

# Oriola

## Laaja raportti

16.12.2024 20.00 EET



Rauli Juva  
+358 50 588 0092  
rauli.juva@inderes.fi

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde  
res.

# Tulos nousutrendillä

Uskomme Oriolan tuloksen jatkavan lähivuosina lievällä nousutrendillä, joskin suhteellisen vaatimattomalla tasolla etenkin yhtiön tavoitteisiin nähden. Näemme tulosparannuksen ja mahdollisten rakennemuutosten myötä osakkeessa nousupotentiaalia, joskin osakkuusyhtiön tasearvo on myös riski. Toistamme lisää-suosituksen ja 1,0 euron tavoitehinnan. Myös ennusteemme säilyvät tässä raportissa ennallaan.

## Oriola on tukkukauppa ja jakeluyhtiö

Oriola on lääkkeiden jakeluun ja terveys- sekä hyvinvointituotteiden tukkukauppaan erikoistunut yhtiö. Oriolalla on myös 50 %:n omistusosuus apteekkiketjusta Ruotsissa, joka raportoidaan osakkuusyhtiönä. Oriolan liikevaihto tulee pääosin Suomesta ja Ruotsista, joissa molemmissa Oriola hallitsee noin puolta lääkkeiden tukkumarkkinasta, eli sen markkina-asema on erittäin vahva ja haastajien on hyvin vaikeaa tulla markkinalle. Tukkukaupassa liikevaihto ja volyyymi kasvaa melko tasaisesti markkinan mukana ja etenkin väestön ikääntyminen tukee lääkemarkkinan kasvua jatkossakin. Markkina-asemien ja markkinakasvun näkökulmasta Oriolan tilanne ja näkymät ovat mielestämme positiiviset.

## Tulos nousutrendillä, mutta edelleen vaatimattomalla tasolla varsinkin tavoitteisiin nähden

Oriolalla on ollut vuodesta 2017 alkaen lukuisia haasteita, joiden takia tulos- ja kurssikehitys ovat olleet vaisuja. Ilman myynnissä olevia Ruotsin annosjakelutoimintoja Oriolan tulos on kuitenkin ollut vuosina 2022-23 nousutrendillä. Arvioimme yhtiön oik. liiketuloksen yltävän noin 22 MEUR:oon tänä vuonna, joka vastaa 1,3 %:n marginaalitasoa. Yhtiön pitkän aikavälin taloudellinen tavoite on saavuttaa 3 %:n taso. Ennusteemme eivät kuitenkaan odota lähelläkään tavoitetason saavuttamista ja arvioimme mukaan merkittävämpi kannattavuuden parantuminen vaatii todennäköisestä käynnissä olevan tietojärjestelmäinvestoinnin sekä Suomen logistiikkakeskuksen uusimisen toteutumista tämän vuosikymmenen lopulla. Kasvun osalta Oriola tavoittelee markkinan mukaista, vähintään 4 %:n kasvua, joka näyttää mielestämme realistiselta. Odotamme lähivuosina kasvun myötä maltillista tuloskasvua. Emme ole tehneet tässä raportissa ennustemuutoksia.

## Tuloksen parantuminen ja/tai rakennejärjestelyt osakkeen tukena

Vaikka Oriolan tulostaso on tällä hetkellä vaatimaton, uskomme edelleen yhtiön pystyvän jonkin verran parempaan sekä sen omien toimintojen suhteen että yhteisyrittäjien osalta. Yhteisyrittäjien osalta Oriolan tasearvo on suuri ja näemme sen käyvän arvon selvästi tasearvoa matalampana, joka aiheuttaa merkittävän alaskirjaurisriskin. Toisaalta Oriolassa voidaan nähdä rakennejärjestelyjä lähivuosina, jotka voivat myös toimia arvon kirkastajina ja vapauttajina. Korkea osinkotuotto tukee tuotto-odotusta, mutta ollakseen kestävä, se vaatii yhtiöltä ennustetun tulosparannuksen toteutumista. Arvostuskertoimien osalta Oriolan arviointia vaikeuttaa mm. Ruotsin osakkuusyhtiön raportointi, emmekä näekään konsernin tulokertoimia (etenkään EV-pohjaisia) suoraan käyttökelpoisina. Osien summa -arvomme on 1,4 euroa. Tämä vaatii kuitenkin osakkuusyrittäjien tuloksen parantamista nykytasoilta, jonka lisäksi osakkeen arvostuksessa tulee huomioida osakkuusyhtiön mahdollisen alaskirjauksen aiheuttamana taseriski.

## Suositus

### Lisää

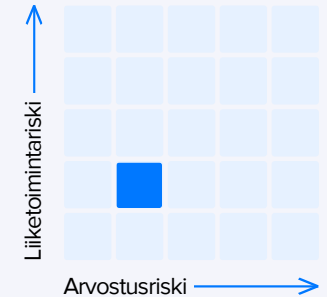
(aik. Lisää)

### 1,00 EUR

(aik. 1,00 EUR)

### Osakekurssi:

0,91



## Avainluvut

	2023	2024e	2025e	2026e
<b>Liikevaihto</b>	1494	1686	1777	1862
<b>kasvu-%</b>	-19 %	13 %	5 %	5 %
<b>EBIT oik.</b>	16,7	21,8	24,0	25,5
<b>EBIT-% oik.</b>	1,1 %	1,3 %	1,4 %	1,4 %
<b>Nettotulos</b>	-20,7	-0,5	8,2	13,8
<b>EPS (oik.)</b>	0,01	0,04	0,08	0,11

<b>P/E (oik.)</b>	>100	24,3	11,4	8,3
<b>P/B</b>	1,0	1,0	1,1	1,1
<b>Osinkotuotto-%</b>	7,6 %	8,8 %	9,9 %	11,0 %
<b>EV/EBIT (oik.)</b>	6,2	3,9	3,4	3,5
<b>EV/EBITDA</b>	3,4	3,1	3,0	3,1
<b>EV/Liikevaihto</b>	0,1	0,1	0,0	0,0

Lähde: Inderes

## Ohjeistus

(Ennallaan)

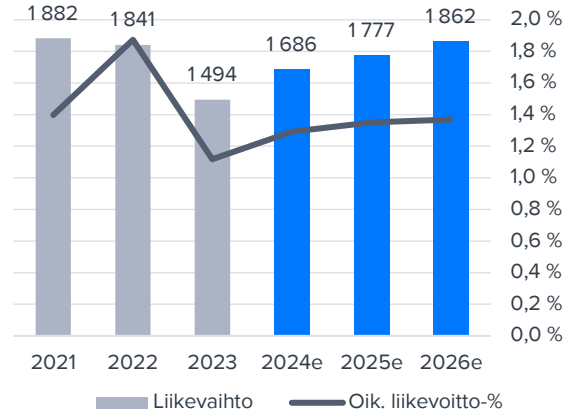
Oriolan vuoden 2024 oikaistun liikevoiton, ilman Ruotsin annosjakeluliiketoiminnan osuutta, arvioidaan kasvavan vuoden 2023 oikaistuun liikevoittoon (19,5 MEUR) verrattuna.

## Osakekurssi



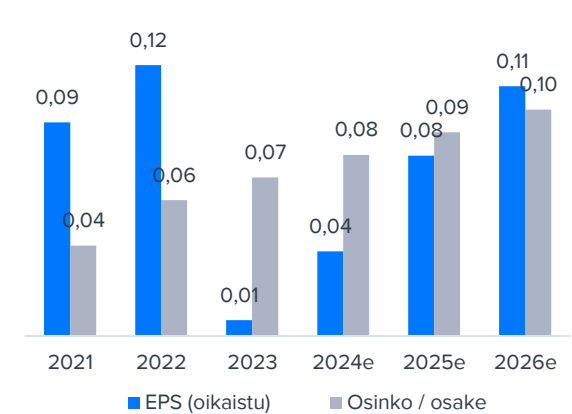
Lähde: Millistream Market Data AB

## Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

## Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



### Arvoajurit

- Hyvä markkina-asema Suomen ja Ruotsin lääkemarkkinoilla
- Marginaalitason palautuminen lähemmäs historiallisia (2015-16) tasoja toimintaa tehostamalla
- Ruotsin apteekkiliiketoiminnan positiivinen kehitys yhteisyrityksessä ja potentiaalinen myynti aikanaan



### Riskitekijät

- Toistuvien operatiivisten haasteiden jatkuminen
- Lääkemarkkinoiden sääntelyn lisääntymiseen liittyvät riskit
- Isommat yritysostot, etenkin uusille markkinoille ja/tai liiketoimintoihin

Arvostustaso	2024e	2025e	2026e
Osakekurssi	0,91	0,91	0,91
Osakemäärä, milj. kpl	181,3	181,3	181,3
Markkina-arvo	165	165	165
Yritysarvo (EV)	85	81	88
P/E (oik.)	24,3	11,4	8,3
P/E	neg.	20,1	12,0
P/B	1,0	1,1	1,1
P/S	0,1	0,1	0,1
EV/Liikevaihto	0,1	0,0	0,0
EV/EBITDA	3,1	3,0	3,1
EV/EBIT (oik.)	3,9	3,4	3,5
Osinko/tulos (%)	neg.	199 %	132 %
Osinkotuotto-%	8,8 %	9,9 %	11,0 %

Lähde: Inderes

# Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	<b>5-10</b>
Sijoitusprofiili	<b>11-12</b>
Toimiala ja kilpailu	<b>13-16</b>
Strategia ja taloudelliset tavoitteet	<b>17-19</b>
Historiallinen kehitys ja taloudellinen tilanne	<b>20-22</b>
Ennusteet, arvonmääritys ja suositus	<b>23-27</b>
Ilmastotavoite ja taksonomia-analyysi	<b>28</b>
Taulukot	<b>29-34</b>
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	<b>35-36</b>

# Oriola lyhyesti

Oriola on lääkkeiden ja hyvinvointituotteiden tukkukauppaan erikoistunut yhtiö, jolla on vahva markkina-asema Suomen ja Ruotsin terveyden ja hyvinvoinnin markkinoilla.

**1948**

Perustamisvuosi

**2006**

Oriola irtautuu Orionista ja listautuu Helsingin pörssiin

**3,6 mrd. euroa (+1 % vs. 2022)**

Laskutus 2023, jatkuvat toiminnot

**19,5 MEUR (1,3 % liikevaihdosta)**

Oikaistu liikevoitto 2023, jatkuvat toiminnot

**804**

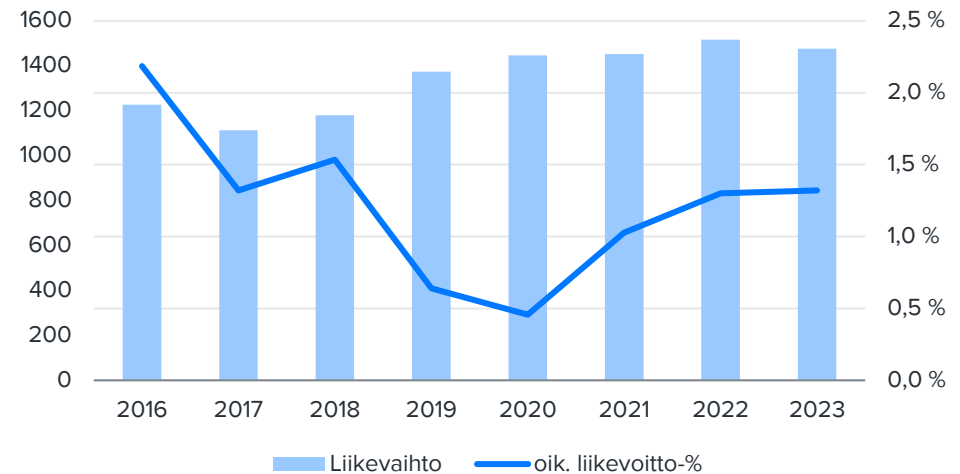
Henkilöstömäärä (FTE) Q3'24:n lopussa, jatkuvat toiminnot

**~44 %**

Markkinaosuus Suomen ja Ruotsin lääkkeiden tukkukaupassa 2024



## Kehitys ilman Ruotsin apteekkiliiketoimintaa



# Yhtiökuvaus

## Terveyden ja hyvinvoinnin edistäjä

Oriola on lääkkeiden, terveys- ja hyvinvointituotteiden jakeluun ja tukkukauppaan erikoistunut yhtiö. Lisäksi yhtiö tarjoaa asiantuntijapalveluita mm. lääkeyhtiöille ja apteekkeille. Oriolalla oli myös apteekkiliiketoimintaa Ruotsissa, joka yhdistyi lokakuussa 2022 yhteisyritykseksi (Swedish Pharmacy Holding AB) kilpailija Euroapothecan kanssa. Oriolan omistus yhteisyrityksestä on 50 %. Oriolan henkilöstön määrä (FTE) oli syyskuun 2024 lopussa 804. Oriolalle relevantit kohdemarkkinat ovat Suomen ja Ruotsin lääke-, terveys- ja hyvinvointituotteiden markkinat. Oriolan liikevaihto tulee käytännössä Suomesta ja Ruotsista.

## Oriola jakautuu kahteen raportointisegmenttiin

Oriolan liiketoiminnassa on ollut lukuisia rakenteellisia muutoksia viime vuosina, joiden myötä myös organisaatorakenne ja raportoitavat segmentit ovat muuttuneet useampaan kertaan. Nykyisin yhtiö jakautuu raportointimielessä Distribution ja Wholesale –segmentteihin. Näistä Distribution on pääasiassa lääkkeiden jakelua, jota tosin aiemmin olemme kuvanneet termillä lääkkeiden tukkukauppa, jonka voisi taas sekoittaa toiseen nykyisistä segmenteistä. Lääkkeiden jakelussa päämiehiä ovat lääkeyhtiöt ja asiakkaina apteekit, sairaala-apteekit ja eläinlääkärit. Lisäksi annosjakelutoiminnot kuuluvat Distribution-segmenttiin. Wholesale-segmenttiin kuuluvat reseptivapaat kuluttajatuotteet, lääkkeiden rinnakkaistuonti, erityislupavalmisteet ja asiantuntijapalvelut.

Organisaation suhteen Oriola ei kuitenkaan jakaudu raportointisegmenttien mukaisesti. Yhtiö kertoi joulukuussa 2024 uusivansa organisaatiota

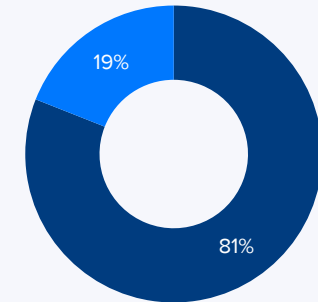
ja toimintamallia ja uudessa organisaatiossa on konsernitason myyntiorganisaatio (jota johtaa johtoryhmässä olevan myyntijohtaja) sekä kaupallisina yksikköinä ”palvelut ja tuotteet” ja asiantuntijapalvelut. Jako on mielenkiintoinen, sillä asiantuntijapalvelut on nykyisin liikevaihdoltaan hyvin pieni yksikkö, mutta organisaatiomalli viittaa sen roolin kasvuun. Toiminnallisesti Oriolan logistiikkatoiminnot on keskitetty Suomessa Espooseen (jakelukeskus ja keskusvarasto) ja Ruotsissa Enköpingiin (jakelukeskus) ja Mölnlyckeeseen (keskusvarasto). Lisäksi Oriolalla on lääkkeiden annosjakelun tuotantoa Helsingissä ja Uppsalassa.

Vuonna 2023 oikaistu liikevoitto ilman Ruotsin annosjakelua oli 19,5 MEUR, joka oli 1,3 % liikevaihdosta. Oriola raportoi osuutensa Ruotsin apteekkien yhteisyrityksen nettotuloksesta liikevoiton alapuolella, joka oli -4,8 MEUR vuonna 2023 – tämä ei kuitenkaan kuvasta yhtiön operatiivista suoriutumista. Paremmiin operaatiivisiin tulosta kuvaava oik. EBITA:kin oli tosin vain lievästi positiivinen ja yhteisyrityksen tulos oli siten heikolla tasolla.

## Kaksi osakesarjaa, Heikki Herlin pääomistaja

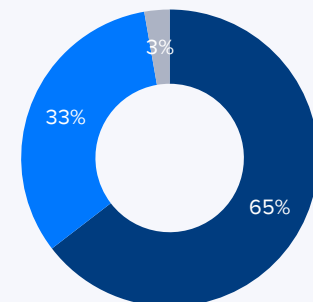
Oriolalla on kaksi osakesarjaa (A ja B), joista molemmat antavat samat oikeudet yhtiön omaisuuteen ja osingonjakoon. A-sarjan osakkeet oikeuttavat äänestämään yhtiökokouksessa 20 äänellä ja B-sarjan osakkeet yhdellä äänellä. Äänimäärällä mitattuna Oriolan suurimmat omistajat ovat Mariatorp Oy (Heikki Herlin, 13,4 %), Keskinäinen Työeläkevakuutusyhtiö Varma (7,5 %), Maa- ja Vesitekniikan Tuki ry (6,7 %) ja Keskinäinen Eläkevakuutusyhtiö Ilmarinen (6,2 %).

## Liikevaihdon jakauma (9M'24)



■ Distribution ■ Wholesale

## Liikevaihdon jakauma maittain (9M'24)



■ Ruotsi ■ Suomi ■ Muut

# Liiketoimintamalli 1/4

## Distribution-segmentin lääkejaku on Oriolan päätoiminto

Distribution-segmentti on selvästi suurempi Oriolan kahdesta liiketoiminnasta, sen tehdessä noin 80 % liikevaihdosta ja noin 70 % oik. liikevoitosta vuonna 2024. Toiminta on ollut Oriolan ydinliiketoimintaa perustamisesta lähtien, jossa sen rooli on olla lääkeyhtiöiden ja apteekkien välissä ns. lääketukkurina. Oriolalla ei ole omaa valmistustoimintaa ja sen jakeleamat tuotteet tulevat päämiehiltä eli lääkeyhtiöiltä.

Lääkkeiden jakelu on hyvin pienten katteiden liiketoimintaa, jossa jakelijat saavat päämiehiltään jakelupalkkion, joka on yleensä prosenttiosuus tuotteen hinnasta. Lisäksi Suomessa yhtiöt perivät asiakkailta (apteekit, sairaala-apteekit, eläinlääkärit) toimitusmaksuja, joka on pieni kiinteä erä sekä matala prosenttiosuus toimituksen arvosta. Oriola ei voi vaikuttaa tuotteiden hinnoitteluun.

Tuloksen kannalta toiminnan keskiössä ovat suuret (ja mieluiten tasaiset) volyymit, keräilyn tehokkuus sekä toimitusvarmuus. Marginaalit ovat hyvin matalat, joten tehokkaan logistiikan ja nopean varastonkierron avulla voidaan kasvattaa liiketoimintaan sijoitetun pääoman tuottoa. Tehokkuuden kannalta keskeistä on yksikkökohtaiset kustannukset, joita voidaan laskea esim. automaatioastetta lisäämällä. Oriolan toiminnalle on ominaista negatiivinen käyttö pääoma, mikä johtuu suotuisista päämies- ja asiakassopimuksissa määritetyistä maksuajoista sekä Oriolan käyttämästä myyntisaatavien myymisestä eli factoringista. Näemme pitkien maksuaikojen olevan osa kaupallista kokonaisuutta lääkeyhtiöiden kanssa, joka mahdollistaa matalallakin katteilla Oriolalle ja muille

lääkejakelejoille kohtuullisen pääoman tuoton.

Oriolalla on lääkeyhtiöiden kanssa myyntisopimuksia, joissa Oriola ostaa tuotteet omaan varastoonsa, ja sopimuksia, joissa Oriola toimittaa tuotteet ns. "kaupintavarastosta". Laskutus mittaa molemmat myynnit samalla tavalla, mutta kaupintavarastosta Oriola kirjaa liikevaihtoon pelkästään myynnistä syntyvän katteen, eikä koko tukkumyynnihintaa. Tästä syystä lääkeyhtiöiden kanssa tehdyt erilaiset sopimukset voivat heiluttaa merkittävästikin liikevaihtoa, vaikka laskutus pysyisi paikoillaan. Laskutus onkin mielestämme parempi mittari Oriolan toiminnan volyymin seuraamiseen.

## Pieni annosjakelu on osa Distribution-segmentiä

Edellä kuvatun lääkejakelelun lisäksi Distribution-segmentin lukuihin sisältyy myös annosjakeluliiketoiminta. Ruotsissa tästä toiminnasta ollaan luopumassa ja se on jo hyvin pientä ja Suomessakin toiminnan liikevaihto oli 2023 vain noin 22 MEUR. Siten annosjakelutoiminta tekee alle 2 % Distribution-segmentin liikevaihdosta. Oriola hankki annosjakelutoiminnot yritysostoilla vuonna 2016. Suomessa Oriolalla on noin 30 % markkinaosuus annosjakelussa.

Oriolalla on annosjakelua tekevät yksiköt Suomessa (Helsinki) ja Ruotsissa (Uppsala). Sopimukset kilpailutetaan julkisen sektorin tarjouskilpailussa, joten hintapaine on jatkuvasti kova ja rajoittaa toiminnan tuloksentekomahdollisuuksia. Oriolan kannalta liiketoimintojen logiikka on lähinnä saada enemmän skaalaa ja sitä kautta alennuksia lääkeostoihin.

## Oriola jakelee mm. seuraavien yhtiöiden lääkkeitä:



## Distribution, 12 kk rullaava



# Liiketoimintamalli 2/4

## Wholesale-segmentti

Segmentti tekee kokonaisuudessaan noin 20 % Oriolan liikevaihdosta ja hieman paremman kannattavuutensa myötä noin 30 % oik. liikevoitosta. Toiminta eroaa lääkejakelusta siten, että tuotteita myydään myös apteekkien ulkopuolella ja Oriola pystyy itse vaikuttamaan niiden hinnoitteluun.

Wholesale-segmentin päätuoteryhmä on reseptivapaat kuluttajatuotteet. Tämä tarkoittaa valikoimaa terveys- ja hyvinvointituotteita, joita Oriola myy. Suurin osa näistä kulkee kuluttajille apteekkien kautta, mutta myös päivittäistavarakaupat ovat iso jakelukanava. Suomessa Oriola päättää tuoteportfolion koostumuksen, markkinoi sitä ja omistaa sekä edustaa näin tiettyjä brändejä, eikä toimi ”vain tukkurina” muille. Ruotsissa yhtiö toimii kuitenkin lähinnä tukkurina ja tuoteportfolion koostumukseen vaikuttaa vahvasti apteekkien toiveet, kuluttajakysyntä sekä yleiset trendit. Reilu vuosi sitten uudistetun strategian myötä liiketoimintamalleja pyritään yhdistämään viemällä esim. Suomessa myytäviä omia brändejä Ruotsiin. Suomessa Oriolan omiin brändeihin kuuluu muun muassa Lysi (kalaöljy), Gefilus (maitohappobakteeri), Apteekkarin (mm. ravintolisät ja pastillit) ja Dexal (urheiluravinteet). Oriolalla ei ole omaa tuotantoa, vaan valmistus tapahtuu muiden toimesta.

Oriolan tuoteportfolio- ja kategoria-ajattelu ei ole tämän liiketoiminnan osalta ollut historiallisesti mielestämme täysin selkeä. Monissa tuotekategorioissa on valmiiksi kova kilpailu ja uusia tulokkaita on tullut haastamaan Oriolaa

tyypillisesti vahvoissa tuotekategorioissa. Yhtiö on aiemmin karsinut portfolioaan heikon kannattavuuden takia. Arvioimme tämän johtuneen siitä, että yhtiö pyrkii keskittymään jatkossa suuren volyymin ja hyvän katteen tuoteryhmiin ja/tai brändeihin.

## Rinnakkaistuonti ja erityislupavalmisteet ovat osa Wholesalea

Edellä kuvattujen terveys- ja hyvinvointituotteiden lisäksi Wholesale-segmenttiin sisältyvät pienempinä osa-alueina rinnakkaistuonti, erityislupavalmisteet sekä asiantuntijapalvelut.

Rinnakkaistuonti koskee lähinnä Ruotsia ja tarkoittaa käytännössä samojen lääkkeiden ostamista jostain muualta Euroopasta, joka mahdollistaa esim. valuuttakurssien vaihtelujen myötä tulevan edullisemman hinnan.

Erytyislupavalmisteet tarkoittavat mm. lääkkeitä, joita ei ole hyväksytty Suomessa tai Ruotsissa, mutta jotka on hyväksytty jossain muussa maassa. Lääkärit voivat määrätä potilaille näitä lääkkeitä ja Oriola voi hankkia niitä heille. Lisäksi erityislupavalmisteena Oriola voi tuoda maahan lääkkeitä korvaamaan saatavuusongelmia kohtavia tuotteita.

## Oriolan valikoimissa olevia terveys- ja hyvinvointituotteiden brändejä



## Wholesale, 12 kk rullaava, MEUR





# Liiketoimintamalli 3/4

## Asiantuntijapalveluiden asema kasvussa

Wholesale-segmenttiin kuuluu myös asiantuntijapalvelut. Joulukuussa 2024 kerrotussa johtoryhmän ja toimintamallin uudistuksessa asiantuntijapalveluiden johtaja nousi konsernin johtoryhmään, joka mielestämme merkitsee toiminnon isompaa roolia. Kaikki muut toiminnot on johtoryhmätasolla niputettu ”palvelut ja tuotteet” –nimikkeeseen alle, jolla on oma johtaja.

Oriola tarjoaa erilaisia asiantuntija- tai konsultointipalveluja (liittyen mm. lääketurvaan, lääkkeiden myyntilupiin ja kliinisiin tutkimuksiin), jotka täydentävät yhtiön palvelutarjontaa ja lisäävät kiinnostavuutta lääkeyhtiöitä kohtaan. Palveluita tarjotaan myös yhtiön ydinmarkkinoiden eli Suomen ja Ruotsin ulkopuolella. Arvioimme näiden kuitenkin muodostavan vain noin 1 % konsernin liikevaihdosta, joten korkeasta katteesta huolimatta niiden merkitys itsenäisenä toimintona on toistaiseksi vähäinen. Tätä on kuitenkin tarkoitus kasvattaa, jonka uskomme tapahtuvan mahdollisesti myös yritysostoin.

## Oriolan toiminta keskittyy logistiikkakeskuksiin

Oriola toimittaa lääkkeitä perille 24 tunnin sisällä tilauksesta (Ruotsissa laki, Suomessa asiakaslupaus), joten sillä pitää olla iso varasto, toimiva tilausjärjestelmä ja tehokas logistiikkaketju. Nopea toimituslupaus tarkoittaa myös sitä, että yhtiön pitää olla varautunut isoihin kysynnän muutoksiin.

Suomessa Oriola toimittaa lääkkeitä Espoosta, missä Oriolan pääkonttorin yhteydessä sijaitsee Suomen keskusvarasto ja jakelukeskus. Ruotsissa keskusvarasto on Mölnlyckessä ja jakelukeskus

Enköpingissä. Suomen toimipiste on jo suhteellisen vanha ja Oriola on kertonut uusivansa sen tai rakentavansa kokonaan uuden logistiikkakeskuksen Suomeen todennäköisesti vuosikymmenen lopulla. Yhtiö toteutti Suomen tukkutoiminnoissa ERP-uudistuksen vuosien 2017-2018 aikana, mutta uudistus jäi Suomen ongelmien takia tekemättä silloin Ruotsissa. Viime vuosina Suomen kannattavuus on ollut paremmalla tasolla kuin Ruotsin. Yhtiö on tänä vuonna aloittanut koko konsernin ERP-järjestelmän uusimisen, joka kestää vuoteen 2027 asti. Tietojärjestelmä uudistuksella pyritään nostamaan tehokkuutta koko konsernissa.

## Toimipaikat Suomessa ja Ruotsissa



**Toimistot:** Espoo ja Tukholma

**Jakelukeskukset:** Espoo ja Enköping

**Keskusvarasto:** Espoo ja Mölnlycke

**Annosjakelun tuotanto:** Helsinki ja Uppsala

# Liiketoimintamalli 4/4

## Yhteisyritys Ruotsin apteekkeissa

Oriola laajensi vuonna 2010 toimintaansa Ruotsissa myös apteekkeihin. Vuonna 2022 Oriolan omistama Kronans Apotek -ketju yhdistyi Euroapothecan omistaman Apoteksgruppenin kanssa yhteisyritykseksi, josta molemmat omistavat puolet. Kronans Apotek –nimellä toimivalla ketjulla on yhtiön mukaan noin 22 %:n osuus Ruotsin apteekkimarkkinasta ja se on kolmanneksi suurin apteekketju. Yhteisyritys on toiminnaltaan ja arvoltaan merkittävä Oriolalle, vaikkei Oriola operatiivisesti johdakaan yhtiötä. Esittelemme siksi raportissa myös yhteisyrityksen ja siihen liittyvän markkinan myöhemmin.

Yhteisyrityksen viimeisen 12 kuukauden liikevaihto oli noin 1,15 mrd. euroa. Mielestämme paras luku yhteisyrityksen operatiivisen toiminnan mittaamiseen on oikaistu EBITA, sillä tulosta kuormittavat merkittävät aineettomat poistot ja yhtiöiden integrointiin liittyvät kertaerät. Rullaavalta 12 kuukaudelta tämä luku on nollan pinnassa Q4'23 ja Q1'24 tappiollisten tuloste takia. Viime kvartaaleilla tulos on ollut taas parempaa tasoa (ks. kuva oikealla).

Yhteisyritys tavoittelee yhdistymisen myötä 25 MEUR:n synergioita vuoden 2025 loppuun mennessä, joka aiheuttaa 30 MEUR:n kertakulut. Q3'24 –raportissa Oriola kuitenkin totesi synergioiden toteutumisen olleen osin aiempia arvioita hitaampia. Yhtiö ei kuitenkaan päivittänyt arviota synergioiden saavuttamisesta 2025 loppuun mennessä, mutta tälle on mielestämme kasvanut riski. Kronans Apotek on historiassa (osana Oriolaa) tehnyt selvästi nykyistä parempaakin tulosta, joten synergioiden myötä

potentiaalia tulosparannukseen pitäisi olla, joskin koko alan kannattavuus on ollut laskussa. Oriola raportoi yhteisyrityksen tuloksen osakkuusyhtiötuloksena liikevoiton alapuolella. Tämä kuvaa yhteisyrityksen raportoitua nettotulosta, joka on ollut tähän asti tappiolla.

## Apteekit ovat vähittäiskauppaa

Apteekkiliiketoiminta on luonteeltaan vähittäiskauppaa. Yhteisyritys operoi maanlaajuista apteekketjua ja omaa verkkokauppaa Ruotsissa. Apteekit ostavat lääkkeitä ja muut myynnissä olevat terveydenhuollon tuotteet joko Oriolalta tai muilta Ruotsissa toimivilta tukkukaupoilta. Tukusta ostettujen tuotteiden lisäksi suurimmat kuluerät liittyvät liiketilojen vuokriin ja apteekkeissa työskentelevän henkilöstön palkkoihin.

Vähittäiskaupassa kuluttajien ostot muodostavat apteekkien tulovirran ja nämä tapahtuvat kivijalka- apteekkeissa tai verkkokaupassa. Verkkokaupan osuus Kronans Apotekissa on pieni ja se on selvästi pääkilpailijoita heikompi verkkokaupassa, joka on mielestämme Kronansille selkeästi negatiivinen asia markkinan siirtyessä verkkoon. Verkkokaupan kehitys onkin yksi yhteisyrityksen fokusalue.

Lääkkeiden hinnat määrittelee paikallinen viranomainen, joten myyntikatteet ovat matalat ja apteekkeilla on hinnoittelussa liikkumavaraa vain pieneen osaan tuotevalikoimaa. Kannattavuuden osalta tärkeässä roolissa ovat matalat kiinteät kulut, tehokas osto- ja myyntiorganisaatio ja nopea varastonkierto. Perinteiset suuruuden ekonomiat auttavat isompia ketjua keskittämään hankintojaan ja neuvottelemaan parempia sopimuksia.



Oriolan ja Euroapothecan vuonna 2022 perustama yhteisyritys

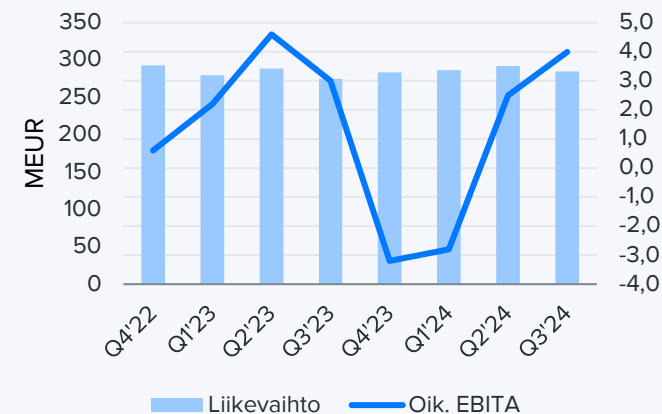


~500 apteekkia ympäri Ruotsia

#3

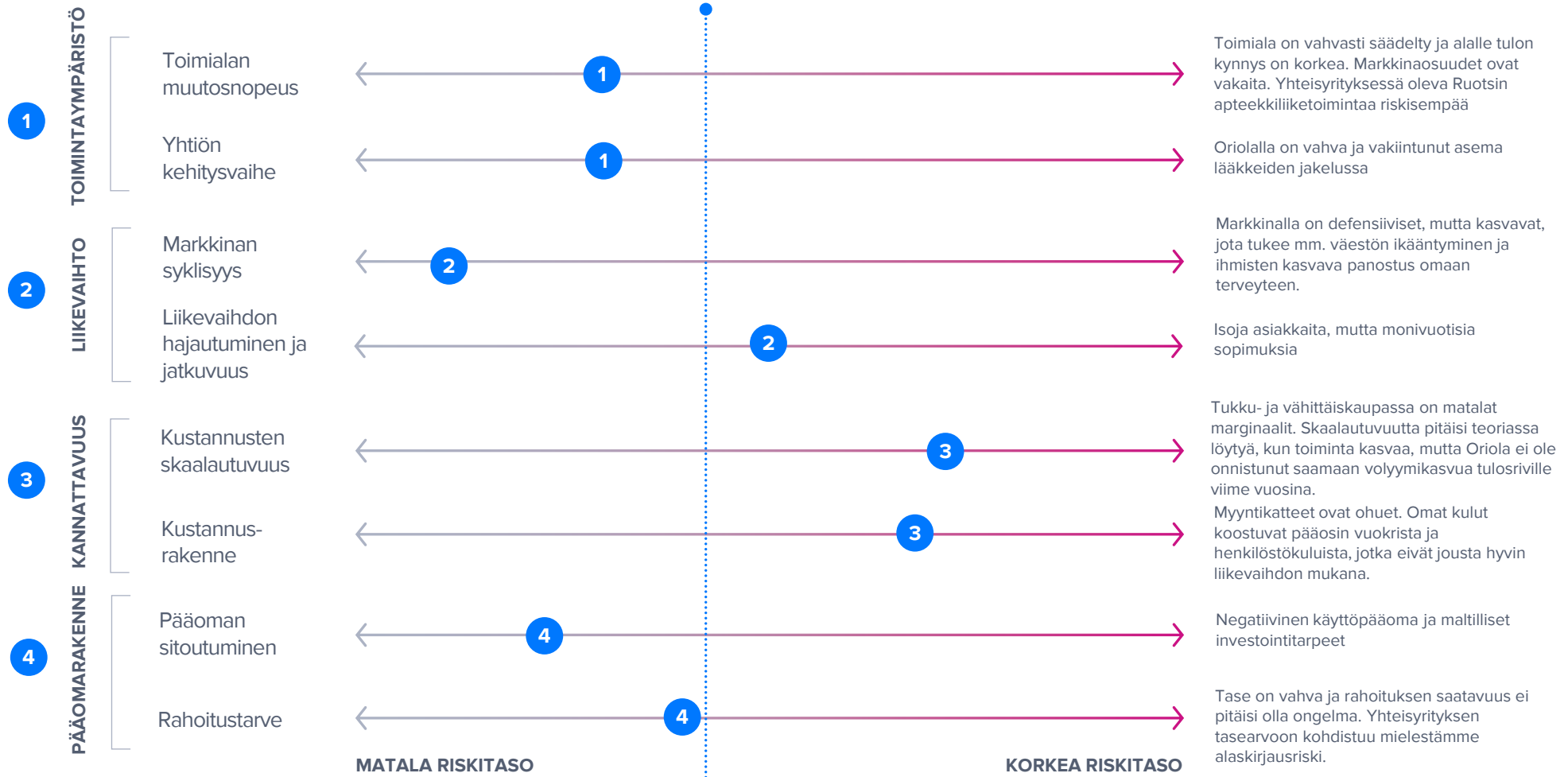
Ruotsin 3. suurin apteekketju  
22 %:n markkinaosuudella

## Apteekkiyhteisyritys



# Liiketoimintamallin riskiprofiili

Arvio Oriolan liiketoiminnan kokonaisriskitasosta



# Sijoitusprofiili

## Vahva markkina-asema ja lääkealan tuntemus Suomen ja Ruotsin kasvavilla lääkemarkkinoilla

Oriolalla on vahva markkina-asema Suomen ja Ruotsin lääkkeiden tukkumarkkinoilla ja yhtiön markkinaosuus on molemmissa maissa yli 40 %. Oriolalla on yhteisyrityksen kautta merkittävä omistus Ruotsin kolmanneksi suurimmassa apteekkiketjussa (Kronans Apotek), jolla on noin 22 %:n markkinaosuus Ruotsin apteekkimarkkinoista. Yhtiön ydinosaamiseen kuuluu lääkealan tuntemus ja suhteet koko arvoketjuun.

## Korkea alalle tulon kynnyks ja pitkät sopimukset tuovat liiketoimintaan vakautta

Oriola toimii lääkkeiden jakelussa ja lääke- ja terveystuotteiden tukkukaupassa, jotka ovat tiukasti säänneltyjä. Alalle tulon kynnyks on korkea ja markkinaosuudet ovat säilyneet vuosien mittaan suhteellisen vakaina, jota yksikanavajärjestelmä tukee. Ydinliiketoiminnassa eli lääkkeiden jakelussa/tukkukaupassa markkinat on käytännössä jakaantuneet kahden toimijan kesken (Oriola ja Tamro).

Vakiintunut asema toimialalla ja pitkät sopimukset asiakkaiden kanssa tuovat liiketoimintaan vakautta ja tasaisen tulovirran. Oriola on myös osa kriittistä infrastruktuuria. Yhtiö on kuitenkin kärsinyt vuosia sisäisistä ongelmista, joiden ratkaisu on avain parempaan tulostasoon jatkossa.

## Tulos jumittaa matalahkolla tasolla

Oriolalla on ollut vuodesta 2017 alkaen lukuisia haasteita, joiden takia tulos- ja kurssikehitys ovat olleet vaisuja. Tulos on viime vuosina hieman

aaltoillut, mutta on mielestämme edelleen vaisulla tasolla. Siten yhtiö on edelleen jossain määrin käänneyhtiö, jolla pitäisi olla potentiaalia parempaan tulokseen. Rakenteellisesti yhtiössä ei ole nähdäksemme tapahtunut mitään, joka olisi merkittävästi heikentänyt jakelu/tukkutoimintojen tulospotentiaalia vuosien 2015-16 tasoilta. Omalla toiminnan tehostamisella pitäisi siis edelleen pystyä parantamaan oleellisesti tulostasoa. Tämän realisoituminen voi tosin viedä edelleen pitkäänkin.

Ruotsin apteekkitoiminnan osalta tilanne on eri, sillä siellä koko alan marginaalit ovat heikentyneet viime vuosina ja lisääntyvä verkkokaupan osuus pitää marginaalipaineen yllä jatkossakin. Tämä hidastanee myös yhteisyrityksen kannattavuuskehitystä, mutta uskomme synergioiden tukemana senkin kannattavuuden kehittyvän positiivisesti lähivuosien aikana.

Uskomme, että Oriola on keskipitkällä aikavälillä valmis luopumaan kokonaan Ruotsin apteekkeista esimerkiksi myymällä omistuksena kumppanilleen Euroapothehalle. Tämä kirkastaisi yhtiön rakennetta ja arvoa, joskin myynti voisi aiheuttaa myös ison alaskirjauksen ja taseongelmia.

## Tasainen kasvu markkinoilla

Tukkukaupassa liikevaihto ja volyyymi kasvaa melko tasaisesti markkinan mukana ja etenkin väestön ikääntyminen tukee lääkemarkkinan kasvua jatkossakin.

Näemme mahdollisena, että Oriola karsii edelleen liiketoimintojaan, joka voisi parantaa sen keskittymistä ydintoimintaan eli lääkkeiden

tukkukaupaan.

## Riskit ja uhat

Oleellisin riski Oriolalle on sen tuloksen jämähtäminen pysyvästi nykyiselle vaatimattomalle tasolle.

Toisena riskinä näemme taseen osalta Ruotsin apteekkiliiketoiminnan yhteisyrityksen arvon, joka on merkittävästi meidän arviota korkeampi. Näemmekin merkittävän riskin arvon alaskirjaukseen lähivuosina. Yhteisyrityksen oletetun kannattavuusparannuksen epäonnistuminen vaikuttaisi negatiivisesti myös osakkeen arvoon.

Kolmas riski on lääkemarkkinoiden hintasääntelyn tiukentuminen. Lääkemarkkinat ovat erittäin tarkasti säännellyt. Lääkehoidon kustannuksista pyritään jatkuvasti hakemaan kansantalouksille säästöjä ja tämä on näkynyt lääkkeiden hintoihin tehtyinä hinnanalennuksina, mitkä ovat haitanneet toimialan kannattavuutta.

Neljäntenä riskinä näemme Oriolan tulevat investoinnit ERP-järjestelmään ja Suomen logistiikkakeskukseen. Nämä voivat aiheuttaa toiminnallisia häiriöitä ja lisää viivästystä kannattavuuspotentiaalin näkymisessä tuloksessa, vaikka toimiessaan niiden pitäisi toki tehostaa toimintaa.

Pidämme myös uusia yritysosto-/laajentumissuunnitelmia enemmänkin riskinä yhtiölle, sillä sen historia laajentumisessa uusille markkinoille ei ole kovin onnistunut.

# Toimiala 1/4: Suomen lääketukumarkkina

## Suomen lääketukumarkkinat

Suomessa lääkevalmisteiden tukkuhintainen myynti vuonna 2023 oli 3,1 mrd. euroa. Reseptilääkkeet muodostivat tästä 90 % ja itsehoitolääkkeet 10 %. Markkinakasvu vuonna 2023 oli 4 %. Vuosien 2009-2023 aikana Suomen lääketukumarkkinan kasvu on ollut 3 % vuodessa ja sitä on ajanut muun muassa väestön ikääntyminen ja uudet lääkkeet. Uskomme suunnilleen samantasaisen trendikasvun jatkuvan myös tulevina vuosina.

## Tukumarkkina on keskittynyt kahdelle pelurille

Lääkemarkkinat ovat vahvasti säänneltyjä, mikä nostaa alalle tulon kynnyksen. Esimerkiksi lääkkeiden logistiikka tulee pitää erillään muista tuotteista, joka rajoittaa muiden tukku-, vähittäis- tai logistiikkatoimijoiden mahdollisuuksia saada synergioita laajenemalla lääkkeiden tukkukauppaan. Lisäksi suuret toimijat saavat huomattavia mittakaavaetuja ja pystyvät tarjoamaan monipuolisesti lääkeyhtiöiden vaatimia palveluita, mikä laskee uusien tulokkaiden uhkaa. Oriola ja saksalaiseen Phoenix-konserniin kuuluva Tamro jakavat Suomen lääketukumarkkinan lähes puoliksi. Oriolan markkinaosuus vuonna 2023 oli 44 % ja Tamron yli 50 %, muiden kilpailijoiden markkinaosuuksien ollessa vain marginaalisia. Tamron liikevoittomarginaali on ollut viime vuosina 1-2 %.

Markkinaosuudet ovat pysyneet jo vuosia melko vakaina. Pääosin ne vaihtelevat sen mukaan, miten lääkeyhtiöt vaihtuvat kilpailutuksen kautta tukkurilta toiselle tai miten kunkin tukkurin lääkepäämiesten omat tuoteportfoliot milloinkin menestyvät. Suomessa isoille lääkeyhtiöille Oriola ja Tamro ovat käytännössä ainoat varteenotettavat

lääketukkurit.

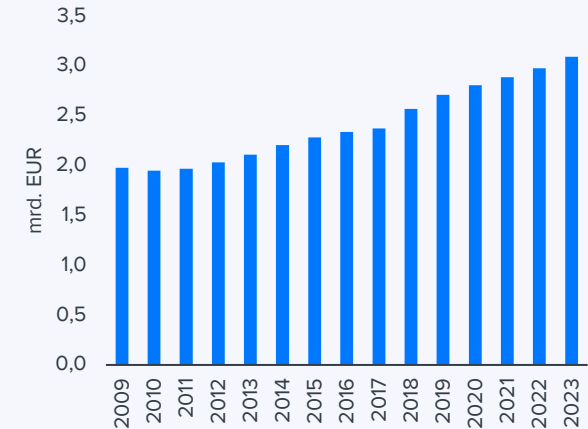
## Apteekit ovat Oriolan tärkein asiakaskunta

Lääketeollisuus ry:n mukaan lääkevalmisteiden tukkumyynnistä noin 2/3 oli myyntiä apteekkeille ja 1/3 myyntiä muihin kanaviin (mm. sairaalat ja eläinlääkärit). Suomessa Lääkealan turvallisuus- ja kehittämiskeskus (Fimea) määrittää apteekkien lukumäärän sekä sijainnin ja apteekin omistajana voi toimia vain proviisori tai Itä-Suomen ja Helsingin yliopistot. Suomessa on yli 800 apteekkia. Sääntelyn ja laajan maantieteellisen peiton ansiosta apteekkien kokonaislukumäärä ei ole Suomessa olennaisesti kasvanut viimeisen kymmenen vuoden aikana. Nykyinen hallitusohjelma sisältää suunnitelman itsehoitolääkkeiden myynnin osittaiseen vapauttamiseen Suomessa. Tämä muuttaisi Oriolan asiakaskuntaa, mutta ei käsityksemme mukaan vaikuttaisi oleellisesti sen ansaintaan.

## Yksikanavajärjestelmä

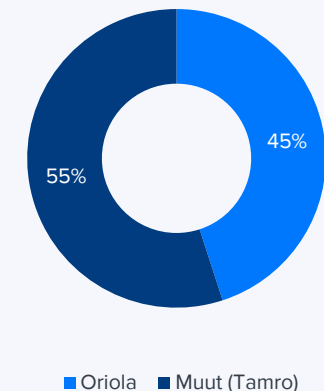
Suomessa lääkejakelu toimii yksikanavamallilla, mikä tarkoittaa, että tietyn lääkeyhtiön tuotteet kulkevat asiakkaille vain yhden tukun kautta. Lääkeyhtiöt kilpailuttavat tukkurit tyypillisesti 2-3 vuoden välein ja valitsevat niistä sopivimman. Sopimukset ovat isoja ja pitkiä, palvelut ovat melko standardoituja ja erottautuminen on vaikeaa. Yksikanavamalli on markkinoiden muodostama käytäntö, eikä sille ole lainsäädännöllistä perustetta. Emme usko Suomessa nähtävän suurempaa siirtymää monikanavajärjestelmään päin, vaikka se muualla maailmalla on yleisempi malli. Lääkeyhtiöiden kannalta volyymit Pohjoismaissa on pienet ja toisaalta tukkurien katteet ovat matalat, joten heillä ei nähdäksemme ole kannustinta muuttaa nykyistä mallia.

Lääkevalmisteiden tukkumyynti Suomessa



Lähde: Lääketeollisuus ry

Suomen lääkkeiden tukumarkkina (2024)



Lähde: Oriola, Inderes

# Toimiala 2/4: Ruotsin lääketukku- ja apteekkimarkkina

## Ruotsin lääkkeiden tukkumarkkina

Ruotsin lääketukku- ja apteekkimarkkina on pääpiirteittäin samanlainen kuin Suomessa. Vuonna 2022 Ruotsin lääketukku- ja apteekkimarkkina oli 60 mrd. SEK ja se kasvoi 10 % vuoden takaisesta. Oriolan markkinaosuus vuonna 2023 oli 44 %. Ruotsissa tukkumarkkina jakautuu Suomen tavoin kahden suuren pelurin kesken ja markkinoiden suurin toimija on Tamro. Arvioimme myös Ruotsissa melko tasaisen kasvutrendin jatkuvan.

## Ruotsin apteekkimarkkina

Ruotsin apteekkimarkkinan koko vuonna 2023 oli noin 59 mrd. Ruotsin kruunua (lähde: Apoteksförning). Reseptilääkkeet olivat tästä 73 %, itsehoitolääkkeet 9 % ja terveydenhuollon kuluttajatuotteet 19 %. Vuoden 2024 lopussa Ruotsissa oli yhteensä 1 405 apteekkia ja määrä on pysynyt suunnilleen samana jo vuosia.

## Apteekkimarkkinan vapautus vuonna 2009

Suomen ja Ruotsin apteekkimarkkinoissa on merkittäviä lainsäädännöllisiä eroja. Suomessa apteekin omistajana voi toimia vain proviisori tai Itä-Suomen ja Helsingin yliopistot. Apteekkilupa on myös henkilökohtainen ja näin ollen Suomessa ei ole mahdollista rakentaa apteekketjua (pl. Yliopiston Apteekki).

Ruotsissa valtion apteekkimonopoli purettiin vuonna 2009 ja markkina on sen jälkeen ollut vapaa kilpailulle. Suomessa lääkevalmisteita voi myydä vain apteekeissa, mutta Ruotsissa osaa reseptivapaista lääkkeitä voidaan myydä myös esim. päivittäistavarakaupoissa ja huoltoasemilla. Nykyinen hallitusohjelma sisältää suunnitelman

itsehoitolääkkeiden myynnin osittaiseen vapauttamiseen Suomessa.

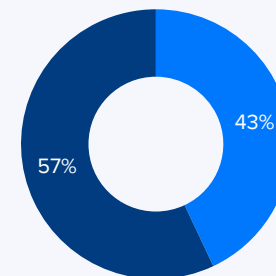
## Apteekkimarkkina konsolidoitunut

Kilpailun vapauduttua vuonna 2009 Ruotsin apteekkimarkkinalle tuli useita uusia toimijoita ja apteekkien määrä kasvoi nopeasti. Sittenkin kehitys kääntyi ja ala on konsolidoitunut.

Ruotsin suurimmat apteekketjut ovat kauppakonserni ICA:n omistama Apotek Hjärtat ja Ruotsin valtion omistama Apoteket AB, joiden molempien markkinaosuus on noin 30 %. Oriolan ja Euroapothecan yhteisyrityksen markkinaosuus on 22 %, mikä tekee siitä markkinalla vahvan kolmosen. Neljänneksi suurin toimija on puhtaasti verkkoapteekkina toimiva Apotea, jonka markkinaosuus on 10 % tasoa. Apotea on kasvanut voimakkaasti ajamalla apteekkikaupan siirtymistä verkkoon.

DOZ Apotek -ketju (entinen Lloyd's Apotek) on Ruotsin apteekkimarkkinoiden pienin ”iso” ketju markkinaosuuden ollessa alle 5 %. DOZ on suhteellisen pieni toimija ja näemme mahdollisena, että sekin yhdistyy tulevaisuudessa johonkin kolmesta suuresta ketjusta. Tämä käytännössä veisi loppuun markkinan konsolidoitumisen kolmelle suurelle toimijalle ja Apotealle. Apteekketjujen lisäksi markkinoilla toimii noin 50 itsenäistä apteekkia, joilla tulee arviomme mukaan olemaan jatkuvasti vaikeampaa pärjätä nykyisessä kilpailutilanteessa.

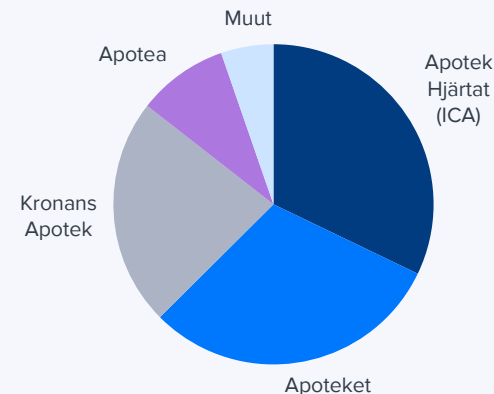
## Ruotsin lääkkeiden tukkumarkkina (2024)



■ Oriola ■ Muut (Tamro)

Lähde: Oriola, Inderes

## Ruotsin apteekkimarkkina (2023), indikaatiiviset markkinaosuudet



Lähde: Yhtiöt, Allabolag.se, Inderes

# Toimiala 3/4: Ruotsin apteekkimarkkina

## Apteekkimarkkina siirtyy nopeasti verkkoon

Apteekkimarkkina on siirtynyt Ruotsissa nopeasti verkkoon, jota vauhditti erityisesti pandemia. Vauhti on viime vuosina tasaantunut lievälle kasvutrendille. Volyymipohjaisesti verkkokaupan osuus oli 2023 reilut 30 % ja liikevaihdosta reilut 20 %. Kasvu on ollut ripeää, sillä vielä vuonna 2015 verkkokaupan osuus oli vain 3 %. Apteekkimarkkinan siirtymistä verkkoon on ollut kiihdyttämässä erityisesti Apotea. Myös kaikki suuret apteekiketjut panostavat nyt omien verkkokauppojen kasvattamiseen, mutta Apotea on verkossa selvä markkinajohtaja.

## Verkkokauppa aiheuttaa kiristyvää hintakilpailua

Verkkokauppa on kiristänyt apteekkimarkkinan kilpailua Ruotsissa viime vuosina, sillä perinteisesti hyväkatteiset tuotteet (esim. kosmetiikka, vitamiinit, rasvat) ovat siirtyneet verkkoon ja kivijalkaan on jäänyt suhteellisesti suurempi osa matalakatteisia reseptilääkkeitä. Hyvän katteen tuotteita myydään verkossa matalilla ”sisäänheittohinnoilla”, mikä luo painetta myös kivijalka-apteekeille laskea omia hintojaan kilpailukyysiselle tasolle.

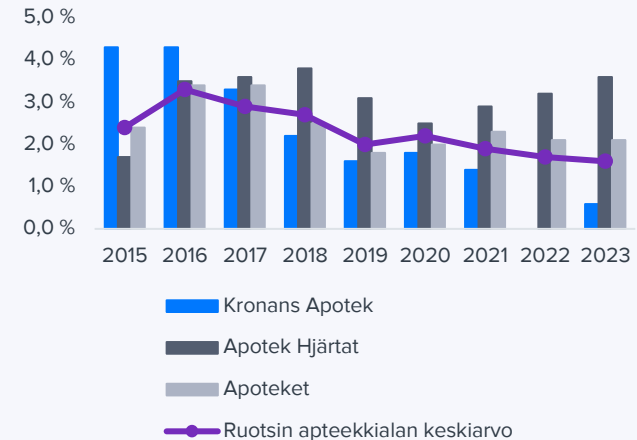
Oriolan yhteisyrityksellä reseptivapaiden lääkkeiden ja terveydenhuollon kuluttajatuotteiden osuus myynnistä on arviomme mukaan noin 25 % osuutta myynnistä. Koko verkkokaupan markkinassa reseptilääkkeet vs. muut tuotteet on kuitenkin jakautunut noin 50/50 eli verkkokaupassa myyntimix on apteekkien kannalta selvästi parempi.

## Marginaalit painessa

Ruotsin apteekkimarkkinan kilpailutilanne muuttui hyvin haastavaksi, kun kilpailun vapauttamisen jälkeen apteekkien määrä kasvoi reippaasti. Viime vuosina määrä on tasoittunut, mutta on edelleen noin 50 % enemmän kuin ennen monopolin purkua. Lisäksi verkkoapteekit ovat matalilla hinnoillaan pakottaneet kivijalka-apteekit laskemaan omia hintojaan ja panostamaan omien verkkokauppojen kehittämiseen. Koko alan kannattavuus onkin liikevoittomarginaalilla mitattuna laskenut viimeisen 7 vuoden aikana noin 3 %:sta alle 2 %:iin (2023: 1,6 %). Uskomme, että alan konsolidaatiokehitys ja jo varsin matala kannattavuus tarkoittavat, että heikompaan suuntaan ei enää kannattavuusmielessä mentäisi, joskin negatiivinen trendi on jatkunut sitkeästi viime vuodet. Verkkokauppa vaatii kuitenkin panostuksia kivijalka-apteekeilta jatkossakin, joten koko markkinan osalta emme odota myöskään nopeaa kannattavuuden nousua.

Oriolan apteekkiyhteisyrityksen marginaali (oik. EBITA) oli 2023 vain 0,6 %, joka oli alan keskiarvoakin heikompi. Yhteisyrityksen tuomat synergiat pitäisi tukea parantumista seuraavan kolmen vuoden aikana. Suurimmista apteekeista Apoteket teki viime vuonna tasaisen noin 2 %:n liikevoittomarginaalin ja Apoteket Hjärtat 3,6 %. Nämä antavat mielestämme kuvaa siitä, mihin alalla on mahdollisuuksia päästä.

Ruotsin apteekkien oik. EBIT/EBITA





# Toimiala 4/4: Markkinat ja arvoketju

## Tuotteiden valmistajat

**Lääkkeet**

**Muut terveys- ja hyvinvointituotteet**

## Tukkukauppa

**Läätukkumarkkina**  
3,1 mrd. EUR

**Läätukkumarkkina**  
60 mrd. SEK

**Terveys- ja hyvinvointituotteiden tukkumarkkina**

## Jakelukanavat

Jakelukanava	3,1 mrd. EUR (EU)	60 mrd. SEK (SE)	Terveys- ja hyvinvointituotteiden tukkumarkkina
<b>Apteekit</b> + > 800 kpl + ~1400 kpl	✓	✓	✓
+ <b>Sairaala-apteekit, eläinlääkärit, muu terveydenhuolto</b> +	✓	✓	✓
<b>Verkkokauppa</b> + Osuus kokonaismarkkinasta < 5 % + Osuus kokonaismarkkinasta 20-25 %	✓	✓	✓
<b>Vähittäiskaupat</b> 		✓	✓



# Strategia

## Toiminnan tarkoitus ”Health for life”

Oriola on Pohjoismaissa toimiva terveys- ja hyvinvointialan yritys, jonka toiminnan tarkoitus on ”Health for life”. Yhtiö mahdollistaa terveemmän huomisen vastuullisten terveyden ja hyvinvoinnin tuotteiden ja palveluiden avulla.

## Strategia päivitetään vuosi sitten, fokus tukkutoiminnoissa

Oriola päivitti strategiansa ja taloudelliset tavoitteet lokakuussa 2023. Strategiassa tukkukauppaliiketoiminta on toiminnan fokuksessa, joka nykyisellä rakenteella on varsin loogista sen kattaessa valtaosan liikevaihdosta ja tuloksesta. Viimeisen 15 vuoden erilaisten epäonnistuneiden laajennusyritysten jälkeen valittu fokus on mielestämme järkevä. Tämän ulkopuolelle jää nähdäksemme lähinnä annosjakelutoiminnot, josta yhtiö onkin Ruotsissa luopumassa ja näemme saman mahdollisena Suomessa.

## Strategiassa kolme päätavoitetta

Oriola on asettanut kolme tavoitetta strategian toteuttamiseksi:

**Vahvat kumppanuudet:** Asiakasarvon kasvattaminen keskittymällä kaupallisen toiminnan laatuun sekä kehittämällä tehokkaampaa, kestävämpää ja yhteistyöhön perustuvaa yrityskulttuuria. Dataan ja syvään toimialaymmärrykseen perustuvan liiketoiminnan ja toimintojen kehittäminen, mukaan lukien ennakoiva tiedonhallinta.

**Tehokkuuden parantaminen:** Infrastruktuuriin ja teknologiaan liittyviä investointeja

varastokapasiteetin ja -tehokkuuden lisäämiseksi. Orgaaninen kannattava kasvu erityisesti suurista mutta tehokkaista volyymeista ja asiakassegmenteistä.

## Portfolion ja markkinoiden laajentaminen:

Tukkukauppaliiketoiminnan lisääminen kehittämällä sekä olemassa olevia tuotebrändejä että uusia tuotebrändejä ja -kategorioita ja asiakassegmenttejä. Suunnitelmissa on myös laajentaa Oriolan liiketoimintaa yritysostoilla. Lisäksi investointeja tiettyihin erottautuviin digitaalisiin palveluihin.

## Inderesin kommentit strategiasta

Vahvat kumppanuudet ovat hyvin looginen ja pakollinen osa liiketoimintaa, jossa iso osa tulosta tehdään jakelemalla muiden tuotteita. Kannattavaan kasvuun ja tehokkuuden parantamiseen keskittyminen on niinkään melko itsestään selvää usean vuoden pitkälti sisäisten vaikeuksien jälkeen.

Portfolion laajentaminen on jossain määrin uusi asia ja orgaanisesti näemme siinä mahdollisuuksia Wholesale-segmentissä. Lääkejakelussa Oriolalla on kuitenkin rajalliset mahdollisuudet markkinoita kovempaan kasvuun sen jakaessa päämarkkinansa käytännössä toisen tukkurin Tamron kanssa. Vaikka yritysostot ovat osa strategiaa, emme usko Oriolan ainakaan tällä hetkellä etsivän niitä kovin aktiivisesti ja ne olisivat todennäköisesti pienehköjä ostoksia esim. palvelutoiminnan laajennuksia. Toivommekin Oriolalta enemmän fokusta nykytoimintojen tehostamiseen, jossa on vielä paljon tekemistä, kuin uusiin toimintoihin laajentamiseen, joissa historia on heikko.

## Strategian päätavoitteet

1.

Vahvat kumppanuudet

2.

Tehokkuuden parantaminen

3.

Portfolion ja markkinoiden laajentaminen

## Vastuullisuuden pitkän aikavälin tavoitteet



Terveys- ja hyvinvointituotteiden toimitusten varmistaminen



Vastuullisen työntekijäkokemuksen edistäminen



Nettonollan tavoittelemisen ilmastovaikutuksissa

# Taloudelliset tavoitteet 1/2



## Taloudelliset tavoitteet (uusittu lokakuussa 2023)

### Myynnin vuosittainen kasvu markkinan mukaisesti, vähintään 4 %

- Kuten edellä on todettu, Oriola käytännössä jakaa markkinat pääkilpailijan Tamron kanssa, jolloin kasvu on todennäköisesti lähellä markkinakasvua markkinaosuuksien pysyessä tasaisena
- 4 %:n minimikasvutavoite vastaa mielestämme hyvin markkinoiden odotettua kasvuvauhtia
- Odotamme liikevaihdon kasvun olevan 5-6 % lähivuosina ja siten tavoitteen mukainen

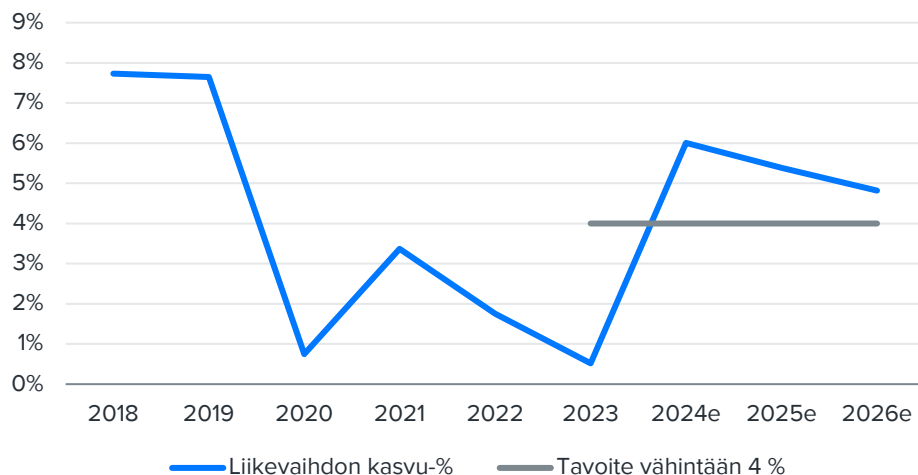
### Oikaistu liikevoittoprosentti yli 3 %

- Tavoite on Oriolan historialliseen kannattavuuteen ja pääkilpailijaan nähden erittäin korkea
- Näemme marginaalin nousevan hienoisesti, mutta jäävän 1-1,5 % välille
- Isompi hyppy kannattavuudessa on mielestämme mahdollinen vasta vuosikymmenen lopulla ERP-järjestelmän ja Suomen logistiikkakeskuksen uusimisten jälkeen, joskaan emme sinnekään ennusta merkittävästi korkeampaa marginaalia

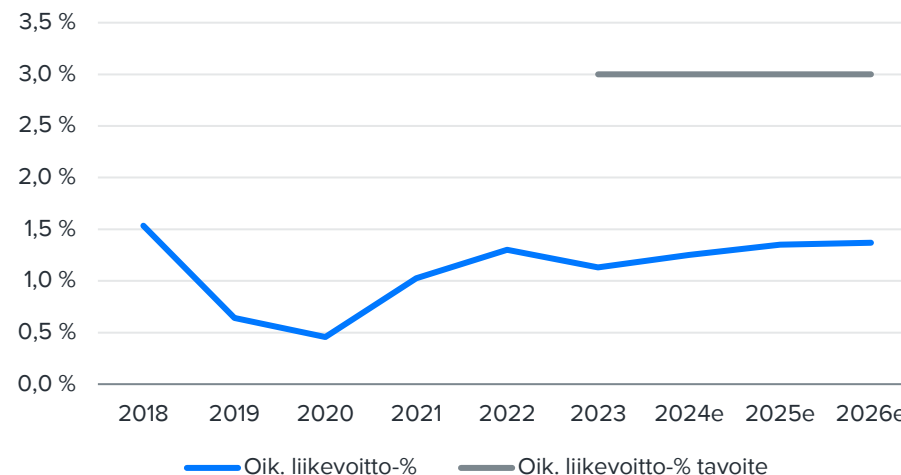
### Oman pääoman tuotto > 20 %

- Oman pääoman tuottoon vaikuttaa Oriolan omien toimintojen lisäksi myös apteekki-yhteisyrittäjä, joka myös hieman sekoittaa lukuja
- Tavoitellulla liikevoittotasolla Oriolan pitäisi ylittää helposti myös pääoman tuottotavoitteeseen
- Meidän ennusteilla oman pääoman tuotto nousee noin 15 %:n tasolle 2028 alkaen

### Liikevaihdon kasvutavoite



### Oik. liikevoitto-% tavoite



# Taloudelliset tavoitteet 2/2

## Osingonjakosuhde tällä hetkellä korkea

Edellisellä sivuilla mainittujen tavoitteiden lisäksi Oriolalla on osinkopolitiikka, jonka mukaan sen tavoitteena on kasvattaa jaettua osinko vuosittain ja jakaa osinko 2/3 nettotuloksesta.

Nettotulokseen vaikuttaa tällä hetkellä negatiivisesti Ruotsin yhteisyrityksen tulos sekä ERP-investointiin liittyvät kertaerät. Näiden vuoksi raportoitu nettotulos on selvästi matalampi kuin yhtiön omien toimintojen operatiivinen tulos.

Osingonjakosuhde on joka tapauksessa tällä hetkellä varsin korkea. Uskomme yhtiön kuitenkin pyrkivän nostamaan osinkoaan sentillä vuosittain lähivuosina politiikan mukaisesti. Pidemmällä aikavälillä tuloksen pitää kuitenkin parantua, jotta osingonjakotaso olisi kestävä. Tämä tapahtuu ennusteissamme 2027, jolloin ERP-investoinnin kertaerät poistuvat ja tulos on asteittain noussut

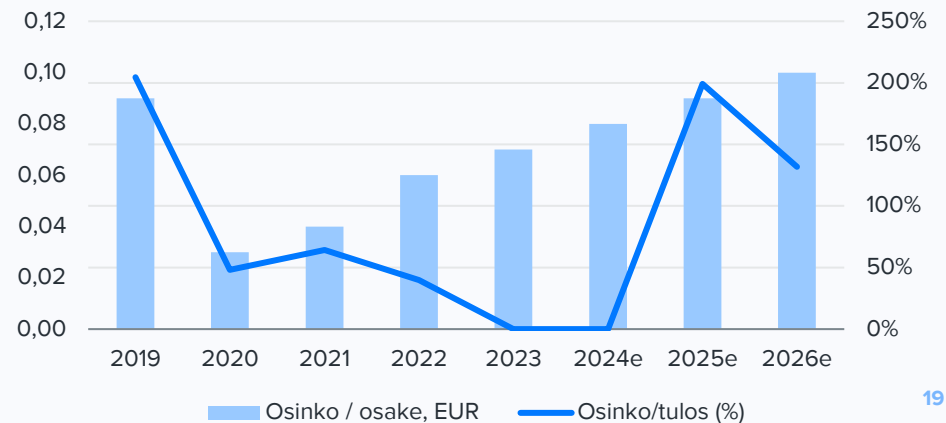
nykytasolta.

Nousevaa osinkoa tukee nettovelaton tase, joskin omavaraisuusaste on matala. Oriolalla ei ole taseeseen liittyvää taloudellista tavoitetta. Käsittelemme tasetta tarkemmin jäljempänä.

### Oman pääoman tuottotavoite



### Osinko ja osingonjakosuhde (raportoidusta tuloksesta)



# Historiallinen kehitys ja taloudellinen tilanne 1/3

## Lyhyt historia Oriolan kehittymisestä

Oriola Apteekkitavarakauppa Oy perustettiin vuonna 1948 osaksi Orion-yhtymää. Oriola toi maahan, myi ja jakeli lääkkeitä sekä muita tuotteita. 1990-luvulla Oriola laajensi lääkkeitä tukkukauppaa Viroon, Latviaan ja Liettuaan. Oriola laajensi tukkutoimintaa Ruotsiin vuonna 2003 ostamalla maan toiseksi suurimman lääketukkurin Kronans Droghandelin. Vuonna 2006 Orion ja Oriola jakautuivat ja Oriola listautui Helsingin pörssiin nimellä Oriola-KD.

Oriola laajensi Venäjälle vuonna 2008 ostamalla apteekkiyhtiö Vitimin ja lääkkeitä tukkukauppa Moronin. Oriola osti vielä myöhemmin Moskovasta 03 Apteka -ketjun. Vuonna 2010 Oriola laajensi toimintansa Ruotsin apteekkimarkkinoille sen jälkeen, kun maan apteekkimonopoli purettiin. Oriola osti Medstop-apteekketjun vuonna 2013, minkä jälkeen aiemmin ostettu Kronans Droghandel ja Medstop yhdistettiin Kronans Apotek -ketjuksi.

Vuonna 2014 Oriola myi myyntihetkellä tappiota tehneet Venäjän toiminnot, kirjasi 148 MEUR:n myyntitappion ja järjesti 76 MEUR:n osakeannin taseen vahvistamiseksi. Oriola aloitti annosjakelutoiminnan Ruotsissa vuonna 2015 ostamalla annosjakeluyhtiö Svensk Dosin. Vuotta myöhemmin Oriola laajensi toimintaa Suomeen ostamalla annosjakelua tarjoavan Pharmaservicen. Samana vuonna yhtiö osti myös lääkealan palveluyritys Farentan, joka tarjoaa mm. henkilöstöpalveluita apteekkeille.

Vuonna 2017 Oriola myi Baltian liiketoiminnot, minkä jälkeen yhtiö on keskittynyt Suomen ja

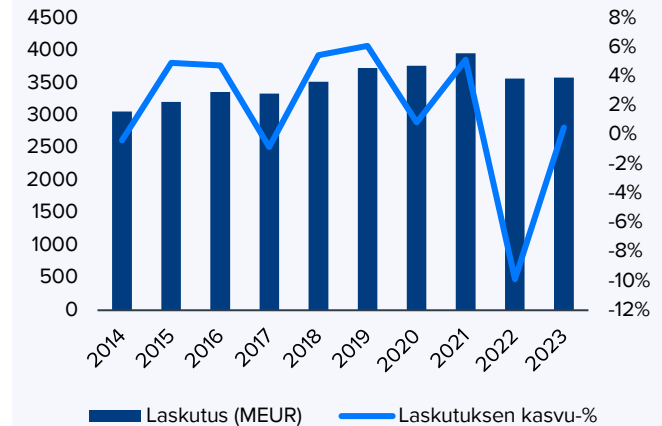
Ruotsin markkinoille. Samana vuonna Oriola ja Kesko perustivat yhteisyritys Hehkun, josta oli tarkoitus tulla koko Suomen kattava terveys- ja hyvinvointiketju. Hehku oli selvä panostus Suomen apteekkimarkkinan potentiaaliselle vapautumiselle. Syksyllä 2017 Oriola otti Suomessa käyttöön uuden ERP-järjestelmän, joka sekoitti yhtiön toiminnan sekä Suomen lääkkeitä jakelun pitkäsi aikaa. Oriolan toimitusjohtajana vuodesta 2006 alkaen toiminut Eero Hautaniemi jätti tehtävänsä ja tilalle tuli Robert Andersson.

Vuonna 2018 Oriola ja Kesko ilmoittivat sulkevansa Hehkun, koska se ei saavuttanut sille asetettuja tavoitteita, eikä Suomen apteekkimarkkinaa vapautettu toisin kuin yhtiöt olivat toivoneet. Vuonna 2019 Oriolan toiminta organisoitiin uusiin asiakaskeskeisiin liiketoiminta-alueisiin.

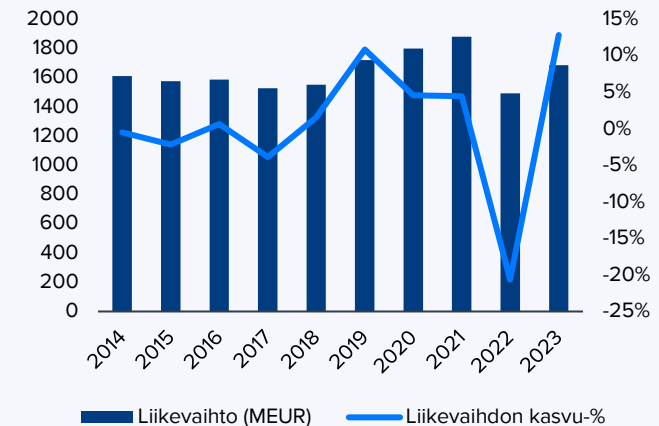
Vuonna 2021 toimitusjohtajaksi valittiin Elisa Markula, joka aloitti ripeästi tehostustoimet yhtiössä, mutta jätti yhtiön vain muutaman kuukauden jälkeen jo alkuvuodesta 2022. Samoin vuodesta 2021 alkaen CFO:na toiminut Sari Pohjonen jätti yhtiön syksyllä 2022. Markulan jälkeen toimitusjohtajaksi valittiin Katarina Gabrielson, jolla on pitkä ura Oriolan eri toimintojen johtotehtävissä.

Ruotsin apteekkiliiiketoiminta siirtyi loppuvuonna 2022 uuteen yhteisyritykseen, minkä jälkeen Oriolaan jäi lähinnä Ruotsin ja Suomen tukkukauppaliiketoiminnot. Viimeisen 15 vuoden aikana yhtiö onkin ehtinyt aloittaa ja lopettaa monenlaisia liiketoimintoja ja palasi nyt karkeasti siihen rakenteeseen, joka sillä listautumisen aikaan vajaan 20 vuotta sitten.

### Laskutuksen kehitys



### Liikevaihdon kehitys



# Historiallinen kehitys ja taloudellinen tilanne 2/3

## Toiminnan vertailukelpoinen volyymi on kehittynyt positiivisesti

Oriolan liiketoiminnan laajuus laski selvästi Ruotsin apteekkien siirtymisen myötä vuoden 2022 lopussa. Nykymuotoisen Oriolan eli jatkuvien toimintojen (ilman Ruotsin apteekkiliiketoimintaa) laskutus on kehittynyt vuosina 2017-2022 positiivisesti ja keskimääräinen vuotuinen kasvu (CAGR) on ollut noin 4 %.

Oriolan liikevaihto kärsi luonnollisesti myös Ruotsin apteekkien siirtymisestä yhteisyritykseen. Jatkuvien toimintojen (ilman Ruotsin apteekkiliiketoimintaa) liikevaihto on kasvanut mukavasti, sen keskimääräisen vuotuisen kasvun (CAGR) ollessa vuosina 2017-2023 noin 5 %. Laskutuksen ja liikevaihdon kasvuerot johtuvat lääkepäämiesten kanssa tehtyjen sopimusten eroista, sillä toisissa sopimuksissa liikevaihtoon kirjataan koko tuotteen hinta (omistusvarasto) ja toisissa sopimuksissa liikevaihtoon kirjataan pelkästään myyntikate (kaupintavarasto). Tämän takia laskutus kuvaa Oriolan toiminnan volyymin kehitystä paremmin kuin liikevaihto.

## Kulurakenne painottuu materiaaleihin

Oriolalla on kolme merkittävää kuluerää: 1) materiaalit ja tarvikkeet; 2) henkilöstökulut ja 3) liiketoiminnan muut kulut. Konsernin kulurakenteeseen vaikutti merkittävästi apteekkiliiketoiminnan poistuminen luvuista, joten luvut ovat nykyrakenteen kanssa vertailukelpoisia 2022 alkaen.

Yhtiön suurin kuluerä materiaalit ja tarvikkeet oli vuonna 2023 noin 89 % liikevaihdosta eli käänteisesti ”myyntikate” oli 11 %:n tasolla.

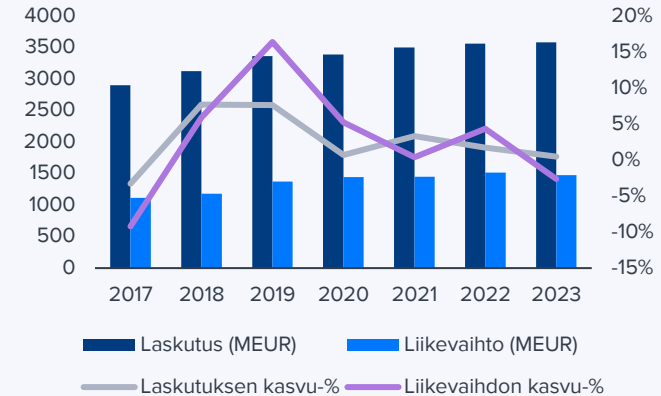
Myyntikatteen tarkastelua heikentää se, että yhtiöllä on hyvin erilaisia liiketoimintoja ja erilaisia tukkusopimuksia lääkeyhtiöasiakkaidensa kanssa (kuten mainittu yllä). Oriolalla on myyntikatteeseen muutenkin hyvin pieni kontrolli, sillä viranomaiset määrittelevät lääkkeiden hinnat, eikä yhtiöllä ole mahdollisuuksia vaikuttaa myyntihintoihin tai -katteisiin oikeastaan muualla kuin vapaan kaupan tuotteissa ja palveluliiketoiminnassa.

Toiseksi suurin kuluerä on liiketoiminnan muut kulut, jotka olivat viime vuonna noin 5 % liikevaihdosta. Liiketoiminnan muut kulut koostuvat useista eristä, kuten rahdin, markkinoinnin, tietohallinnon ja toimitilojen kuluista. Kolmas pääkustannuserä eli henkilöstökulut olivat vuonna 2023 noin 3,5 % liikevaihdosta. Henkilöstökulujen suhteellinen osuus laski selvästi Ruotsin apteekkien yhteisyrityksen myötä. Henkilöstökulut ja muut kulut muodostavat Oriolan kiinteät kulut, jotka ovat noin 83 % myyntikatteesta. Paine myyntikatteessa, jonka uskomme johtuneen etenkin Ruotsin apteekkiliiketoiminnasta, on pitänyt kannattavuuden matalana vuosina 2019-21, kun kiinteitä kuluja on saatu painettua alas.

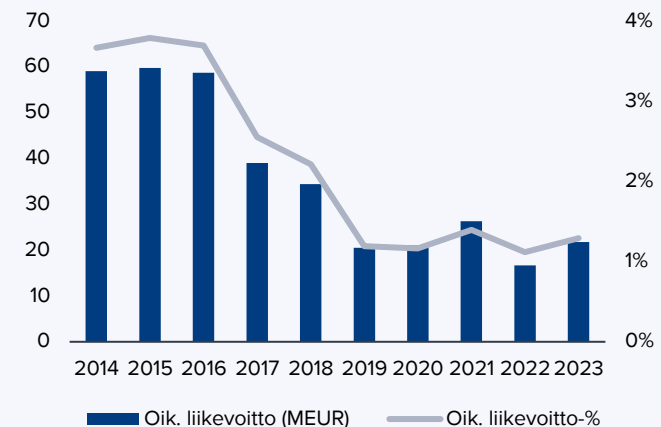
## Tulotaso on jatkuvien toimintojen osalta noussut takavuosien pohjasta

Vuosina 2014-16 Oriola pystyi noin 60 MEUR liikevoittotasoon, josta karkeasti puolet tuli tukkukaupasta ja puolet Ruotsin apteekkiliiketoiminnasta. Tukkukaupan ERP-ongelmien ja apteekkitoiminnan kiristyneen kilpailun myötä tulos tippui 20 MEUR:oon vuosina 2019-20. Tämän jälkeen tulos on aaltoillut, mutta ollut kuitenkin jatkuvien toimintojen osalta nousevalla trendillä.

## Laskutuksen ja liikevaihdon kehitys, jatkuvat toiminnot



## Oikaistun liikevoiton kehitys



# Historiallinen kehitys ja taloudellinen tilanne 3/3

## Taseessa vain vähän aineellista omaisuutta

Oriolan taseen loppusumma Q3'24 lopussa oli noin 870 MEUR. Tästä noin 35 MEUR oli liikearvoa, joka vastaa noin 4 % Oriolan varoista. Merkittävän osan taseen varoista muodostaa Ruotsin yhteisyrityksen kirjanpitoarvo, joka on 230 MEUR. Mielestämme niin nykyisen kuin potentiaalisen tuloksen valossa arvo erittäin korkea. Arvioimme yhteisyrityksen tasearvoksi noin 75 MEUR (kts. sivu 26), joka on selvästi kirjanpitoarvoa matalampi. Näemmekin yhteisyrityksen tasearvossa Oriolalle alaskirjausriskin.

Oriolalla oli Q3'24 lopussa omaa pääomaa noin 150 MEUR, joka on vähemmän kuin yhteisyrityksen tasearvo. Oriolan omavaraisuusaste oli noin 17 %. Mikäli yhteisyrityksen tasearvo alaskirjattaisiin arvioimaamme noin 75 MEUR:oon, yhtiön omavaraisuusaste laskisi lähes nollaan. Mahdollinen alaskirjaus voisi näin aiheuttaa yhtiölle merkittävän iskun taseeseen, jota yhtiö voisi joutua paikkamaan esim. osakeannilla, hybridilainalla, osingon leikkaamisella tai näiden yhdistelmällä.

Aineellista omaisuutta Oriolalla on vain rajallisesti ja sen osuus taseen varoista on noin 5 %. Pääosa taseen aineellisesta omaisuudesta sitoutuu käytännössä logistiikkakeskuksiin ja pienempi osa on vuokrasopimuksiin liittyviä omaisuuseriä. Vaikka Oriola on myynyt noin kolmanneksen myyntisaamisistaan, on ne ja varastot yhteensä noin puolet yhtiön taseesta. Tämä toki johtuu myös aineellisen omaisuuden pienestä määrästä.

Vastuiden puolella Oriolan tase on melko poikkeuksellinen, sillä ostovelat ovat noin 2/3 taseesta. Käytännössä tämä tarkoittaa, että pitkillä maksuajoilla lääkeyhtiöt rahoittavat pitkälti Oriolan

toiminnan. Toki tämän kääntöpuolena on matalat marginaalit, mutta pitkien maksuajojen antama pääoman tehokkuus mahdollistaa Oriolalle hyvän pääoman tuoton matalasta marginaalistasosta huolimatta. Korolliset- ja leasingvelat ovat noin 9 % taseen koosta ja osakepääoman osuus on noin 17 %. Oriolan raportoitu nettovelka Q3'24 lopussa oli hitusen negatiivinen. Nettovelkaantumisaste (gearing) oli -5 %. Tältä osin tase on siis vahva.

## Rahavirralla on tapana vaihdella voimakkaasti

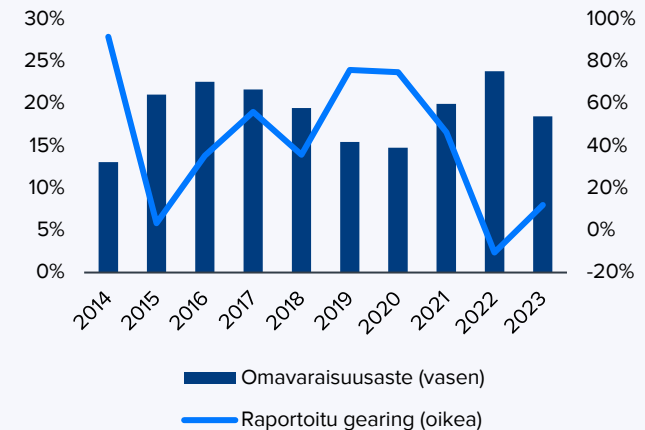
Isosta käyttöpääoman eristä ja isoista yksittäisistä asiakkaista/toimituksista johtuen käyttöpääoman muutokset heiluttavat rahavirtaa merkittävästi niin kvartaalitasolla kuin vuositasollakin. Oriolan nettokäyttöpääoma oli vuoden 2023 lopussa lähes 200 MEUR negatiivinen, joka on poikkeuksellisen matala taso. Ilman myyntisaamisten myyntiäkin (noin 100 MEUR), nettokäyttöpääoma olisi negatiivinen. Rahavirtaa kannattaakin seurata myös ennen käyttöpääoman muutoksia.

## Kestävä investointitaso noin poistojen suuruisen

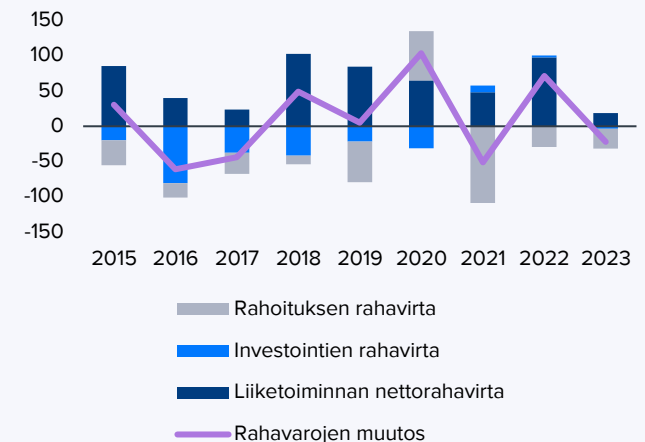
Investoinneissa lukuisat yritysostot vuosien 2016-2018 aikana näkyivät negatiivisesti yhtiön rahavirrassa, mutta sen jälkeen yhtiö on ollut enemmänkin luopumassa liiketoiminnoistaan joka on tukenut lievästi kassavirtaa.

Jatkuvien liiketoimintojen poistotaso on vain noin 15 MEUR, jonka uskomme olevan myös kestävä investointitaso pidemmällä aikavälillä, vaikka liiketoiminta ei merkittävästi aineellista omaisuutta vaadikaan. Tämä on viime vuosia korkeampi taso, sillä Oriolalla on edessä lähivuosina investointeja ainakin Suomen logistiikkakeskukseen.

## Omavaraisuusaste ja gearing (raportoitu)



## Kassavirran komponentit (MEUR)



# Ennusteet 1/2

## Ennustaminen on varsin karkealla tasolla

Kuten olemme maininneet, Oriolan liikevaihtoa heiluttavat erilaisiin sopimusrakenteisiin liittyvät tekijät. Tämä vaikuttaa myös marginaalitasoon, kun osasta toimintaa kirjataan liikevaihtoon vain kate, osasta taas koko tukkumyyntihinta. Tämän takia Oriolan luvuista oleellisia ovat mielestämme etenkin laskutus ja absoluuttinen liikevoitto. Ennusteissamme oletamme tosin laskutuksen ja liikevaihdon kehittyvän samaa vauhtia, sillä meillä ei ole näkyvyyttä sopimusrakenteiden muutoksiin.

Nykyisistä segmenteistä on vielä varsin lyhyt historia, mutta mallinamme ennusteita tällä hetkellä niiden kautta liikevaihdon/laskutuksen ja oik. liikevoiton osalta, jota peilaamme myös konsernitason tulokseen. Tämän lisäksi ennustamme yhteisyrityksen tuloksen erikseen. Oriolan tapauksessa emme näe hyödyllisenä katsoa kovin tarkasti eri kustannuseriä. Pidemmällä aikavälillä toki esim. toiminnan tehokkuus pitäisi näkyä kulusuhteessa ja marginaalissa, mutta niitä voi heiluttaa myös sopimusrakenteiden erot ja muutokset. Myös konsernirakenteen muutokset vaikeuttavat lukujen vertaamista historiaan.

## Ohjeistus ja ennusteet vuodelle 2024

Oriola toisti Q3-raportin yhteydessä koko vuoden 2024 ohjeistuksensa, jonka mukaan oikaistun liikevoiton ilman Ruotsin annosjakelua odotetaan paranevan vuoden 2023 tasolta (19,5 MEUR). Yhtiö on tammi-syyskuun aikana tehnyt ohjeistuksen mukaista oik. liikevoittoa 15,5 MEUR, joka on reilut 2 MEUR vertailukautta parempi. Uskomme Q4-tuloksen olevan pitkälti vertailukauden tasolla ja siten uskomme ohjeistetun tulosparannuksen toteutuvan.

Ennusteemme vuoden 2024 liikevaihdolle on 1689 MEUR (14 %), jota tukee sopimusmuutokset ja laskutuksen odotamme kasvavan vain 6 %. Oik. liikevoiton odotamme olevan 21 MEUR. Oriola paransi alkuvuonna tulostaan vertailukaudesta, mutta H2:n odotamme jäävän noin vertailukauden tasoon.

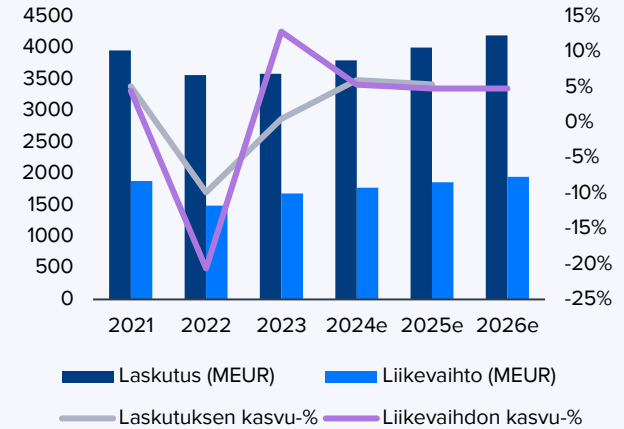
## Kasvuennusteet ovat tavoitteiden mukaisia

Oriolan tavoite on pitkällä aikavälillä kasvaa markkinakasvun mukaisesti tai vähintään 4 %. Meidän ennusteissamme laskutus/liikevaihto kasvaa 2025-27 noin 5 % lähinnä markkinakasvun vetämänä, markkinaosuuksien pysyessä tasaisina. Markkinakasvua ajavat ikääntyvän väestön kasvava tarve lääkkeille sekä uudempien lääkkeiden korkeammat hinnat. Oriola ei arviomme mukaan tule tekemään lähivuosina merkittäviä uusia kasvuavauksia tai yritysostoja, vaan yhtiön fokus tulee olemaan nykyisissä toiminnoissa ja niiden kannattavuuden tervehtämisessä.

## Kannattavuusparannus nojaa oman toiminnan tehokkuuden parantamiseen

Oriolan tulostaso on ollut vuodesta 2017 lähtien vaatimaton tai heikko. Tuloskuntoa ovat haitanneet jatkuvat liiketoiminnan haasteet, jotka ovat liittyneet lähinnä yhtiön omiin toimiin. Oriolan keskittyessä nykyään tukkumarkkinoihin, uskomme markkinoiden puolesta kehityksen olevan suotuisaa. Kannattavuuden parantumisen osalta lähivuosien tuloskasvuennusteemme nojaavat tasaisen volyymikasvun lisäksi pitkälti yhtiön oman toiminnan tehostamiseen ja laadun nostamiseen.

## Laskutuksen ja liikevaihdon kehitys



## Oikaistun liikevoiton kehitys





# Ennusteet 2/2

Lähivuosien ennusteissamme Oriolan oikaistu liikevoitto paranee 2024 tasolta, mutta jää selvästi yhtiön tavoitteiden alapuolelle kuten aiemmin kerroimme. (2025e: 24 MEUR, 2026e: 25,5 MEUR). Tuloskasvua tukee volyymien ja liikevaihdon kasvu sekä jatkuva toiminnan tehostaminen. Emme kuitenkaan näe isoja tehostusaskelia lähivuosina. Toisaalta investoinnit logistiikkatoimintoihin ja/tai tietojärjestelmiin voivat aiheuttaa lisäkuluja ja/tai toiminnan häiriöitä ennen kuin ne saadaan optimaaliseen käyttöön.

Ruotsin apteekkien yhteisyrityksestä Oriola on kirjannut viimeiseltä 12 kk:lta lähes 9 MEUR:n tappion. Yhteisyrityksen tulosta kuormittavat merkittävät aineettomat (kauppahinnan allokointi / PPA) poistot ja yhtiöiden integrointiin liittyvät kertaerät. Tästä syystä mielestämme paras luku yhteisyrityksen operatiivisen toiminnan mittaamiseen on oikaistu EBITA. Sekin oli tappiollinen vielä Q1'24, mutta on sen jälkeen parantunut selvästi ja teki Q3'24 jo 1,4 % marginaalia. Odotammekin yhteisyrityksen tuloksen paranevan tulevien kvartaalien ja lähivuosien aikana oik. EBITA:n noustessa ennusteissamme nykyisestä nollassa (viimeiset 12kk) 25 MEUR:oon vuonna 2026. On kuitenkin hyvä huomioida, että rahavirtaa Oriolan on mahdollista saada yhteisyrityksestä vain osinkoina, joita emme ainakaan lähivuosina odota uuden yhtiön maksavan. Yhteisyrityksen arvo realisoituukin Oriolalle todennäköisesti ainakin pääosin myymällä osuus jossain vaiheessa tulevaisuutta.

## Osakekohtaiset tulos- ja osinkoennusteet

Oriolan vuoden 2024 oikaistu osakekohtainen

tulos tulee ennusteidemme mukaan kasvamaan Oriolan jatkuvien toimintojen tuloskasvun myötä, vaikka yhteisyritys kirjaa vertailukautta isommat tappiot. Odotamme yhteisyrityksen tulokseen ensi vuonna selvää tasonnostoa, joka yhdessä liikevoiton kasvun kanssa tuplaa ennusteissamme osakekohtaisen tuloksen 0,08 euroon.

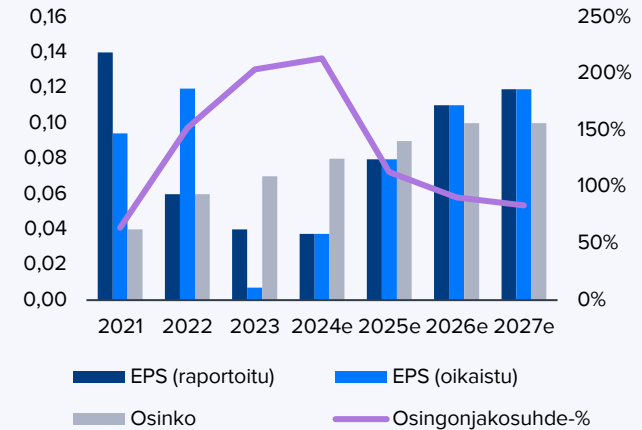
## Osakkuusyhtiö ja negatiivinen käyttöpääoma sekoittavat pääoman tuottolukuja

Kuten taloudellisia tavoitteita käsitellessämme kirjoitimme, Oriolan pääoman tuottoja heikentää se, että taseessa on merkittävä erä osakkuusyhtiön omistuksesta (Ruotsin apteekit), mutta tuloslaskelmassa tämä näkyy vain vähäisemmin. Tältä vuodelta oman pääoman tuotto jää nollassa, mutta yltää 2026 jo lähelle 10 %:a ja siten tuottovaatimuksemme yli. Sijoitettu pääoma Oriolalla on negatiivinen voimakkaasti negatiivisen käyttöpääoman ansiosta. Ainakin teoriassa kasvun pitäisi siis vapauttaa pääomia. Tämän takia kasvun pitäisi lähtökohtaisesti olla arvoa luovaa.

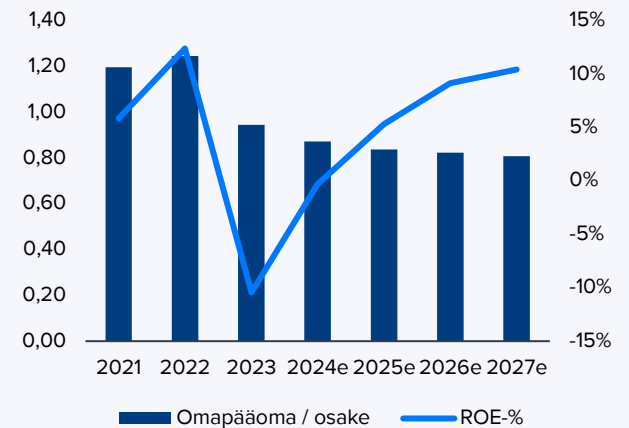
## Pitkällä aikavälillä tasaista kehitystä

Odotamme Oriolan pidemmän aikavälin kasvun olevan noin 3 % vuodessa ja jatkuvien liiketoimintojen liikevoittomarginaalin noin 1,5 %, jolloin jatkuvien toimintojen vapaa kassavirta on noin 25 MEUR:n tasolla. Pidemmällä(kin) aikavälillä kasvun määrää markkinoiden kasvuvauhti, koska isona toimijana Oriolan ei ole mahdollista kasvaa säännöllisesti markkinoita nopeammin, eikä myöskään omalla tehostamisella tuloksen parantaminen ole mahdollista kuin tiettyyn rajaan asti. Tehostamistoimia tosin tehdään vuosikymmenen lopulle asti.

## EPS ja osinkoennusteet



## Oman pääoman tuotto





# Arvonmääritys ja suositus 1/3

## Arvonluonti on ollut hakusessa

Oriolalla on lukuisten liiketoiminnan haasteiden takia ollut vaikeuksia tehdä kelvollista tulosta ja luoda arvoa vuosiin. Tämä on heijastunut myös osakekurssiin, joka laski 2016-17 yli 4 euron tasolta ja oli 2020-22 noin 2 euron tuntumassa, ja 2023 aikana painui edelleen nykyiseen noin euron tasoon. Heikentynyt tulos huomioiden tämä on ollut perusteltua, eikä arvostus tälläkään hetkellä nykytuloksella ole edullinen.

Uskomme edelleen yhtiön pystyvän parempaan ja sen arvon olevan nykyistä tuloksentehtävyttä parempi. Toisaalta vuosien heikko suoriutuminen herättää epäilyksiä yhtiön potentiaalista. Lisäksi tuoreen yhteisyrityksen tasearvo on erittäin korkea, joka ei heijasta mielestämme sen todennäköistä tulos pohjaista arvoa, eikä etenkään tämän hetkisen tuloksen mukaista arvoa. Tämä vaikeuttaa arvostuksen määrittämistä, sillä useimmat skenaariot tarkoittaisivat käytännössä osakepääoman sulamista ja siten tarvetta taseen vahvistamisella, jota emme ole huomioineet.

Uskomme, että Oriolassa voidaan nähdä rakennejärjestelyjä lähivuosina, jotka voivat myös toimia arvon kirkastajina ja vapauttajina. Yhtiön johdossa ja hallituksessa on ollut viime vuosina merkittävää vaihtuvuutta. Tämä viittaa mielestämme siihen, että myös omistajat ovat tyytymättömiä yhtiön kehitykseen ja hakevat tapaa nostaa/realisoida sen arvoa.

## Yhteisyritys sekoittaa arvostuslukuja

Emme näe EV-pohjaisia lukuja kovin hyvinä Oriolalle, koska yhtiön raportoitu nettovelka ei sisällä 1) Ruotsin apteekkiyhteisyrityksen velkaa 2) myytyjä myyntisaatavia. Lisäksi meidän

mallinnuksessa EV-luvuista vähennetään osakkuusyhtiölle laskettu DCF-arvo, jonka tulos näkyy vain osakkuusyhtiöt-rivillä liikevoiton alapuolella. Näiden syiden takia EV-pohjaiset luvut näyttävät varsin matalilta Oriolalle, joka ei siis täysin kuvaa todellista tilannetta.

Koska Ruotsin apteekkiluokkien liiketoiminnot ovat yhteisyrityksessä ja se on edelleen iso osa Oriolan arvoa, käytämme Oriolan arvostukseen ensisijaisesti osien summa -menetelmää. Kuten edellä kerroimme, osakkuusyhtiön tulos ei aineettomien poistojen ja kertaerien takia tule lähivuosinakaan heijastamaan sen todellista tulosta/kassavirtaa. Tämän vuoksi myöskin P/E-luku on huono mittari yhtiön arvostamiseen kokonaisuutena. Käyvän arvon haarukka osakkeelle on mielestämme 0,6-2,3 euroa, jossa alareuna on P/E 15x 2024 tulokselle ja ylälaita DCF-arvomme.

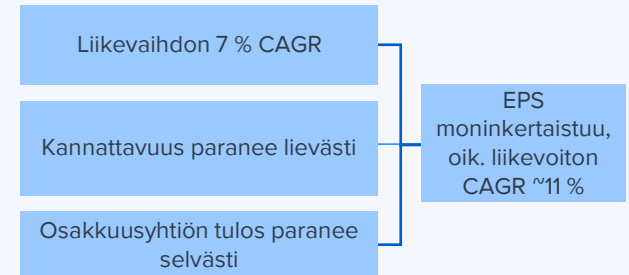
## DCF-mallin arvo on selvästi kurssia korkeammalla

DCF-mallissa olemme olettaneet, että yhteisyrityksestä ei tule Oriolalle kassavirtaa 2023-25, mutta sen jälkeen Oriola saa koko sen raportoidun osakkuusyhtiötuloksen osinkoina itselleen. Tämän oletuksen avulla DCF-laskelma on jollain tavalla käyttökelpoinen arvostusmetodi, joskaan ei erityisen hyvä sekään. DCF-mallimme antaa osakkeen arvoksi noin 2,3 euroa, kun huomioimme noin 95 MEUR factoring-velat osana nettovelkaa. DCF-malli olettaa kannattavuuden paranevan jonkin verran nykytasosta ja säilyvän sillä tasolla jatkossa. DCF-arvoa tukee myös oletus että negatiivisen käyttö pääoman vuoksi termiinalijakson kasvu vapauttaa pääomaa, joka ei välttämättä tule pitkällä aikavälillä toteutumaan.

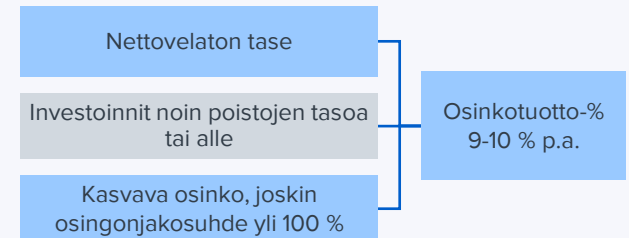
## Osaketuoton ajurit 2023-2026

■ Positiivinen ■ Neutraali ■ Negatiivinen

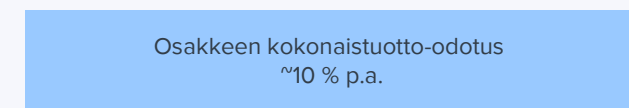
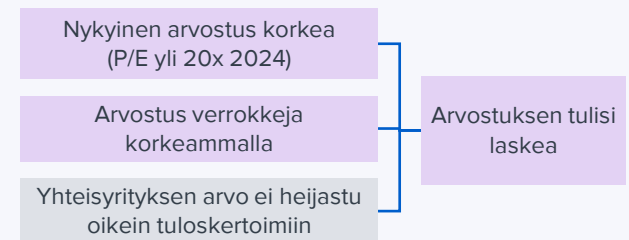
### Tulostuoton ajurit



### Osinkotuoton ajurit



### Arvostuskertoimien ajurit



# Arvonmääritys ja suositus 2/3

## Arvostus verrokkiryhmään nähden

Käytämme Oriolan verrokkiryhmässä pääosin suuria apteekketijua, lääkevälinevalmistajia tai lääketukureita, jotka ovat listattuna USA:ssa (CVS Health, Walgreens Boots Alliance, Cardinal Health, McKesson ja AmerisourceBergen). Oriola on näihin verrattuna hyvin pieni ja se toimii selvästi pienemmällä ja keskittyneemmällä markkinoilla, missä alalle tulon kynnyks on mielestämme korkeampi. Arvostusten vertaaminen toisiinsa ei ole siten kovin suoraviivaista, mutta se antaa jotain osviittaa kansainvälisten apteekki- ja lääketukureiden yleisestä arvostustasosta.

Kuten todettu yllä, useita kertoimia ei voi soveltaa suoraan koko yhtiöön, mutta niitä voi käyttää yhtiön omien toimintojen arvon määrittämiseen. Verrokkiryhmän vuoden 2024 P/E on noin 13x ja vuodelle 2025 12x, joka on suunnilleen Oriolan tasolla. P/E:hen vaikuttaa kuitenkin oleellisesti se, että yhteisyrityksen tulos ei heijastu täysin Oriolan lukuihin. Verrokkien arvostuksesta ei saa nähdäksemme suoraa tulkintaa Oriolalle.

## Normalisoitu kassavirta

Tukkutoimintojen arvoa voi yrittää haarukoida myös normalisoidulla kassavirralla. Jos oletamme kestäväksi liikevoittotasoksi suunnilleen nykyisen 20 MEUR:n tason, investoinnit noin poistojen suuruiseksi ja käyttöpääoman stabiiliksi (näemme nämä kohtuullisen varovaisina oletuksina ottaen huomioon matala investointitaso ja negatiivinen käyttöpääoma) ja 20 %:n veroprosentin, saadaan velattomaksi kassavirraksi 16 MEUR. Olettaen 2 % kestävä kasvu, tämä tarkoittaa noin 250 MEUR EV:tä ja noin 12x EV/EBIT-kertoimeksi käännettynä.

## Osien summa -arvostus

Osien summa -arvostuksessa käytämme Oriolan omille toiminnoille EV/EBIT-perusteista arvostusta. Ruotsin apteekkien Oriolan taseessa olevan kirjanpitoarvo on 230 MEUR. Sekä nykyisen että mielestämme potentiaalisen tuloksen valossa tämä arvo on kuitenkin erittäin korkea, joskin tulos meni selvästi parempaan suuntaan viime kvartaaleina.

Mikäli yhteisyritys tekisi suunnilleen Ruotsin apteekki-alan keskimääräistä noin 2 %:n liikevoittomarginaalia, sen tulos olisi reilut 20 MEUR. Jos arvostamme tämän verrokkiryhmän keskimääräisellä EV/EBIT-kertoimella vuodelle 2024 eli 10x ja huomioiden 79 MEUR:n velat, saamme Oriolan 50 %:m omistusosuuden arvoksi noin 75 MEUR. Mikäli tulos paranee synergioiden myötä alan keskimääräistä tasoa paremmaksi, tässä on nousuvaraa. Esimerkiksi 3 %:n marginaalioletuksella arvo olisi noin 130 MEUR. Tämän hetken tulostaso on kuitenkin arvostuksessa olettamaamme tasoa heikompi. Yhteisyrityksen kirjaaminen arviomaamme arvoon aiheuttaisi oman pääoman laskun lähes nollaan ja siten selvän pääomituksen tarpeen. Arviomme mukaan esim. 50 MEUR:n osakeanti aiheuttaisi vähintään 30 %:n diluution nykykursilla.

Jatkuvien toimintojen arvostamiseen käytämme 2024 EV/EBIT kerrointa 11x (joka on verrokkiryhmän tasoa), jolla päädyimme 250 MEUR:n yritysarvoon. Lisäksi erittelemme doktor.se:n omistuksen arvon erikseen tasearvon mukaisesti. Kun vähennämme tästä factoring-velat ja huomioimme nettovelan, päädyimme 1,4 euron osakekohtaiseen käypään arvoon.

Arvostustaso	2024e	2025e	2026e
Osakekurssi	0,91	0,91	0,91
Osakemäärä, milj. kpl	181,3	181,3	181,3
Markkina-arvo	165	165	165
Yritysarvo (EV)	85	81	88
P/E (oik.)	24,3	11,4	8,3
P/E	neg.	20,1	12,0
P/B	1,0	1,1	1,1
P/S	0,1	0,1	0,1
EV/Liikevaihto	0,1	0,0	0,0
EV/EBITDA	3,1	3,0	3,1
EV/EBIT (oik.)	3,9	3,4	3,5
Osinko/tulos (%)	neg.	199 %	132 %
Osinkotuotto-%	8,8 %	9,9 %	11,0 %

Lähde: Inderes

Osien summa, perus	Arvo per osake	Arvostustapa	
Jatkuvat toiminnot	251	1,4	Verrokkien arvostus, 11x EV/EBIT 2024
Ruotsin apteekki JV	76	0,4	EV/EBIT 10x "normalisoidulle" tulokselle
Doktor.se	11	0,1	Tasearvo
<b>Yhteensä</b>	<b>337</b>	<b>1,9</b>	
<b>Nettovelat taseessa</b>	<b>7</b>	<b>0,0</b>	
<b>Factoring velat</b>	<b>-95</b>	<b>-0,5</b>	
<b>Osakepääoman arvo</b>	<b>249</b>	<b>1,4</b>	

Lähde: Inderes

# Arvonmääritys ja suositus 3/3

## Hyväksytty arvostus

Tavoitehintamme pohjautuu osien summaan, DCF-arvoon ja hyväksytyihin arvostuskertoimiin (P/E). Näemme hyväksyttävän tason olevan noin 12-14x, joka vastaa myös verrokkien lähivuosien tasoa. Tätä tulee tosin soveltaa joko vain Oriolan omien toimintojen tulokselle ja/tai yhteisyrityksen aineettomista poistoista oikaistulle tulokselle. Yhteisyrityksen osalta meillä ei ole tarkkoja lukuja rahoituskuluista ja veroista, joka entisestään vaikeuttaa ennustamista ja arvostusta. Verrokkiryhmä ei tosin ole mielestämme erityisen hyvä arvostustapa Oriolalle verrokkien huomattavasti isomman koon ja eri markkinoiden/liiketoimintamallien takia.

Jos annamme Oriolan omille toiminnoille P/E-kertoimen 13x, päädyimme vuoden 2024 tuloksella noin 165 MEUR:n arvoon (osakepääomalle eli tämä eroaa osien summa -laskelmasta). Lisäämällä tähän aiemmin mainittu 75 MEUR:n arvo yhteisyritykselle, päästään noin 240 MEUR:n tasoon tai noin 1,3 euroa/osake.

## Negatiivinen ja positiivinen skenaario

Negatiivisena skenaariona Oriolalle näemme lähinnä nykyisen tulostason säilymisen ja yhteisyrityksen tuloksen jäävän niinikään heikoksi, joka aiheuttaisi tarpeen alaskirjaukselle ja oman pääoman lisäämiselle. Tämän kvantifointi on hankalaa, sen riippuessa mm. pääomituksen muodosta, osakkeen arvostuksesta ja yhteisyrityksen jatkosta. Uskomme osakkeessa olevan kuitenkin selvästi laskuvaraa tässä skenaariossa.

Positiivisessa skenaariossa Oriolan jatkuvien

toimintojen tulos toipuisi odotuksiamme paremmin noin 30 MEUR:n tasolle, jolloin toimintojen arvo olisi 330 MEUR. Jos Ruotsin apteekkiyhteisyrittäjä osoittautuisi kirja-arvonsa arvoiseksi sen arvo olisi 230 MEUR. Tästä osakkeen arvoksi tulisi noin 2,7 euroa.

## Potentiaalia parempaan, mutta ajan myötä tuloskasvu on rajattua

Osakkeen positiivisia ajureita ovat hyvä osinkotuotto sekä tuloskasvu (sekä omien toimintojen että yhteisyrityksen osalta), jonka uskomme jatkuvan. Vaikka uskomme, että Oriolalla pitäisi olla potentiaalia tehostaa toimintaansa ja siten parantaa marginaalia nykytasolta, Oriolan on mielestämme pitkällä aikavälillä hyvin vaikeaa kasvattaa tulostaan selvästi liikevaihdon tai laskutuksen kasvuvauhtia nopeammin. Asema arvoketjussa (lääkepäämiesten, apteekkien ja kuluttajien välissä) ja toimialan tiukka sääntely pitävät katteet ohuina. Pidemmällä aikavälillä tuloskasvu jäänee siis lääkemarkkinakasvun tasoon eli historian perusteella noin 3 %:iin. Tukkuoiminnassa yhtiöllä on kuitenkin pienilläkin katteilla mahdollisuus yltää hyvään pääoman tuottoon, sillä toiminta sitoo vähän pääomia muun muassa negatiivisen käyttöpääoman takia. Tämä mahdollistaa myös hyvän kassavirran ja osinkotuoton. Kohtuullisella tulostasolla Oriolan pitäisi siis pystyä mielestämme tuottovaatimuksemme ylittävään tuottotasoon myös pidemmällä aikavälillä. Nykymuodossa Oriolan pääoman tuottoja painaa taseessa olevan yhteisyrityksen arvo, joka ei tällä hetkellä tuota juuri tulosta. ”Kypsässä” vaiheessa Oriolan tuotto määrittyykin mielestämme yksinkertaisesti kaavasta markkinakasvu + osinkotuotto.

Osien summa, positiivinen	Arvo	per osake	Arvostustapa
<b>Jatkuvat toiminnot</b>	330	1,8	EV/EBIT 11x 30 MEUR tulokselle
<b>Ruotsin apteekki JV</b>	230	1,3	Tasearvo
<b>Doktor.se</b>	11	0,1	Tasearvo
<b>Yhteensä</b>	571	3,1	
<b>Nettovelat taseessa</b>	7	0,0	
<b>Factoring velat</b>	-95	-0,5	
<b>Osakepääoman arvo</b>	483	2,7	

Lähde: Inderes

# Ilmastotavoite- ja taksonomia-analyysi

## Oriolan liiketoiminta on taksonomian ulkopuolella

Oriolan toimiala on pääasiassa tukkukauppa ja logistiikka, joka ei tässä vaiheessa kuulu taksonomian piiriin. Tämä johtuu nähdäksemme siitä, että taksonomiassa on määritetty aluksi toimialoja joilla on merkittävin vaikutus ilmastonmuutokseen, joihin kuluttajatuotteet eivät kuulu. Yhtiö onkin todennut että sen taksonomiakelpoisuus ja –mukaisuus on tällä hetkellä kaikilta osin 0 %. Koska Oriolan toiminta jää tällä hetkellä taksonomian ulkopuolelle, ei taksonomialle ole nähdäksemme vaikutusta yhtiöön.

## Omien päästöjen osalta päästöt laskeneet hyvin, scope 3 päästöille ei omaa tavoitetta

Oriola kertoo asettaneensa tavoitteensa Pariisin sopimuksen 1,5 asteen päämäärän mukaisesti eli pyrkii omien toimintojensa hiilineutraaliuteen vuoteen 2030 mennessä. Yhtiö ei kuitenkaan ole sitoutunut Science Based Targets –aloitteeseen, jossa arviotaisiin/vahvistettaisiin ovatko tavoitteet Pariisin ilmastopimuksen mukaisia. Oriolan oma tavoite on saavuttaa omissa toiminnoissaan (scope 1 & 2) hiilineutraalius vuoteen 2025 mennessä. Scope 3 päästöjen osalta sillä ei ole erillistä tavoitetta.

Scope 1 & 2 tavoitteen osalta yhtiö käyttää vertailuvuotena vuotta 2019, johon nähden päästöt olivat laskeneet 70 % vuoteen 2022 mennessä. Oriolan omat päästöt koostuvat lähinnä sähköstä ja lämmityksestä ja näissä siirtyminen uusiutuvaan energiaan on laskenut päästöjä. Myös Ruotsin apteekkitoimintojen siirtyminen Oriolan omistuksesta yhteisyritykseen on laskenut lukuja vuonna 2022, kun apteekit eivät ole enää mukana Oriolan luvuissa. Lisäksi yhtiö käyttää osana tavoitteiden saavuttamista päästöjen kompensointia, joka vaikutti myös viime vuoden lukuihin.

Taksonomiakelpoisuus	2022	2023
Liikevaihto	0 %	0 %
OPEX	0 %	0 %
CAPEX	0 %	0 %

Taksonomian mukaisuus	2021	2022
Liikevaihto	0 %	0 %
OPEX	0 %	0 %
CAPEX	0 %	0 %

## Ilmasto

Ilmastotavoite	Kyllä	Kyllä
Pariisin sopimuksen mukainen (1,5 °C:n lämpenemisskenaario)	Ei	Ei

Aloitamme kestävyysarviointien näkyvyyden lisäämisen ilmastotavoitteen ja taksonomiavaikutusten arvioinnista, koska näkemyksemme mukaan niiden merkitys yhtiön arvon muodostumiseen on tällä hetkellä keskimäärin selkein. Näkyvyyttä muihin tekijöihin pyritään lisäämään vaiheittain. Analyttikko huomioi kaikkien kestävyysseikkojen vaikutuksen yhtiön kasvu- ja kannattavuuspotentiaaliin sekä riskiin (ts. tuottovaatimukseen) osana sijoituskäytännön muodostumista.

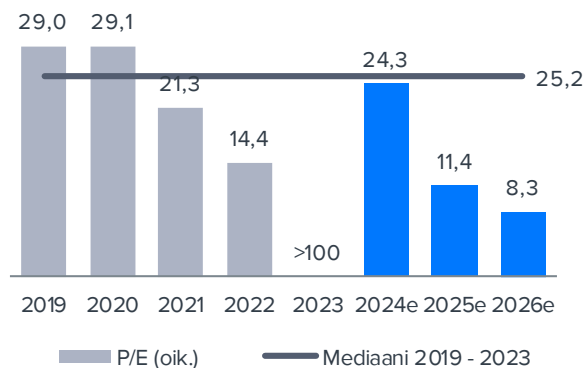
Huom. Taksonomiakelpoisuus-% on esitetty taulukossa ilman taksonomian mukaisia toimintoja

# Arvostustaulukko

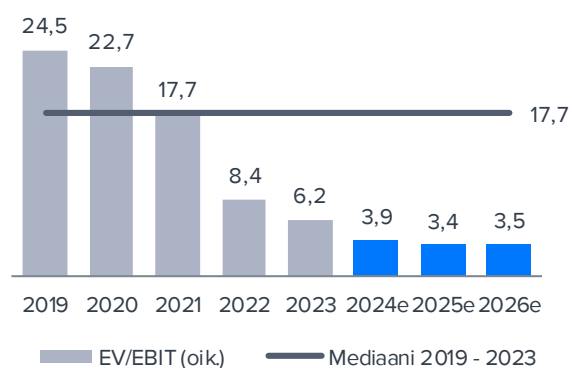
Arvostustaso	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	2027e
Osakekurssi	2,10	1,90	2,01	1,72	0,92	<b>0,91</b>	<b>0,91</b>	<b>0,91</b>	<b>0,91</b>
Osakemäärä, milj. kpl	181,5	181,3	181,3	181,3	181,3	<b>181,3</b>	<b>181,3</b>	<b>181,3</b>	<b>181,3</b>
Markkina-arvo	381	349	363	312	167	<b>165</b>	<b>165</b>	<b>165</b>	<b>165</b>
Yritysarvo (EV)	501	476	464	288	103	<b>85</b>	<b>81</b>	<b>88</b>	<b>99</b>
P/E (oik.)	29,0	29,1	21,3	14,4	>100	<b>24,3</b>	<b>11,4</b>	<b>8,3</b>	<b>7,5</b>
P/E	47,8	30,6	32,3	11,4	neg.	<b>neg.</b>	<b>20,1</b>	<b>12,0</b>	<b>10,5</b>
P/B	2,4	2,1	1,7	1,4	1,0	<b>1,0</b>	<b>1,1</b>	<b>1,1</b>	<b>1,1</b>
P/S	0,2	0,2	0,2	0,2	0,1	<b>0,1</b>	<b>0,1</b>	<b>0,1</b>	<b>0,1</b>
EV/Liikevaihto	0,3	0,3	0,2	0,2	0,1	<b>0,1</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,1</b>
EV/EBITDA	8,3	7,6	7,1	4,2	3,4	<b>3,1</b>	<b>3,0</b>	<b>3,1</b>	<b>3,3</b>
EV/EBIT (oik.)	24,5	22,7	17,7	8,4	6,2	<b>3,9</b>	<b>3,4</b>	<b>3,5</b>	<b>3,7</b>
Osinko/tulos (%)	204,5 %	48,2 %	64,2 %	39,7 %	neg.	<b>neg.</b>	<b>199,2 %</b>	<b>131,9 %</b>	<b>115,6 %</b>
Osinkotuotto-%	4,3 %	1,6 %	2,0 %	3,5 %	7,6 %	<b>8,8 %</b>	<b>9,9 %</b>	<b>11,0 %</b>	<b>11,0 %</b>

Lähde: Inderes

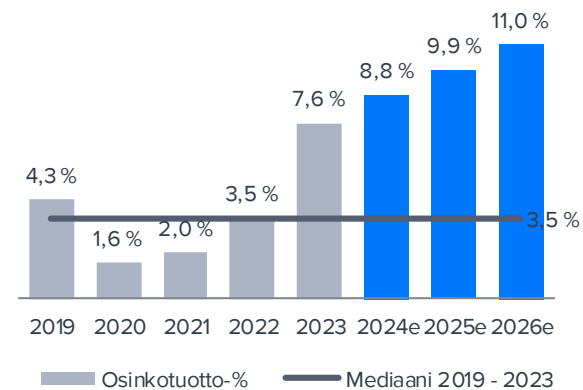
P/E (oik.)



EV/EBIT



Osinkotuotto-%



# Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
	MEUR	MEUR	2024e	2025e	2024e	2025e	2024e	2025e	2024e	2025e	2024e	2025e	2024e
CVS Health Corp	65530	112046	9,1	8,2	7,4	6,8	0,3	0,3	8,8	7,8	4,6	4,6	0,9
Walgreens Boots Alliance Inc	7487	15834	6,5	9,7	3,7	4,8	0,1	0,1	3,3	5,8	14,8	12,8	0,6
Cardinal Health Inc	24662	24625	11,1	11,0	9,1	8,7	0,1	0,1	15,0	14,4	1,8	1,9	
McKesson Corp	59947	63376	14,2	12,8	12,8	11,7	0,2	0,2	18,1	15,6	0,5	0,5	
<b>Oriola (Inderes)</b>	<b>165</b>	<b>85</b>	<b>3,9</b>	<b>3,4</b>	<b>3,1</b>	<b>3,0</b>	<b>0,1</b>	<b>0,0</b>	<b>24,3</b>	<b>11,4</b>	<b>8,8</b>	<b>9,9</b>	<b>1,0</b>
<b>Keskiarvo</b>			<b>10,2</b>	<b>10,4</b>	<b>8,2</b>	<b>8,0</b>	<b>0,2</b>	<b>0,2</b>	<b>11,3</b>	<b>10,9</b>	<b>5,4</b>	<b>5,0</b>	<b>0,7</b>
<b>Mediaani</b>			<b>10,1</b>	<b>10,3</b>	<b>8,2</b>	<b>7,7</b>	<b>0,2</b>	<b>0,2</b>	<b>11,9</b>	<b>11,1</b>	<b>3,2</b>	<b>3,2</b>	<b>0,7</b>
<b>Erotus-% vrt. mediaani</b>			<b>-61 %</b>	<b>-67 %</b>	<b>-63 %</b>	<b>-61 %</b>	<b>-70 %</b>	<b>-71 %</b>	<b>104 %</b>	<b>3 %</b>	<b>174 %</b>	<b>205 %</b>	<b>42 %</b>

Lähde: Refinitiv / Inderes

# Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	Q1'23	Q2'23	Q3'23	Q4'23	2023	Q1'24	Q2'24	Q3'24	Q4'24e	2024e	2025e	2026e	2027e
<b>Liikevaihto</b>	<b>360</b>	<b>389</b>	<b>358</b>	<b>387</b>	<b>1494</b>	<b>375</b>	<b>440</b>	<b>424</b>	<b>447</b>	<b>1686</b>	<b>1777</b>	<b>1862</b>	<b>1952</b>
Distribution	283	310	284	312	1189	294	358	351	371	1374	1453	1526	1602
Wholesale	77,5	79,3	73,8	75,1	306	81,1	81,7	73,7	76,0	313	323	336	350
<b>Käyttökate</b>	<b>7,1</b>	<b>6,8</b>	<b>7,9</b>	<b>8,3</b>	<b>30,1</b>	<b>6,7</b>	<b>8,6</b>	<b>4,9</b>	<b>7,5</b>	<b>27,7</b>	<b>26,7</b>	<b>28,1</b>	<b>30,2</b>
Poistot ja arvonalennukset	-3,6	-3,6	-25,2	-3,0	-35,4	-3,0	-2,9	-4,7	-3,0	-13,6	-10,7	-10,6	-11,2
<b>Liikevoitto ilman kertaeriä</b>	<b>3,5</b>	<b>3,4</b>	<b>4,3</b>	<b>5,5</b>	<b>16,7</b>	<b>4,0</b>	<b>5,7</b>	<b>5,6</b>	<b>6,5</b>	<b>21,8</b>	<b>24,0</b>	<b>25,5</b>	<b>27,0</b>
<b>Liikevoitto</b>	<b>3,5</b>	<b>3,2</b>	<b>-17,3</b>	<b>5,3</b>	<b>-5,3</b>	<b>3,7</b>	<b>5,7</b>	<b>0,2</b>	<b>4,5</b>	<b>14,1</b>	<b>16,0</b>	<b>17,5</b>	<b>19,0</b>
Distribution	3,2	3,1	3,4	4,8	14,5	4,1	4,0	5,0	6,1	19,2	21,0	22,0	23,0
Wholesale	3,0	1,7	2,4	1,8	8,9	2,8	2,3	2,4	2,0	9,5	11,0	11,5	12,0
Nettorahoituskulut	-1,5	-1,9	-1,9	-2,2	-7,6	-2,2	-1,6	-1,8	-1,5	-7,1	-5,5	-5,0	-4,4
<b>Tulos ennen veroja</b>	<b>1,5</b>	<b>1,5</b>	<b>-19,9</b>	<b>-0,8</b>	<b>-17,6</b>	<b>-2,0</b>	<b>2,8</b>	<b>-2,2</b>	<b>2,5</b>	<b>1,1</b>	<b>10,5</b>	<b>16,5</b>	<b>18,6</b>
Verot	-0,4	-0,3	-0,5	-1,9	-3,1	-0,3	-0,9	0,3	-0,6	-1,5	-2,3	-2,8	-2,9
<b>Nettotulos</b>	<b>1,1</b>	<b>1,2</b>	<b>-20,4</b>	<b>-2,7</b>	<b>-20,7</b>	<b>-2,3</b>	<b>1,9</b>	<b>-1,9</b>	<b>1,9</b>	<b>-0,4</b>	<b>8,2</b>	<b>13,8</b>	<b>15,7</b>
<b>EPS (oikaistu)</b>	<b>0,01</b>	<b>0,01</b>	<b>0,01</b>	<b>-0,01</b>	<b>0,01</b>	<b>-0,01</b>	<b>0,01</b>	<b>0,02</b>	<b>0,02</b>	<b>0,04</b>	<b>0,08</b>	<b>0,11</b>	<b>0,12</b>
<b>EPS (raportoitu)</b>	<b>0,01</b>	<b>0,01</b>	<b>-0,11</b>	<b>-0,01</b>	<b>-0,11</b>	<b>-0,01</b>	<b>0,01</b>	<b>-0,01</b>	<b>0,01</b>	<b>0,00</b>	<b>0,05</b>	<b>0,08</b>	<b>0,09</b>
<b>Tunnusluvut</b>	<b>Q1'23</b>	<b>Q2'23</b>	<b>Q3'23</b>	<b>Q4'23</b>	<b>2023</b>	<b>Q1'24</b>	<b>Q2'24</b>	<b>Q3'24</b>	<b>Q4'24e</b>	<b>2024e</b>	<b>2025e</b>	<b>2026e</b>	<b>2027e</b>
<b>Liikevaihdon kasvu-%</b>	-25,3 %	-22,8 %	-25,6 %	3,3 %	-18,9 %	4,1 %	13,0 %	18,6 %	15,6 %	12,9 %	5,4 %	4,8 %	4,8 %
<b>Oikaistun liikevoiton kasvu-%</b>	-69,6 %	-60,5 %	-68,1 %	511,1 %	-51,6 %	14,3 %	67,6 %	30,2 %	18,2 %	30,5 %	10,1 %	6,3 %	5,9 %
<b>Käyttökate-%</b>	2,0 %	1,7 %	2,2 %	2,1 %	2,0 %	1,8 %	2,0 %	1,2 %	1,7 %	1,6 %	1,5 %	1,5 %	1,5 %
<b>Oikaistu liikevoitto-%</b>	1,0 %	0,9 %	1,2 %	1,4 %	1,1 %	1,1 %	1,3 %	1,3 %	1,5 %	1,3 %	1,4 %	1,4 %	1,4 %
<b>Nettotulos-%</b>	0,3 %	0,3 %	-5,7 %	-0,7 %	-1,4 %	-0,6 %	0,4 %	-0,4 %	0,4 %	0,0 %	0,5 %	0,7 %	0,8 %

Lähde: Inderes

# Tase

Vastaavaa	2022	2023	2024e	2025e	2026e
<b>Pysyvät vastaavat</b>	<b>419</b>	<b>348</b>	<b>338</b>	<b>333</b>	<b>342</b>
Liikearvo	61,1	35,2	35,2	35,2	35,2
Aineettomat hyödykkeet	20,6	16,0	16,9	17,8	18,6
Käyttöomaisuus	57,7	45,0	34,4	28,7	37,2
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	240	235	235	235	235
Muut sijoitukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset varat	38,3	15,5	15,5	15,5	15,5
Laskennalliset verosaamiset	1,2	0,4	0,4	0,4	0,4
<b>Vaihtuvat vastaavat</b>	<b>542</b>	<b>587</b>	<b>599</b>	<b>630</b>	<b>622</b>
Vaihto-omaisuus	149	163	169	178	186
Muut lyhytaikaiset varat	5,8	26,2	26,2	26,2	26,2
Myyntisaamiset	227	260	287	302	317
Likvidit varat	161	138	118	124	93,1
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>961</b>	<b>935</b>	<b>937</b>	<b>963</b>	<b>964</b>

Lähde: Inderes

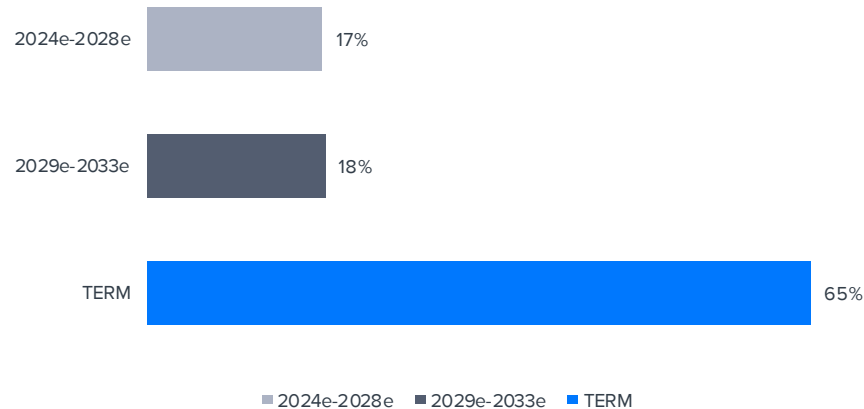
Vastattavaa	2022	2023	2024e	2025e	2026e
<b>Oma pääoma</b>	<b>226</b>	<b>171</b>	<b>158</b>	<b>152</b>	<b>149</b>
Osakepääoma	36,2	36,2	36,2	36,2	36,2
Kertyneet voittovarot	83,2	50,8	37,6	31,3	28,8
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	-16,7	-16,7	-16,7	-16,7	-16,7
Muu oma pääoma	123	101	101	101	101
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Pitkäaikaiset velat</b>	<b>87,3</b>	<b>24,2</b>	<b>23,8</b>	<b>24,0</b>	<b>22,5</b>
Laskennalliset verovelat	4,9	2,9	2,9	2,9	2,9
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Korolliset velat	69,9	7,1	6,7	6,9	5,4
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	12,5	14,2	14,2	14,2	14,2
<b>Lyhytaikaiset velat</b>	<b>648</b>	<b>739</b>	<b>755</b>	<b>788</b>	<b>793</b>
Korolliset velat	67,0	111	76,8	79,0	56,7
Lyhytaikaiset korottomat velat	557	608	658	688	715
Muut lyhytaikaiset velat	23,8	21,0	21,0	21,0	21,0
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>961</b>	<b>935</b>	<b>937</b>	<b>963</b>	<b>964</b>



# DCF-laskelma

DCF-laskelma	2023	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	-18,9 %	12,9 %	5,4 %	4,8 %	4,8 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	2,5 %	2,5 %
Liikevoitto-%	-0,4 %	0,8 %	0,9 %	0,9 %	1,0 %	1,2 %	1,4 %	1,5 %	1,5 %	1,5 %	1,5 %	1,5 %
<b>Liikevoitto</b>	<b>-5,3</b>	<b>14,1</b>	<b>16,0</b>	<b>17,5</b>	<b>19,0</b>	<b>24,1</b>	<b>29,0</b>	<b>32,0</b>	<b>33,0</b>	<b>33,9</b>	<b>34,8</b>	
+ Kokonaispoistot	35,4	13,6	10,7	10,6	11,2	14,2	15,1	15,0	14,9	14,8	15	
- Maksetut verot	-4,3	-1,6	-2,3	-2,8	-2,9	-3,9	-4,9	-5,5	-5,7	-5,9	-6,0	
- verot rahoituskuluista	-1,7	-1,7	-1,2	-1,1	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9	
+ 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	-20,1	17,2	5,6	4,4	4,4	0,5	0,3	0,1	-0,1	-0,3	5,4	
<b>Operatiivinen kassavirta</b>	<b>4,0</b>	<b>41,6</b>	<b>28,7</b>	<b>28,7</b>	<b>30,7</b>	<b>33,9</b>	<b>38,6</b>	<b>40,7</b>	<b>41,2</b>	<b>41,7</b>	<b>48,0</b>	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	1,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	30,6	-3,9	-5,9	-20,0	-23,6	-26,3	-15,4	-15,3	-15,2	-15,0	-17	
<b>Vapaa operatiivinen kassavirta</b>	<b>36,3</b>	<b>37,8</b>	<b>22,8</b>	<b>8,7</b>	<b>7,1</b>	<b>7,7</b>	<b>23,2</b>	<b>25,4</b>	<b>26,1</b>	<b>26,7</b>	<b>31,2</b>	
+/- Muut	0,0	0,0	0,0	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0	
Vapaa kassavirta	36,3	37,8	22,8	12,7	11,1	11,7	27,2	29,4	30,1	30,7	35,2	656
<b>Diskontattu vapaa kassavirta</b>		<b>37,7</b>	<b>21,0</b>	<b>10,9</b>	<b>8,8</b>	<b>8,5</b>	<b>18,4</b>	<b>18,5</b>	<b>17,5</b>	<b>16,5</b>	<b>17,6</b>	<b>327</b>
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		503	465	444	433	424	416	397	379	361	345	327
<b>Velaton arvo DCF</b>		<b>503</b>										
- Korolliset velat		-213										
+ Rahavarat		138										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		-12,7										
<b>Oman pääoman arvo DCF</b>		<b>416</b>										
<b>Oman pääoman arvo DCF per osake</b>		<b>2,3</b>										

## Rahavirranjakauma jaksoittain



## Pääoman kustannus (WACC)

Vero-% (WACC)	22,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	15,0 %
Vieraan pääoman kustannus	5,0 %
Yrityksen Beta	1,10
Markkinoiden riski-premio	4,75 %
Likviditeettipremio	1,00 %
Riskitön korko	2,5 %
<b>Oman pääoman kustannus</b>	<b>8,7 %</b>
<b>Pääoman keskim. kustannus (WACC)</b>	<b>8,0 %</b>

Lähde: Inderes

# Yhteenveto

Tuloslaskelma	2021	2022	2023	2024e	2025e	Osakekohtaiset luvut	2021	2022	2023	2024e	2025e
Liikevaihto	1882,4	1841,4	1493,8	1685,9	1776,7	EPS (raportoitu)	0,06	0,15	-0,11	0,00	0,05
Käyttökate	65,4	68,6	30,1	27,7	26,7	EPS (oikaistu)	0,09	0,12	0,01	0,04	0,08
Liikevoitto	20,5	40,2	-5,3	14,1	16,0	Operat. kassavirta / osake	0,24	0,08	0,02	0,23	0,16
Voitto ennen veroja	14,7	35,4	-17,6	1,2	10,5	Vapaa kassavirta / osake	-0,03	0,07	0,20	0,21	0,13
Nettovoitto	11,3	27,4	-20,7	-0,5	8,2	Omapääoma / osake	1,20	1,24	0,94	0,87	0,84
Kertaluontoiset erät	-5,8	5,7	-22,0	-7,7	-8,0	Osinko / osake	0,04	0,06	0,07	0,08	0,09
<b>Tase</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024e</b>	<b>2025e</b>	<b>Kasvu ja kannattavuus</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024e</b>	<b>2025e</b>
Taseen loppusumma	1093,2	961,0	934,5	937,2	963,3	Liikevaihdon kasvu-%	5 %	-2 %	-19 %	13 %	5 %
Oma pääoma	216,8	225,7	171,2	158,0	151,7	Käyttökateen kasvu-%	4 %	5 %	-56 %	-8 %	-4 %
Liikearvo	273,5	61,1	35,2	35,2	35,2	Liikevoiton oik. kasvu-%	26 %	31 %	-52 %	31 %	10 %
Nettovelat	100,8	-23,7	-20,6	-34,5	-38,5	EPS oik. kasvu-%	44 %	27 %	-94 %	435 %	113 %
<b>Kassavirta</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024e</b>	<b>2025e</b>	Käyttökate-%	3,5 %	3,7 %	2,0 %	1,6 %	1,5 %
Käyttökate	65,4	68,6	30,1	27,7	26,7	Oik. Liikevoitto-%	1,4 %	1,9 %	1,1 %	1,3 %	1,4 %
Nettokäyttöpääoman muutos	-15,5	8,6	-20,1	17,2	5,6	Liikevoitto-%	1,1 %	2,2 %	-0,4 %	0,8 %	0,9 %
Operatiivinen kassavirta	43,5	13,9	4,0	41,6	28,7	ROE-%	5,8 %	12,4 %	-10,4 %	-0,3 %	5,3 %
Investoinnit	-47,2	329,2	30,6	-3,9	-5,9	ROI-%	4,6 %	10,2 %	-3,1 %	3,1 %	6,7 %
Vapaa kassavirta	-5,1	12,1	36,3	37,8	22,8	Omavaraisuusaste	19,8 %	23,5 %	18,3 %	16,9 %	15,8 %
						Nettovelkaantumisaste	46,5 %	-10,5 %	-12,0 %	-21,8 %	-25,4 %
<b>Arvostuskertoimet</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024e</b>	<b>2025e</b>						
EV/Liikevaihto	0,2	0,2	0,1	0,1	0,0						
EV/EBITDA	7,1	4,2	3,4	3,1	3,0						
EV/EBIT (oik.)	17,7	8,4	6,2	3,9	3,4						
P/E (oik.)	21,3	14,4	>100	24,3	11,4						
P/B	1,7	1,4	1,0	1,0	1,1						
Osinkotuotto-%	2,0 %	3,5 %	7,6 %	8,8 %	9,9 %						

Lähde: Inderes

# Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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

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

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

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen 12 kuukauden kokonaistuotto-odotukseen (sis. kurssinousu ja osingot) ja huomioi Inderesin näkemyksen tuotto-odotukseen liittyvästä riskistä. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituksiin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään 2-4 kertaa vuodessa yhtiöiden osavuosikatsausten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvion mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmääritysmenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmääritysmenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

Inderesin suosituspolitiikka perustuu seuraavaan jakaumaan suhteessa osakkeen 12 kuukauden riskikorjattuun kokonaistuotto-odotukseen.

Osta	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on erittäin houkutteleva
Lisää	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on houkutteleva
Vähennä	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on heikko
Myy	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on erittäin heikko

Osakkeen 12 kuukauden riskikorjatun kokonaistuotto-odotuksen yllä esitettyjen määritelmien mukainen arviointi on yhtiökohtaista ja subjektiivista. Siten eri osakkeilla samansuuruiset 12 kk kokonaistuotto-odotukset voivat johtaa eri suosituksiin eikä eri osakkeiden suosituksia ja 12 kk kokonaistuotto-odotuksia tule verrata keskenään. Tuotto-odotuksen vastapuolena toimii sijoittajan Inderesin näkemyksen mukaan ottama riski, joka vaihtelee voimakkaasti eri yhtiöiden ja tilanteiden välillä. Korkea tuotto-odotus ei siis välttämättä johda positiiviseen suositukseen riskien ollessa poikkeuksellisen suuria, eikä matala tuotto-odotus johda vastaavasti negatiiviseen suositukseen riskien ollessa Inderesin näkemyksen mukaan maltillisia.

Inderesin tutkimusta laatineilla analyytikoilla tai Inderesin työntekijöillä ei voi olla 1) merkittävän taloudellisen edun ylittäviä omistuksia tai 2) yli 1 %:n omistusosuuksia missään tutkimuksen kohteena olevissa yhtiössä. Inderes Oyj voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoittavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oyj:n omistukset esitetään yksilöityinä mallisalkussa. Inderes Oyj:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin laatineen analyytikon palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oyj: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 sijoittajaviestinnän palveluita, joiden tavoitteena on parantaa yhtiön ja pääomamarkkinoiden välistä kommunikaatiota. Näitä palveluita ovat sijoittajatalaisuuksien ja -tapahtumien järjestäminen, sijoittajaviestinnän liittyvä neuvonanto, sijoitustutkimusraporttien laatiminen.

Kaikki Inderes Oyj:n osakeomistukset sen seurannassa olevissa kohdeyhtiöissä esitetään yksilöityinä oikeaa rahaa sijoittavassa Inderes Oyj:n [mallisalkussa](#).

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

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

## Suositusistoria (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
28/10/2019	Vähennä	2,10 €	2,08 €
09/02/2020	Vähennä	2,10 €	2,09 €
25/04/2020	Lisää	2,30 €	2,08 €
20/05/2020	Lisää	2,30 €	1,95 €
20/07/2020	Lisää	2,10 €	1,88 €
26/10/2020	Lisää	2,00 €	1,87 €
22/02/2021	Lisää	2,00 €	1,95 €
27/04/2021	Vähennä	1,90 €	2,01 €
21/07/2021	Vähennä	1,90 €	1,92 €
28/10/2021	Lisää	2,20 €	1,91 €
21/01/2022	Lisää	2,40 €	2,21 €
Analytiikko vaihtuu			
21/02/2022	Vähennä	2,30 €	2,20 €
29/04/2022	Lisää	2,30 €	2,00 €
Analytiikko vaihtuu			
25/07/2022	Lisää	2,30 €	2,10 €
08/08/2022	Lisää	2,30 €	2,02 €
28/10/2022	Lisää	2,10 €	1,86 €
31/01/2023	Lisää	2,00 €	1,72 €
17/02/2023	Vähennä	1,70 €	1,62 €
28/04/2023	Vähennä	1,50 €	1,45 €
24/07/2023	Vähennä	1,25 €	1,19 €
30/08/2023	Lisää	1,05 €	0,94 €
01/11/2023	Lisää	1,05 €	0,92 €
19/02/2024	Lisää	1,20 €	1,05 €
26/04/2024	Lisää	1,10 €	0,98 €
02/05/2024	Lisää	1,00 €	0,92 €
19/07/2024	Lisää	1,05 €	0,96 €
31/10/2024	Lisää	1,00 €	0,90 €
17/12/2024	Lisää	1,00 €	0,91 €

Inderesin tehtävä on yhdistää sijoittajat ja pörssiyritykset. Asiakkainamme on yli 400 pörssiyritystä, jotka haluavat palvella omistajiaan ja sijoittajayhteisöä tarjoamalla parempaa sijoittajaviestintää. Sijoittajayhteisöömme kuuluu yli 70 000 aktiivista osakesijoittamisesta kiinnostunutta jäsentä.

Inderesin yhteiskunnallisena tavoitteena on demokratisoida sijoittajatieta. Uskomme sijoittajien yhtäläisiin mahdollisuuksiin saada tietoa, jonka avulla säästää ja sijoittaa tulevaisuuteensa.

Pörssiyrityksille tuotamme ratkaisuja, joiden avulla toteuttaa tehokasta ja avointa sijoittajaviestintää. Inderesin tuotetarjooma kattaa kaikki keskeiset pörssiyrityksen sijoittajaviestinnän tarvitsemat ratkaisut. Päätuotteitamme ovat osakeanalyysi, IR-tapahtumat, IR-ohjelmistot ja yhtiökokoukset.

Sijoittajayhteisölle tarjoamme palveluita, joiden avulla yhteisön jäsenet voivat kehittyä paremmiksi sijoittajiksi, verkostoitua muiden sijoittajien kanssa sekä saada ajantasaista tietoa sijoituspäätösten tueksi.

Inderes on listattu Nasdaq First North -markkinapaikalle ja se toimii Suomessa, Ruotsissa, Tanskassa ja Norjassa.

### Inderes Oyj

Itämerentori 2

00180 Helsinki

+358 10 219 4690

Palkittua analyysia osoitteessa [inderes.fi](https://www.inderes.fi)



STARMINE  
ANALYST AWARDS  
FROM REFINITIV



THOMSON REUTERS  
ANALYST AWARDS



Juha Kinnunen  
2012, 2016, 2017, 2018, 2019, 2020



Mikael Rautanen  
2014, 2016, 2017, 2019



Sauli Vilén  
2012, 2016, 2018, 2019, 2020



Antti Viljakainen  
2014, 2015, 2016, 2018, 2019, 2020



Olli Koponen  
2020



Joni Grönqvist  
2019, 2020



Erkki Vesola  
2018, 2020



Petri Gostowski  
2020



Atte Riikola  
2020

**Analyysi kuuluu  
kaikille.**