoito.

## Päämarkkinat

Icaren merkittävin markkina on Yhdysvallat, joka vastaa yli 40 % yhtiön liikevaihdosta. Euroopan osuus jonkin verran alle 30 % ja muiden markkinoiden yli 30 %. Yhtiö on saavuttanut monissa länsimaissa vakiintuneen markkina-aseman ja kasvu on vakaata. Esimerkiksi Euroopassa viimeisen 5 vuoden vuotuinen kasvu on ollut noin 11 %. Yhtiöllä on kuitenkin kehittyvissä maissa myös monia suhteellisen neitseellisiä markkinoita, joissa kasvu on vasta alkuvaiheessa.

Icaren liikevaihdosta arviomme mukaan yli 70 % tulee laitemyynnistä ja loput kertakäyttö-antureiden myynnistä. Liikevaihdosta arviomme

mukaan noin kymmenes perustuu eläin- ja laboratoriokäyttöön tarkoitettuihin mittareihin (VET ja LAB -tuotteet). HOME-tuotteen osuus myynnistä on vielä hyvin pieni, arviomme mukaan alle 5 %. Suurimman osan volyyminä tuovat peruslaite TA-01 –silmänpainemittari, sen uudempi versio ic100 sekä erikoisominaisuuksilla varustettu PRO.

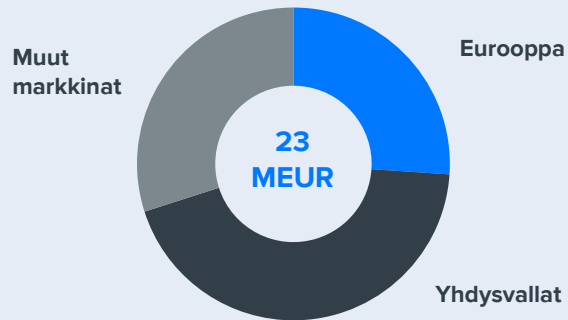
## Glaukooma ja silmänpaineen mittaus

Glaukooma (silmänpainetauti) on oireeton silmänsairaus, 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 kohonneen 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.

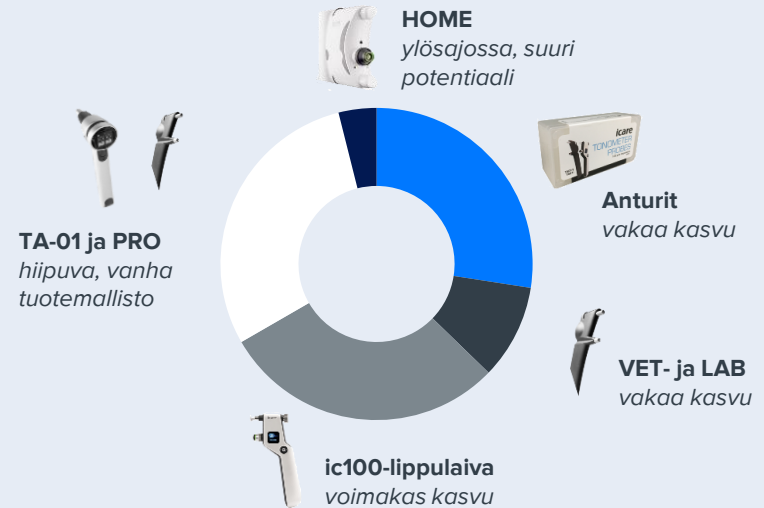
# Icaren markkinat ja tuotteet

## Markkina-alueet (2016)



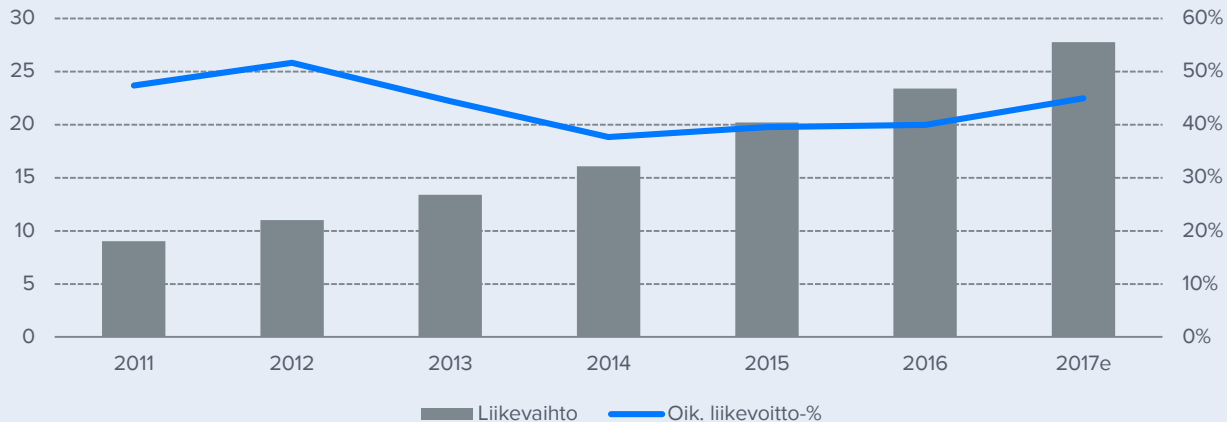
Lähde: Inderes arviot

## Tuotteet ja niiden arvioitu jakauma (2016)



Lähde: Inderes arviot

## Icaren kasvu- ja kannattavuuskehitys



Lähde: Icare Finland Oy, Revenio, Inderes ennuste

# Icaren liiketoiminta 2/10

## Icaren liiketoimintamalli

Icarella on hyvin skaalautuva liiketoimintamalli, jota pystytään pyrittämään kevyellä organisaatiolla. Toiminnoista merkittävä osa tuotetaan kumppaneilla ja yhtiö keskittyy vain ydintoimintoihin. Liiketoimintamallin jatkuvuutta tuo laitteiden kertakäyttöantureiden myynti.

## Tuotanto

Icaren silmänpainemittareiden ja antureiden tuotanto on ulkoistettu alihankkijoille, mutta yhtiö omistaa itse osan tuotantolaitteista. Tuotteet valmistetaan pääosin Suomessa. Anturituotannon osalta yhtiö on viime vuosien aikana siirtynyt täysin automatisoituun tuotantolinjastoon, mikä on alentanut tuotantokustannuksia. Käsitksemme mukaan yhtiö on myös hyvin 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 (ic100, TA-01, PRO, HOME). Antureiden kohdalla tuotantokustannus liikkuu alle 0,2 euron tuntumassa uusilla tuotantolinjoilla. Silmänpainemittareissa laitteiden keskimääräinen myyntihinta jakelukanavaan on arviomme mukaan hieman yli 2000 euroa ja antureissa noin 0,5 euroa. Koko Icaren bruttomarginaali liikkuu siis noin 80 % tasolla. Marginaalit ovat laitemyynnissä hieman anturimyyntiä korkeammat.

## Tuotekehitys

Icare käyttää tuotekehitykseen omaa henkilökuntaa sekä johtaa ulkoistettuja tuotekehityspalvelujen toimittajia. Yhtiö pyrkii tuotekehityksellä vahvistamaan tuoteportfoliota sekä patentoimaan laitteisiin uusia ominaisuuksia, jotka vahvistavat Icaren kilpailusuoja ensimmäisten oleellisten peruspatenttien umpeutuessa 2019 USA:ssa.

Yhtiön viime vuosien tuotekehitys on painottunut HOME- ja ic100-tuotteiden kehitykseen. Uusia ominaisuuksia (kuten silmätunnistus, silmän kohdistusvalo) on myös patentoitu. Yhtiön nykyisestä tuotekehityksestä ei ole tarkkaa tietoa, mutta arvioimme sen keskittyvän nykytuotteiden uusiin ominaisuuksiin ja niiden patentoimiseen. Lisäksi pidämme mahdollisena, että Icare voisi pitkällä aikavälillä laajentaa tuoteportfoliotaan oman tuotekehityksen kautta silmäsairauksien alueella.

## Jakelu ja myynti

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 omat jakelijat. Yhdysvalloissa Icare on rakentanut omaa itsenäisiin myyjiin perustuvaa myyntiorganisaatiota ilman jakelukumppania. Yhdysvalloissa hyvän näkyvyyden ja aseman saavuttaminen jakelijoiden sisällä on vaikeaa, minkä takia yhtiön strategia on ollut rakentaa oma myyntiorganisaatio.

Terveystuotteiden laitteille on tyypillistä erittäin

korkeat jakelukanavan marginaalit. Icaren laitteiden keskimääräiset myyntihinnat loppuasiakkaalle ovat 3000-4000 euron tuntumassa, joten jakeluportaan marginaali liikkuu noin 40-50 %:n tuntumassa. Maa- ja tuotekohtaiset ovat kuitenkin huomattavia.

Jakeluportaan korkea marginaali perustuu jakelijan kriittiseen rooliin tuotteiden myynnissä sekä siihen, että laitteiden volyymit ovat verrattain pieniä. Katteen on oltava korkea, jotta se motivoi jakelijaa myyntiin. Uudessa HOME-tuotteessa myynti on vielä hyvin konsultatiivista johtuen tuotteen erilaisesta käyttötavasta.

## Laitte- ja anturimyynti

Laitemyynnin ohella Icaren laitteissa käytettävien kertakäyttöantureiden myynti tuo liiketoimintaan jatkuvuutta. Laitemyynnissä asiakas tilaa uuden laitteen käytännössä vain jos vanha laite rikkoutuu, minkä takia monet laitteista ovat olleet käytössä jo yli kymmenen vuotta. Uuden ic100-tuotteen myötä yhtiölle tulee myyntiä myös siitä, kun uskolliset asiakkaat päivittävät laitteitaan uuteen parempaan malliin.

Anturimyyntin osuus Icaren liikevaihdosta on tällä hetkellä hieman alle 30 %. Arviomme mukaan keskimääräinen Icaren asiakaskäytössä oleva laite kuluttaa tällä hetkellä yli 200 anturia vuodessa. Jos yksi laite on keskimäärin kymmenen vuotta käytössä ennen kuin se uusitaan, tuottaa yhden laitteen myynti laitekaupan 2000 euron liikevaihdon lisäksi elinkaarensa aikana Icarelle noin 1000 euroa liikevaihtoa anturimyyntin kautta (anturin noin 0,5 euron keskihinnalla). Jokainen tänään myytävä laite tuottaa siis Icarelle arviolta noin 1000 eurolla liikevaihtoa 10 vuodessa.

# Icaren liiketoiminta 3/10

## Teknologia ja kilpailijat

Silmänpaineen mittauksen ensimmäinen ja yksinkertaisin 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 ilmapuhku-menetelmä, joka perustuu myös avoimeen teknologiaan. Applanaatio- ja ilmapuhku-menetelmät ovat olleet yleisesti käytössä tähän päivään asti. Teknologian evoluutiossa Icaren voidaan ajatella olevan vähitellen synnyttämässä silmänpaineen mittausmenetelmien 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.

## Applanaatio

Silmänpaineen mittauksen yleisesti hyväksytty standardi perustuu 1950-luvulla kehitettyyn Goldmannin applanaatiomenetelmään. Applanaatiomenetelmien heikkouksia ovat silmän puudutuksen tarve, laitteen kalibroinnin tarve (käyttäjistä riippuva luotettavuus) sekä laitteiden käytön vaatima koulutus. Silmän puudutuksen vaativat mittausmenetelmät ovat lähtökohtaisesti niin hitaita, että ne eivät mahdollista korkean silmänpaineen riskialueella olevien ihmisten tehokasta seulontaa.

Goldmannin applanaation lisäksi markkinoille on

myöhemmin tullut applanaatioon perustuva TonoPen, joka kannettavuuden ja pienen koon myötä kilpailee Icaren kanssa. Icare on voittanut elinaikanaan osuuksia etenkin TonoPen -laitteilta.

## 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 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 epämiellyttävä värsinkin lapsille. Muita ilmapuhkumenetelmän kilpailuhaittoja ovat tyypillisesti kallis hinta ja huollon tarve, laitteen vaatima pöytätila, laitteen kalibroinnin tarve sekä mittaustulosten heikko tarkkuus ja epäluotettavuus.

## Icaren kimmoketonometria

Icaren patentoituun teknologiaan ja menetelmään perustuvat silmänpainemittarit pohjautuvat yleislääketieteen tohtori Antti Kontiolan kehittämään rebound-teknologiaan eli kimmoketonometriaan. Käytännössä menetelmässä hyvin pieni ja kevyt anturi koskettaa sarveiskalvoa nopeasti, minkä aikana laite analysoi anturin hidastumista ja kimpoamisen nopeutta sarveiskalvon vaikutuksesta. Teknologian keskeisiä etuja ovat 1) kivuttomuus potilaalle (ei puudutusta), 2) mittauksen nopeus, 3) helppokäyttöisyys ja käytön oppimisen nopeus (ei kalibrointia, helppo huolto) ja 4) laitteen pieni koko ja kannettavuus.

Icaren teknologian on useissa tutkimuksissa todettu yltävän tarkkuudeltaan alalla standardina pidettävän Goldmannin tasolle. Joidenkin arvioiden mukaan se on jopa Goldmannin menetelmää luotettavampi, sillä laite ei vaadi kalibrointia eikä käyttäjän perusteellista kouluttamista. Näin laitteen käyttäjään liittyvä virheriski pienenee oleellisesti. Laitteen käytön helppous ja koulutuksen nopeus on keskeinen etu, kun mittareita myydään muihin asiakasryhmiin kuin silmälääkäreille.

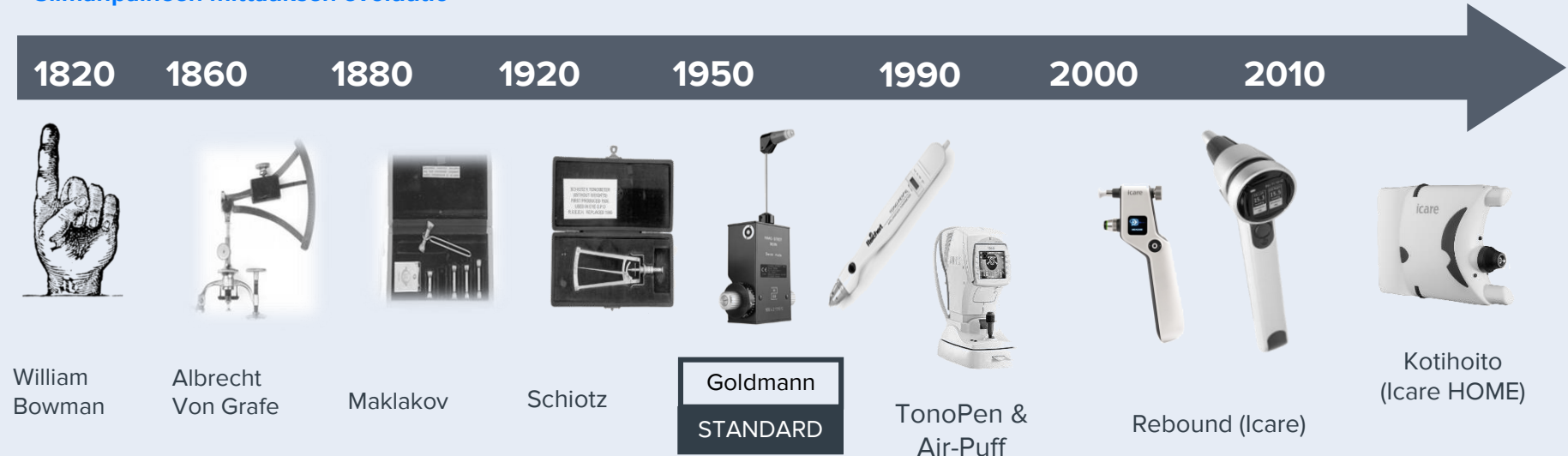
Silmänpaineen mittauksen teknologioiden kehityskaarella Icare on tällä hetkellä syrjäyttämässä kehittyneissä maissa applanaatioon ja ilmapuhkuun perustuvia menetelmiä. Sen sijaan monissa kehittyvissä maissa, joissa ei ole aiemmin ollut yleisesti käytössä silmänpaineenmittausta, Icare on teknologioiden kehityskaarassa hyppäämässä suoraan applanaation ja ilmapuhkun ohitse.

## Icaren silmänpainemittarit

Icaren perusmallia edustaa TA-01 -tuote, joka on lähes 15 vuotta vanha. Tästä paranneltu premium-versio ic100 sisältää uuden designin lisäksi uusia ominaisuuksia, kuten helpon käyttöliittymän ja kohdistusvalon. Laitteilla on myyntiluvat laajalti ympäri maailmaa (mm. CE, US FDA). Icare PRO on kalliimpi erikoismalli, jossa ainutlaatuaista on mahdollisuus mitata silmänpaineen makaavalta potilaalta. Tämä on keskeinen etu leikkaushoidossa. Icarella on perusmalleista myös eläinlääkäri- ja laboratoriokäyttöön kehitetyt mallit. Icare on eläinten silmänpaineen mittaustekniikassa kivuttomuuden ansiosta ylivoimainen teknologia ja syrjäyttänyt applanaatiomenetelmiä.

# Silmänpaineen mittauksen teknologiat

## Silmänpaineen mittauksen evoluutio



## Icaren vertailu muihin teknologioihin

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

\*verrattuna Goldman-mittaukseen



# Icaren liiketoiminta 4/10

## Kilpailevat yritykset

Icaren keskeiset kilpailijat ovat suuria laitevalmistajia, joilla on tyypillisesti laaja tuotetarjonta silmäsairauksien alueella. Yksittäisiä toimijoita 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 silmänpaineen mittaus voi 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 helpoudestaan huolimatta. Icaren silmänpainemittari voi tästä huolimatta olla silmälääkärillä käytössä toisena laitteena esimerkiksi tiettyjen haastavampien potilaiden (lapset, vanhuks) tai erikoistilanteiden varalle.

## HOME-tuote

### Potilaan itsemittaus

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

rakennettu tunnettuutta. Yhdysvaltojen myyntiluvan tuote sai vasta alkuvuonna 2017.

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 ja aamulla lääkärin vastaanotolla tehtävät mittaukset eivät anna riittävää kokonaiskuvaa luotettavaa diagnoosia varten tai voivat johtaa väärään diagnoosiin. Lisäksi glaukoomassa vaarallisimmat piikit silmänpaineessa tapahtuvat usein toimistoaikojen ulkopuolella yöaikaan ja jäävät siten lääkäriltä havaitsematta.

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 siten luoneet kasvavaa kysyntää HOMEn kaltaiselle tuotteelle. Tuotteella on takanaan jo kymmeniä kliinisiä tutkimuksia, jotka todistavat tarvetta HOME-tuotteen mahdollistamaan jatkuvaan seurantaan. Hyvä puoli on se, että lääkäriyhteisö on siis kiistatta tunnistanut tarpeen silmänpaineen jatkuvalle seurannalle. Alalla ei kuitenkaan ole vielä käytäntöjä siihen, miten silmänpaineen vaihteluja tulisi seurata ja kuinka tätä tulisi hyödyntää glaukooman hoidon näkökulmasta.

HOME-tuotteen konseptissa käytännössä hoitava lääkäri antaa potilaalle lainaksi laitteen, jolla potilas voi mitata itse silmänpainettaan kotona. Tulokset voidaan toimittaa jatkossa pilvipalvelun kautta hoitavalle lääkärille.

Kotimittauksen avulla potilaan silmänpainetta pystytään seuraamaan aikasarjana eri kellonaikoina. Lisäksi potilas välttyy useilta kalliilta sairaalakäynneiltä tämän ansiosta.

### Myynnin ylösajo

Icare sai tämän vuoden alussa HOME-tuotteelle tärkeän Yhdysvaltojen FDA-myyntiluvan, mikä mahdollistaa tuotteen laajemmat lanseeraustoimenpiteet. Muilla päämarkkinoilla tuotteella on ollut myyntilupa jo pidemmän aikaa, mutta myynti on vielä vähäistä. Icaren etuna on, että HOMElla on samat asiakkaat ja jakelukanavat kuin yhtiön nykytuotteilla.

HOME-tuotteen myynnin ylösajon haasteena on kotimittauksen hoitokäytäntöjen puuttuminen sekä se, että tuote vaatii vakiintuneisiin hoitomalleihin muutoksen. Silmälääkäri ei osta laitetta, ellei se tiedä tarkalleen miten tuotetta voi hyödyntää glaukooman hoidossa. Siten myyntityö on alkuun hyvin konsultoivaa, kunnes HOME pääsee osaksi sen asiakkaan prosesseja.

Yhdysvallat on Icarelle siinä mielessä kriittinen markkina, että uudet hoitomuodot yleistyvät siellä nopeammin ja muu maailma imee paljon vaikutteita Yhdysvalloista. Maassa silmälääkärit tekevät ostopäätöksiä myös liiketoiminnan näkökulmasta, ja ne näkevät HOME-tuotteen mahdollisuutena vahvistaa asiakassuhteita ja luoda uutta ansaintaa. Euroopassa huomattavasti keskusjohtoisempi järjestelmä vaatii muutosta yltäosalla, mikä on huomattavasti hitaampaa. Julkisen terveydenhuollon hoitokäytännöt muuttuvat hitaasti, vaikka esimerkiksi HOME-tuotteen tarve ja sen terveydenhuoltoon tuomat kustannussäästöt olisivat ilmeisiä.



# Icaren liiketoiminta 5/10

Jokaisen maan terveydenhuollon korvattavuuskäytännöt vaikuttavat myös tuotteiden yleistymiseen.

Markkinan ilmiselvästä tilauksesta huolimatta HOME-tuotteella on edessään vielä pitkä tie, ennen kuin se saavuttaa merkittäviä volyymejä globaalisti. Tuote vaatii muutoksia hoitomalliin jokaisessa klinikassa ja maassa, joka tuotteen ottaa käyttöön. Jokaisella markkinalla alan johtavat lääkärit (key opinion leaders) on saatava viuhmaan uuden mallin puolesta. Jakelijakumppanit ja myyjät tulee kouluttaa ja motivoida uuden konseptin myyntiin. Jakelijoilla tulee olla selkeä taloudellinen kannuste, jotta ne lähtevät panostamaan uuden konseptin myyntiin. Yhdysvalloissa kaikki tämä muutos tulee menemään huomattavasti muita markkinoita nopeammin läpi, minkä takia työ on aloitettava sieltä. Tästä huolimatta on selvää, että ylösajo merkittäviin volyymeihin tulee viemään useita vuosia, sillä yhtiön on itse luotava markkinat tuotteelle. Ylösajon nopeuden näkökulmasta Yhdysvallat on jokerikortti, sillä markkinan dynaamisuudesta johtuen uusia tuotteiden saatetaan omaksua selvästi muita markkinoita nopeammin. Käsiyksen mukaan Yhdysvalloissa kaikki alan merkittävän KOL:t ovat ottaneet HOME-tuotteen jo koekäyttöön tai ovat aloittamassa tutkimuksia sillä.

## Markkinapotentiaali

HOME-tuote avaa Icarelle merkittävän pitkän aikavälin markkinapotentiaalin, mikä tukee Icaren pitkän aikavälin kasvunäkymää peruslaitteiden saavuttaessa jatkuvasti kypsempää vaihetta sen päämarkkinoilla. Arviomme mukaan HOMElla on onnistuessaan hyvät edellytykset kasvaa suuremmaksi, kuin

Icaren nykyinen liiketoiminta. Tuotteen markkinapotentiaalia kuvaavat seuraavat tekijät:

- Laitteiden myyntipotentiaali silmälääkäriä tai klinikkaa kohden on moninkertainen verrattuna Icaren peruslaitteisiin, sillä laitteita ostetaan potilaille lainakiertoon. Yksittäisen laitteen sijaan myyntierät ovat lähtökohtaisesti vähintään 5-10 kappaletta.
- Kotikäytössä laitteita hajoaa huomattavasti enemmän, mikä tarkoittaa suurempia myyntivolyymeja. Icare on kehittänyt takuumallin, jotta lääkäreiden huoli laitteiden hajoamisesta ei hidasta ostopäätöstä.
- Kotimittaus tarkoittaa tiheämpiä mittauksia ja siten suurempaa anturikulutusta.
- Mikäli yhteydenpito potilaan ja lääkärin välillä tullaan hoitamaan Icaren omalla pilvipalvelulla, vahvistaa se kilpailusuojaa ja asiakaspysyvyyttä huomattavasti.
- Myös potilaat itse voivat haluta ostaa laitteen.

## HOMEn kilpailijat

Myös muut toimijat ovat tunnistaneet 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 Triggerfish perustuu piilolinssiin, joka seuraa jatkuvasti silmänpainetta. Piilolinssin lisäksi potilaalle tulee silmän ympärille kiinnitettävä vastaanotin sekä kaulalle asetettava roikkuva laite. Sensimedin etu Icareen nähden on siinä, että se pystyy seuraamaan silmänpainetta tasaisena tiheiden

otosten aikasarjana ja kaikissa potilaan eri asennoissa. Tuloksia analysoidaan Sensimedin omalla ohjelmistolla. Tuotteella on Yhdysvaltojen FDA-lupa.

Sensimedin haasteena Icareen nähden on se, että Sensimed mittaa ainoastaan silmänpaineen muutostasoja, mutta laite ei määrittele silmänpainetta elohopeamillimetreissä, joka on mittauksen standardi. Siten laitteen tuloksia ei voida verrata esimerkiksi alan standardina olevaan Goldmanniin, mikä asettaa haasteen tulosten tulkintaan. Laitteen käyttökustannus on myös korkea Icareen nähden. 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 on edesauttanut markkinakysynnän luomista Icaren HOMEn asiakaskunnassa.

Sensimedin lisäksi saksalainen Implantsdata kehittää silmänpainetta seuraavaa EyeMate-nimistä implanttia. Teknologia perustuu silmään kirurgisesti asennettavaan implanttiin, mikä tekee siitä erittäin kalliin ratkaisun. Tuotteella ei ole FDA-hyväksyntää.

Sensimed ja Implantsdata kehittävät siis ratkaisuja hyvin samaan ongelmaan kuin Icare, mutta niiden lähestyminen on erilainen kuin Icare HOMElla.

# Icaren liiketoiminta 6/10

## Icaren strategia

Icaren strategian painopistealueita lähivuosina ovat käsityksemme mukaan HOME-tuotteen ylösajo, tuotemalliston siirtyminen ic100-tuotteeseen sekä kasvu uusilla markkinoilla. Icaren tuotteen hyödyt kilpailevia teknologioita vastaan ovat kiistattomia, minkä johdosta merkittävin kilpailullinen uhka liittyy vasta patenttien umpeutumiseen liittyvään aikaan. Ensimmäiset merkittävät patentit umpeutuvat 2019 Yhdysvalloissa. Muilla päämarkkinoilla patenttisuoja on vuosiin 2023-2025 asti ja viimeisimmät Icaren hankkimat patentit umpeutuvat vasta 2030-luvulla.

## Tuoteportfolio ja hinnoittelu

Icaren nykyinen tuoteportfolio rakentuu siten, että TA01 toimii edullisena perusmallina ja ic100 korkeamman hintaluokan premium-mallina. ic100:n lanseerauksen keskihintoja tukeva vaikutus olikin nähtävissä jo viime vuoden aikana. Icare on läpi historiansa pitänyt tuotteiden hinnat vakaana tai pystynyt nostamaan niitä. Icaren tuotteissa asiakkaiden hintasensitiivisyys on suhteellisesti pientä, minkä johdosta alempi hinnoittelu on harvoin reitti suurempiin volyymeihin.

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 hintakilpailupainetta lähinnä eläinten silmänpainemittareissa, missä asiakkaiden hintasensitiivisyys on korkeampi.

## Markkinoiden laajentaminen

Icaren markkinat jakautuvat karkeasti kolmeen osaan niiden kehitysvaiheen mukaan.

- Kypsimmillä markkinoilla kuten Pohjoismaissa ja Japanissa yhtiön kasvu on käsityksemme mukaan yksinnumeroista. Näillä markkinoilla liikevaihto vahvasti korvauslaite- ja anturimyyntiin varassa.
- Monissa suurissa maissa (kuten USA, Saksa, UK, Etelä-Korea, Venäjä ja Australia) yhtiöllä on edelleen markkinoita valloitettavana ennen markkinoiden kyllästymistä ja kasvu on kaksinumeroisella tasolla.
- Icarella on lisäksi kehittyvissä maissa monia melko neitseellisiä markkinoita, joissa sillä on huomattavaa kasvupotentiaalia. Näitä markkinoita ovat esimerkiksi Kiina, Brasilia ja Intia. Erityisesti Kiinassa yhtiö on pääsemässä hyvään kasvuun myöhästyneen markkinan tulon jälkeen.

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

## Kilpailusuoja

Icaren keskeisenä haasteena lähivuosina on arviomme mukaan kasvattaa muut kuin patenteihin liittyvät kilpailusteet mahdollisimman korkeiksi patenttien umpeutumista edeltävän aikaikkunan rajoissa. Patenttien lisäksi Icare kilpailulta suojaavat keskeiset tekijät ovat teknologiaan liittyvät IPR:t,

luotettavuus ja brändi, laatu, viranomaishyväksynät sekä jakelukanavat. Yhtiölle on rakentunut tuotteiden ja toiminnan laadun ja luotettavuuden myötä silmälääkärien keskuudessa vahva maine sekä vahva jakelukanava asiakaskuntaan, mitkä ovat tärkeitä kilpailutekijöitä. Icaren mittarin laskentamenetelmään liittyy lisäksi Icaren oma algoritmi, jonka ansiosta laitteen täydellinen kopiointi mittaustulosten osalta on käytännössä mahdotonta myös patenttisuojan päättymisen jälkeen. Myös laitteiden ja niiden antureiden tuotantomenetelmät ovat tarkasti suojeltuja salaisuuksia.

Icaren toimialalla lääkäreiden kynnys omaksua uusia menetelmiä on erittäin korkea, minkä vuoksi uudet teknologiat ja hoitomenetelmät yleistyvät hyvin hitaasti. Lisäksi viranomaislupaprosessit ovat usein hitaita ja kalliita. Uusilla rebound-teknologian kanssa kilpailevilla menetelmillä kestäisi siten vuosia saada viranomaishyväksynät, saavuttaa lääkäryhteisön hyväksyntä ja päästä osaksi yleisesti hyväksytyjä hoitomenetelmiä. Emme tämän takia usko rebound-teknologialle syntyvän uutta kilpailevaa teknologiaa ainakaan seuraavan 10 vuoden aikana. Paljon todennäköisempää on, että Icaren patenttisuojan päättymisen jälkeen yhtiön nykyiset silmänsairauksien alueelle erikoistuneet kilpailijat tuovat markkinoille rebound-teknologiaan perustuvia kilpailevia tuotteita. Näillä toimijoilla olisi Icaren tavoin jo valmiit jakelukanavat ja vahva brändi alalla. Emme kuitenkaan usko tämän johtavan olennaiseen hintaeroosioon, koska näin ei ole käynyt aiempienkaan teknologioiden avautuessa.

# Icaren markkinat ja kasvuajurit

## Icaren markkinat ja niiden kasvuajurit



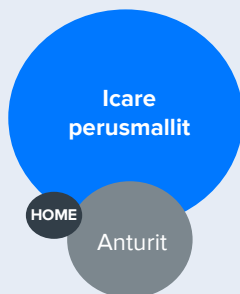
➔ *Icaren 5v CAGR 5 % Suomen markkinalla heijastelee lähes saturoitunutta markkinaa.*

➔ *Icaren 5v CAGR 11 % Euroopan markkinalla saturaatiota lähestyvää markkinaa.*

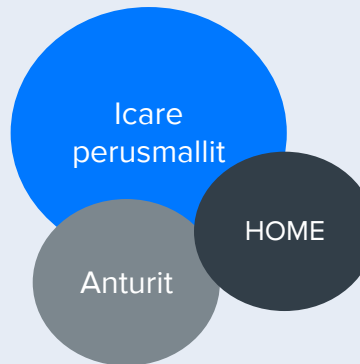
Lähde: Icare Finland Oy tilinpäätöstiedot.

## Icaren kasvuajurit tuotealueittain

**2016**  
Liikevaihto 23 MEUR



**Ennustemme 2020**  
Liikevaihto 46 MEUR



# Icaren liiketoiminta 7/10

## Patenttisuojan heikentyminen

Icaren teknologiaa ja tuotteita suojaa yli 20 patenttia, jotka liittyvät menetelmään ja mekaniikkaan. Icarella umpeutuu Yhdysvalloissa tärkeä peruspatentti vuonna 2019, mikä mahdollistaisi TA-01:n kaltaisen kilpailevan tuotteen saapumisen markkinoille. Keskeinen asia on, onko Yhdysvallat yksinään riittävän houkutteleva markkina kilpailijalle investoida kilpailevaan tuotteeseen. Muilla markkinoilla Icaren patenttisuojaa kestää vuosiin 2023-2025 asti. Yhtiö on kuitenkin vahvistanut patenttisuojaa patentoimalla uusiempien laitteiden ominaisuuksia. Icaren patenttisuojan päättyminen tulee todennäköisesti johtamaan siihen, että markkinoille tulee muitakin rebound-teknologiaa hyödyntäviä silmänpainemittareita. Tämä voi hidastaa Icaren kasvua, mutta se todennäköisesti ei johda olennaiseen hintaeroosioon, sillä asiakaskunnan hintasensitiivisyys tuotteissa on hyvin rajallista, kuten kilpailevissa teknologioissa on nähty.

## Icaren 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 markkinapotentiaalilin.

Arvioimme Icaren rebound-teknologian kokonaismarkkinapotentiaalilin olevan vuositasolla yli 100 MEUR (ilman HOME-tuotetta). Tämä perustuu arvioon, jossa Suomen täysin kypsän vaiheen saavuttaneella markkinalla yhtiön nykyinen vuosimyynti (arviolta 0,7 MEUR) silmälääkäreiden määrää (Silmälääkäriyhdistys: 700) kohden on noin tuhat euroa vuodessa. Jos oletamme muun maailman penetraation jäävän 50 %:iin Suomen tasosta, tulee globaalilla 200 000 silmälääkärin määrällä markkinan kooksi 100 MEUR. Tämä oletus ei pidä sisällään silmänpaineen seulontaan liittyviä markkinoita, mutta arvioimme markkinan kasvavan penetraation kasvun ja seulonnan yleistymisen myötä tapahtuvan käyttäjäkunnan laajentumisen johdosta. Käyttäjryhmien laajentumisen ansiosta arvioimme markkinan siis olevan pitkällä aikavälillä kasvava. Icaren Suomen myynnistä osa on muita kuin silmälääkäreitä, joten oletuksemme on yksinkertaistettu. Suomi kuitenkin heijastelee edistyneitä markkinaa, jossa seulonta on lähtenyt yleistymään ja silmänpainemittareita myydään laajasti myös esimerkiksi optikoille.

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

## Glaukooman hoito

Diagnosoitujen 75 miljoonan glaukoomaa sairastavan ihmisen tarve säännölliseen

silmänpaineen seurantaan on ollut Icaren kasvun perusta. Käytännössä Icaren kasvu tässä markkinassa perustuu etenkin markkina-osuuksien voittamiseen eli siihen, että rebound-teknologia on korvannut mittausten menetelmässä vanhentuneita teknologioita. Sairauden diagnosiin, 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.

## Kotihoito

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

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

# Icaren liiketoiminta 8/10

HOMEn myyntipotentiaalia onkin hyvin vaikea arvioida vielä tässä vaiheessa. Lähtökohtanamme on, että HOMEsta tulee merkittävä osa Icaren liiketoimintaa seuraavan viiden vuoden aikana.

## Glaukooman 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 seulonnassa Icarelle relevantteja kohderyhmiä ovat silmälääkäreiden lisäksi esimerkiksi optometristit, optikot,

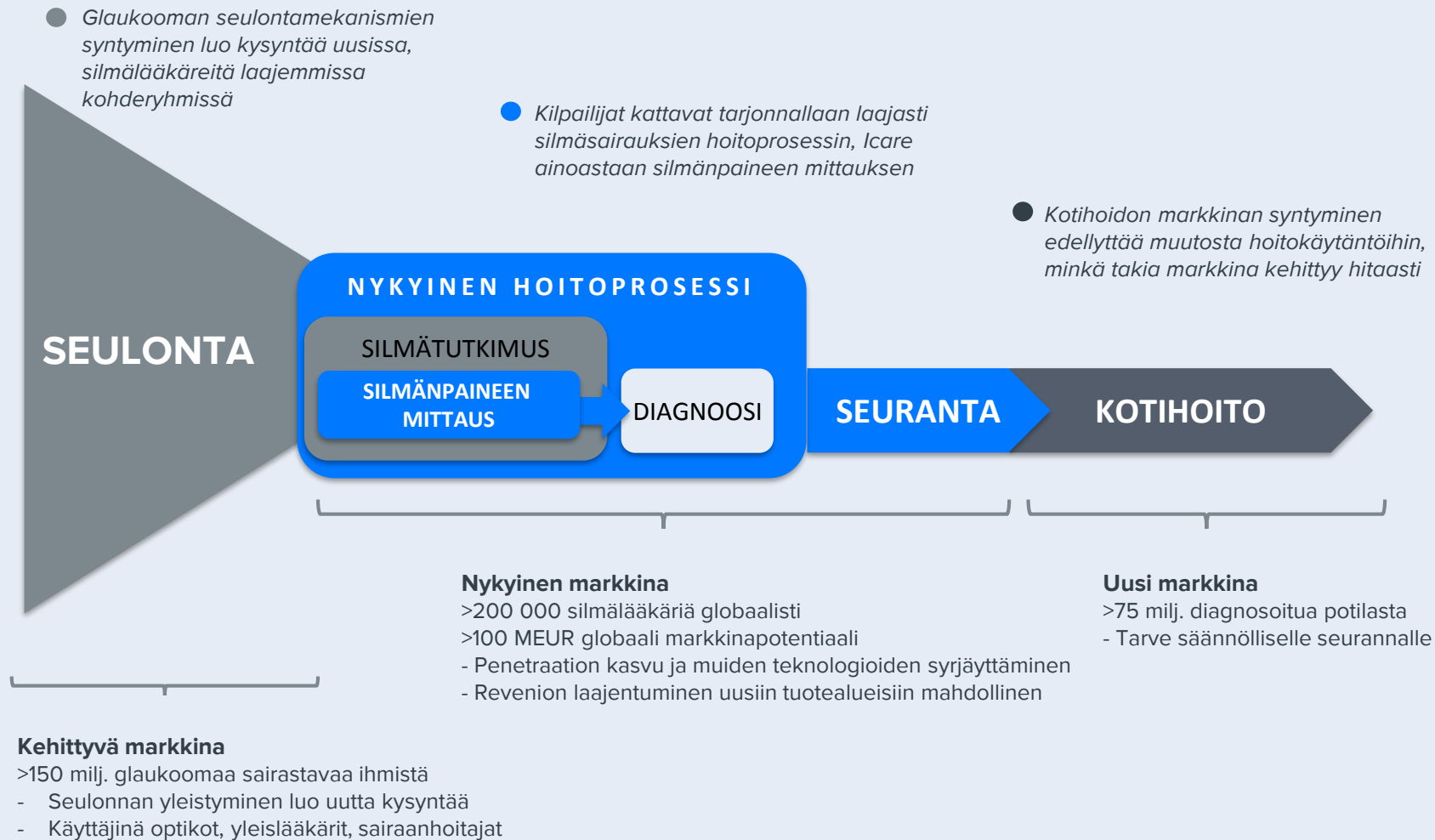
yleislääkärit, sairaanhoitajat, kehitysapujärjestöt, armeijat ja ensiapuasemat. Verrattuna perinteiseen silmälääkäreille kohdistuvaan laitemyyntiin, on näiden kohderyhmien globaali potentiaali moninkertainen.

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

Mielestämme glaukooman seulontamekanismin asteittainen syntyminen eri maihin toimii tärkeänä pitkän aikavälin kasvuajurina silmänpaineen mittaukseen tarkoitettujen laitteiden markkinalle ja RBT-teknologialle. Icare pystyy kasvamaan nyt voittamalla markkinaosuuksia vanhoilta teknologioilta, mutta yhtiön laitteiden kokonaismarkkina on seulonnan ansiosta myös pitkällä aikavälillä selvästi kasvava.

Seulonnan näkökulmasta tärkeä kasvupotentiaali Icarella on myös kehitysmaissa, joissa silmänpaineen mittaus on tähän mennessä ollut vähäistä 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



# Icaren liiketoiminta 9/10

## Icaren ennusteet

Ennustamme Icaren myyntiä kolmella eri parametrilla: peruslaitemyynti, HOME-myynti ja anturimyynti. Laitemyyntiä arvioimme myyntivolyymin ja keskihintojen (myyntihinta jakelukanavaan) kautta. Anturimyyntiä arvioimme laitekannan koon, poistuman ja keskimääräisen anturikulutuksen kautta.

### Laitemyynti

Icare on monilla markkinoilla alkanut saavuttaa kypsää vaihetta, mikä on viime vuosina heijastunut laitemyynnin volyymien hidastumisena. Arvioimme perusteella laitemyynnin kappalemääräinen kasvu on ollut alle 10 % viimeiset kaksi vuotta, mikä heijastelee tiettyjen markkinoiden saturoitumista. Tämä on lievästi huolestuttavaa, sillä laitekannan kasvu vaikuttaa myös tulevaan anturimyyntiin. Volyymien hidastumista on kuitenkin kompensoinut dollarikurssi sekä tuotemalliston uusiutuminen ic100:aan, mikä on nostanut arvioimme mukaan selvästi keskihintoja 2015-2016. Dollarikurssi on tänä vuonna kääntynyt Icarelle lievästi epäsuotuisaan suuntaan.

Ennusteissamme arvioimme Icaren laitemyynnin volyymikasvun nousevan noin 10 %:n tasolle vuosina 2017-2020. Laitemyyntiä tukee ic100:n avaama korvauslaitemarkkina sekä uudet nousevat markkina-alueet kuten Kiina. Lisäksi Icaren teknologia jatkaa markkinaosuuksien voittamista vanhemmilta teknologioilta. Arvioimme myös laitteiden keskihintojen jatkavan hieman nousuaan vuosina 2017-2018 tuotemalliston uudistussa kohti kalliimpaa ic100-tuotetta. Vuodesta 2019 eteenpäin

arvioimme peruslaitteiden keskihintojen kääntyvän lievästi laskuun Icaren patenttisuojan heikentyessä ensimmäisenä USA:n markkinalla. Oletamme patenttisuojan heikentymisellä olevan hyvin lievä keskihintoja ja kasvua heikentävä vaikutus, vaikka vielä on mahdoton arvioida, miten kilpailijat tulevat reagoimaan esimerkiksi USA:n patentin erääntymiseen 2019.

### Anturimyynti

Icaren anturimyynti on johdannainen laitekannan kasvulle. Tällä hetkellä anturimyynti kasvaa laitemyyntiä nopeammin johtuen historiallisesta laitemyynnistä sekä laitteiden käytön lisääntymisestä. Arvioimme mukaan tällä hetkellä yksi laitekannassa oleva laite kuluttaa keskimäärin hieman yli 200 anturia vuodessa. Arvioimme luvun nousevan 250:een vuonna 2019 johtuen laitteiden seulontakäytön yleistymisestä. Tämä vastaisi 21 milj. silmänpaineen mittauksia Icaren laitteilla vuonna 2019, mutta antureiden kiellästystä uusiokäytöstä johtuen todellinen luku on isompi.

Antureita myydään arviossamme vuonna 2017 noin 15 milj. kappaletta, mikä tuo Icarelle reilun 7 MEUR:n liikevaihdon. Ennustamme antureiden keskihintojen laskevan lähivuosina, mikäli yhtiö pyrkii vauhdittamaan laitemyyntiä ja -käyttöä antureiden hintoja alentamalla. Arvioimme antureiden tuoman liikevaihdon saavuttavan 10 MEUR:n tason vuonna 2019. Anturimyynnin kasvuennusteessa on tärkeä huomioida, että liikevaihtoennuste pohjautuu hyvin pitkälti nykyisen laitekannan anturikulutukseen.

### HOMEn myynti

HOME on haastavin osa Icaren ennustetta, sillä

uuden tuotteen ja konseptin ylösajon nopeutta on vaikea arvioida. Tähän mennessä tuote ei ole tuottanut Reveniolle olennaista liikevaihtoa, vaikka se on ollut Yhdysvaltoja lukuun ottamatta myynnissä kaikilla keskeisillä markkinoilla. Tuote on saanut alkuvuonna Yhdysvalloissa myyntiluvan ja myynti on käynnistynyt Q2:lla. Tulevina neljänneksinä saamme ensimmäisiä viitteitä HOMEn startin nopeudesta.

Olemme alentaneet tässä raportissa lähivuosien HOME-ennusteitamme arvioitua nopeutta, jolla HOMEn kaltainen uusi konsepti tulisi todennäköisesti yleistymään markkinoilla. Isossa kuvassa tuotteen potentiaali on kuitenkin yhä houkutteleva. Arvioimme HOMEn myyvän tänä vuonna vajaat tuhat kappaletta ja ensi vuonna vajaat kaksi tuhatta. Vuodesta 2019 alkaen arvioimme konseptin yleistyvän nopeammin ja myynnin nousevan vuositasolla 8 tuhanteen kappaleeseen vuonna 2020. Laitteen keskihinnan arvioimme olevan 1500 euroa.

### Liikevaihto

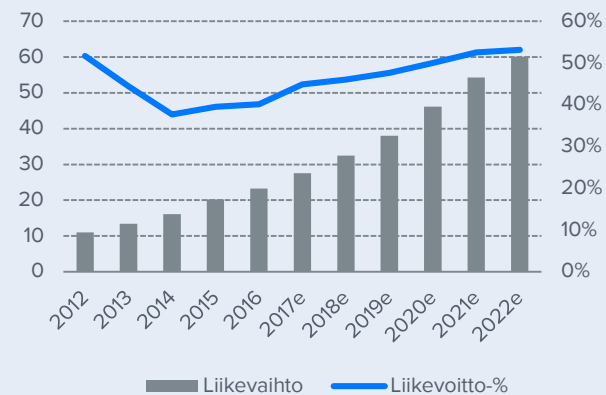
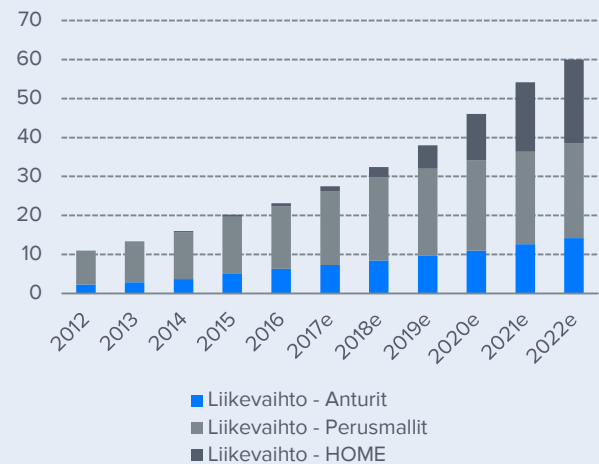
Laitemyynnin, HOMEn ja anturimyynnin ennusteiden perusteella Icaren liikevaihto jatkaa seuraavat 5 vuotta historiallista hieman alle 20 %:n kasvuvauhtia. Icare saavuttaa ennusteessa 60 MEUR:n liikevaihdon vuonna 2022. Kasvun kestämissä on kuitenkin keskeistä HOMEn onnistunut ylösajo, sillä ilman HOMEa kasvu hidastuisi vähitellen alle 10 %:n tasolle ja 2022 liikevaihto saavuttaisi vain 35 MEUR:n tason.

Ennusteissamme Icaren liikevaihto jakautuu vuonna 2022 seuraavasti: peruslaitemyynti 41 % (2016: 69 %), HOME 36 % (2016: 4%) ja anturimyynti 24 % (2016: 27 %).



# Icaren liikevaihto- ja tulosennuste

Icare perusmallit (TA-01, ic100 VET, PRO)	2012	2013	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e
Laitemyynti kpl	5 250	6 000	6 700	7 250	7 850	8 714	9 672	10 639	11 597	12 524	13 526
Keskihinta	1650	1750	1790	2020	2050	2200	2220	2100	1995	1895	1800
Liikevaihto - laitteet MEUR	8,7	10,5	12,0	14,6	16,1	19,2	21,5	22,3	23,1	23,7	24,4
Laitekanta / perusmallit	30 000	35 100	40 747	46 775	53 221	60 338	68 200	76 793	86 086	96 028	106 674
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	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e
Laitemyynti kpl		250	400	700	900	1 800	3 960	7 920	11 880	14 256	
Keskihinta		1250	1250	1250	1400	1500	1500	1500	1500	1500	
Liikevaihto - laitteet MEUR		0,3	0,5	0,9	1,3	2,7	5,9	11,9	17,8	21,4	
Laitekanta / HOME		250	648	1 335	2 154	3 782	7 440	14 764	25 463	37 682	
Laitekannan poistuma		0,0 %	1,0 %	2,0 %	6,0 %	8,0 %	8,0 %	8,0 %	8,0 %	8,0 %	
Anturimyynti	2012	2013	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e
Laitekanta yhteensä	30000	35100	40997	47422	54556	62493	71982	84233	100851	121491	144356
Anturimyynti per laite	167	175	193	205	225	235	245	250	250	250	250
Anturin keskihinta EUR	0,47	0,47	0,47	0,52	0,51	0,50	0,48	0,46	0,44	0,42	0,39
Anturimyynti milj. kpl	5,0	6,1	7,9	9,7	12,3	14,7	17,6	21,1	25,2	30,4	36,1
Liikevaihto - anturit MEUR	2,4	2,9	3,7	5,0	6,3	7,3	8,5	9,7	11,0	12,6	14,2
Icare yhteensä	2012	2013	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e
Liikevaihto - Perusmallit	8,7	10,5	12,0	14,6	16,1	19,2	21,5	22,3	23,1	23,7	24,4
Liikevaihto - HOME	0,0	0,0	0,3	0,5	0,9	1,3	2,7	5,9	11,9	17,8	21,4
Liikevaihto - Anturit	2,4	2,9	3,7	5,0	6,3	7,3	8,5	9,7	11,0	12,6	14,2
Icare liikevaihto yht.	11,0	13,4	16,0	20,2	23,3	27,8	32,6	38,0	46,0	54,2	60,0
Tunnusluvut	2012	2013	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e
Peruslaitteiden kasvun-%	-	14 %	12 %	8 %	9 %	11 %	11 %	10 %	9 %	8 %	8 %
HOMEn kasvun-%	-	-	-	60 %	75 %	29 %	100 %	120 %	100 %	50 %	20 %
Anturimyyntin kasvun-% (EUR)	-	23 %	29 %	35 %	26 %	17 %	15 %	14 %	14 %	14 %	13 %
Peruslaitteiden osuus-%	79 %	78 %	75 %	73 %	69 %	69 %	66 %	59 %	50 %	44 %	41 %
Anturimyyntin osuus-%	21 %	22 %	23 %	25 %	27 %	26 %	26 %	26 %	24 %	23 %	24 %
HOMEn osuus-%	0 %	0 %	2 %	2 %	4 %	5 %	8 %	16 %	26 %	33 %	36 %
Liikevaihtojen kasvu	22 %	22 %	20 %	26 %	15 %	19 %	18 %	16 %	21 %	18 %	11 %
Lähde: toteutuneet luvut perustuvat Inderesin tekemiin arvioihin.											
Tulos, MEUR	2012	2013	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e
Liikevaihto	11,0	13,4	16,0	20,2	23,3	27,8	32,6	38,0	46,0	54,2	60,0
Kulut	-5,3	-7,2	-9,8	-11,9	-13,5	-14,6	-16,8	-19,0	-22,0	-24,5	-26,7
EBITDA	5,7	6,2	6,3	8,3	9,8	13,2	15,8	19,0	24,0	29,7	33,3
Poistot	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3
EBIT	5,4	6,0	6,1	8,0	9,4	12,5	15,1	18,1	23,1	28,5	31,9
Nettotulos	4,1	4,7	5,0	6,4	7,5	10,1	12,1	14,5	18,5	22,8	25,6
EBIT-%	49 %	44 %	38 %	40 %	40 %	45 %	46 %	48 %	50 %	53 %	53 %



Lähde: toteutuneet luvut perustuvat Inderesin tekemiin arvioihin. Ennusteet Inderes.



# Icaren liiketoiminta 10/10

## Tulos ja kannattavuus

Ennusteessamme Icare saavuttaa tänä vuonna 28 MEUR:n liikevaihdon ja 45 %:n liikevoittoon (12,5 MEUR). Arvioimme liikevoittomarginaalin kohoavan lähivuosina 50 %:n tuntumaan kulurakenteen kasvaessa liikevaihtoa hitaammin. Yhtiön tulosvipu tulee lähivuosina melko hyvin läpi, sillä viime vuosina tehdyt kuluja kasvattaneet panostukset myyntiin ja tuotekehitykseen ovat tasaantuneet. Ennusteemme mukaisen kasvun saavuttaminen ei edellytä merkittäviä kuluja kasvattavia investointeja ja korkeiden marginaalien ansiosta kasvu on hyvin skaalautuvaa.

Ennusteessamme Icare saavuttaa vuonna 2022 noin 32 MEUR:n liikevoittotason, jolloin yhtiön tulos lähestyy huipputasoaan. Vuodesta 2024 alkaen arvioimme yhtiön liikevoittomarginaalin heikentyvän 25 %:n tuntumaan kilpailusuojan heikentyessä.

Ennusteemme koskevat Icare Finland - konsernia, minkä takia ennusteet poikkeavat Revenio Groupin raportoiman terveysteknologia-segmentin luvuista.

## Arvonmääritys

Tekemämme arvonmääritys heijastelee Icaren arvoa Reveniosta irrallisena, itsenäisenä yhtiönä. Tämä kuvastaa arvoa, joka yhtiöstä voitaisiin saada, mikäli Revenio myisi sen. Siten arvonmäärityksen taustalla olevan ennusteen yhtiön kulurakenteesta ei esimerkiksi näy Icaren saama tuki ja resurssit Revenion konsernitoiminnoilta. Lähestymme arvonmääritystä DCF-mallin sekä yhtiön vertailuryhmän kautta.

## Vertailuryhmä ja arvostuskertoimet

Vertailuryhmään perustuvassa arvonmäärityksessä tarkastelemme Icaren arvoa näkökulmasta, jossa ajatellaan yhtiön olevan arvotettu samoilla arvostuskertoimilla kuin vertailuyhtiöt.

Olemme valinneet Icaren verrokeiksi yhtiön suoria kilpailijoita sekä optiikan alueella ("optical healthcare") toimivia terveydenhuollon laite- ja teknologiayhtiötä. Yhtiöt ovat suuria kansainvälisiä pörssiyhtiöitä, minkä ansiosta niistä on saatavissa suhteellisen luotettavia markkinaennusteita. Lisäksi olemme valinneet vertailuryhmään yhden kasvuprofiililtaan vastaavan pohjoismaisen yhtiön (Ambu). Revenion vertailuryhmän suhteelliset arvostukset ovat viime vuosina kohonneet muun pörssin mukana.

Icaren premiohinnoittelua vertailuryhmään puoltavat 1) yhtiön vahva tarck-record tasaisesta kasvusta ja kannattavuudesta, 2) houkutteleva tuloskasvupotentiaali erityisesti HOME-tuotteen myötä sekä 3) vahva kilpailusuoja. Suhteelliseen arvoon negatiivisesti vaikuttaa 1) yhtiön pieni koko, 2) riippuvuus yhdestä teknologiasta, jonka kilpailusuojan nykyisen kestävyys on rajallinen. Nämä tekijät huomioiden vertailuryhmä antaa mielestämme varsin hyvin tukea Icaren arvolle.

Icaren vertailuryhmää hinnoitellaan tällä hetkellä 28x-26x P/E-luvuilla ja 20x-18x EV/EBIT-luvuilla vuosille 2017-2018e. Icaren tulosenusteista johdettuna arvon haarukaksi muodostuu 250-309 MEUR eri kertoimien kesiarvon ollessa 278 MEUR.

## DCF-analyysi

DCF-malli on Icaren arvostukseen hyvä lähestymistapa, sillä yhtiö tuottaa hyvin vakaata rahavirtaa tuloksen ja rahavirran kulkiessa käytännössä käsi kädessä. Ennustemalli olettaa yhtiön tuloksen saavuttavan huippunsa 2023, minkä jälkeen kannattavuus tasaantuu kilpailusuojan heikentyessä. Käyttämämme pääoman kustannus on 7,1 %, mikä heijastelee suhteellisen vakaita, defensiivisiä ja ennustettavia rahavirtoja. DCF-mallimme arvo Icarelle on 305 MEUR. Arvo vaihtelee välillä 256-381 MEUR, kun pääoman kustannusta muutetaan +/- 1 %-yksikköä.

DCF-mallimme jättää ikuisuusoletuksen painoarvoksi 57 %, vaikka oletamme yhtiön liikevoitto-%:n putoavan alle 30 %:n tasolle ikuisuusoletusta lähestyttäessä (2026e). Yhtiön nykyarvosta siis merkittävä osa perustuu aikajaksoon, jolloin Icaren patenttisuoja on päättynyt. Siten yhtiölle on keskeistä rakentaa ja ylläpitää sellaisia kilpailuetuja, joilla yhtiön toimialalle tyypillistä hyvää kannattavuustasoa (EBIT >25 %) pystytään ylläpitämään.

## Yhteenveto

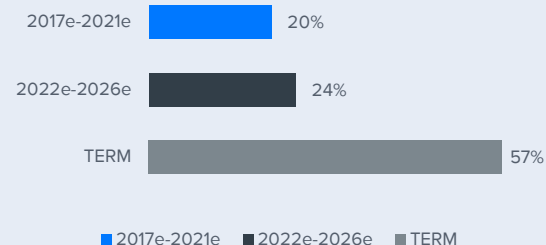
Painotamme eri arvonmääritysmenetelmiä suhtein DCF 40 %, 2017e kertoimet 20 % ja 2018e kertoimet 40 %. Näin pyrimme huomioimaan HOME-tuotteen tuoman tulevan tuloskasvun arvossa paremmin. Painotetun keskiarvon perusteella Icaren arvoksi muodostuu 291 MEUR, mikä vastaa noin 24x P/E-lukua ja 19x EV/EBIT-lukua vuoden 2018 ennusteesta.

# Icaren arvonnääritys

## DCF-laskelma

Kassavirtalaskelma (MEUR)	2016	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	TERM
<b>Liikevoitto</b>	<b>9,4</b>	<b>12,4</b>	<b>15,0</b>	<b>18,1</b>	<b>23,1</b>	<b>28,5</b>	<b>31,9</b>	<b>36,8</b>	<b>35,1</b>	<b>29,5</b>	<b>18,9</b>	
+ Kokonaispoistot	0,4	0,6	0,7	0,8	1,0	1,2	1,4	1,5	1,7	1,8	1,8	
- Maksetut verot	-1,9	-2,5	-3,0	-3,6	-4,6	-5,7	-6,4	-7,4	-7,0	-5,9	-3,8	
- Käyttöpääoman muutos	0,3	0,3	-0,4	-0,4	-0,6	-0,7	-0,5	-0,5	-0,3	-0,3	-0,1	
<b>Operatiivinen kassavirta</b>	<b>8,2</b>	<b>10,8</b>	<b>12,3</b>	<b>14,9</b>	<b>18,8</b>	<b>23,3</b>	<b>26,4</b>	<b>30,5</b>	<b>29,5</b>	<b>25,1</b>	<b>16,8</b>	
- Bruttoninvestoinnit	-0,6	-0,9	-1,1	-1,2	-1,6	-1,8	-1,9	-2,0	-2,0	-2,0	-2,0	
<b>Vapaa operatiivinen kassavirta</b>	<b>7,6</b>	<b>9,9</b>	<b>11,2</b>	<b>13,7</b>	<b>17,1</b>	<b>21,5</b>	<b>24,6</b>	<b>28,4</b>	<b>27,5</b>	<b>23,1</b>	<b>14,8</b>	
+/- Muut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	7,6	9,9	11,2	13,7	17,1	21,5	24,6	28,4	27,5	23,1	14,8	332,4
Diskontattu vapaa kassavirta		9,5	10,0	11,5	13,4	15,7	16,8	18,1	16,4	12,9	7,7	172,8
<b>Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta</b>		<b>304,8</b>	<b>295,2</b>	<b>285,2</b>	<b>273,8</b>	<b>260,4</b>	<b>244,7</b>	<b>227,9</b>	<b>209,7</b>	<b>193,4</b>	<b>180,5</b>	<b>172,8</b>
<b>Velaton arvo DCF</b>		<b>305</b>										
WACC		7,1 %										

## Rahavirran jakauma jaksittain

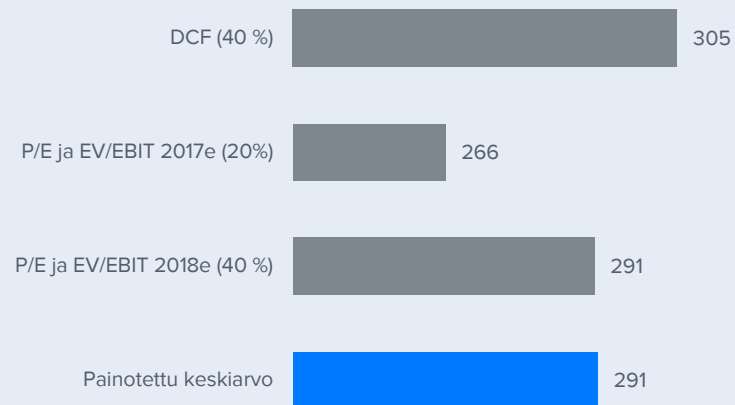


## Vertailuryhmän pohjautuva arvo

Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		P/E	
	MEUR	MEUR	MEUR	2017e	2018e	2017e	2018e
Cooper Cos. Inc.	218,20	9548	10741	21,1	18,6	23,5	21,2
Ametek	60,80	12511	14160	16,8	15,1	24,6	22,5
Halma Plc	12,88	4988	5269	20,4	20,0	28,0	25,5
Topcon corp.	18,33	1755	2138			51,4	36,2
Medtronic	84,86	103875	122472	15,9	14,8	18,5	17,1
Essilor International	118,75	25894	28397	20,2	18,2	28,4	25,9
Carl Zeiss Meditec	45,85	4094	4163	19,4	17,5	33,4	31,2
Ambu	439,00	2464	2603	40,6	34,0	61,5	45,7
<b>Mediaani</b>				<b>20,2</b>	<b>18,2</b>	<b>28,2</b>	<b>25,7</b>

Icaren arvostus vertailuryhmän perusteella	EV/EBIT		P/E	
	2017e	2018e	2017e	2018e
Muuttuja: Icare	12,4	15,0	10,0	12,0
x vertailuryhmän kerroin	20,2	18,2	28,2	25,7
+/- nettovelka	0,0	0,0	0,0	0,0
=Yritysarvo (EV)	249,6	272,7	281,9	308,9

## Arvonnääritys eri menetelmillä, MEUR



# Astmalaitte Ventica

## Ventican tuote ja arvolupaus

Revenio laajensi alkuvuonna 2015 tuoteportfoliotaan tekemällä yksinoikeuteen perustuvan lisenssisopimuksen astman diagnosointiin liittyvästä patentoidusta keksinnöstä. Lisenssoitu teknologia on tähän päivään mennessä edennyt valmiiksi Ventica-tuotteeksi, jolla on Euroopassa CE-merkki.

Ventican ideana on tuoda markkinoille tarkka, helppokäyttöinen ja liikuteltava laite, jonka avulla imeväisikäisten ja pienten lasten astmaan liittyvä seuloa, diagnosointi ja seuranta helpottuvat merkittävästi. Nykyiset astmaoireiden arviointiin käytetyt mittausmenetelmät, pääasiassa spirometria, eivät sovellu pienille lapsille, minkä takia arviointi perustuu pitkälti epäluotettaviin subjektiivisiin arvioihin, jotka voivat johtaa väärään lääkitykseen ja diagnoosiin.

Ventican avulla keuhkohtauman mittaus tapahtuu lapsen nukkuessa mittaamalla hengityksen virtausprofiilia. Mittauksilla havaitaan astmalle tyypilliset muutokset hengityksessä, mikä puolestaan auttaa lääkäreitä sekä diagnosoinnissa että lääkityksen optimoinnissa. Lisäksi Ventica mahdollistaa mittauksen lepo hengityksen ja nukkumisen aikana, mikä mahdollistaa astman taudinkuvaan liittyvän keuhkohtauman vuorokaudensisäisten vaihteluiden havaitsemisen.

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

Ventican liiketoimintamalli perustuu Icaren tavoin laitemyyntiin sekä kertakäyttöosien myyntiin. Tuotteessa keskeisessä roolissa ovat mittaukseen liittyvä ohjelmisto ja algoritmi. Arviomme mukaan Revenio investoi Venticaan lähivuosina vuositason alle 1 MEUR ja laite tulee kääntymään kassavirtaposiitiviseksi hyvässä skenaariossa arviomme mukaan noin 5 vuoden tähtäimellä. Ventican teknologialla ja menetelmällä on laaja patenttisuojat vuosien 2032-2033 asti.

## Kilpailevat teknologiat

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

Ventican läheisin vertailukohta on keuhkojen toiminnan mittaukseen yleisesti käytetty spirometria, johon markkinoilla on tarjolla suuri määrä laitteita. Alalla on kuitenkin kasvavaa kiinnostusta uusien teknologioiden kohtaan, koska nykyiset menetelmät ja teknologiat ovat hyvin vanhoja. Spirometria ei kuitenkaan sovellu pienten lasten tai imeväisikäisten mittaukseen. Lisäksi spirometria perustuu vain hetkelliseen mittaukseen, kun taas Ventica pidempään aikasarjaan lepo hengityksestä yön aikana. Siten teknologia olisi tulevaisuudessa laajennettavissa kaikenikäisiin potilaisiin sen tuomien hyötyjen takia. Ventica kuitenkin aloittaa pienistä lapsista,

missä tarve tuotteelle on välitön.

## Markkinat ja markkinapotentiaali

Lapsilla astma on kroonisista sairauksista kaikkien yleisin. Astmasta kärsii noin 335 miljoonaa ihmistä ympäri maailmaa. Sairaus alkaa tyypillisesti lapsuuden aikana, mikä luo tarpeen Ventican tuotteelle. Noin 20 % lapsista kärsii astman oireista ja 8 %:lla kouluikää nuoremmista lapsista on astma (lähde: Revenio/Ventica). Tämä 20 % tarkoittaa, että Euroopan ja USA:n vuosittain osalta 3 miljoonaa lasta tarvitsee diagnostiikkaa. Vastaavasti astmasta kärsivien lasten 8 %:n osuus vastaa 3 miljoonaa jatkuvaa sairauden monitorointia tarvitsevaa potilasta. Siten Euroopan ja USA:n markkinoiden potentiaali on useita kymmeniä tuhansia laitteita. Astma on globaali ongelma, minkä takia Ventican markkinat ovat globaalit. Päämarkkinoita ovat Eurooppa, Pohjois-Amerikka, Australia ja Kiina.

## Kehitysvaihe ja kaupallistaminen

Ventica on tällä hetkellä vaiheessa, jossa tuotteelle rakennetaan kliinistä näyttöä. Tämän avulla tuotteelle rakennetaan myyntiargumentit sekä saadaan nykyistä vahvempaa referenssiarvot siitä, miten mittaustuloksia tulee tulkita. Lisäksi Venticalle on tärkeää rakentaa KOL-verkostoa (Key Opinion Leader) jo aikaisessa vaiheessa. Ventica on saanut Euroopan myyntiluvan eli CE-merkin alkuvuonna 2017, mikä mahdollistaa laajempien kliinisten tutkimusten aloittamisen. Tiettyihin Venticalle tärkeisiin kliinisiin tutkimuksiin pääsy edellytti CE-merkkiä.

# Astmalaite Ventica

Kliinisten tutkimusten vaiheessa Ventican tavoitteena on rakentaa tarkat tuoteväittämät ja kasvattaa tietämystä tuotteesta.

Vaikka Ventican tuotetta olisi mahdollista myydä jo nyt, Revenio tekisi suuren virheen, mikäli se lähtisi kaupallistamaan ja myymään tuotetta ennen kuin sen tieteellinen pohja on kunnossa. CE-merkki kertoo ainoastaan tuotteen turvallisuudesta ja siinä on kliinistä näyttöä, mutta se ei kerro siitä, miten hyvin tuote soveltuu astman diagnoosiin. Tieteellisen pohjan puuttuminen ja epätarkat tuoteväittämät pahimmillaan romuttaisivat tuotteen uskottavuuden, jolloin markkinalle tulo epäonnistuisi. Siten yhtiön on nyt panostettava kärsivällisesti tieteelliseen puoleen, vaikka sen riittävään kypsymiseen aikaa saattaa kulua vielä useita vuosia.

Ventican kaupallistamisen vaihe käynnistyy arviomme mukaan asteittain muutaman vuoden sisällä, kun tuoteväittämät ovat lukittu ja todistettu. Kaupallistaminen alkaa Euroopasta, missä myynti on jo mahdollista. Lisäksi kevyen rekisteröinnin johdosta Australia on yksi ensimmäisiä markkinoita. Tämän jälkeen Ventica siirtynee USA:n markkinalle, missä rekisteröinti on raskaampi prosessi.

Ventica vaatii markkinakohtaista lähestymistä markkinointiin riippuen siitä, mitkä ovat kunkin maan vakiintuneet käytännöt astman hoitoon. Joillain markkinoilla vakiintunut käytäntö on tehdä astman diagnoosia perustuen subjektiivisiin arvioihin. Näillä markkinoilla kysynnän luominen tuotteelle on vaikeampaa. Vastaavasti esimerkiksi Skandinaviassa konkreettisiin mitattaviin tuloksiin pohjautuva diagnoosi on tärkeässä roolissa, jolloin kysyntä

Venticalle on luontevampaa. Ylösajon nopeus ja onnistumien riippuu siitä, kuinka nopeasti uusi konsepti omaksutaan lääkäreiden käyttöön.

## Ennuste ja arvonnäyttö

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

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

Rajallisesta käytettävissä olevasta tiedosta ja näkyvyydestä johtuen joudumme lähestymään Ventican arvoa hyvin karkeilla oletuksilla. Arvonnäytteen osalta arvioimme paljonko Ventican myynti voisi olla 5 vuoden päästä eri skenaarioissa, hinnoitellemme yhtiön liikevaihtokertoimella ja diskonttaamme arvon nykypäivään 15 %:n tuottovaatimuksella. Soveltamamme liikevaihtoarviot ovat pessimistinen 2 MEUR, neutraali 4 MEUR ja optimistinen 6 MEUR. Vastaavat liikevaihtokertoimet ovat 4x, 6x ja 8x. Näillä parametreilla saamme Ventican nykyarvoksi 12

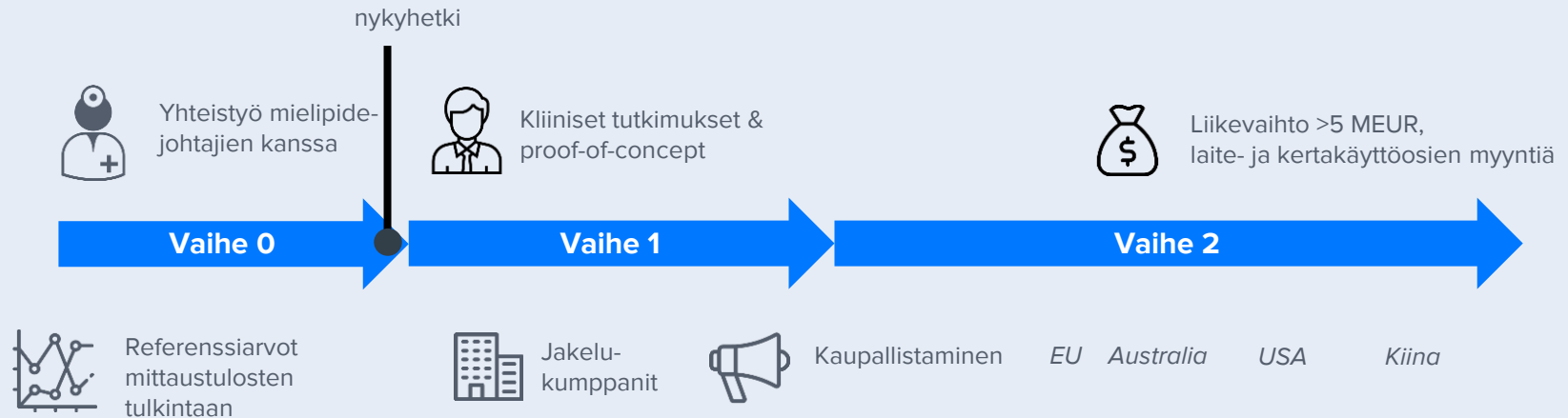
MEUR haarukalla 4-24 MEUR. Mielestämme tuotetta on epärealistista hinnoitella nykyhetkessä ja tuotteen nykyisessä kehitysvaiheessa vielä tätä korkeammalle, vaikka onnistuessa Ventican potentiaali (10-20v tähtämellä) on merkittävästi suurempi.

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

Pidämme yhteistyötä lääkeyhtiön kanssa Venticalle todennäköisempänä reittinä kuin skenaariota, jossa Revenio lähtisi itse käytännössä lähes nolosta rakentamaan tuotteelle jakelua ja myyntiä. Kyseessä voisi olla lisensointiin perustuva yhteistyö tai koko teknologian myynti lääkeyhtiöille. Strategisesta roolista johtuen Revenio voisi saada Venticasta parhaimmillaan useita kymmeniä miljoonia euroja jo ennen kuin tuote tuottaa olennaista liikevaihtoa. Tämä kuitenkin edellyttää, että Ventica onnistuu tulevaisuudessa kliinisissä tutkimuksissaan todentamaan arvolupauksensa.

# Ventican liiketoiminta

## Ventican kehitysvaihe



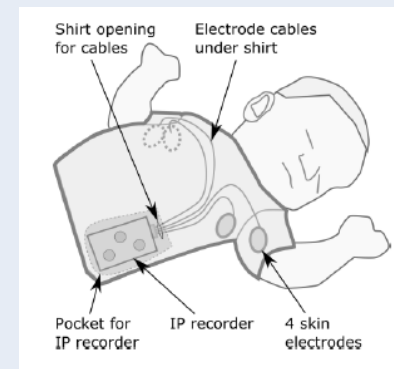
Lähde: Inderes, Revenio

## Arvomääritys

Arvostus, MEUR	Pessimistinen	Neutraali	Optimistinen
Liikevaihto 2022e	2	4	6
Hinnoittelukerroin	4,0	6,0	8,0
Yritysarvo 2022e (EV)	8	24	48
Tuottovaatimus	15 %	15 %	15 %
Nykyarvo	4	12	24

Lähde: Inderes

## Teknologia ja konsepti



Lähde: Revenio

# Ihosyöpälaite

## Tuote ja teknologia

Revenio laajensi alkuvuonna 2015 tuoteportfoliotaan tekemällä lisenssisopimuksen hyperspektrikameran (HSC) teknologiasta ihosyövän diagnostiikkaan. Kyseessä on VTT:n kehittämä teknologia, johon VTT myöntää lisenssioikeuksia eri käyttötarkoituksiin. Revenio on siis lisensoinut teknologian ihosyövän diagnostiikkaan. Revenio toimii laitteen kehityksessä projektijohtajana, joka koordinoi tuotetta kehittäviä omia sekä ulkoistettuja resursseja. Käsitksemme mukaan teknologia etenee nykyisestä prototyypistä ensimmäiseksi valmiiksi tuotteeksi muutaman vuoden sisällä.

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

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

## Kilpailevat teknologiat

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

## Markkinat

Revenion ihosyöpälaitteen potentiaaliset markkinat ovat jopa selvästi suuremmat kuin Icarella tai Venticalla. Markkinapotentiaalia lisää se, että melanooma on tappava ja nopeasti yleistyvä sairaus, mikä johtuu väestön ikääntymisestä ja kasvavasta altistumisesta auringonvalolle yhä ohuemman otsonikerroksen läpi. Lisäksi teknologian laajentaminen tulevaisuudessa havaitsemaan eri melanooman lajien lisäksi myös muita ihosairautstyyppisiä edelleen moninkertaistaa tuotteen potentiaalin.

Vuosittain todetaan maailmanlaajuisesti noin kolme miljoonaa ihosyöpätapausta (lähde: Revenio). Suurimpia markkinoita ovat Australia, Yhdysvallat ja Eurooppa. Ensimmäisten joukossa olevalla kohdemarkkinalla Euroopassa on laitteen ostajiksi potentiaalisia dermatologian klinikoita noin kaksi tuhatta kappaletta. Ihotautilääkäreitä on globaalisti karkeasti saman verran kuin silmälääkäreitä (200 000).

## Kehitysvaihe ja kaupallistaminen

HSC:stä on kehitetty prototyyppi ja kaupallinen tuote on vielä kehitysvaiheessa. Tuotekehityksen lisäksi tuotteen kaupallisen vaiheen suunnittelu on aloitettu. Revenio investoi tällä hetkellä tuotekehitykseen, jotta tuotteelle voitaisiin hakea CE-merkki, minkä jälkeen tuote voisi edetä laajempiin klinisiin tutkimuksiin. Laitteen prototyypillä on nyt käynnissä testimittaukset Suomessa ja ulkomailla. Arviomme mukaan tulee kestämään vähintään 5 vuotta, ennen kuin HSC alkaa tuottaa olennaista liikevaihtoa Reveniolle.

## Teknologian arvo ja potentiaali

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

Arvotamme HSC-teknologian 1-5 MEUR haarakkaan, jolloin pessimistinen arviomme vastaisi lähinnä Revenion teknologiaan investoimia varoja. Teknologian yksi vertailuyhtiö on ruotsalainen listattu Scibase, joka kehittää osin vastaavaa ratkaisua. Scibasen liikevaihto on alle 1 MEUR ja sen velaton markkina-arvo on noin 7 MEUR.

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

# Luuntiheysmittari OsCare Sono

## Tuote ja teknologia

Oscare Medical Oy on Revenion 53,5 %:sti omistama yhtiö, joka valmistaa luuntiheysmittaria osteoporoosin seulontaan. Laite mittaa luunlujuuden matalataajuisella ultraäänellä värttinäluusta käsivarresta. Tavoitteena on tuoda markkinoille helppo ja luotettava tapa mitata luun lujuutta, mikä auttaa osteoporoosin varhaisessa havaitsemisessa. Osteoporoosin diagnosointi tapahtuu yleensä liian myöhään esimerkiksi loukkaantumisen yhteydessä. Oscaren pienellä ja helppokäyttöisellä mittarilla pystytään tekemään osteoporoosin seulontaa kustannustehokkaasti ja helposti.

Oscare Medical on perustettu vuonna 2007. OsCare Sono sai myyntiluvan Euroopassa vuonna 2013, mutta tuote ei ole tähän mennessä saavuttanut markkinoilla merkittävää jalansijaa. Yhtiön liikevaihto on sadan tuhannen euron tasolla.

## Markkinat ja kaupallistaminen

Osteoporoosia eli luukatoa sairastaa Euroopassa arviolta 28 miljoonaa ihmistä, heistä vain murto-osalla tauti on diagnosoitu.

OsCare Sono soveltuu hyvin käytettäväksi hoitoketjun alussa esimerkiksi perusterveydenhuollossa. Terveyskeskuksessa tai yleislääkäriin vastaanotolla voidaan OsCare Sonon avustuksella löytää osteoporoosi sellaisiltakin henkilöiltä, joilta sairaus muutoin jäisi havaitsematta. Ne potilaat, joilla havaitaan OsCare Sonolla alentunut luunlujuus käsivarresta ja siten kohonnut osteoporoosiriski, voidaan lähettää röntgensäteillä tehtävään diagnoosoivaan jatkotutkimukseen. Toisaalta

OsCare Sonon avulla voidaan välttää turhaan lähettämästä jatkotutkimuksiin niitä henkilöitä, joiden osteoporoosiriski on matala.

Oscaren kaupallistamisen kannalta hidasteeksi on muodostunut julkisella puolella se, että ultraäänen perustuvalla luunlujuusmittauksella ei ole vakuutuskorvattavuutta. Myöskään kansainväliset hoitosuosituksot eivät suosittele ultraäänen käyttöä laajemmin osteoporoosin seulonnassa, vaikka ultraäänen käyttöä riskiarvion tekemiseen tietyissä tilanteissa suositellaankin. Lisäksi aiemman sukupolven kantapäystä luuntiheyttä mittaavien ultraäänilaitteiden huono maine on vaikeuttanut Oscaren tuloa markkinoille.

Haasteena Oscarella on myös se, että osteoporoosi on vähitellen hitaasti etenevä sairaus, joka ei ole tappava. Siten tuotteelle ei ole vastaavaa akuuttia tarvetta ja kysyntää kuten Revenion glaukooman hoitoon ja ihosyövän seulontaan tarkoitetuissa laitteissa. Yhdeksi asiakasryhmäksi tuotteelle on muodostunut kovan työn jälkeen apteekit, jotka voivat tarjota asiakkailleen luuntiheyden mittausta palveluna. Oscare pyrkii nyt saavuttamaan aseman osteoporoosin hoidossa jo mahdollisimman aikaisessa vaiheessa hoitoketjua, jolloin sairauden riskejä voitaisiin alentaa ennakoiden muuttamalla potilaan elintapoja.

## Oscaren ennuste ja arvo

Oscarella on taseessaan aktivoituja kehitysmenoja noin 1,4 MEUR:n edestä. Yhtiö tuottaa poistojen ja kiinteiden kustannusten muodossa nykyiseltään noin 0,5 MEUR:n vuotuista liiketappiota. Tästä puolet

kompensoituu Reveniolle tuloksen vähemmistöosuuksien (46,5 %) kautta.

Emme näe Oscarella olevan painoarvoa Revenion markkina-arvossa ja tuotteen rooli Revenion strategiassa on avoin. Pidämme todennäköisenä, että Revenio pyrkii löytämään yhtiölle uuden omistajan. Irtautuessa tuotteesta voisi olla realistista saada arviomme mukaan hyvässä skenaariossa nykyisen tasearvon verran eli 1,5 MEUR. Arvotamme Oscaren 0-2 MEUR:oon osana Revenion arvonnäytystä.

Revenion kannalta irtautumisella olisi mahdollisen alaskirjauksen jälkeen välitön positiivinen tulosvaikutus, sillä se nostaisi konsernitason liikevoittoa yli 5 %:lla. Oscaren tulos painaa Revenion konsernitason lukuja noin 0,5 MEUR vuodessa liikevoittotasolla ja noin 0,25 MEUR vuodessa nettotulostasolla. Osa tappioista johtuu tuotekehityspoistoista, joten kassavirtavaikutus Reveniolle on yllämainittua vähäisempi.



# Revenio ennusteet ja arvonmääritys 1/3

## Ennusteet

Ennustemme Revenio Groupille perustuvat pitkälti Icare-osiossa esitettyihin ennusteisiin sekä arvioituihin konsernikuluihin ja uusien tuotteiden kehityskuluihin. Lähivuosien liikevaihto perustuu lähes täysin Icaren myyntiin. Vuodesta 2020 eteenpäin arvioimme uusien kehitysaihioiden alkavan tukea lievästi Revenion liikevaihtoa. Huomioimme siis Ventican ja ihosyöpälaitteen liikevaihdon ensi vuosikymmenen puolelle ulottuvissa ennusteissa.

Kokonaisuutena arvioimme Revenion jatkavan lähivuosina hieman alle 20 %:n kasvuvauhtia perustuen HOME-tuotteen ylösajoon ja Icaren nykylaitteiden markkinapenetraation kasvuun. Yhtiön suurimmat kuluja kasvattavat kehityspanostukset tehtiin vuosina 2015-2016 ja kulujen kasvu tasaantuu lähivuosina, minkä ansiosta Revenio yltää vahvaan tuloskasvuun. Arvioimme siten Revenion liikevoitto-%:n nousevan viime vuoden 30 %:sta jopa 40 %:n tasolle vuosikymmenen lopulla. Osakekohtaisen tuloksen arvioimme nousevan viime vuoden 0,7 eurosta 1,9 euron tasolle vuonna 2020. Arvioimme yhtiön jakavan koko tuloksen ulos osinkoina, minkä vahva tase ja rahavirta mahdollistavat. Yhtiön tulos ja rahavirta kulkevat karkeasti käsikädessä kevyestä taseesta ja pienistä investoinneista johtuen. Tulevina neljänneksinä kiinnitämme huomiota yhtiön kommentteihin HOME-tuotteen myynnistä. Näkyvyys ennusteisiin tulee tarkentumaan, kun saamme lisää tietoa HOMEn ylösajon nopeudesta.

Aiempiin ennusteisiimme nähden (21.4.2017) arvioimme ovat muuttuneet siten, että lähivuosien ennustemme ovat hieman laskeneet ja pitkän aikavälin ennustemme ovat

nousseet. Tämä perustuu erityisesti uusiin arvioihimme HOMEn ja Ventican ylösajon nopeudesta. Vastaavasti olemme aiempaan varovaiseen arvioomme nähden luottavaisempia siitä, että Icare pystyy ylläpitämään vahvoja marginaaleja ja keskihintoja myös vuosina 2020-2025. Aiempi arvioimme suhtautui erittäin varovaisesti siihen, mikä potentiaalisen uuden kilpailun vaikutus hintoihin tulisi olemaan Icaren kilpailusuojan heikentyessä.

## Sijoitusnäkemykset

Revenion osakkeessa yhdistyvät defensiivinen liiketoiminta, vahva kilpailusuoja, vahva kassavirta ja osinko, skaalautuva ja erittäin kannattava liiketoimintamalli sekä edelleen voimakas kasvupotentiaali nykyisissä ja uusissa tuotteissa (HOME). Yhdistelmä on houkutteleva. Siten osakkeen hyväksyttävä arvostustaso on erityisesti nykyisessä suotuisassa osakemarkkinassa kohonnut tasolle, joka heijastelee jo arvioimme mukaan Revenion osien yhteenlaskettua arvoa korkeampaa arvostusta. On kuitenkin syytä muistaa, ettei Revenion nykyinen vahva profiili ei ole pitkällä aikavälillä kestävä, sillä nykyisin vahvaa kassavirtaa tuottavat toimivat Icaren silmänpainemittarit lähestyvät kypsää vaihetta ja patenttisuojan heikentymistä yhä useammilla päämarkkinoilla. Lisäksi Revenion nykyisen arvon lunastaminen vaatii erityisesti HOME-tuotteelta onnistumista. Ventica ja ihosyöpälaitte ovat luonteeltaan optioita osakkeessa ja niiden painoarvo arvonmuodostuksessa on vielä pieni.

Jos tarkastelemme Reveniota pitkän aikavälin sijoituskohteena, puuttuvat mielestämme yhtiöltä edelleen selkeät strategiset valinnat kaksi vuotta sitten käynnistyneeseen

vaiheeseen, jossa yhtiöstä lähdettiin rakentamaan terveysteknologiakonsernia. Pitkän aikavälin näkökulmasta nykyinen strategiassa riskinä on liian suuri tukeutuminen lypsylehmänä toimivaan Icareen erityisesti, mikäli HOME ei tuo yhtiölle jättipottia. Ventican ja ihosyöpälaitteen kohdalla pidämme mahdollisena, että teknologioista tullaan irtautumaan sen sijaan, että Revenio lähtisi omin voimin kaupallistamaan niitä. Vaikka nämä kehitysaihiot potentiaalisesti luovat merkittävästi arvoa, on niiden yhteensopivuus yhtiön ydinosaamiseen (silmäsairaudet) rajallinen ja Reveniolla on käytössään rajalliset resurssit näiden teknologioiden laajamittaiseen kaupallistamiseen. Reveniosta ei siten vielä pysty sanomaan, onko sen uusi muoto terveysteknologioiden portfolio- tai sijoitusyhtiö vai tietyille osaamisalueelle erikoistunut terveysteknologian laitevalmistaja. Yhtiön sektorilla suuremmatkin toimijat ovat erikoistuneet terapia-alueille (sairauksiin), joten pienen Revenion erikoistuminen yleisesti sairauksien seulontaan on pitkän aikavälin strategiana hyvin kunnianhimoinen.

Osakemarkkinan nälkä on myös kasvanut syödessä ja Reveniolta vaaditaan jatkuvasti enemmän. Revenio oli helppo kohde vielä silloin, kun osake hinnoiteltiin selvästi alle Icaren arvon. Nykyisessä kehitysvaiheessa ja nykyisen markkina-arvon valossa katseet on pakko siirtää pidemmälle. Yhtiön markkina-arvo nojaa hyvin vahvasti kaukana oleviin tuloskasvuodotuksiin, joiden saavuttaminen edellyttää nykyisiltä tuotteilta selkeitä onnistumisia sekä mielellään myös Reveniolta onnistumista tuoteportfolion laajentamisessa. Näemme riskin, että markkinat odottavat yhtiöltä nyt liikaa ja liian nopeasti.



# Ennusteet

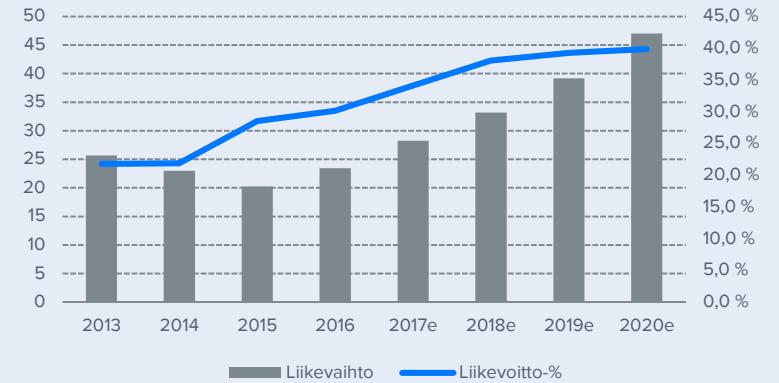
## Ennusteet ja avainluvut

Lyhennetty tuloslaskelma	2013	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e	2020e
Liikevaihto	25,7	23,0	20,2	23,4	27,8	32,7	38,6	46,3
Käyttökate (EBITDA)	6,3	5,6	6,3	7,7	10,4	13,2	16,1	19,5
Oikaistu liikevoitto (EBIT)	5,6	5,0	5,8	7,1	9,6	12,4	15,1	18,4
Oik. liikevoitto-%	21,8 %	21,9 %	28,5 %	30,1 %	34,6 %	38,0 %	39,2 %	39,8 %
Liikevoitto (EBIT)	5,6	5,0	5,8	7,1	9,6	12,4	15,1	18,4
Tulos ennen veroja	5,5	5,2	5,9	7,1	9,6	12,4	15,1	18,4
Nettotulos	4,3	4,3	4,9	5,6	7,8	9,8	11,9	14,5
Osakekohtainen tulos	0,55	0,54	0,61	0,70	0,98	1,23	1,50	1,82
Vapaa kassavirta	5,1	2,3	8,2	4,6	7,9	9,5	11,6	14,0

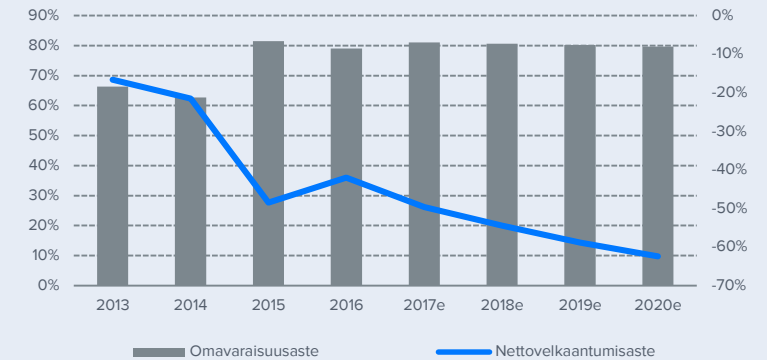
Avainluvut	2013	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e	2020e
Liikevaihdon kasvu-%	1,5 %	-10,4 %	-12,1 %	15,7 %	18,8 %	17,5 %	18,0 %	20,0 %
Käyttökate-%	24,7 %	24,5 %	31,2 %	33,0 %	37,5 %	40,5 %	41,6 %	42,1 %
Liikevoitto-%	21,8 %	21,9 %	28,5 %	30,1 %	34,6 %	38,0 %	39,2 %	39,8 %
ROE-%	29,1 %	31,7 %	35,2 %	35,8 %	46,6 %	52,1 %	56,2 %	60,0 %
ROI-%	32,0 %	32,8 %	39,0 %	44,4 %	58,9 %	68,9 %	74,0 %	78,6 %
Omavaraisuusaste	66,4 %	62,7 %	81,4 %	79,0 %	81,3 %	80,7 %	80,1 %	79,5 %
Nettovelkaantumisaste	-16,7 %	-21,5 %	-48,5 %	-42,0 %	-49,9 %	-54,3 %	-58,4 %	-61,8 %

Lähde: Inderes

## Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys



## Taseen avainlukujen kehitys



# Revenio ennusteet ja arvonmääritys 2/3

## Tulevaisuuden skenaariot

Tarkastelemme osaketta seuraavan 3-5 vuoden tähtäimellä kolmen eri skenaarion kautta:

- Ennusteamme mukaisessa perusskenaariossa 1) Icare-mittarit jatkavat vakaata kasvua ja kannattavuutta vähintään vuoteen 2025 asti, 2) HOME-tuote lähtee vahvaan kasvuun vuosikymmenen lopulla tuoden vahvan tukijalan Reveniolle, 3) astma- ja ihosyöpälaitteet etenevät suunnitellusti kohti kaupallista vaihetta, jolloin niistä voitaisiin saada hyvä arvostus mahdollisessa irtautumisessa. Tässä skenaariossa osake olisi ensi vuosikymmenen alussa 40-50 euron tasolla, mikäli hinnoittelu olisi 25-30x P/E-luvussa. Osakkeen vuosituotto osinkoineen nykykurssiin nähden jää yksinumeroiseksi.
- Negatiivisessa skenaariossa 1) astma- ja ihosyöpälaitteet eivät etene odotetusti 2) Icare saa USA:n markkinoille ensimmäisen RBT-teknologiaa käyttävän kilpailijan jo vuonna 2020 patenttisuojan päätyttyä vuonna 2019 (olettaen vuoden FDA-prosessi) ja 3) HOME-tuotteen ylösajo epäonnistuu ja tuotteen vuosimyynti jää muutamien tuhannen kappaleen tasolle. Tässä skenaariossa yhtiö ei yltäisi ennusteamme mukaiseen tuloskasvuun ja osakkeen hinnoittelu putoaisi todennäköisesti 20-30 euron tasolle (P/E 15-20x) ensi vuosikymmenen alussa, sillä markkina tulisi hermostumaan yhtiön lypsylehmän alkaessa hiipua, mikäli uusia nousevia tuotteita ei olisi putkessa.

- Positiivisessa skenaariossa 1) HOME-tuotteen potentiaali realisoituu ja tuotteesta kasvaa seuraavan 5 vuoden aikana Icaren nykyliiketoimintaa suurempi 2) Icaren teknologia ei kohtaa kilpailua teknologian kilpailusuojan heikentymisestä huolimatta, 3) astma- ja ihosyöpälaitteet etenevät suunnitellusti kohti kaupallista vaihetta ja 4) Revenio laajentaa onnistunein yritysostoin tuoteportfoliotaan silmäsairauksien alueella. Tässä skenaariossa Revenio tulisi jatkamaan vahvaa arvonluontia, mitä se on myös historiassa pystynyt tekemään.

## Arvonmääritys

Lähestymme Revenion arvoa arvostuskertoimien, osien summa -laskelman sekä DCF-kassavirtalaskelman kautta. Arvosta suurin osa perustuu Icareen, jonka arvonmääritys on esitetty aiemmin raportissa. Arviomme mukaan yhtiön nykyinen korkea arvostustaso tulee kestävänsä seuraavan 12 kuukauden aikana olettaen, ettei osakemarkkinalla nähdä suurempia shokkeja. Emme kuitenkaan näe osakkeessa nousupotentiaalia. Näkemysemme voi osoittautua vääräksi, mikäli 1) HOME-tuotteen ylösajo toteutuu ennustettamme nopeammin 2) yritysostoskenaario realisoituu tai 3) osakkeen arvostus irtautuu fundamenteista uusiin tuotteisiin liittyvien odotusten kasvaessa.

## Arvostuskertoimet ja vertailuryhmä

Sovellamme Revenioon vastaavaa vertailuryhmää kuin aiemmassa Icaren arvonmäärityksessä. Yhtiölle keskeisimmät

arvostuskertoimet ovat EV/EBIT ja P/E-luvut.

Ennusteidemme valossa Revenion EV/EBIT-kertoimet vuosille 2017-2018 ovat 30x ja 24x, mikä on noin 50 % ja 30 % vertailuryhmän yläpuolella. Vastaavasti P/E-luvut (40x ja 32x) ovat noin 43 % ja 25 % vertailuryhmää korkeammat. Olemme valmiit hyväksymään Reveniolle vertailuryhmää korkeammat arvostuskertoimet erityisesti johtuen HOME-tuotteeseen liittyvästä potentiaalista, joka ei näy vielä 2017-2018 luvuissa. Vuoteen 2020 katsottaessa P/E- ja EV/EBIT-luvut painuvat 22x ja 16x tasoille. Nykyisten arvostuskertoimien perusteella voimme kuitenkin todeta, että osakkeen nousupotentiaalille on vaikea löytää perusteita arvostuskertoimista.

Revenio osaketta lievästi tukee lähivuosien kohtalainen noin 3 %:n osinkotuotto ja kasvava osinkovirta, mikä johtuu käytännössä siitä, että yhtiö jakaa ennusteessamme koko tuloksensa osinkoina. Revenion vertailuyhtiöt ovat selkeästi investointihakuisempia ja jakavat pienemmän osan tuloksestaan osinkoina. Mikäli Reveniolle on hyviä investointikohteita, olisi pääoman allokoinnin näkökulmasta yhtiön olisi nykyisellä arvostustasolla järkevintä tehdä investointeja oman osakkeen mahdollistamaa rahoituskanavaa hyödyntäen. Yhtiö voisi hyvin rahoittaa investointeja myös alentamalla voitonjakosuhdetta. Nykyinen 100 %:n voitonjakosuhte signaloi mielestämme osittain investointikohteiden niukkuudesta sekä osittain siitä, että yhtiön omistajakunta on tottunut Icaren vuolaan rahavirran mahdollistamaan hyvin avokätiseen voitonjakoon.

# Revenio ennusteet ja arvonmääritys 3/3

## Osien summa

Osien summa -laskelmassa arvioimme Revenion eri osien yhteenlaskettua arvoa kolmessa skenaariossa. Arvot perustuvat raportissa aiemmin esitettyihin arvonmäärityksiin.

Icaren arvo oli arvonmäärityksemme perusteella 291 MEUR haarukan ollessa 239-356 MEUR. Skenaariot perustuvat +/-20% hinnoittelukertoimiin vertailuryhmään nähden sekä DCF-mallin tuottovaatimuksen +/-1%-yksikön vaihteluun. Ventican arvotimme 12 MEUR:oon haarukalla 4-24 MEUR.

HSC:n, Oscaren ja yhtiön arvioidun nettokassan arvotamme 6 MEUR:oon 3-9 MEUR haarukalla. Revenion konsernikulujen nykyarvo asettuu -35 MEUR:oon vaihteluvälillä -41 ja -31 MEUR. Oletamme vuotuisiksi konsernikuluiksi 1,7 MEUR kasvun ollessa 2 % vuodessa ja tuottovaatimuksen ollessa (WACC) 6,9 %.

Osien yhteenlaskettu summa asettuu 274 MEUR:oon, mikä vastaa noin 34,4 euron osakekohtaista arvoa. Eri skenaarioiden mukainen haarukka on välillä 25,6-44,8 euroa. Laskelman perusteella osien summa ei toimi Revenion osaketta tukevana tekijänä. Arviomme mukaan osakemarkkinat ovat nykytilanteessa valmiita hyväksymään yhtiölle osien summaa korkeamman arvostuksen houkuttelevasta sijoitusprofiilista johtuen. Lisäksi arvostus saattaa heijastella odotuksia, joissa Icaren potentiaali realisoituisi hyvin nopealla aikataululla yritystoston tai HOME-tuotteen erittäin ripeän ja onnistuneen ylösajon myötä.

## DCF-laskelma

Ennusteisimme pohjautuvassa DCF-mallissa koko Revenio Groupin arvoksi muodostuu 39,0 euroa osakkeelta. Malli olettaa yhtiö kasvavan noin 15-20 % vauhtia vuositasolla vuoteen 2023 asti, minkä jälkeen kasvu tasaantuu 2,5 %:iin ikuisuusoletuksessa 2016 jälkeen. Liikevoitto-% nousee huipputasolle 40 %:iin vuonna 2020, minkä jälkeen kannattavuus tasaantuu 23 %:iin terminal-vuotena (2026e).

Soveltamamme DCF-mallin pääomantuottovaatimus (WACC) on hyvin matala 6,9 %, mikä heijastelee Icaren ansiosta vakaita ja suhteellisen ennustettavia rahavirtoja. Revenio Groupille soveltamamme WACC on niukasti alempi kuin Icarelle johtuen konsernitasolla hajautetumman tuoteportfolion alemmista riskeistä. DCF-mallin arvosta 65 % painottuu terminal-jakson jälkeisiin arvoihin (2026 jälkeen), mikä heijastelee arvon painottumista kaukana oleviin oletuksiin. Siten myös DCF-mallin näkökulmasta (matala WACC ja korkea terminal-arvo) Revenion arvon perusteleminen nykyistä osakekurssia korkeammalle tasolle on hyvin vaikeaa. DCF-mallin näkökulmasta korostuu lisäksi se riskitekijä, että yhtiön nykyisestä arvosta merkittävä osa nojaa ajanjaksoon, jolloin Icaren patenttisuoja on heikentynyt.

## Osien summa -laskelma

Icare	Pessimistinen	Neutraali	Optimistinen
DCF (40 %)	256	305	381
Hinnoittelukertoimet 17e (20 %)	213	266	318
Hinnoittelukertoimet 18e (40 %)	234	291	349
Yritysarvo (EV)	239	291	356

Ventica	Pessimistinen	Neutraali	Optimistinen
Liikevaihto 2022e	2	4	6
Hinnoittelukerroin	4,0	6,0	8,0
Yritysarvo 2022e (EV)	8	24	48
Tuottovaatimus	15 %	15 %	15 %
Nykyarvo (EV)	4	12	24

Muut	Pessimistinen	Neutraali	Optimistinen
Hyperspektrikamera	1	3	5
Oscare	0	1	2
Nettokassa Q2'17e	2	2	2
Muiden arvo yhteensä	3	6	9

Konsernikulut	Pessimistinen	Neutraali	Optimistinen
Muuttuja: vuotuiset kulut	-2,0	-1,7	-1,5
Kasvu-%	2,0 %	2,0 %	2,0 %
Diskonttauskerroin	6,9 %	6,9 %	6,9 %
Nykyarvo (EV)	-41	-35	-31

Revenio yhteensä, mcap	Pessimistinen	Neutraali	Optimistinen
Osien summa, MEUR	204	274	358
Osien summa, per osake	25,6	34,4	44,8

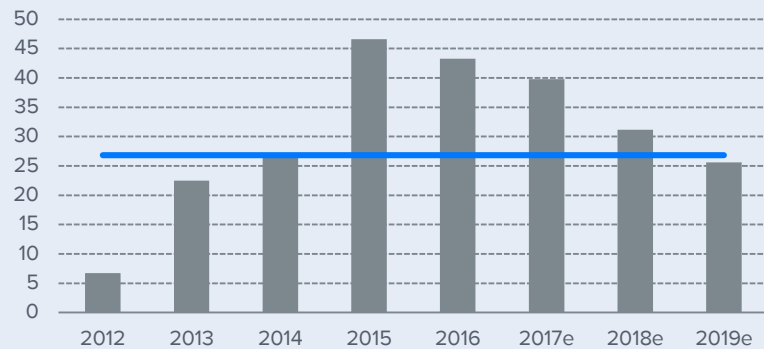
Lähde: Inderes

# Arvostus yhteenveto

Arvostustaso	2012	2013	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e	2020e
Osakekurssi	0,40	12,38	14,55	28,61	30,48	39,54	39,54	39,54	39,54
Markkina-arvo	31	97	116	228	243	316	316	316	316
Yritysarvo (EV)	29	95	112	214	224	293	292	292	290
P/E (oik.)	6,7	22,5	26,8	46,6	43,3	40,4	32,2	26,4	21,7
P/E	6,7	22,5	26,8	46,6	43,3	40,4	32,2	26,4	21,7
P/Kassavirta	-107,5	18,9	49,5	27,9	52,7	39,8	33,1	27,1	22,5
P/B	2,1	6,5	9,4	14,7	15,4	17,8	15,8	14,0	12,2
P/S	1,2	3,8	5,0	11,3	10,4	11,3	9,7	8,2	6,8
EV/Liikevaihto	1,2	3,7	4,8	10,6	9,6	10,5	8,9	7,6	6,3
EV/EBITDA	5,2	14,9	19,7	34,0	29,0	28,1	22,1	18,2	14,9
EV/EBIT	6,0	16,9	22,2	37,1	31,8	30,4	23,5	19,3	15,8
Osinko/tulos (%)	104,5 %	54,5 %	83,0 %	114,0 %	105,1 %	97,2 %	95,2 %	93,5 %	90,0 %
Osinkotuotto-%	15,5 %	2,4 %	3,1 %	2,4 %	2,4 %	2,4 %	3,0 %	3,5 %	4,1 %

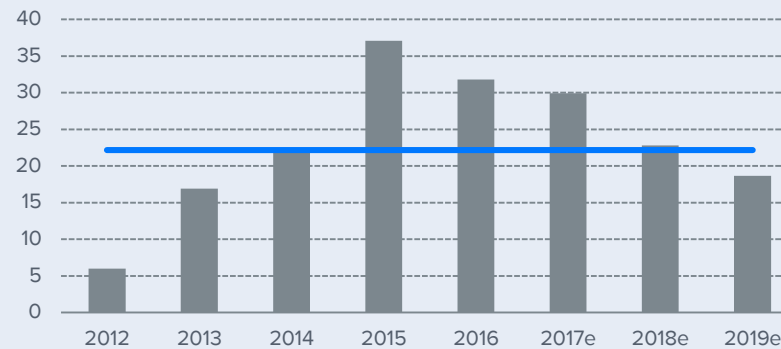
Lähde: Inderes

P/E (oikaistu)



■ P/E (oik.)    — Mediaani 2012 - 2016

EV/EBIT

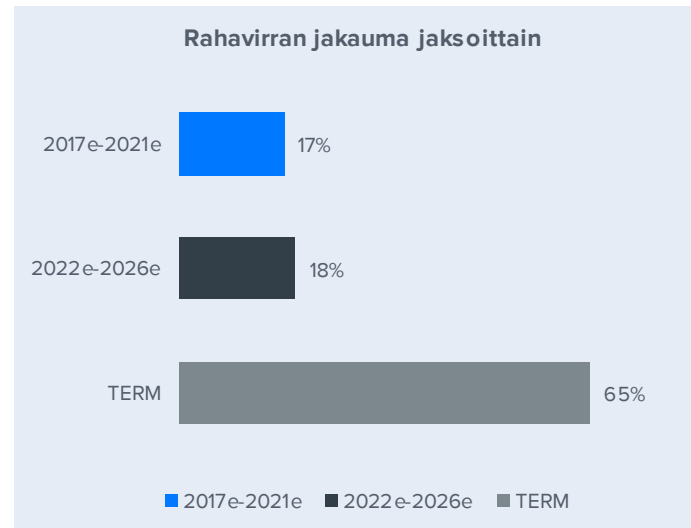


■ EV/EBIT    — Mediaani 2012 - 2016

# DCF-kassavirtalaskelma

Kassavirtalaskelma (MEUR)	2016	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	TERM
<b>Liikevoitto</b>	<b>7,1</b>	<b>9,6</b>	<b>12,6</b>	<b>15,4</b>	<b>18,7</b>	<b>21,1</b>	<b>23,2</b>	<b>24,9</b>	<b>25,8</b>	<b>23,5</b>	<b>20,2</b>	
+ Kokonaispoistot	0,7	0,8	0,8	0,9	1,1	1,2	1,2	1,3	1,5	1,6	1,7	
- Maksetut verot	-1,6	-1,9	-2,7	-3,2	-3,9	-4,4	-4,9	-5,2	-5,4	-4,9	-4,2	
- 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 rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	-0,2	-0,1	-0,4	-0,5	-0,6	-0,7	-0,7	-0,7	-0,6	-0,3	-0,2	
<b>Operatiivinen kassavirta</b>	<b>5,9</b>	<b>8,4</b>	<b>10,4</b>	<b>12,6</b>	<b>15,3</b>	<b>17,1</b>	<b>18,8</b>	<b>20,3</b>	<b>21,3</b>	<b>19,9</b>	<b>17,5</b>	
+ 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	-1,3	-0,5	-0,7	-0,8	-1,0	-1,2	-1,3	-1,4	-1,7	-2,0	-1,8	
<b>Vapaa operatiivinen kassavirta</b>	<b>4,6</b>	<b>7,9</b>	<b>9,7</b>	<b>11,8</b>	<b>14,2</b>	<b>16,0</b>	<b>17,5</b>	<b>18,9</b>	<b>19,5</b>	<b>17,9</b>	<b>15,7</b>	
+/- Muut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	4,6	7,9	9,7	11,8	14,2	16,0	17,5	18,9	19,5	17,9	15,7	364,6
Diskontattu vapaa kassavirta		7,6	8,7	10,0	11,2	11,8	12,1	12,2	11,8	10,1	8,3	193,1
<b>Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta</b>	<b>296,9</b>	<b>289,3</b>	<b>280,6</b>	<b>270,6</b>	<b>259,4</b>	<b>247,6</b>	<b>235,5</b>	<b>223,3</b>	<b>211,5</b>	<b>201,4</b>	<b>193,1</b>	
<b>Velaton arvo DCF</b>	<b>296,9</b>											
- Korolliset velat		-0,7										
+ Rahavarat		7,1										
-Vähemmistöosuus		14,0										
-Osinko/pääomapalautus		-5,9										
<b>Oman pääoman arvo DCF</b>	<b>311,5</b>											
<b>Oman pääoman arvo DCF per osake</b>	<b>39,04</b>											

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



# Verrokkiryhmän arvostus

Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%	
		MEUR	MEUR	2017e	2018e	2017e	2018e	2017e	2018e	2017e	2018e	2017e	2018e
Cooper Cos. Inc.	218,20	9548	10741	21,1	18,6	16,7	14,8	5,4	4,9	23,5	21,2	0,0	0,0
Ametek	60,80	12511	14160	16,8	15,1	14,2	12,9	3,7	3,4	24,6	22,5	0,6	0,7
Halma Plc	12,88	4988	5269	20,4	20,0	17,7	17,5	4,2	4,3	28,0	25,5	1,2	1,3
Topcon corp.	18,33	1755	2138			15,4	13,3	2,0	1,9	51,4	36,2	0,8	1,0
Medtronic	84,86	103875	122472	15,9	14,8	14,3	13,3	4,5	4,3	18,5	17,1	2,0	2,2
Essilor International	118,75	25894	28397	20,2	18,2	15,5	14,1	3,6	3,3	28,4	25,9	1,3	1,4
Carl Zeiss Meditec	45,85	4094	4163	19,4	17,5	17,3	15,7	3,0	2,7	33,4	31,2	1,1	1,1
Ambu	439,00	2464	2603	40,6	34,0	33,2	25,9	8,1	6,9	61,5	45,7	0,5	0,6
<b>Revenio Group (Inderes)</b>	<b>39,54</b>	<b>316</b>	<b>293</b>	<b>30,4</b>	<b>23,5</b>	<b>28,1</b>	<b>22,1</b>	<b>10,5</b>	<b>8,9</b>	<b>40,4</b>	<b>32,2</b>	<b>2,4</b>	<b>3,0</b>
<b>Keskiarvo</b>				<b>22,1</b>	<b>19,7</b>	<b>18,0</b>	<b>16,0</b>	<b>4,3</b>	<b>4,0</b>	<b>33,7</b>	<b>28,2</b>	<b>0,9</b>	<b>1,0</b>
<b>Mediaani</b>				<b>20,2</b>	<b>18,2</b>	<b>16,1</b>	<b>14,5</b>	<b>4,0</b>	<b>3,8</b>	<b>28,2</b>	<b>25,7</b>	<b>0,9</b>	<b>1,1</b>
<b>Erotus-% vrt. mediaani</b>				<b>51 %</b>	<b>29 %</b>	<b>74 %</b>	<b>52 %</b>	<b>165 %</b>	<b>133 %</b>	<b>43 %</b>	<b>25 %</b>	<b>154 %</b>	<b>180 %</b>

Lähde: Reuters / Inderes.

# Tuloslaskelma ja tase

## Tuloslaskelma

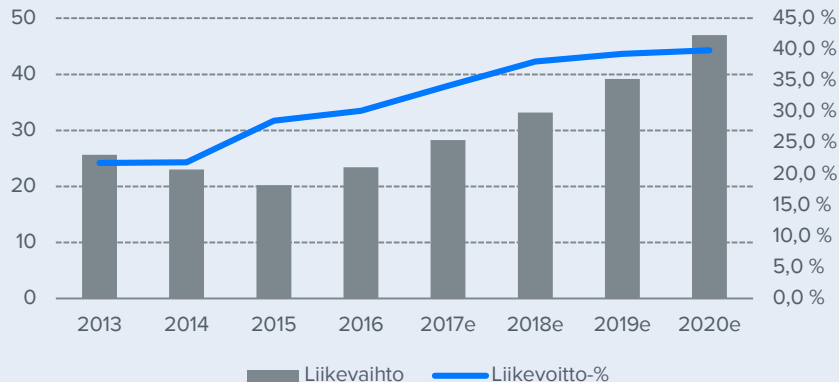
(MEUR)	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e
<b>Liikevaihto</b>	<b>23</b>	<b>20</b>	<b>23</b>	<b>28</b>	<b>33</b>	<b>39</b>
Kulut	-17	-14	-16	-17	-19	-23
<b>EBITDA</b>	<b>5,6</b>	<b>6,3</b>	<b>7,7</b>	<b>10,4</b>	<b>13,2</b>	<b>16,1</b>
Poistot	-0,6	-0,5	-0,7	-0,8	-0,8	-0,9
<b>Liikevoitto</b>	<b>5,0</b>	<b>5,8</b>	<b>7,1</b>	<b>9,6</b>	<b>12,4</b>	<b>15,1</b>
<i>Liikevoiton kertaerät</i>	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<i>Liikevoitto ilman kertaeriä</i>	5,0	5,8	7,1	9,6	12,4	15,1
Rahoituserät	0,2	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0
Osuus osakkuusyhtiöiden tuloksesta	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Voitto ennen veroja</b>	<b>5,2</b>	<b>5,9</b>	<b>7,1</b>	<b>9,6</b>	<b>12,4</b>	<b>15,1</b>
Muut erät	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Verot	-0,9	-1,3	-1,5	-1,9	-2,6	-3,2
Vähemmistöosuus	0,0	0,3	0,0	0,1	0,0	0,0
<b>Nettotulos</b>	<b>4,3</b>	<b>4,9</b>	<b>5,6</b>	<b>7,8</b>	<b>9,8</b>	<b>11,9</b>
<i>Nettotulos ilman kertaeriä</i>	4,3	4,9	5,6	7,8	9,8	11,9
Satunnaiset erät	-4,8	1,9	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Tilikauden tulos</b>	<b>-0,5</b>	<b>6,8</b>	<b>5,6</b>	<b>7,8</b>	<b>9,8</b>	<b>11,9</b>
<i>Osakekohtainen tulos</i>	0,54	0,61	0,70	0,98	1,23	1,50
<b>Osakekohtainen tulos (oikaistu)</b>	<b>0,54</b>	<b>0,61</b>	<b>0,70</b>	<b>0,98</b>	<b>1,23</b>	<b>1,50</b>

## Tase

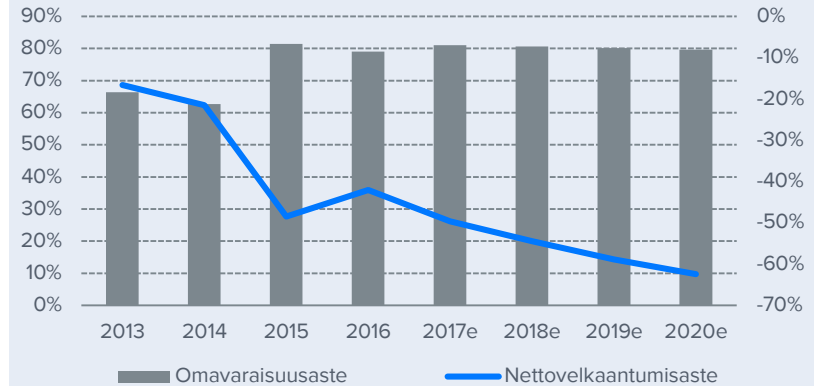
Vastaavaa (MEUR)	2014	2015	2016	2017e	2018e
<b>Pysyvät vastaavat</b>	<b>4,7</b>	<b>5,8</b>	<b>6,6</b>	<b>6,3</b>	<b>6,1</b>
Liikearvo	1,1	1,2	1,2	1,2	1,2
Aineettomat oikeudet	2,8	3,7	4,2	4,0	3,7
Käyttöomaisuus	0,6	0,7	0,9	0,8	1,0
Sijoitukset osakkuusyhtiöihin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verosaamiset	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3
<b>Vaihtuvat vastaavat</b>	<b>14,6</b>	<b>12,7</b>	<b>12,4</b>	<b>14,6</b>	<b>17,8</b>
Varastot	1,3	1,8	2,3	2,5	3,0
Muut lyhytaikaiset varat	6,9	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	2,3	2,6	3,1	3,7	4,3
Likvidit varat	4,1	8,3	7,1	8,4	10,5
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>19,3</b>	<b>18,5</b>	<b>19,0</b>	<b>20,9</b>	<b>24,0</b>

Vastattavaa (MEUR)	2014	2015	2016	2017e	2018e
<b>Oma pääoma</b>	<b>12,3</b>	<b>15,5</b>	<b>15,8</b>	<b>17,7</b>	<b>20,1</b>
Osakepääoma	5,3	5,3	5,3	5,3	5,3
Kertyneet voittovarot	-0,6	2,8	3,1	5,0	7,4
Omat osakkeet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	7,6	7,4	7,4	7,4	7,4
Vähemmistöosuus	-0,2	-0,5	-0,8	-0,8	-0,8
<b>Pitkäaikaiset velat</b>	<b>0,9</b>	<b>0,5</b>	<b>0,7</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
Laskennalliset verovelat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lainat rahoituslaitoksilta	0,9	0,5	0,7	0,0	0,0
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Lyhytaikaiset velat</b>	<b>6,3</b>	<b>2,9</b>	<b>3,2</b>	<b>4,0</b>	<b>4,6</b>
Lainat rahoituslaitoksilta	0,6	0,4	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	1,9	2,5	3,2	4,0	4,6
Muut lyhytaikaiset velat	3,8	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>19,3</b>	<b>18,5</b>	<b>19,0</b>	<b>20,9</b>	<b>24,0</b>

Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys



Taseen avainlukujen kehitys

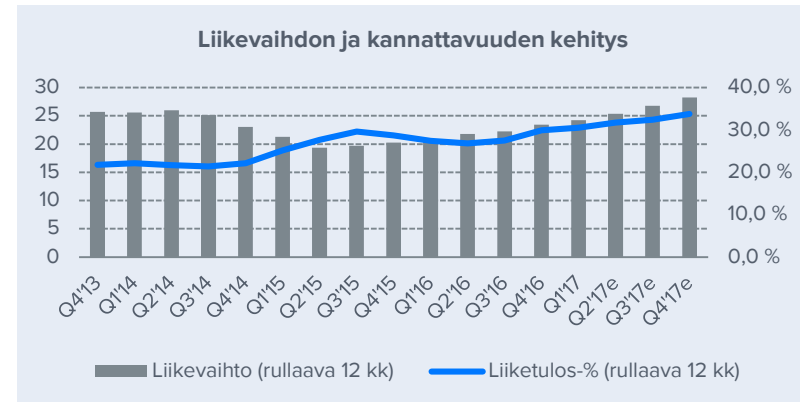


# Kvartaaliennusteet

Tuloskehitys kvartaalitasolla	2015	Q1'16	Q2'16	Q3'16	Q4'16	2016	Q1'17	Q2'17e	Q3'17e	Q4'17e	2017e	2018e	2019e
<b>Liikevaihto</b>	<b>20,2</b>	<b>5,2</b>	<b>5,8</b>	<b>5,8</b>	<b>6,6</b>	<b>23,4</b>	<b>6,0</b>	<b>6,9</b>	<b>7,0</b>	<b>7,9</b>	<b>27,8</b>	<b>32,7</b>	<b>38,6</b>
<i>Terveysteknologia</i>	20,2	5,2	5,8	5,8	6,6	23,4	6,0	6,9	7,0	7,9	27,8	32,7	38,6
<b>Käyttökate</b>	<b>6,3</b>	<b>1,5</b>	<b>1,9</b>	<b>2,1</b>	<b>2,3</b>	<b>7,7</b>	<b>1,9</b>	<b>2,5</b>	<b>2,7</b>	<b>3,3</b>	<b>10,4</b>	<b>13,2</b>	<b>16,1</b>
Poistot ja arvonalennukset	-0,5	-0,2	-0,2	-0,2	-0,1	-0,7	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,8	-0,8	-0,9
<b>Liikevoitto ilman kertaeriä</b>	<b>5,8</b>	<b>1,3</b>	<b>1,7</b>	<b>1,9</b>	<b>2,2</b>	<b>7,1</b>	<b>1,7</b>	<b>2,3</b>	<b>2,5</b>	<b>3,1</b>	<b>9,6</b>	<b>12,4</b>	<b>15,1</b>
<b>Liikevoitto</b>	<b>5,8</b>	<b>1,3</b>	<b>1,7</b>	<b>1,9</b>	<b>2,2</b>	<b>7,1</b>	<b>1,7</b>	<b>2,3</b>	<b>2,5</b>	<b>3,1</b>	<b>9,6</b>	<b>12,4</b>	<b>15,1</b>
<i>Terveysteknologia</i>	7,4	1,6	2,1	2,3	2,6	8,6	2,3	2,9	3,0	3,6	11,8	14,2	17,0
<i>Emoyhtiön kulut</i>	-1,7	-0,3	-0,4	-0,4	-0,5	-1,6	-0,6	-0,6	-0,5	-0,5	-2,2	-1,8	-1,9
Nettorahoituskulut	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Tulos ennen veroja</b>	<b>5,9</b>	<b>1,3</b>	<b>1,7</b>	<b>1,9</b>	<b>2,2</b>	<b>7,1</b>	<b>1,7</b>	<b>2,3</b>	<b>2,5</b>	<b>3,1</b>	<b>9,6</b>	<b>12,4</b>	<b>15,1</b>
Verot	-1,3	-0,4	-0,3	-0,3	-0,5	-1,5	-0,3	-0,5	-0,5	-0,6	-1,9	-2,6	-3,2
Vähemmistöosuudet	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0
<b>Nettotulos</b>	<b>4,9</b>	<b>0,9</b>	<b>1,4</b>	<b>1,6</b>	<b>1,7</b>	<b>5,6</b>	<b>1,4</b>	<b>1,9</b>	<b>2,0</b>	<b>2,5</b>	<b>7,8</b>	<b>9,8</b>	<b>11,9</b>
<b>EPS (oikaistu)</b>	<b>0,61</b>	<b>0,12</b>	<b>0,18</b>	<b>0,20</b>	<b>0,21</b>	<b>0,70</b>	<b>0,18</b>	<b>0,24</b>	<b>0,25</b>	<b>0,31</b>	<b>0,98</b>	<b>1,23</b>	<b>1,50</b>
<b>EPS (raportoitu)</b>	<b>0,62</b>	<b>0,12</b>	<b>0,18</b>	<b>0,20</b>	<b>0,21</b>	<b>0,70</b>	<b>0,18</b>	<b>0,24</b>	<b>0,25</b>	<b>0,31</b>	<b>0,98</b>	<b>1,23</b>	<b>1,50</b>

Tunnusluvut	2015	Q1'16	Q2'16	Q3'16	Q4'16	2016	Q1'17	Q2'17e	Q3'17e	Q4'17e	2017e	2018e	2019e
<i>Liikevaihdon kasvu-%</i>	-12,1%	12,9 %	19,7 %	8,7 %	21,3 %	15,7%	16,3 %	18,7 %	21,0 %	19,0 %	18,8 %	17,5 %	18,0 %
<i>Oikaistun liikevoiton kasvu-%</i>	14,8 %	-5,7 %	10,1 %	18,4 %	73,9 %	22,2 %	26,8 %	39,9 %	32,2 %	43,0 %	36,3 %	29,1 %	21,8 %
<i>Käyttökate-%</i>	31,2 %	28,9 %	32,2 %	36,3 %	34,2 %	33,0 %	31,5 %	36,7 %	38,8 %	41,5 %	37,5 %	40,5 %	41,6 %
<i>Oikaistu liikevoitto-%</i>	28,5 %	25,8 %	28,7 %	32,9 %	32,4 %	30,1 %	28,1 %	33,9 %	35,9 %	38,9 %	34,6 %	38,0 %	39,2 %
<i>Nettotulos-%</i>	24,2 %	18,0 %	24,1 %	28,2 %	24,8 %	24,0 %	23,5 %	27,4 %	29,0 %	31,3 %	28,0 %	30,0 %	31,0 %

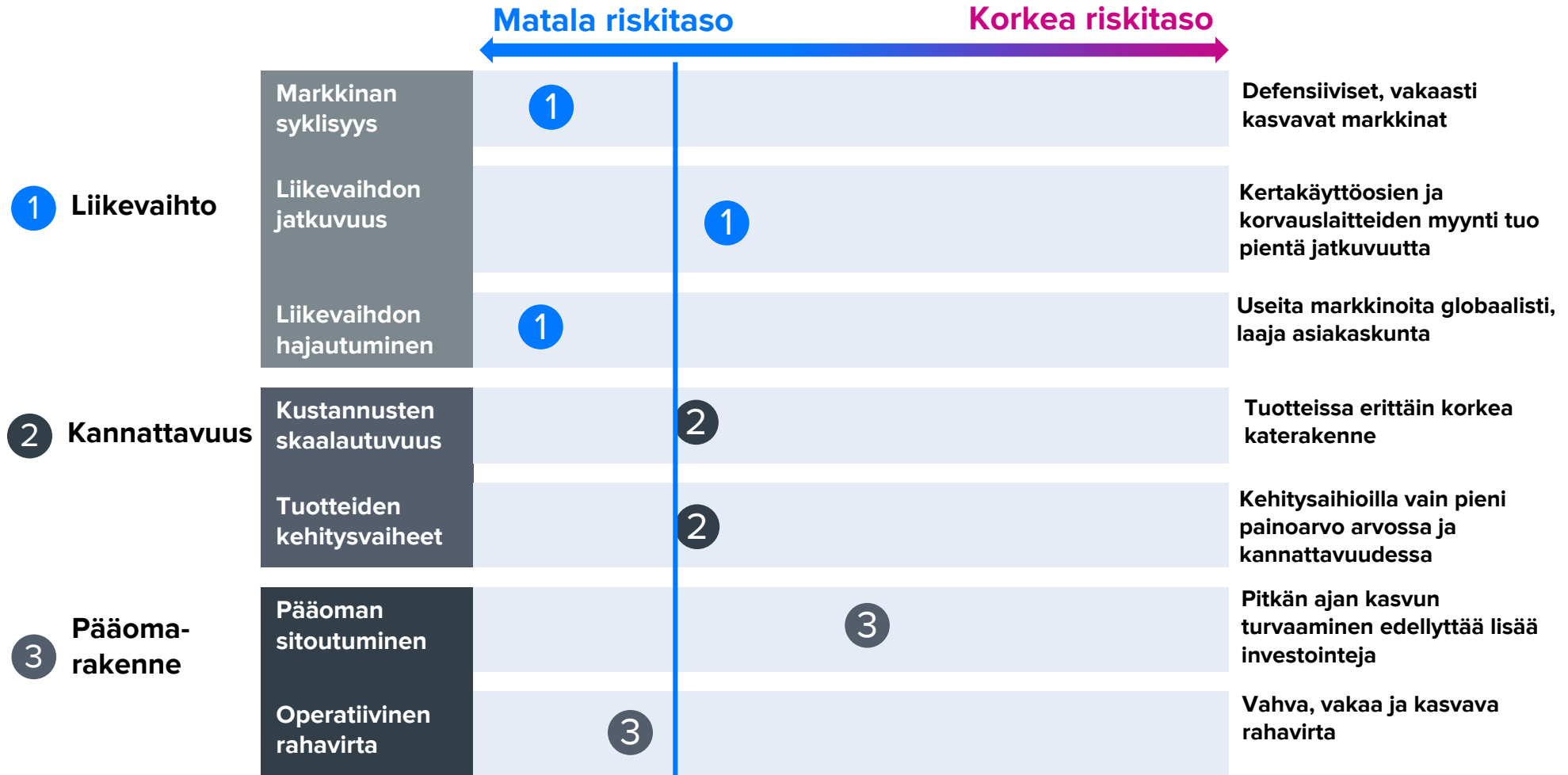
Lähde: Inderes





# Riskiprofiili

## Liiketoimintamallin riskiprofiili



Arvio Revenion liiketoiminnan kokonaisriskitasosta

# Vastuuvapauslauseke ja suositus historia

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 sijoitus 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.

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 käsitellä 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 sijoitus päätöksensä tekemisestä ja niiden taloudellisesta tuloksesta.

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

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen tämänhetkisen

hinnan ja 12 kuukauden tavoitehintamme väliseen prosenttieroön. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituksin myy, vähennä, lisää, osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään neljä kertaa vuodessa yhtiöiden osavuosikatsausten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvon mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmäärittämenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF) ja lisäarvomalli (EVA), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmäärittämenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

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

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

Inderesin tutkimusta laatineilla analyytikoilla tai Inderesin työntekijöillä ei voi olla 1) merkittävän taloudellisen edun ylittäviä omistuksia tai 2) yli 1%:n omistusosuuksia missään tutkimuksen kohteena olevissa yhtiöissä. Inderes Oy voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoitavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oy:n omistukset esitetään yksilöitynä mallisalkussa. Inderes Oy:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin 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 tässä raportissa suosituksen kohteena olevan liikkeeseen laskijan kanssa sopimuksen, jonka osana on tutkimusraporttien laatiminen.

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

## Suositus historia

Päivämäärä	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
5.8.2014	Lisää	16,50 €	14,81 €
22.10.2014	Lisää	16,20 €	13,96 €
16.12.2014	Osta	18,20 €	14,11 €
13.2.2015	Lisää	20,00 €	18,00 €
16.3.2015	Vähennä	21,00 €	23,15 €
27.4.2015	Lisää	23,00 €	21,41 €
11.8.2015	Lisää	25,00 €	23,51 €
27.10.2015	Lisää	28,00 €	26,60 €
10.11.2015	Vähennä	30,00 €	31,50 €
16.2.2016	Lisää	29,00 €	25,70 €
18.3.2016	Lisää	25,00 €	23,95 €
26.4.2016	Lisää	28,00 €	26,16 €
9.8.2016	Lisää	30,00 €	27,65 €
1.11.2016	Lisää	30,00 €	26,78 €
17.2.2017	Lisää	35,00 €	31,57 €
23.3.2017	Lisää	37,50 €	33,66 €
21.4.2017	Lisää	39,00 €	36,94 €
18.6.2017	Vähennä	38,00 €	39,54 €

# Inderes Oy



**2015**

Ennustetarkkuus



**2014, 2016, 2017**

Suositus- ja  
ennustetarkkuus



**2014, 2015, 2016**

Suositus- ja  
ennustetarkkuus



**2012, 2016**

Suositus- ja  
ennustetarkkuus



**2012, 2016, 2017**

Suositus- ja  
ennustetarkkuus



**2017**

Suositus- ja  
ennustetarkkuus



**2017**

Suositus- ja  
ennustetarkkuus

Inderes on suomalainen pankeista riippumaton analyysipalvelu. Löydämme sijoittajille parhaat sijoituskohteet ja teemme pörssistä paremman markkinapaikan yhdistämällä sijoittajat ja yhtiöt huippulaadukkaan osakeanalyysin avulla. Inderesin aamukatsaus, mallisalkku ja palkittuihin analyysihin pohjautuvat suositukset tavoittavat päivittäin yli 30 000 kotimaista osakesijoittajaa. Helsingin pörssin kattavin aktiivinen osakeseurantamme sisältää yli 90 kotimaista pörssi-yhtiötä, joita analysoimme päivittäin yli 10 analyytikon tiimillä.

## Inderes Oy

Itämerentori 2

00180 Helsinki

+358 10 219 4690

[twitter.com/nderes](https://twitter.com/nderes)

Palkittua analyysiä osoitteessa [www.nderes.fi](http://www.nderes.fi)

**Analyysi kuuluu  
kaikille.**

[www.inderes.fi](http://www.inderes.fi)