

Oriola

Yhtiöraportti

29.8.2023 18:57



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

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde
res.

Oikeilla lääkkeillä tulosta pitäisi löytyä

Oriolan tulostaso on tällä hetkellä heikko ja uskomme yhtiön joutuvan vielä varoittamaan tämän vuoden tuloksestaan. Näemme kuitenkin tuloksen kääntyvän jatkuvien toimintojen osalta (tukkutoiminnot) parempaan suuntaan H2:lla ja myös yhteisyrityksen parantavan tulostaan jatkossa. Osakekurssi on painunut kaikkien aikojen matalimmalle tasolle. Näemme odotetun tulosparannuksen myötä osakkeessa nousupotentiaalia. Nostamme suosituksemme tasolle lisää (aik. vähennä), joskin leikkaamme tavoitehintaa 1,05 euroon (aik. 1,25).

Oriola on lähinnä lääkkeiden tukkukauppaan keskittynyt yhtiö

Oriola on lääkkeiden, terveys- ja hyvinvointituotteiden tukkukauppaan erikoistunut yhtiö. Oriolalla on myös 50 % omistusosuus apteekiketjusta Ruotsissa, joka raportoidaan osakkuusyhtiönä. Oriolan jatkuvien toimintojen (tukkutoiminnot) liikevaihto tulee käytännössä 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.

Tuloksenteossa ollut jatkuvia haasteita, näemme potentiaalia parempaan

Oriolalla on ollut vuodesta 2017 alkaen lukuisia haasteita, joiden takia tulos- ja kurssikehitys ovat olleet vaisuja. Myös viime kvartaalien tulos on ollut laskussa vertailukauteen nähden ja yhtiö on edelleen mielestämme käänneyhtiö, jolla pitäisi olla edellytykset jonkin verran nykytasoa parempaan tulokseen omaa tehokkuutta parantamalla. Jatkuvien toimintojen osalta uskomme kestävän tulostason olevan 20-25 MEUR. Uskomme myös Ruotsin apteekkien yhteisyrityksen parantavan jatkossa tulostasoaan synergioiden tukemana.

Tämän vuoden ohjeistus näyttää vaikealta saavuttaa

Oriola ohjeistaa oikaistun liikevoiton pysyvän vuoden 2022 tasolla (19,7 MEUR). Näemme kuitenkin riskin ohjeistuksen pettämisessä, sillä yhtiö teki H1:llä vain 6,9 MEUR tulosta, joka jäi reilut 3 MEUR vertailukaudesta (H1'22: 10,2 MEUR). Ohjeistukseen pääseminen vaatisi Oriolalta H2:n aikana selvää tulostahdin parantumista, minkä myötä ohjeistus näyttää arviomme mukaan haastavalta. Heikon alkuvuoden ja kurssikehityksen jälkeen tämä ei kuitenkaan mielestämme ole iso asia, kunhan tulos kääntyy taas ylöspäin. Meidän ennuste on 16,7 MEUR. Emme tehneet ennustemuutoksia tässä raportissa.

Mahdollisuuksia arvon luontiin tulosparannuksella ja/tai rakennejärjestelyillä

Vaikka Oriolan tulostaso on tällä hetkellä heikohko, uskomme edelleen yhtiön pystyvän jonkin verran parempaan. Yhteisyrityksen osalta Oriolan tasearvo on suuri ja näemme sen arvon selvästi matalampana, joka aiheuttaa alaskirjauriskin. Toisaalta Oriolassa voidaan nähdä rakennejärjestelyjä lähivuosina, jotka voivat myös toimia arvon kirkastajina ja vapauttajina. Arvostuskertoimien osalta Oriolan arviointia vaikeuttaa mm. Ruotsin osakkuusyhtiön raportointi, emmekä näekään konsernin tulokertoimia, etenkin EV-pohjaisia, suoraan käyttökelpoisina. Päivitetty osien summa –arvomme on 1,2 euroa ja DCF-arvomme on 1,8 euroa. Nämä molemmat nojaavat kuitenkin sekä tukkutoimintojen että yhteisyrityksen tuloksen parantumiseen nykytasolta.

Suositus

Lisää

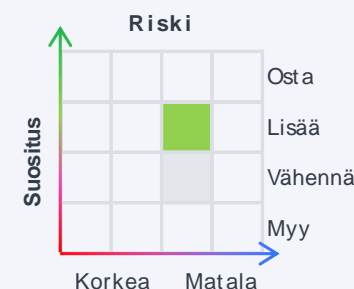
(aik. Vähennä)

1,05 EUR

(aik. 1,25 EUR)

Osakekurssi:

0,94



Avainluvut

	2022	2023e	2024e	2025e
Liikevaihto	1841	1487	1531	1577
kasvu-%	-2 %	-19 %	3 %	3 %
EBIT oik.	34,5	16,7	20,0	23,0
EBIT-% oik.	1,9 %	1,1 %	1,3 %	1,5 %
Nettotulos	27,4	8,6	16,5	20,1
EPS (oik.)	0,12	0,05	0,09	0,11
P/E (oik.)	14,4	19,3	10,3	8,5
P/B	1,4	0,8	0,7	0,7
Osinkotuotto-%	3,5 %	6,4 %	6,4 %	7,4 %
EV/EBIT (oik.)	8,4	4,2	3,3	2,5
EV/EBITDA	4,2	2,3	1,9	1,5
EV/Liikevaihto	0,2	0,0	0,0	0,0

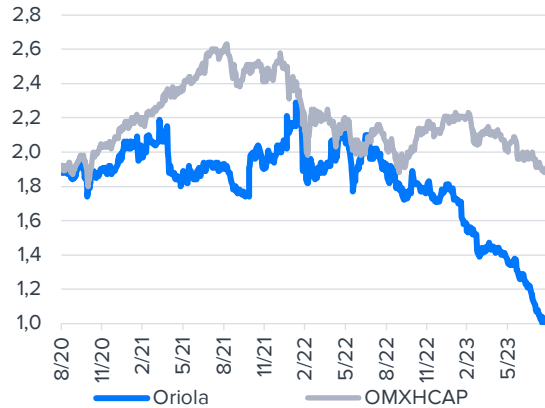
Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

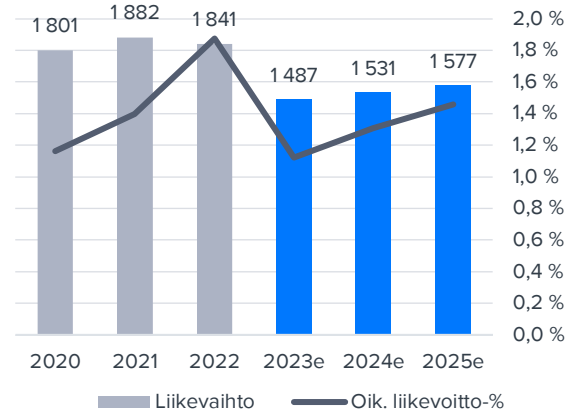
Oriolan oikaistun liikevoiton arvioidaan pysyvän vuoden 2022 tasolla (19,7 MEUR).

Osakekurssi



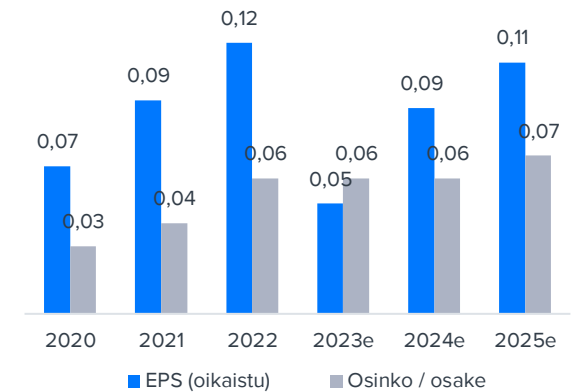
Lähde: Millistream Market Data AB

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

Arvostustaso	2023e	2024e	2025e
Osakekurssi	0,94	0,94	0,94
Osakemäärä, milj. kpl	181,3	181,3	181,3
Markkina-arvo	170	170	170
Yritysarvo (EV)	70	65	58
P/E (oik.)	19,3	10,3	8,5
P/E	19,7	10,3	8,5
P/B	0,8	0,7	0,7
P/S	0,1	0,1	0,1
EV/Liikevaihto	0,0	0,0	0,0
EV/EBITDA (oik.)	2,3	1,9	1,5
EV/EBIT (oik.)	4,2	3,3	2,5
Osinko/tulos (%)	126,0 %	66,1 %	63,0 %
Osinkotuotto-%	6,4 %	6,4 %	7,4 %

Lähde: Inderes

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	5-10
Sijoitusprofiili	11-12
Toimiala ja kilpailu	13-16
Strategia ja taloudelliset tavoitteet	17-18
Historiallinen kehitys ja taloudellinen tilanne	19-23
Ennusteet, arvonmääritys ja suositus	24-28
Taulukot	29-34
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	35-36

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 (+1,7 % vs. 2021)

Laskutus 2022, jatkuvat toiminnot

19,7 MEUR (1,3 % liikevaihdosta)

Oikaistu liikevoitto 2022, jatkuvat toiminnot ilman yhteisyritystä

797

Henkilöstömäärä (FTE) Q2'23:n lopussa, jatkuvat toiminnot

~44 %

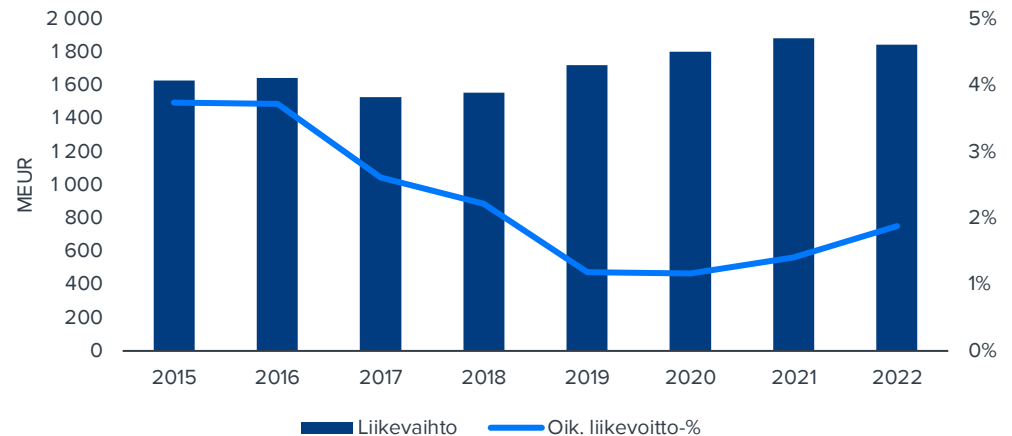
Markkinaosuus Suomen ja Ruotsin lääkkeiden tukkukaupassa Q2'23:n lopussa

~25 %

Markkinaosuus Ruotsin apteekkimarkkinoilla yhteisyrityksen kautta 2022



Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys



Yhtiökuvaus

Terveyden ja hyvinvoinnin edistäjä

Oriola on lääkkeiden, terveys- ja hyvinvointituotteiden 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 oli kesäkuun 2023 lopussa 797. Oriolalle relevantit kohdemarkkinat ovat Suomen ja Ruotsin lääke-, terveys- ja hyvinvointituotteiden markkinat. Oriolan liikevaihto tulee käytännössä Suomesta ja Ruotsista.

Yksi raportoitava segmentti

Oriolan liiketoiminta on vuoden 2022 alusta lähtien raportoitu jatkuvien liiketoimintojen osalta vain yhtenä segmenttinä, joka yhdistää aiemmin Pharma ja Retail -segmentteinä raportoidut liiketoiminnot. Oriolan toiminta jakaantuu tukkukauppaan ja muihin toimintoihin. Tukkukaupassa päämiehiä ovat lääkeyhtiöt ja asiakkaina apteekit, sairaala-apteekit ja eläinlääkärit. Tämän toiminnan yhteydessä Oriola tarjoaa myös asiantuntijapalveluita lääkeyhtiöille.

Lääkkeiden lisäksi Oriolalla on terveys- ja hyvinvointituotteiden tukkumyyntiä (mm. Gefilus, Lysi, Apteekkarin ja Dexal -brändit) apteekkeille, vähittäiskaupoille, eläinlääkäreille ja muille terveydenhuollon toimijoille. Tukkukauppa vastasi 89 % Oriolan jatkuvien toimintojen liikevaihdosta H123:lla.

Tukkukaupan lisäksi Oriolalla on lääkkeiden annosjakelutoimintaa Suomessa ja Ruotsissa.

Annosjakelu, aiemmin mainitut asiantuntijapalvelut sekä logistiikkapalvelut (joka toiminnallisesti on osa tukkukauppaa) toivat 11 % Oriolan jatkuvien toimintojen liikevaihdosta H123:lla.

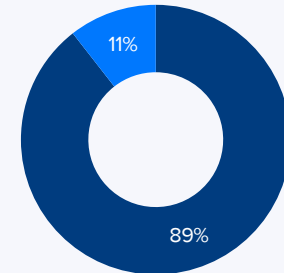
Toiminnallisesti Oriolan logistiikkatoiminnot on keskitetty Suomessa Espooseen (jakelukeskus ja keskusvarasto) ja Ruotsissa Enköpingiin (jakelukeskus) ja Mölnlyckeeseen (keskusvarasto). Lisäksi Oriolalla on lääkkeiden annosjakelun tuotantoa Helsingissä ja Uppsalassa.

Vuonna 2022 jatkuvien toimintojen oikaistu liikevoitto oli 19,7 MEUR, joka oli 1,3 % liikevaihdosta. Oriola raportoi osuutensa Ruotsin apteekkien yhteisyrityksen nettotuloksesta liikevoiton alapuolella, joka oli -2 MEUR vuonna 2022, yhteisyrityksen aloittaessa toimintansa vasta Q422.

Kaksi osakesarjaa, Heikki Herlin pääomistaja

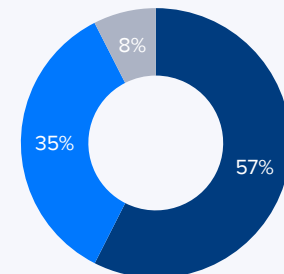
Oriolalla on kaksi osakesarjaa (A ja B), joista molemmat antavat samat oikeudet yhtiön omaisuuteen ja osingonjakoon. A-sarjan osakkeet oikeuttavat äänestämään yhtiökokouksessa 20 äänellä ja B-sarjan osakkeet yhdellä äänellä. Äänimäärällä mitattuna Oriolan suurimmat omistajat ovat Heikki Herlin (13,4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

Liikevaihdon jakauma (H1'2023), jatkuvat toiminnot



■ Tukkukauppa ■ Muut

Liikevaihdon jakauma maittain (H1'2023), jatkuvat toiminnot



■ Ruotsi ■ Suomi ■ Muut

Liiketoimintamalli 1/4

Oriola toimii laaja-alaisesti terveys- ja hyvinvointimarkkinoilla tarjoamalla tuotteita ja palveluita pääasiassa kahdelle ryhmälle: 1) lääkeyritykset ja 2) apteekit. Pääosa Oriolan liikevaihdosta muodostuu lääkkeiden tukkukaupasta Ruotsin apteekkien siirryttyä yhteisyritykseen lokakuussa 2022.

Lääkkeiden tukkukauppa (~65 % liikevaihdosta)

Tukkukauppa kokonaisuudessaan muodostaa noin 89 % liikevaihdosta, josta arvioimme lääkkeiden osuuden olevan noin 75 % eli noin 2/3 koko Oriolan liikevaihdosta. Oriolan ydinliiketoiminta on perustamisesta lähtien ollut lääkeyhtiöiden ja apteekkien välissä ns. lääketukkurina. Aiemmin tukkukauppa oli pääosa Pharma-segmentin luvuista. Oriolalla ei ole omaa valmistustoimintaa ja sen jakelemat tuotteet tulevat päämiehiltä, eli pääosin lääkeyhtiöiltä (kuten Orion ja MSD) ja muilta terveystuotteiden valmistajilta.

Lääkkeiden tukkukauppa on hyvin pienten katteiden liiketoimintaa, jossa tukkukauppiat veloittavat päämiehiltään jakelupalkkion, joka on yleensä prosenttiosuus tuotteen hinnasta. Lisäksi tukkuyhtiöt perivät asiakkailta (apteekit, sairaala-apteekit, eläinlääkärit, vähittäiskauppa) toimitusmaksuja, joka on pieni kiinteä erä sekä matala prosenttiosuus toimituksen arvosta. Suomessa Oriolan tulovirran muodostavat sekä jakelupalkkiot että apteekkien toimitusmaksut, kun taas Ruotsissa tulovirta muodostuu vain jakelupalkkiosta.

Tuloksen kannalta tukkutoiminnan 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, mitä voidaan laskea esim. automaatioastetta lisäämällä. Oriolan toiminnalle on ominaista negatiivinen käyttöpääoma, mikä johtuu suotuisista päämies- ja asiakassopimuksissa määritetyistä maksuajoista sekä Oriolan käyttämästä myyntisaatavien myymisestä eli factoringista. Ilman factoringiakin käyttöpääoma olisi negatiivinen. Näemme pitkien maksuaikojen olevan osa kaupallista kokonaisuutta lääkeyhtiöiden kanssa, joka mahdollistaa matalillakin katteilla Oriolalle ja muille lääketukkureille kohtuullisen pääoman tuoton.

Oriolalla on lääkeyhtiöiden kanssa tukkumyynnisopimuksia, 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. Tämä kate kirjautuu Oriolan liikevaihtojakaumassa kohtaan "muut". Tästä syystä lääkeyhtiöiden kanssa tehdyt erilaiset sopimukset voivat heiluttaa merkittävästikin liikevaihtoa, vaikka laskutus pysyisi paikoillaan. Laskutus onkin mielestämme parempi mittari Oriolan toiminnan volyymin seuraamiseen.

Oriola toimii lääketukkurina mm. seuraaville yhtiöille:



Oriola hoitaa tukkutoimituksia eri puolelle Suomea ja Ruotsia päivittäin 2 500 asiakkaalle

 Oriola



30 000
kuljetuslaatikkoa



2 500
asiakkaalle

Liiketoimintamalli 2/4

Terveys- ja hyvinvointituotteiden tukkumyynti (~20 % liikevaihdesta)

Lääkkeiden lisäksi Oriola myy ja markkinoi laajaa valikoimaa terveys- ja hyvinvointituotteita. Vanhassa segmenttijaossa tämä oli osa Retail-segmenttiä. Suurin osa näistä kulkee kuluttajille apteekkien kautta, mutta myös päivittäistavarakaupat ovat iso jakelukanava. Toiminta eroaa lääketukkutoiminnasta siten, että tuotteita myydään myös apteekkien ulkopuolella.

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. 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. Arvioimme tämän toiminnan liikevaihdon olevan noin 20 % jatkuvien toimintojen liikevaihdosta ja kannattavuuspotentiaalin olevan lääkkeiden tukkutoiminnan tasolla.

Oriolan tuoteportfolio- ja kategoria-ajattelu ei ole tämän liiketoiminnan osalta ollut mielestämme täysin selkeä. Monissa tuotekategorioissa on valmiiksi kova kilpailu ja uusia tulokkaita on tullut haastamaan Oriolaa tyypillisesti vahvoissa tuotekategorioissa. Yhtiö on karsinut portfolioaan heikon kannattavuuden takia muutama vuosi sitten. Arvioimme tämän johtuneen siitä, että yhtiö

pyrkii keskittymään jatkossa suuren volyymin ja hyvän katteen tuoteryhmiin ja/tai brändeihin.

Ruotsin vähittäiskaupasta irtautumisella voi olla ajan myötä negatiivinen vaikutus näiden tuotteiden myyntiin, joille Kronans Apotek on toiminut hyvänä myyntikanavana. Näemmekin todennäköisenä että Oriola karsii edelleen portfolioaan tässä toiminnassa. Heikon kannattavuuden takia tällä ei kuitenkaan pitäisi olla merkittävää negatiivista vaikutusta yhtiön tulokseen.

Keskitetyt varastot ja nopeat toimitukset

Oriola toimittaa lääkkeet 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 lääkkeet Espoosta, missä Oriolan pääkonttorin yhteydessä sijaitsee Suomen keskusvarasto ja jakelukeskus. Ruotsissa keskusvarasto on Mölnlyckessä ja jakelukeskus Enköpingissä. Yhtiö toteutti Suomen tukkutoiminnoissa ERP-uudistuksen vuosien 2017-2018 aikana ja Suomen tukkutoiminnan luotettavuus sekä tehokkuus ovat yhtiön mukaan nyt hyvällä tasolla. Viime vuosina tukkutoiminnan Suomen kannattavuus onkin ollut paremmalla tasolla kuin Ruotsin, joka mielestämme kertoo paremmasta tehokkuudesta verrattuna Ruotsiin, jossa ei olla onnistuttu saamaan samanlaisia tehokkuushyötyjä.

Oriolan valikoimissa olevia terveys- ja hyvinvointituotteiden brändejä



Toimipaikat Suomessa ja Ruotsissa



Toimistot: Espoo ja Tukholma
Jakelukeskukset: Espoo ja Enköping
Keskusvarasto: Espoo ja Mölnlycke
Annosjakelun tuotanto: Helsinki ja Uppsala

Liiketoimintamalli 3/4

Muut palvelut (~10 % liikevaihdosta)

Tukkukaupan lisäksi Oriola tarjoaa muutamia erilaisia muita palveluita: 1) asiantuntija- ja konsultointipalveluita lääkeyhtiöille; 2) lääkkeiden annosjakelupalveluja ja 3) logistiikkapalveluja. Aiemmin konserniin kuulunut henkilöstövuokraus myytiin alkuvuonna 2022. Vanhassa segmenttijaossa kohtien 1) ja 3) toiminnot sisältyivät Pharma-segmenttiin ja 2) Retail-segmenttiin.

Oriola on kasvattanut liiketoimintaportfoliotaan yritysostoin, korkeamman lisäarvon palveluliiketoimintaa kohti, missä yhtiö tarjoaa erilaisia terveyteen ja hyvinvointialaan liittyviä palveluita apteekkeille ja lääkeyrityksille. Oriola on myös sijoittanut ruotsalaiseen internet-lääkäriasemaan Doktor.se:hen. Palveluiden osalta liiketoimintamalli noudattaa tavanomaisen palveluyhtiön mallia, jossa Oriola vastaa palveluiden tuottamisesta sekä niiden markkinoinnista ja myynnistä.

Annosjakelu

Vuonna 2016 Oriola osti 25 MEUR:n liikevaihtoa tekevän Svensk Dosin (Ruotsi) ja 14 MEUR:n liikevaihtoa tekevän Pharmaservice Oy:n (Suomi). Oriolasta tuli yrityskauppojen ansiosta yksi johtavista toimijoista Suomen ja Ruotsin annosjakelumarkkinoilla. Potilasmäärillä mitattuna sillä oli Suomessa 28 %:n ja Ruotsissa 4 %:n markkinaosuus kesäkuun 2023 lopussa. Ruotsin markkinaosuus on romahtanut viimeisen vuoden aikana johtuen potilasmäärän menetyksestä.

Annosjakelutoiminnassa Oriola tarjoaa lääkkeitä ja annosjakelupalveluita yksityiselle ja julkiselle terveydenhuollolle. Asiakkaat saavat lääkkeensä

koneellisesti pakattuna kerta-annospusseihin kahdeksi viikoksi kerrallaan. Annosjakelu sopii henkilöille, joilla on käytössään paljon lääkkeitä ja palvelu usein pienentää lääkehävikkiä ja lääkemenoja. Oriolalla on koneellista annosjakelua tekevät yksiköt Suomessa (Helsinki) ja Ruotsissa (Uppsala).

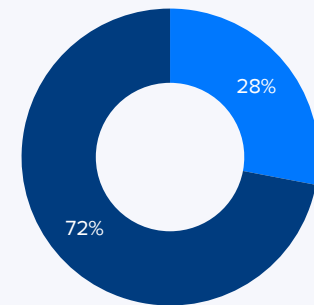
Oriola ei ole kertonut annosjakelutoiminnan tarkempia lukuja, mutta viime vuonna Suomen annosjakelua tekevän Pharmaservice Oy:n liikevaihto oli reilut 20 MEUR eli vain reilu 1 % Oriolan liikevaihdosta. Sopimukset kilpailutetaan julkisen sektorin tarjouskilpailussa, joten hintapaine on jatkuvasti kova ja rajoittaa toiminnan tuloksentekomahdollisuuksia. Oriolan kannalta liiketoimintojen logiikka on lähinnä saada enemmän skaalautuvuutta ja sitä kautta alennuksia lääkeostoihin.

Asiantuntija- ja konsultointipalvelut sekä logistiikkapalvelut

Oriola tarjoaa erilaisia asiantuntija- tai konsultointipalveluja (liittyen mm. lääketurvaan, lääkkeiden myyntilupiin ja klinisiin tutkimuksiin), jotka täydentävät yhtiön palvelutarjontaa ja lisäävät kiinnostavuutta lääkeyhtiöitä kohtaan. Arvioimme näiden korkean katteen asiantuntijapalveluiden kuitenkin muodostavan vain noin 1 % konsernin liikevaihdosta, joten korkeasta katteesta huolimatta niiden merkitys itsenäisenä toimintona on vähäinen ja ne ovatkin enemmän tukkukaupan yhteydessä tarjottavia lisäpalveluita.

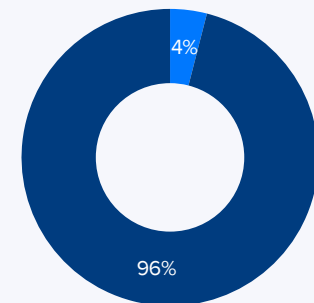
Logistiikkapalvelut tarkoittavat Oriolan saamia jakelupalkkioita kaupintavarastossa olevien tuotteiden osalta eli itse asiassa se on toiminnallisesti enemmänkin tukkukauppaa.

Suomen annosjakelumarkkina (H1'2023)



■ Oriola ■ Muut

Ruotsin annosjakelumarkkina (H1'2023)



■ Oriola ■ Muut

Liiketoimintamalli 4/4

Ruotsin apteekkiliiketoiminta siirtyi yhteisyritykseen 2022

Oriola laajensi vuonna 2010 toimintaansa eteenpäin lääkemarkkinoiden arvoketjussa ostamalla Ruotsista oman apteekkiketjun (tosin sillä oli apteekkitoimintaa Venäjällä jo ennen tätä, joka on sittemmin myyty). Ruotsin apteekkiliiketoiminta tarjosi terveyden ja hyvinvoinnin tuotteita sekä palveluita kuluttajille Ruotsin kolmanneksi suurimman apteekkiketjun Kronans Apotekin kautta. Ketjulla oli 16 %:n markkinaosuus Ruotsin apteekkimarkkinoista

Vuonna 2022 Oriolan omistama Kronans Apotek -ketju yhdistyi Euroapothecon omistaman Apoteksgruppenin kanssa yhteisyritykseksi. Apteekkiliiketoiminnan siirryttyä yhteisyritykseen, Oriola palaa juurilleen ja keskittyy jatkossa etenkin lääkkeiden tukkutoimintaan Suomessa ja Ruotsissa.

Oriolan ja Euroapothecon yhteisyritys

Kronans Apotek ja Apoteksgruppen yhdistyivät uudeksi yhteisyritykseksi lokakuussa 2022, josta Oriola ja Euroapotheca omistavat kumpikin 50 %. Uuden yhtiön Swedish Pharmacy Holding AB:n markkinaosuus on noin 25 % ja se on vahva kolmonen Ruotsin markkinalla. Yhteisyrityksellä oli vuonna 2022 508 kivijalka-apteekkia ja verkkokauppa.

Yhteisyritys tavoittelee 25 MEUR:n synergioita vuoden 2025 loppuun mennessä, joka aiheuttaa 30 MEUR:n kertakulut. Arviomme mukaan 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. H1:llä yhteisyrityksen oikaistu EBITA oli noin 6,8 MEUR, joka on noin 1,2 % liikevaihdosta. Kronans Apotek on historiassa tehnyt selvästi parempaakin tulosta, joten synergioiden myötä potentiaalia tulosparannukseen pitäisi olla. Oriola raportoi yhteisyrityksen tuloksen osakkuusyhtiötuloksena liikevoiton alapuolella.

Apteekit ovat vähittäiskauppaa

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

Vähittäiskaupassa kuluttajien ostot muodostavat apteekkien tulovirran ja nämä tapahtuvat kivijalka-apteekteissa tai verkkokaupassa. Verkkokaupan osuus Kronans Apotekissa oli alle 10 % myynnistä vuonna 2021. Se on ollut tärkeä kehityskohde viime vuosina ja tulee olemaan myös tulevan yhteisyrityksen fokusalue.

Lääkkeiden hinnat määrittelee paikallinen viranomainen, joten myyntikatteet ovat matalat ja apteekteilla 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 Euroapothecon vuonna 2022 perustama yhteisyritys

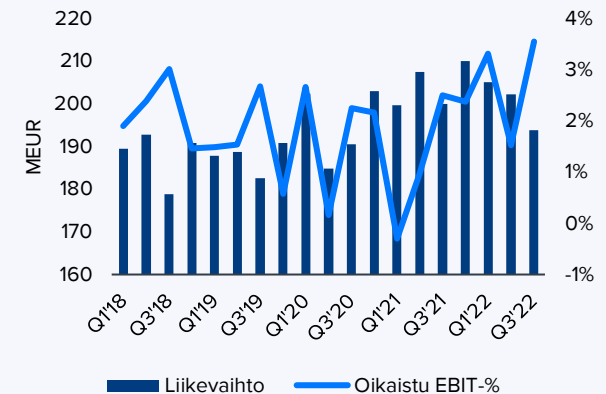


508 apteekkia ympäri Ruotsia

#3

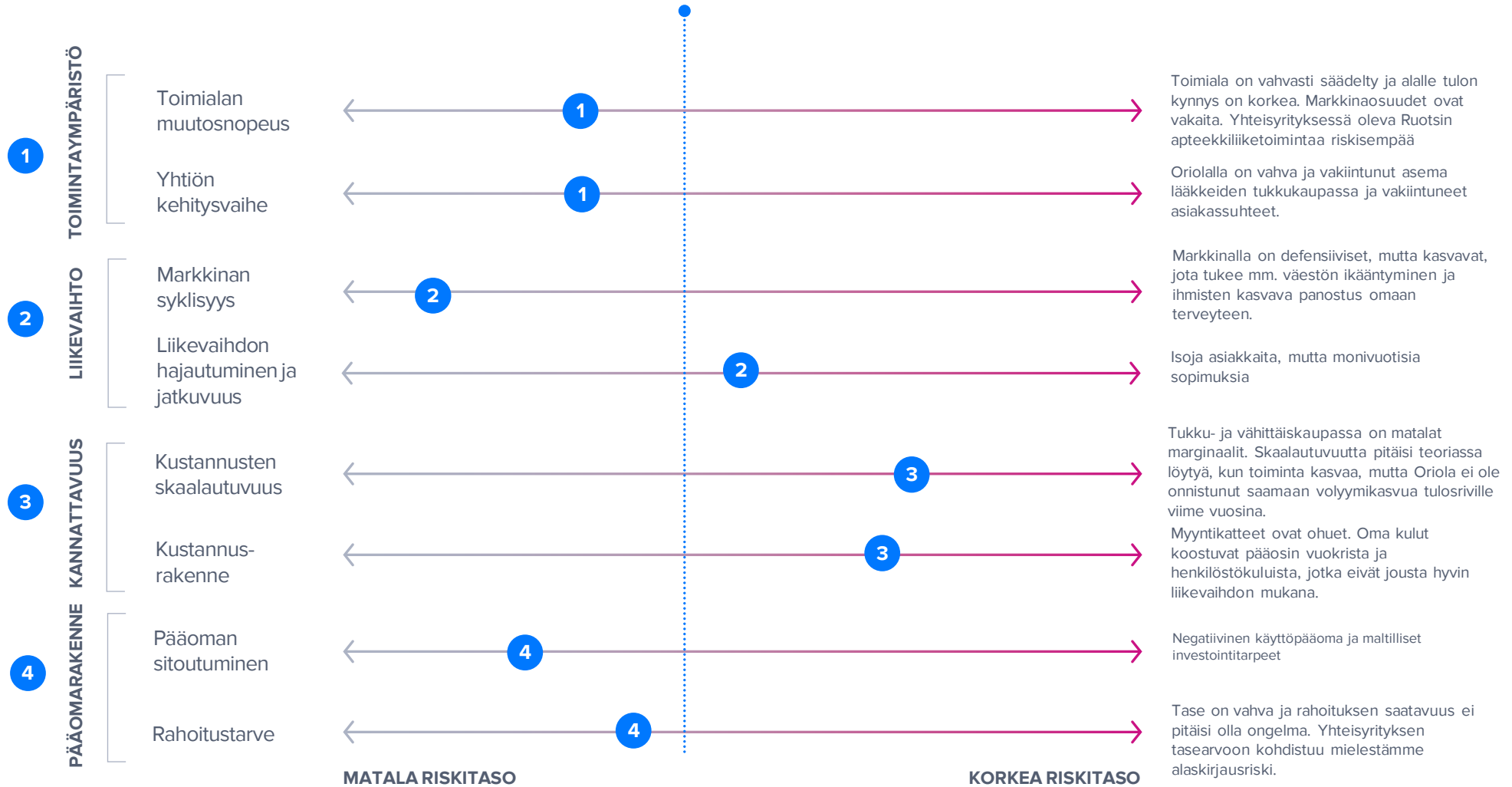
Ruotsin 3. suurin apteekkiketju 25 %:n markkinaosuudella

Ruotsin apteekkiliiketoiminnan historiallinen kehitys



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 25 %: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 vähittäis- ja tukkukaupassa, mitkä ovat tiukasti säänneltyjä. Alalle tulon kynnyks on korkea ja markkinaosuudet ovat säilyneet vuosien mittaan suhteellisen vakaina. Ydinliiketoiminnassa eli lääkkeiden tukkukaupassa markkinat on käytännössä jakaantuneet kahden toimijan kesken.

Vakiintunut asema toimialalla ja pitkät sopimukset asiakkaiden kanssa tuovat liiketoimintaan vakautta ja tasaisen tulovirran, mitä sijoittajat arvostavat. 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. Oriolalla oli vuosina 2021-22 nousujohteista kehitystä sekä tukkukaupassa että Ruotsin apteekkitoiminnassa, mutta viime

kvartaalit ovat olleet jälleen heikompia. Siten yhtiö on edelleen mielestämme käänneyritys, jolla pitäisi olla potentiaalia parempaan tulokseen. Rakenteellisesti yhtiössä ei ole nähdäksemme tapahtunut mitään, joka olisi merkittävästi heikentänyt tukkutoimintojen tulospotentiaalia vuosien 2015-16 tasoilta. Omalla toiminnan tehostamisella pitäisi siis edelleen pystyä parantamaan oleellisesti tulostasoa.

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. Myös Ruotsin apteekkimarkkinan konsolidoituminen ja verkkokaupan kasvun todennäköinen rauhoittuminen voi mielestämme parantaa koko alan kannattavuutta tulevina vuosina.

Uskomme, että Oriola on keskipitkällä aikavälillä valmis luopumaan kokonaan Ruotsin apteekkeista esimerkiksi myymällä omistuksena kumppanilleen Euroapothehalle. Tämä kirkastaisi yhtiön rakennetta ja arvoa.

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 tukkukauppaan.

Riskit ja uhat

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

Toisena riskinä näemme taseen osalta Ruotsin apteekkiliiiketoiminnan 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 sen, että Oriola joutuu edelleen tulevina vuosina jatkamaan investointeja ja muutoksia jakelukeskuksissaan (esim. Ruotsin ERP-järjestelmän uusiminen ja Suomen logistiikkakeskuksen uusiminen/parantaminen). Tämä aiheuttaa potentiaalisesti lisää viivästystä kannattavuuspotentiaalin näkymisessä tuloksessa.

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 2022 oli 3,0 mrd. euroa. Reseptilääkkeet muodostivat tästä 89 % ja itsehoitolääkkeet 11 %. Markkinakasvu vuonna 2022 oli 3 %. Vuosien 2009-2022 aikana Suomen lääketukumarkkinan kasvu on ollut 3 % vuodessa ja sitä on ajanut muun muassa väestön ikääntyminen ja uudet lääkkeet. Uskomme samantasaisen trendikasvun jatkuvan myös tulevina vuosina.

Tukkumarkkina on keskittynyt kahdelle pelurille

Lääkemarkkinat ovat vahvasti säänneltyjä, mikä nostaa alalle tulon kynnyistä. 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 2022 oli 44 % ja Tamron yli 50 %, muiden kilpailijoiden markkinaosuuksien ollessa vain marginaalisia.

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

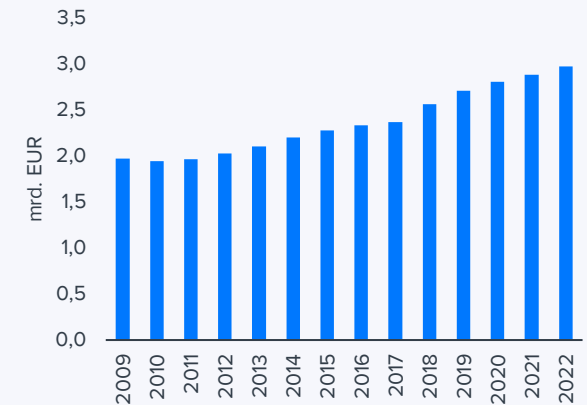
Lääketeollisuus ry:n mukaan lääkevalmisteiden tukkumyynnistä noin 2/3 oli myyntiä apteekkeille ja 1/3 myyntiä muihin kanaviin (mm. sairaalat ja eläinlääkärit). Suomessa Lääkealan turvallisuus- ja kehittämiskeskus (Fimea) määrittää apteekkien lukumäärän sekä sijainnin ja apteekin omistajana voi toimia vain proviisori tai Itä-Suomen ja Helsingin yliopistot. Suomessa oli 2022 lopussa 827 apteekkia. Sääntelyn ja laajan maantieteellisen peiton ansiosta apteekkien kokonaislukumäärä ei ole Suomessa olennaisesti kasvanut viimeisen kymmenen vuoden aikana.

Yksikanavajärjestelmä

Suomessa lääkejaku toimii yksikanavamallilla, mikä tarkoittaa, että tietyin 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. Orion kuitenkin kilpailutti vuonna 2019 koko tuoteportfolionsa eri tukkureiden kesken ja yli 70 vuotta kestänyt eksklusiivinen suhde Orionin ja Oriolan välillä päättyi.

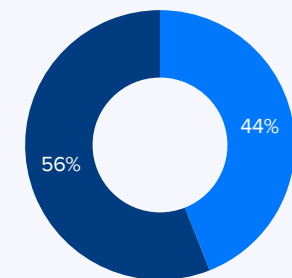
Emme usko Suomessa nähtävän suurempaa siirtymää monikanavajärjestelmään päin, vaikka se muualla maailmalla on yleisempi malli. Lääkeyhtiöiden kannalta volyymit Pohjoismaissa on pienet ja toisaalta tukkurien katteet ovat matalat, joten heillä ei nähdäksemme ole kannustinta muuttaa nykyistä mallia.

Lääkevalmisteiden tukkumyynni Suomessa



Lähde: Lääketeollisuus ry

Suomen lääkkeiden tukkumarkkina (2022)



■ Oriola ■ Muut (Tamro)

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 54 mrd. SEK ja se kasvoi 8 % vuoden takaisesta. Oriolan markkinaosuus vuonna 2022 oli 45 %. 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 2022 oli noin 54 mrd. Ruotsin kruunua (lähde: Apoteksförning). Reseptilääkkeet olivat tästä 72 %, itsehoitolääkkeet 9 % ja terveydenhuollon kuluttajatuotteet 19 %. Vuoden 2022 lopussa Ruotsissa oli yhteensä 1 407 apteekkia, joka oli hieman vähemmän kuin vuoden 2021 lopussa.

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 vapauttamiseen

Suomessa.

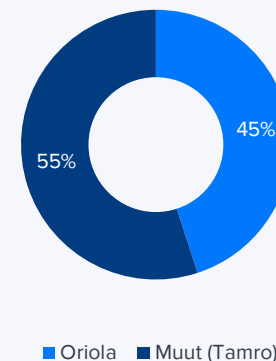
Apteekkimarkkina konsolidoitunut

Kilpailun vapauduttua vuonna 2009 Ruotsin apteekkimarkkinalle tuli useita uusia toimijoita ja apteekkien määrä kasvoi nopeasti. Sittemmin kehitys kääntyi ja ala on konsolidoitunut. Tästä viimeisin esimerkki on Oriolan ja Euroapothecon yhteisyritys.

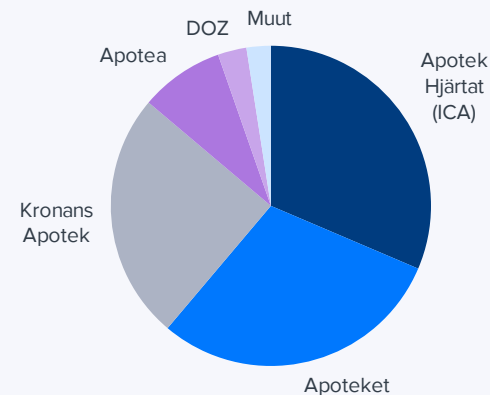
Ruotsin suurimmat apteekketjut ovat kauppakonserni ICA:n omistama Apotek Hjärtat ja Ruotsin valtion omistama Apoteket AB, joiden molempien markkinaosuus on noin 30 %. Oriolan ja Euroapothecon yhteisyrityksen markkinaosuus on noin 25 %, mikä tekee siitä markkinalla vahvan kolmosen. Neljänneksi suurin toimija on puhtaasti verkkoapteekkina toimiva Apotea, jonka markkinaosuus on alle 10 %. Apotea on kasvanut viime vuosina voimakkaasti ajamalla apteekkikaupan siirtymistä verkkoon.

DOZ Apotek -ketju (entinen Lloyd's Apotek) on Ruotsin apteekkimarkkinoiden pienin ”iso” ketju markkinaosuuden ollessa alle 5 %. DOZ:n omisti aiemmin yhdysvaltalainen McKesson, joka kuitenkin luopui Euroopan toiminnoistaan ja DOZ siirtyi keväällä 2022 hollantilaisen pääomasijoitusyhtiön omistukseen. 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 40 itsenäistä apteekkia, joilla tulee arviomme mukaan olemaan jatkuvasti vaikeampaa pärjätä nykyisessä kilpailutilanteessa.

Ruotsin lääkkeiden tukkumarkkina (2022)



Ruotsin apteekkimarkkina (2022), indikaatiiviset markkinaosuudet



Toimiala 3/4: Ruotsin apteekkimarkkina

Apteekkimarkkina siirtyy nopeasti verkkoon

Apteekkimarkkina on siirtynyt Ruotsissa nopeasti verkkoon, jota vauhditti erityisesti pandemia. Vauhti kuitenkin tasaantui vuoden 2021 aikana verkkokaupan osuuden ollessa 17 %. Vuonna 2022 trendi jatkoi kasvuaan ja vuoden lopussa verkkokaupan osuus nousi 20 %:iin. Kasvu on ollut ripeää, sillä vielä vuonna 2015 verkkokaupan osuus oli vain 3 % ja trendikasvu jatkuneekin pandemian jälkeisen tasaantumisen jälkeen. Apteekkimarkkinan siirtymistä verkkoon on ollut kiihdyttämässä erityisesti kirjakauppa Adlibriksen perustajan Pär Svärdsenin 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 kilpailukykyiselle tasolle. Käsityksemme mukaan Ruotsissa ei yksikään apteekki tekisi voitollista tulosta pelkästään reseptilääkkeillä, joten kaikki pyrkivät pitämään muiden kuin reseptilääkkeiden osuuden myynnistä korkeana.

Oriolan yhteisyrityksellä reseptivapaiden lääkkeiden ja terveydenhuollon kuluttajatuotteiden osuus myynnistä on arviomme mukaan noin 25 % osuutta myynnistä. Koko verkkokaupan

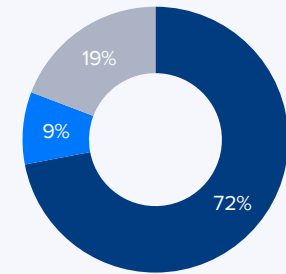
markkinassa reseptilääkkeet vs. muut tuotteet on kuitenkin jakautunut noin 50/50 eli verkkokaupassa myyntimix on apteekkien kannalta selvästi parempi.

Marginaalit painessa, ala konsolidoituu

Ruotsin apteekkimarkkinan kilpailutilanne on 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 viiden vuoden aikana noin 3 %:sta alle 2 %:iin. Kiihtynyt kilpailu ja heikentyneet marginaalit ovat ajaneet konsolidaatiota markkinalla, josta Oriolan ja Euroapothecan yhteisyritys on viimeisin merkki. Uskomme, että konsolidaatiokehitys ja jo varsin matala kannattavuus tarkoittavat, että heikompaan suuntaan ei enää kannattavuusmielessä mennä. Jäljelle jäävät isommat ketjut pystyvät paremmin panostamaan uusiin kyvykkyyksiin ja sopeuttamaan toimintaansa kiristyneen kilpailun vaatimalle tasolle. Verkkokauppa vaatii kuitenkin panostuksia kivijalka-apteekeilta jatkossakin, joten koko markkinan osalta emme odota myöskään nopeaa kannattavuuden nousua.

Oriolan apteekkitoiminnan marginaali oli 1,4 % vuonna 2021, joka oli alan keskiarvoakin heikompi. Yhteisyrityksen tuomat synergiat pitäisi tukea parantumista seuraavan kolmen vuoden aikana.

Ruotsin apteekkimarkkina (2022)

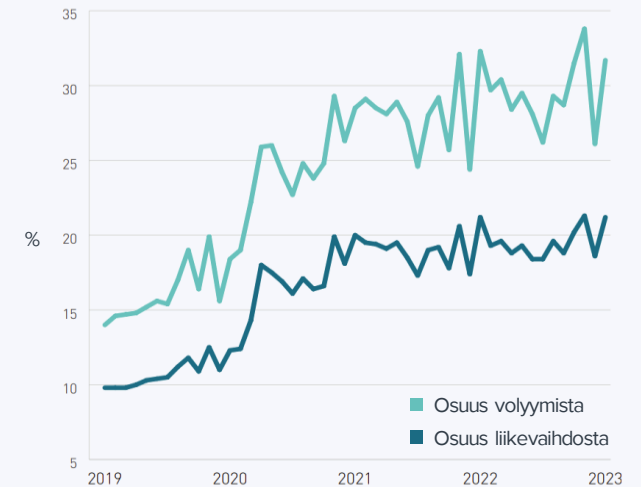


■ Reseptilääkkeet ■ Itsehoitolääkkeet ■ Muut tuotteet

Inderesin arvio keskimääräisistä myyntikatteista:

- Reseptilääkkeet (Rx) ~15 %
- Reseptivapaat lääkkeet (OTC) ~30-40 %
- Terveydenhuollon kuluttajatuotteet (TG) ~40-50 %

Verkkokaupan osuus Ruotsin apteekkimarkkinoiden volyyymista ja liikevaihdosta



Lähde: Apoteksforening

Toimiala 4/4: Markkinat ja arvoketju

Tuotteiden valmistajat



Tukkukauppa



Jakelukanavat

Jakelukanava	Finland	Sweden	Other health and well-being products
Apteekit + > 800 kpl 🇫🇮 ~1400 kpl Oriola	✓	✓	✓
+ Sairaala-apteekit, eläinlääkärit, muu terveydenhuolto 🇫🇮	✓	✓	✓
+ Verkkokauppa Osuus kokonaismarkkinasta < 5 % 🇫🇮 Osuus kokonaismarkkinasta 15-20 %	✓	✓	✓
Vähittäiskaupat ICA RUOHONJUURI		✓	✓

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.

Oriola yhdistää terveyden ja hyvinvointialan yritykset ja kuluttajat

Oriola toimii linkkinä terveyden ja hyvinvointialan yritysten ja vähittäiskaupan/kuluttajien välillä. Oriola tarjoaa lääkeyrityksille, apteekkeille ja muille alan toimijoille kattavan palvelukokonaisuuden. Oriola edistää ihmisten ja eläinten hyvinvointia varmistamalla, että sekä lääkkeet että terveyden ja hyvinvoinnin tuotteet toimitetaan turvallisesti ja asiakasystävällisesti. Oriola tarjoaa myös lääke- ja annosjakelupalveluita terveydenhuollon tarpeisiin.

Liiketoiminnan fokus tukkukaupassa

Oriolalla on ollut jo lukuisia vuosia haasteita oman toiminnan laadun ja tehokkuuden kanssa (Suomen ERP-ongelmat, Enköpingin jakelukeskuksen ylösajon pitkittyminen sekä Ruotsin apteekkien hintakilpailu), minkä lisäksi yhtiössä on näiden koettujen haasteiden lisäksi tehty erikoisia strategisia valintoja mm. Hehku-ketjun lanseeraus, minkä takia yhtiöllä meni sukset ristiin tärkeimpien asiakkaidensa kanssa, ja poukkoileva kehitys uusille alueille laajentumisessa/ vetäytymisessä.

Muutaman viime vuoden aikana Oriola on selvästi virtaviivaistanut liiketoimintojaan (esim. luopumalla henkilöstövuokrauksesta ja Ruotsin apteekkiliiiketoiminnasta). Yhtiön strateginen fokus onkin jatkossa ydinliiketoiminnassa eli tukkuliiketoiminnassa Suomen ja Ruotsin

markkinoilla, mikä on mielestämme hyvä suunta yhtiölle. Vuoden 2022 aikana Oriola jatkoi edeltävänä vuonna julkistettua muutosohjelman toteuttamista ja onnistui saavuttamaan 7 MEUR:n kustannussäästötavoitteen.

Ruotsin apteekkiliiiketoiminnan yhteisyrityksen myötä Oriola yhdisti vuonna 2022 maaorganisaatiot yhteen tukkukauppaorganisaatioon. Muutos oli mielestämme looginen, sillä Oriolan päämiehet eli lääkeyhtiöt ovat samoja molemmilla markkinoilla ja lisäksi liiketoiminta on Suomessa ja Ruotsissa hyvin samankaltaista.

Tulevien vuosien kolme painopistealuetta

Varmistaakseen asemansa ensisijaisena kumppanina Suomessa ja Ruotsissa Oriola on asettanut tuleville vuosille kolme pääpainopistealuetta: 1) Kannattava kasvu; 2) Tehokkuus ja 3) Kulttuuri.

Kannattavaan kasvuun ja tehokkuuden parantamiseen keskittyminen on melko itsestään selvää usean vuoden pitkälti sisäisten vaikeuksien jälkeen. Kasvun suhteen Oriolalla on kuitenkin rajalliset mahdollisuudet markkinoita kovempaan kasvuun sen jakaessa päämarkkinansa käytännössä toisen tukkurin Tamron kanssa.

Lukuisten johdon muutosten ja keväällä tapahtuneen hallituksen uusiutumisen myötä odotamme Oriolan päivittävän strategiaansa vuoden lopulla. Arvioimme kuitenkin, että tukkuliiketoiminta säilyy yhtiön ydinliiketoimintana.

Strategiset painopistealueet

- 1. Kannattava kasvu**
Kannattavan kasvun edistäminen
- 2. Tehokkuus**
Operatiivisen toiminnan ja pääomatehokkuuden lisääminen
- 3. Kulttuuri**
Arvonluonnin tehostaminen yhteistyöhön perustuvan kulttuurin avulla

Vastuullisuuden pitkän aikavälin tavoitteet



Ihmisten terveyden edistäminen



Paras työntekijäkokemus



Hiilineutraali 2030 mennessä

Taloudelliset tavoitteet

Taloudelliset tavoitteet

Oriolalla on voimassa neljä pitkän aikavälin tavoitetta, jotka eivät ole mielestämme enää kovin päteviä erityisesti tulos- ja pääoman tuottotavoitteiden osalta Ruotsin apteekkiliiketoiminnan siirryttyä yhteisyritykseen. Odotammekin yhtiön päivittävän tavoitteitaan.

1. Markkinakasvun mukainen liiketoiminnan kasvu

Tavoite on mielestämme perusteltu ja realistinen. Arviomme mukaan markkinaosuuden kasvattaminen pitkällä aikavälillä olisi vaikeaa ja markkinan jakautuessa kahdelle toimijalle, yritysostomahdollisuuksia ei ainakaan nykyisillä tukkumarkkinoilla ole.

2. Osakekohtaisen tuloksen kasvu yli 5 % vuosittain

Viime vuosina Oriolan EPS on ollut 0,07-0,12 euroa, mutta näihin sisältyy Ruotsin apteekkiliiketoiminta. Odotamme tuloksen laskevan tänä vuonna kuitenkin myös jatkuvien liiketoimintojen osalta. Tavoite on mielestämme epäselvä, sillä se ei anna minkäänlaista tavoitetasoa tulokselle tai marginaalille.

3. Sijoitetun pääoman tuotto (ROCE) yli 20 %

Oriolan sijoitetun pääoman tuotto (ROCE) on ollut viimeiset neljä vuotta 5 %:n ympärillä koko konsernin osalta. Tällä hetkellä pääoman tuottoa rasittaa yhteisyrityksen pieni tulos ja suuri kirja-arvo, jonka takia emme näe tavoitetta hyödyllisenä tällaisenaan.

4. Oikaistu* nettovelkaantumisaste alle 70 %

Yhteisyrityksen myötä Oriolan velkaantumisaste laski. Emme usko yhtiön tarvitsevan lisävelkaa lähivuosina, joten velkaantumisen pitäisi pysyä tavoitetason puitteissa.

5. Voitonjakopolitiikka

Oriolan tavoitteena on jakaa vuosittain osinkoina noin 50 % osakekohtaisesta tuloksesta. Uskomme yhtiöllä olevan potentiaalia nostaa osinkoiaan tuloksen parantumisen tahtiin.

*Sisältäen myydyt myyntisaamiset

**Jatkuvien toimintojen raportoidusta tuloksesta

Lähde: Inderes, Oriola

Toteutunut kehitys

4 %

Liikevaihdon keskimääräinen kasvu (CAGR), 2017-2022

-5 %

EPS:n keskimääräinen kasvu (CAGR), 2017-2022

4 %

Sijoitetun pääoman tuotto k.a, 2018-2022

~34 %

Oikaistu* nettovelkaantumisaste, 2022

~200 %

Osingonjakosuhte**, 2022

Historiallinen kehitys ja taloudellinen tilanne 1/4

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-apteekketin 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

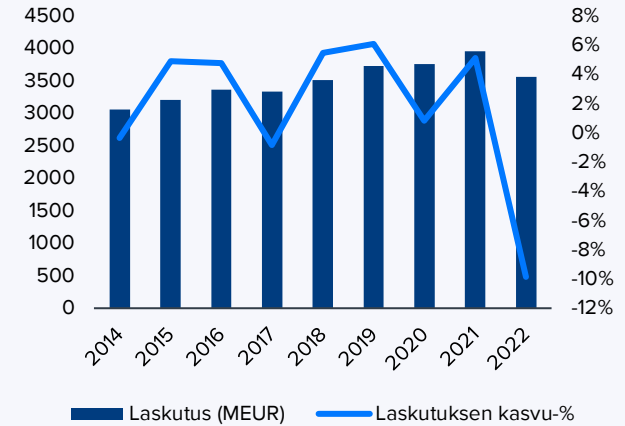
Kesko perustivat yhteisyritys Hehkun, josta oli tarkoitus tulla koko Suomen kattava terveys- ja hyvinvointiketju. Hehku oli selvä panostus Suomen apteekkimarkkinan potentiaaliselle vapautumiselle. Syksyllä 2017 Oriola otti Suomessa käyttöön uuden ERP-järjestelmän, joka sekoitti yhtiön toiminnan sekä Suomen lääkejäljetyn 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.

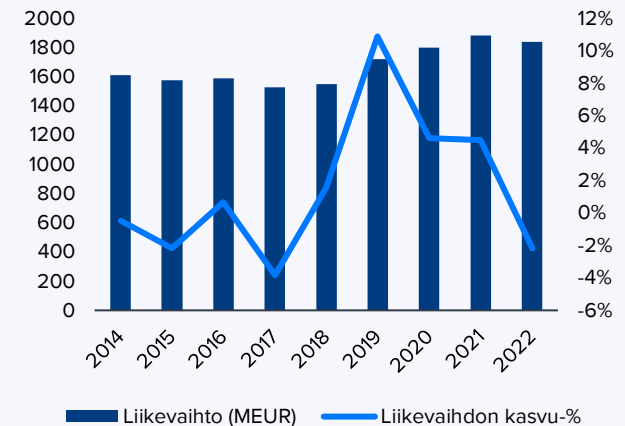
Vuonna 2021 uudeksi toimitusjohtajaksi valittiin Elisa Markula, joka aloitti ripeästi tehostustoimet yhtiössä, mutta jätti yhtiön vain muutaman kuukauden jälkeen jo alkuvuodesta 2022. Samoin vuodesta 2021 alkaen CFO:na toiminut Sari Pohjonen jätti yhtiön syksyllä 2022. Markulan jälkeen toimitusjohtajaksi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

Ruotsin apteekkiluokitus 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 oli 15-20 vuotta sitten.

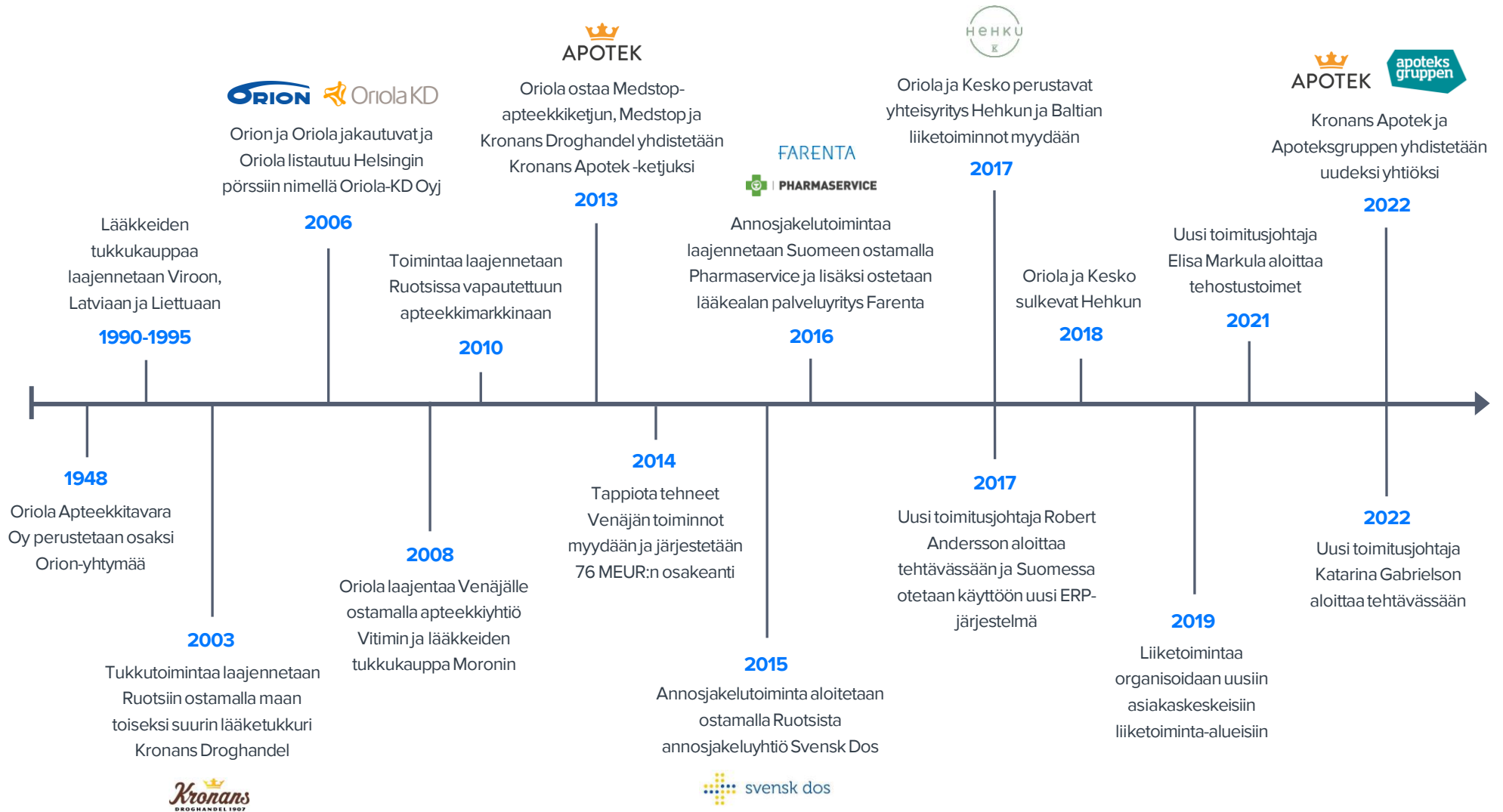
Laskituksen kehitys



Liikevaihdon kehitys



Oriolan historia lyhyesti



Historiallinen kehitys ja taloudellinen tilanne 2/4

Toiminnan volyymi on kehittynyt positiivisesti

Oriolan liiketoiminnan laajuus on laskenut selvästi Ruotsin apteekkien siirtymisen myötä vuoden 2022 lopussa. Oriolan laskutus (sis. Ruotsin apteekkiliiketoiminnan) on kehittynyt vuosien 2014-2022 aikana positiivisesti ja se on kasvanut 3060 MEUR:sta 3568 MEUR:oon. Keskimääräinen vuotuinen kasvu (CAGR) on ollut noin 2 %. Kasvun taustalla on ollut Suomen ja Ruotsin lääkemarkkinoiden kasvu, uudet lääkepäämiessopimukset sekä uusille palvelualueille laajentuminen yritysostojen kautta. Nykymuotoisen Oriolan eli jatkuvien toimintojen (ilman Ruotsin apteekkiliiketoimintaa) laskutus on kehittynyt vuosina 2017-2022 positiivisemmin ja keskimääräinen vuotuinen kasvu (CAGR) on ollut noin 4 %.

Oriolan liikevaihto (sis. Ruotsin apteekkiliiketoiminnan) on vuosien 2014-2022 aikana kasvanut 1612 MEUR:sta 1841 MEUR:oon. Liikevaihto on kasvanut samassa suhteessa laskutuksen kanssa ja keskimääräinen vuotuinen kasvu on ollut (CAGR) noin 2 %. Jatkuvien toimintojen (ilman Ruotsin apteekkiliiketoimintaa) liikevaihto on kasvanut nopeammin sen keskimääräisen vuotuisen kasvun (CAGR) ollessa vuosina 2017-2022 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.

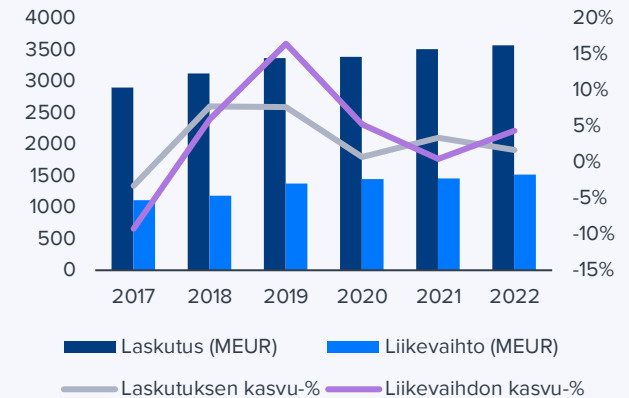
Kulurakenne painottuu materiaaleihin

Oriolalla on kolme merkittävää kuluerää: 1) materiaalit ja tarvikkeet; 2) henkilöstökulut ja 3) liiketoiminnan muut kulut. Konsernin kulurakenteeseen vaikutti merkittävästi apteekkiliiketoiminnan poistuminen luvuista, mistä johtuen tarkastelemme kulurakennetta viime vuoden lukujen perusteella.

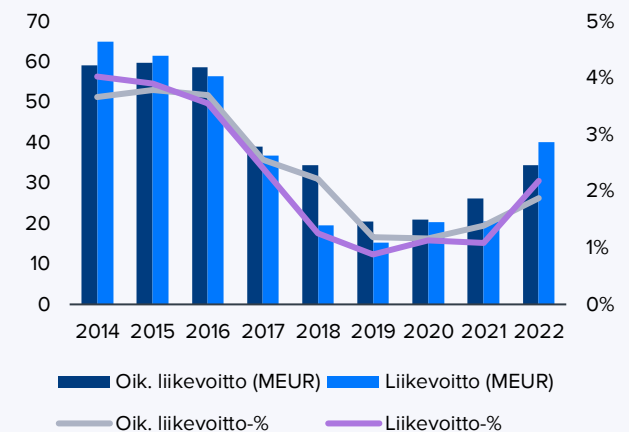
Yhtiön suurin kuluerä materiaalit ja tarvikkeet oli vuonna 2022 noin 88 % liikevaihdosta eli käänteisesti ”myyntikate” oli 12 %:n tasolla. Myyntikatteen tarkastelua heikentää se, että yhtiöllä on hyvin erilaisia liiketoimintoja ja erilaisia tukkusopimuksia lääkeyhtiöasiakkaidensa kanssa (kuten mainittu 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 6 % liikevaihdosta. Liiketoiminnan muut kulut koostuvat useista eristä, kuten rahdin, markkinoinnin, tietohallinnon ja toimitilojen kuluista. Kolmas pääkustannuserä eli henkilöstökulut olivat vuonna 2022 noin 4 % liikevaihdosta. Henkilöstökulujen suhteellinen osuus laski selvästi Ruotsin apteekkien yhteisyrityksen myötä. Henkilöstökulut ja muut kulut muodostavat Oriolan kiinteät kulut, jotka ovat noin 84 % myyntikatteesta. Paine myyntikatteessa, jonka uskomme johtuneen etenkin Ruotsin apteekkiliiketoiminnasta, on pitänyt kannattavuuden matalana vuosina 2019-21, kun kiinteitä kuluja on saatu painettua alas.

Laskutuksen ja liikevaihdon kehitys, jatkuvat toiminnot



Liikevoiton ja oikaistun liikevoiton kehitys



Historiallinen kehitys ja taloudellinen tilanne 3/4

Tuloskunto jatkanut heikentymistään

Vuosina 2014-16 Oriola pystyi noin 60 MEUR liikevoittotasoon, josta karkeasti puolet tuli tukkukaupasta ja puolet Ruotsin apteekkiliiketoiminnasta. Tukku kaupan ERP-ongelmien ja apteekkitoiminnan kiristyneen kilpailun myötä tulos tippui 20 MEUR:oon vuosina 2019-20. Vuosien 2020-22 aikana Oriola onnistui parantamaan tuloskuntoa ja vielä viime vuoden aikana yhtiöltä nähtiin useamman kvartaalin ajan positiivinen tulostrendi. Tuloskasvu kääntyi kuitenkin Q4'22:lla laskuun ja viimeisen 12 kuukauden oikaistu liikevoitto jatkuvien liiketoimintojen (eli lähinnä tukkukaupan) osalta on jäänyt 16,4 MEUR:oon.

Taseessa vain vähän aineellista omaisuutta

Oriolan taseen loppusumma vuoden 2022 lopussa oli noin 961 MEUR. Yhtiöllä oli vuonna 2022 taseessa noin 61 MEUR liikearvoa, joka vastaa noin 6 % Oriolan varoista. Merkittävän osan taseen varoista muodostaa Ruotsin yhteisyrityksen kirjanpitoarvo, joka on 240 MEUR. Mielestämme niin nykyisen kuin potentiaalisen tuloksen valossa arvo erittäin korkea, joskin yhteisyrityksen tulos meni selvästi parempaan suuntaan Q2:lla. Arvioimme yhteisyrityksen tasearvoksi noin 90 MEUR (kts. sivu 27), joka on selvästi kirjanpitoarvoa matalampi. Näemmekin yhteisyrityksen tasearvossa Oriolalle alaskirjausriskin.

Oriolalla oli vuonna 2022 omaa pääomaa noin 226 MEUR, joka on vähemmän kuin yhteisyrityksen tasearvo. Oriolan omavaraisuusaste oli vuonna 2022 noin 24 %. Mikäli yhteisyrityksen tasearvo alaskirjattaisiin

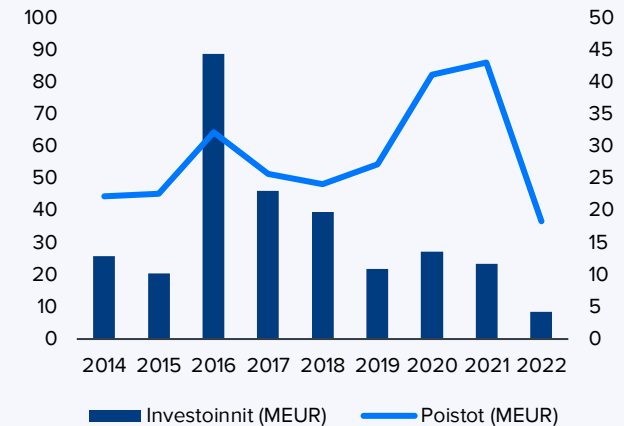
arvioimaamme noin 75 MEUR:oon, yhtiön omavaraisuusaste laskisi jopa 6 %:iin. Mahdollinen alaskirjaus voisi näin aiheuttaa yhtiölle merkittävän iskun taseeseen.

Aineellista omaisuutta Oriolalla on vain rajallisesti ja sen osuus taseen varoista on noin 6 %. Pääosa taseen aineellisesta omaisuudesta (noin 40 MEUR) sitoutuu käytännössä logistiikkakeskuksiin ja noin 14 MEUR on vuokrasopimuksiin liittyviä omaisuuseriä. Vaikka Oriola on myynyt noin kolmanneksen myyntisaamisistaan, on ne ja varastot yhteensä noin 39 % yhtiön taseesta ja noin 25 % liikevaihdosta. Tämä toki johtuu myös aineellisen omaisuuden pienestä määrästä.

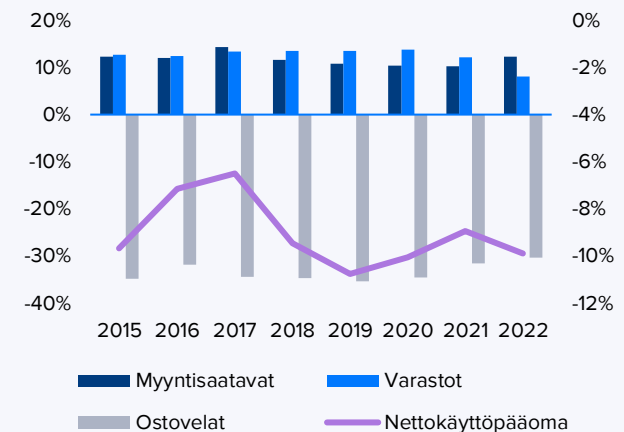
Vastuiden puolella Oriolan tase on melko poikkeuksellinen, sillä ostovelat ovat yli puolet taseesta. Käytännössä tämä tarkoittaa, että pitkällä maksuajolla lääkeyhtiöt rahoittavat pitkälti Oriolan toiminnan. Toki tämän kääntöpuolena on matalat marginaalit, mutta pitkien maksuaikojen antama pääoman tehokkuus mahdollistaa Oriolalle hyvän pääoman tuoton matalasta marginaalitasosta huolimatta. Korolliset- ja leasingvelat ovat noin 17 % taseen koosta ja osakepääoman osuus on noin 23 %.

Oriolan nettokäyttöpääoma oli vuoden 2022 lopussa -182 MEUR (noin -12 % liikevaihdosta), joka on keskimääräiseen pörssi-yhtiöön nähden poikkeuksellisen matala taso. Ilman myyntisaamisten myyntiäkin, nettokäyttöpääoma olisi negatiivinen.

Investoinnit ja poistot



Nettokäyttöpääoma %-myynnistä



Historiallinen kehitys ja taloudellinen tilanne 4/4

Kestävä investointitaso noin poistojen suuruinen

Jatkuvien liiketoimintojen poistotaso on vain noin 15 MEUR, mutta koska toiminta kasvaa tasaisesti, uskomme kestävän investointitason olevan jonkin verran tätä suurempi, vaikka liiketoiminta ei merkittävästi aineellista omaisuutta vaadikaan. Arvioimme kestävän investointitason olevan noin 15-20 MEUR. Tämä on viime vuosia korkeampi taso, sillä Oriolalla on edessä lähivuosina investointeja ainakin Ruotsin ERP-järjestelmään sekä Suomen logistiikkakeskukseen.

Nettovelka nollan tuntumassa

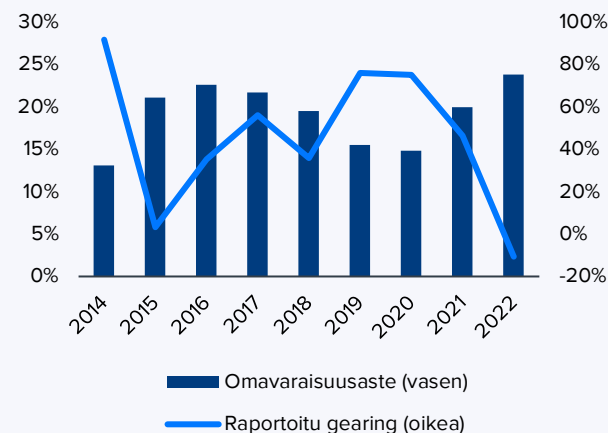
Oriolan raportoitu nettovelkaantumisaste (gearing) vuoden 2022 lopussa oli -11 %, joskin Q223 lopussa se oli hieman positiivinen. Kun myydyt myyntisaamiset otetaan huomioon, mutta vähennetään IFRS 16 -standardin vaikutus, on taloudellisten tavoitteiden mukainen oikaistu nettovelkaantumisaste mukaan lukien myydyt myyntisaamiset vuoden 2022 lopussa noin 34 % eli selvästi tavoitetason (alle 70 %) alapuolella.

Rahavirralla on tapana vaihdella voimakkaasti

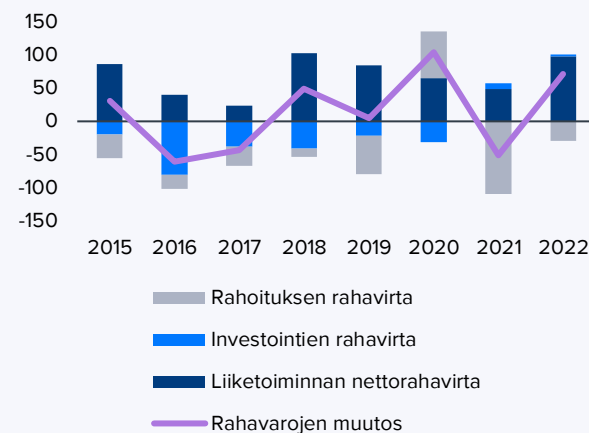
Oriolan liiketoiminnan rahavirtaan on luonnollisesti vaikuttanut negatiivisesti yhtiön vaisu tuloskehitys. Isosta käyttöpääoman eristä ja isoista yksittäisistä asiakkaista/toimituksista johtuen käyttöpääoman muutokset heiluttavat rahavirtaa merkittävästi niin kvartaalitasolla kuin vuositasollakin. Etenkin vuosina 2017-20 kassavirtaa tuki kasvu myydyissä myyntisaamisissa vuoden 2017 95 MEUR:sta vuoden 2020 180 MEUR:oon. Tämä väheni viime vuonna Ruotsin apteekkiliketoiminnan siirryttyä yhteisyritykseen.

Investoinneissa lukuisat yritysostot vuosien 2016-2018 aikana näkyivät negatiivisesti, mutta viime vuosina yhtiö on ollut enemmänkin luopumassa liiketoiminnoistaan joka on tukenut lievästi kassavirtaa.

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.

Ruotsin apteekkien irtautumisen jälkeen olemme ennustaneet Oriolaa koko konsernin oikaistun liikevoiton kautta, minkä lisäksi ennustamme yhteisyrityksen tuloksen erikseen. Oriolan tapauksessa emme siten 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 2023

Oriola toisti Q2-raportin yhteydessä koko vuoden 2023 ohjeistuksensa, jonka mukaan oikaistun liikevoiton odotetaan pysyvän vuoden 2022 tasolla (19,7 MEUR). Yhtiön alkuvuosi sujui odotuksia heikommin ja H1:llä Oriola teki vain 6,9 MEUR tulosta, joka jäi reilut 3 MEUR vertailukaudesta (H1'22: 10,2 MEUR). Näemme siten edelleen riskin ohjeistuksen pettämisessä. Ohjeistuksen pääseminen vaatisi yhtiöltä H2:n aikana selvää tulostahdin parantumista, joka vastaisi noin 6,0-6,5 MEUR:n kvartaalikohtaista tulosta.

Ennusteemme vuoden 2023 liikevaihdolle on 1487 MEUR (-2 %) ja oikaistulle liikevoitolle 16,7 MEUR (-15 %). Oriolan tulokunto näyttää viime kvartaalien perusteella heikohkolta, eikä selkeitä keinoja tuloksen merkittävään parantamiseen ole mielestämme yhtiöltä saatu, vaikka uudet asiakkuudet ja kulukuri tukevat yhtiön mukaan loppuvuoden tulosta.

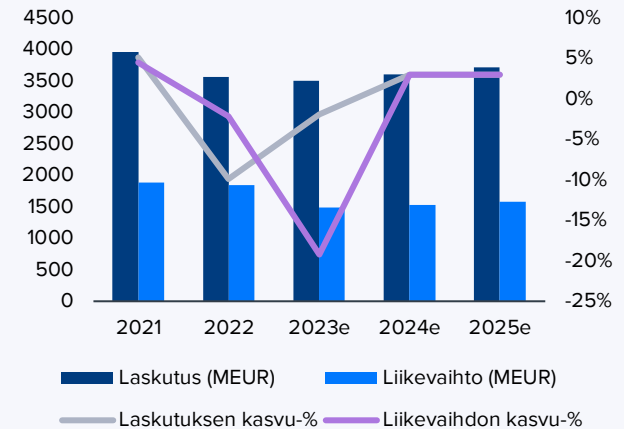
Kasvuennusteet ovat maltillisia

Oriolan tavoite on pitkällä aikavälillä kasvaa markkinakasvun mukaisesti, joka on historiallisesti ollut noin 3 %. Meidän ennusteissamme laskutus/liikevaihto laskee vuonna 2023 2 %:lla vertailukaudesta lähinnä johtuen heikommasta Ruotsin kruunusta. Vuosina 2024-26 ennustamme laskutuksen/liikevaihdon kääntyvän nousuun ja kasvavan keskimäärin 3 %:n vauhtia. Markkinakasvua ajavat ikääntyvän väestön kasvava tarve lääkkeille sekä uudempien lääkkeiden korkeammat hinnat. Oriola ei arviomme mukaan tule tekemään lähivuosina uusia kasvuavauksia tai yritysostoja, vaan yhtiön fokus tulee olemaan nykyisissä toiminnoissa ja niiden kannattavuuden tervehtämisessä.

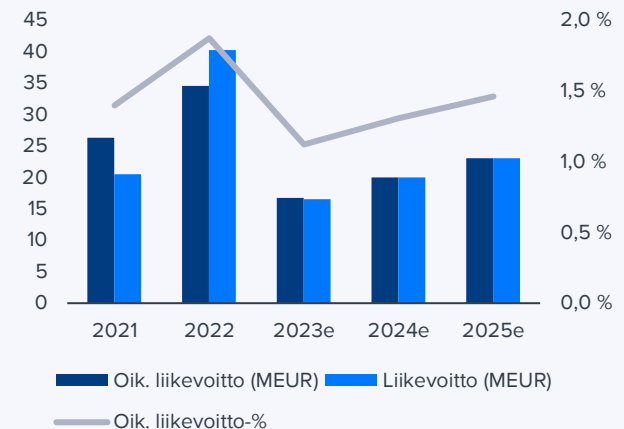
Kannattavuusparannus nojaa oman toiminnan tehokkuuden ja laadun parantamiseen

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

Laskutuksen ja liikevaihdon kehitys



Liikevoiton ja oikaistun liikevoiton kehitys



Ennusteet 2/2

Lähivuosien ennusteissamme Oriolan oikaistu liikevoitto paranee 2023 tasolta, mutta jää edelleen mielestämme maltilliselle tasolle. (2024e: 20 MEUR, 2025e: 23 MEUR). Emme usko, että Oriola pystyy täysimääräisesti korvaamaan aiempia asiakasmenetyksiä ainakaan tuloksen osalta ja mahdolliset investoinnit logistiikkatoimintoihin ja/tai tietojärjestelmiin voi aiheuttaa lisäkuluja ja/tai toiminnan häiriöitä.

Ruotsin apteekkien yhteisyrityksestä Oriola kirjasi H1:n aikana 0,2 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. Yhteisyritys paransi Q2:lla selvästi operatiivista kannattavuuttaan aiemmista kvartaaleista oikaistun EBITA:n ollessa jo 4,6 MEUR, kun se oli vielä Q1:llä 2,2 MEUR.

Odotammekin yhteisyrityksen tuloksen paranevan tulevien kvartaalien ja lähivuosien aikana. On kuitenkin hyvä huomioida, että rahavirtaa Oriolan on mahdollista saada yhteisyrityksestä vain osinkoina, joita emme ainakaan lähivuosina odota uuden yhtiön maksavan. Yhteisyrityksen arvo realisoituu Oriolalle todennäköisesti ainakin pääosin myymällä osuus jossain vaiheessa tulevaisuutta.

Osakekohtaiset tulos- ja osinkoennusteet

Oriolan vuoden 2023 oikaistu osakekohtainen tulos tulee ennusteidemme mukaan laskemaan edellisvuodesta jatkuvien toimintojen heikommasta tulokunnosta sekä yhteisyrityksen kertaluonteisista kuluista johtuen (2023e: EPS

0,05e). Uskomme tuloksen kuitenkin paranevan tulevina vuosina ja osingon nousevan asteittain paranevan tuloksen myötä. Ennustamamme osingonjakosuhteet ovat noin 60 %:n tasolla.

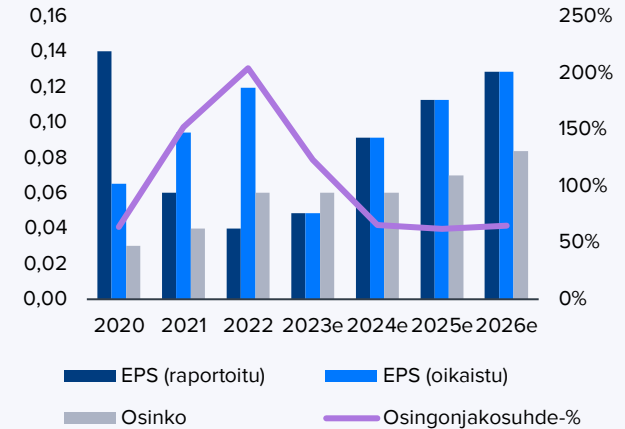
Osakkuusyhtiö ja negatiivinen käyttöpääoma sekoittavat pääoman tuottolukuja

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. Tästä huolimatta uskomme oman pääoman tuoton nousevan vuosien 2018-21 heikoilta tasoilta noin 7-9 %:n tasoon vuosina 2024-25. Sijoitettu pääoma Oriolalla on negatiivinen voimakkaasti negatiivisen käyttöpääoman ansiosta. Ainakin teoriassa kasvun pitäisi siis vapauttaa pääomia. Tämän takia kasvun pitäisi lähtökohtaisesti olla arvoa luovaa.

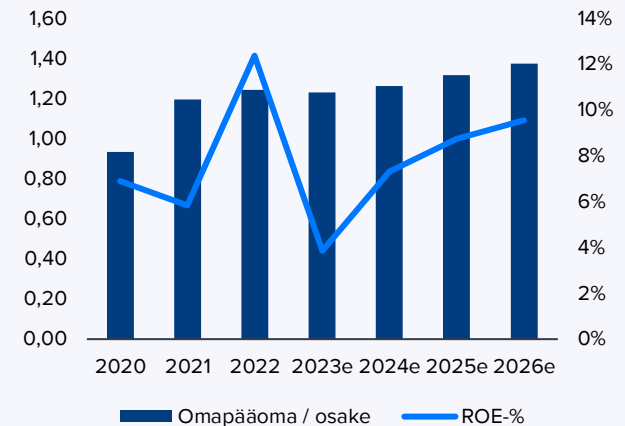
Pitkällä aikavälillä tasaista kehitystä

Odotamme Oriolan pidemmän aikavälin kasvun olevan noin 2-3 % vuodessa ja jatkuvien liiketoimintojen liikevoittomarginaalin noin 1,3 %, jolloin jatkuvien toimintojen vapaa kassavirta on noin 15-20 MEUR:n tasolla. Pidemmällä 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. Tässä vaiheessa Oriolan tuotto määrittyykin yksinkertaisesti kaavasta markkinakasvu + osinkotuotto. Kuten olemme aiemmin maininneet, näemme vuosille 2024-25 myös kannattavuuden kohenemisen ajamaa tulosparannusta.

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 viimeisten kuuden vuoden aikana. Tämä on heijastunut myös osakekurssiin, joka laski 2016-17 yli 4 euron tasolta ja oli 2020-22 noin 2 euron tuntumassa, ja viimeisen vuoden aikana edelleen puolittunut 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 tuloksentehtävyä parempi. Toisaalta vuosien heikko suoriutuminen herättää epäilyksiä yhtiön potentiaalista. Lisäksi tuore yhteisyritys on taseessa erittäin korkeaan arvoon, joka ei heijasta mielestämme sen todennäköistä tulos pohjaista arvoa, eikä etenkin tämän hetkisen tuloksen mukaista arvoa. Arvon luominen/vapautuminen operatiivisesti voi kuitenkin kestää useamman vuoden. Toisaalta uskomme, että Oriolassa voidaan nähdä rakennejärjestelyjä lähivuosina, jotka voivat myös toimia arvon kirkastajina ja vapauttajina. Yhtiön johdossa oli merkittävää vaihtuvuutta viime vuonna ja kevään yhtiökokouksessa myös hallitus uusiutui. 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. Näiden syiden takia EV-pohjaiset luvut näyttävät varsin matalilta Oriolalle, joka ei siis kuvaa todellista tilannetta.

Koska Ruotsin apteekkiliikeyhtiöt 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.

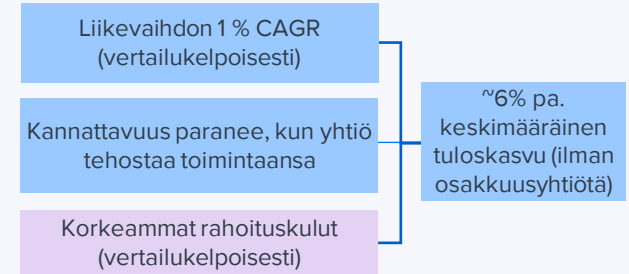
DCF-mallin arvo on selvästi kurssia korkeammalla

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 1,8 euroa, kun huomioimme noin 90 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.

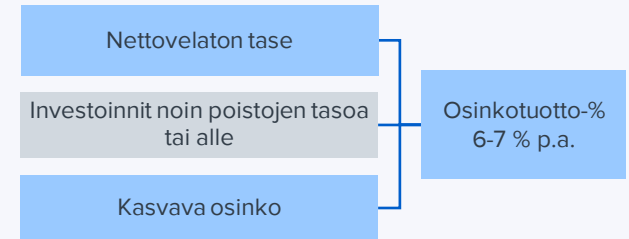
Osaketuoton ajurit 2022-2025

■ Positiivinen ■ Neutraali ■ Negatiivinen

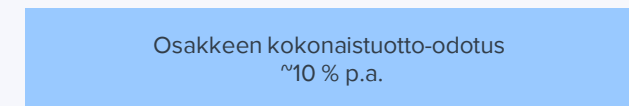
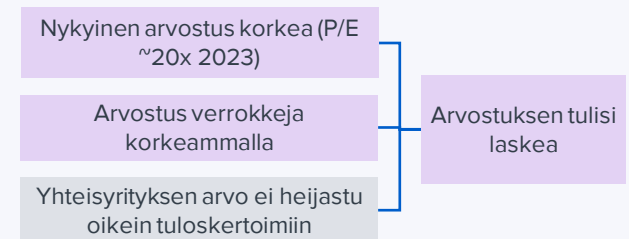
Tulostuoton ajurit



Osinkotuoton ajurit



Arvostuskertoimien ajurit



Arvonmääritys ja suositus 2/3

Arvostus verrokkiryhmään nähden

Käytämme Oriolan verrokkiryhmässä pääosin suuria apteekiketjuja, 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 pienemmillä ja keskittyneemmällä markkinoilla, missä alalle tulon kynnyks on mielestämme korkeampi. Arvostusten vertaaminen toisiinsa ei ole siten aivan suoraviivaista, mutta se antaa jotain osviittaa kansainvälisten apteekki- ja lääketukureiden yleisestä arvostustasosta.

Kuten todettu yllä, ei EV-kertoimia voi soveltaa suoraan koko yhtiöön. Olemme kuitenkin käyttäneet niitä jatkuvien toimintojen arvon määrittämiseen verrokkiryhmän perusteella. Verrokkiryhmän 2023 P/E on noin 15x ja vuodelle 2024 13x, kun Oriolalla vastaavat luvut ovat ~20x ja noin 10x, Tähän vaikuttaa kuitenkin oleellisesti se, että yhteisyrityksen tulos ei heijastu täysin Oriolan lukuihin. Verrokkien arvostuksesta löytyy siis tukea arvostukseen, jos Oriola parantaa ensi vuonna tulostaan ennusteidemme mukaisesti.

Normalisoitu kassavirta

Tukkutoimintojen arvo voi yrittää haarukoida myös normalisoidulla kassavirralla. Jos oletamme kestäväksi liikevoittotasoksi 20 MEUR, investoinnit noin poistojen suuruisiksi ja käyttöpääoman stabiiliksi (näemme nämä kohtuullisen varovaisina oletuksina ottaen huomioon matala investointitaso ja negatiivinen käyttöpääoma) ja 20 % veroprosenttiin, saadaan velattomaksi kassavirraksi 16 MEUR. Olettaen 2 % kestävä kasvu, tämä

tarkoittaa noin 250 MEUR EV:tä ja noin 12x EV/EBIT-kertoimeksi käännettynä.

Osiensumma -arvostus

Osiensumma -arvostuksessa käytämme Oriolan omille toiminnoille EV/EBIT-perusteista arvostusta. Ruotsin apteekkien Oriolan taseessa olevan kirjanpitoarvo on 240 MEUR. Sekä nykyisen että mielestämme potentiaalisen tuloksen valossa tämä arvo on kuitenkin erittäin korkea, joskin tulos meni selvästi parempaan suuntaan Q2:lla.

Mikäli yhteisyritys tekisi suunnilleen Ruotsin apteekkilan 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 68 MEUR:n velat, saamme Oriolan 50 % omistusosuuden arvoksi noin 75 MEUR. Mikäli tulos paranee synergioiden myötä alan keskimääräistä tasoa paremmaksi, tässä on nousuvaraa. Tämän hetken tulostaso on kuitenkin olettamaamme tasoa heikompi.

Jatkuvien toimintojen arvostamiseen käytämme 2024 EV/EBIT kerrointa 11x (asettuen verkkoryhmän ja normalisoidun kassavirran viittaamien kertoimen väliin), jolla päädyimme 220 MEUR:n yritysarvoon. Lisäksi erittelemme doktor.se:n omistuksen arvon erikseen tasearvon mukaisesti. Doktor.se:n tasearvoa oli Q223-raportissa kirjattu voimakkaasti alaspäin uusimman arvostusindikaation perusteella. Kun vähennämme tästä factoring-velat ja pienen nettovelan, päädyimme 1,2 euron osakekohtaiseen käypään arvoon.

Arvostustaso	2023e	2024e	2025e
Osakekurssi	0,94	0,94	0,94
Osakemäärä, milj. kpl	181,3	181,3	181,3
Markkina-arvo	170	170	170
Yritysarvo (EV)	70	65	58
P/E (oik.)	19,3	10,3	8,5
P/E	19,7	10,3	8,5
P/B	0,8	0,7	0,7
P/S	0,1	0,1	0,1
EV/Liikevaihto	0,0	0,0	0,0
EV/EBITDA (oik.)	2,3	1,9	1,5
EV/EBIT (oik.)	4,2	3,3	2,5
Osinko/tulos (%)	126,0 %	66,1 %	63,0 %
Osinkotuotto-%	6,4 %	6,4 %	7,4 %

Lähde: Inderes

Osiensumma, perus	Arvo	per osake	Arvostustapa
Jatkuvat toiminnot	220	1,2	Verrokkien arvostus, 11x EV/EBIT 2024
Ruotsin apteekki JV	76	0,4	EV/EBIT 10x "normalisoidulle" tulokselle
Doktor.se	15	0,1	Tasearvo
Yhteensä	311	1,7	
Nettovelat taseessa	-9	0,0	
Factoring velat	-92	-0,5	
Osakepääoman arvo	210	1,2	

Lähde: Inderes

Arvonmääritys ja suositus 3/3

Hyväksytty arvostus

Tavoitehintamme pohjautuu osien summa arvostukseemme, DCF-arvoon ja hyväksytyihin arvostuskertoihin (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 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 nykyisen heikon tulostason säilymisen ja yhteisyrityksen tuloksen jäävän niinikään heikoksi. Tämä johtaisi arviomme mukaan jatkuvien toimintojen noin 150 MEUR:n arvoon (EV/EBIT 10x) ja Ruotsin apteekki JV:n vain noin 50 MEUR. Tämä tarkoittaisi vain 0,6 euron osakekohtaista arvoa.

Positiivisessa skenaariossa Oriolan jatkuvien toimintojen tulos toipuisi odotuksiamme paremmin noin 25 MEUR:n tasolle, jolloin toimintojen arvo olisi 275 MEUR. Jos Ruotsin apteekkiyhteisyritys osoittautuisi kirja-arvonsa arvoiseksi sen arvo olisi

lähes saman verran (240 MEUR). Tästä osakkeen arvoksi tulisi noin 2,4 euroa.

Potentiaalia parempaan, mutta ajan myötä tuloskasvu on rajattua

Osakkeen positiivisia ajureita ovat vakaasti kasvava osinko ja kohtuullinen osinkotuotto sekä tuloskasvu (sekä omien toimintojen että yhteisyrityksen osalta), jonka uskomme jatkuvan vuonna 2024. Tänä vuonna ajurit ovat kuitenkin heikohkoja, koska tulos pysyy ohjeistuksen mukaan paikallaan ja ennusteissamme se tulee jopa alaspäin.

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. Tukkutoiminnassa 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.

Osien summa, positiivinen	Arvo	per osake	Arvostustapa
Jatkuvat toiminnot	275	1,5	EV/EBIT 11x 25 MEUR tulokselle
Ruotsin apteekki JV	240	1,3	Tasearvo
Doktor.se	15	0,1	Tasearvo
Yhteensä	530	2,9	
Nettovelat taseessa	-9	0,0	
Factoring velat	-92	-0,5	
Osakepääoman arvo	429	2,4	

Lähde: Inderes

Osien summa, negatiivinen	Arvo	per osake	Arvostustapa
Jatkuvat toiminnot	150	0,8	EV/EBIT 10x ~nykytulos
Ruotsin apteekki JV	50	0,3	EV/EBIT 10x ~nykytulos
Doktor.se	15	0,1	Tasearvo
Yhteensä	215	1,2	
Nettovelat taseessa	-9	0,0	
Factoring velat	-92	-0,5	
Osakepääoman arvo	114	0,6	

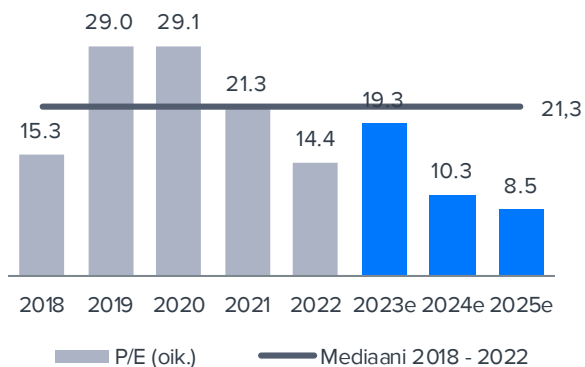
Lähde: Inderes

Arvostustaulukko

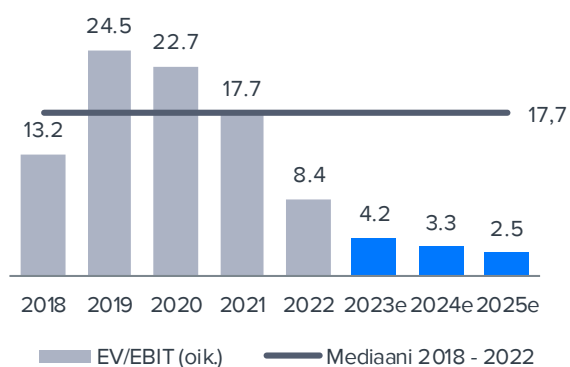
Arvostustaso	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
Osakekurssi	2,17	2,10	1,90	2,01	1,72	0,94	0,94	0,94	0,94
Osakemäärä, milj. kpl	181,5	181,5	181,3	181,3	181,3	181,3	181,3	181,3	181,3
Markkina-arvo	393	381	349	363	312	170	170	170	170
Yritysarvo (EV)	456	501	476	464	288	70	65	58	50
P/E (oik.)	15,3	29,0	29,1	21,3	14,4	19,3	10,3	8,5	7,4
P/E	36,6	47,8	30,6	32,3	11,4	19,7	10,3	8,5	7,4
P/B	2,2	2,4	2,1	1,7	1,4	0,8	0,7	0,7	0,7
P/S	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1
EV/Liikevaihto	0,3	0,3	0,3	0,2	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0
EV/EBITDA (oik.)	8,6	8,3	7,6	7,1	4,2	2,3	1,9	1,5	1,2
EV/EBIT (oik.)	13,2	24,5	22,7	17,7	8,4	4,2	3,3	2,5	2,0
Osinko/tulos (%)	151,9 %	204,5 %	48,2 %	64,2 %	39,7 %	126,0 %	66,1 %	63,0 %	65,0 %
Osinkotuotto-%	4,2 %	4,3 %	1,6 %	2,0 %	3,5 %	6,4 %	6,4 %	7,4 %	8,8 %

Lähde: Inderes

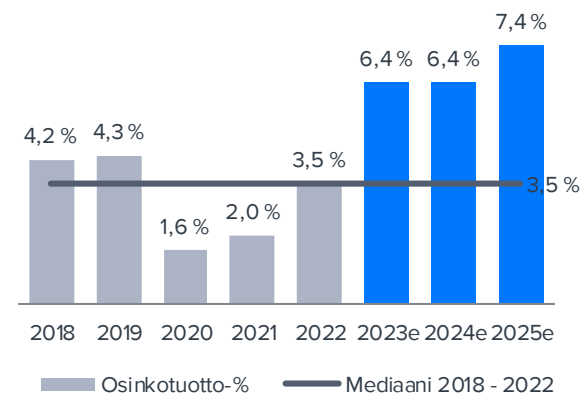
P/E (oik.)



EV/EBIT



Osinkotuotto-%



Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
	MEUR	MEUR	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e
CVS Health Corp	79922	123556	7,8	7,7	6,7	6,6	0,4	0,4	7,8	7,8	3,5	3,6	1,0
Walgreens Boots Alliance Inc	20108	36123	9,7	9,2	7,1	6,3	0,3	0,3	6,3	6,5	7,7	7,8	0,9
Cardinal Health Inc	20818	21428	11,5	10,0	9,3	8,1	0,1	0,1	15,6	13,4	2,2	2,3	
McKesson Corp	52858	55994	12,4	12,9	11,5	11,5	0,2	0,2	16,3	15,6	0,5	0,6	
AmerisourceBergen Corp	33750	37400	12,3	11,5	10,6	9,9	0,2	0,2	15,1	14,0	1,1	1,1	29,0
Oriola (Inderes)	170	70	4,2	3,3	2,3	1,9	0,0	0,0	19,3	10,3	6,4	6,4	0,8
Keskiarvo			10,7	10,3	9,0	8,5	0,2	0,2	12,2	11,5	3,0	3,1	10,3
Mediaani			11,5	10,0	9,3	8,1	0,2	0,2	15,1	13,4	2,2	2,3	1,0
Erotus-% vrt. mediaani			-63 %	-67 %	-75 %	-77 %	-78 %	-79 %	28 %	-22 %	186 %	184 %	-27 %

Lähde: Refinitiv / Inderes

Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2021	Q1'22	Q2'22	Q3'22	Q4'22	2022	Q1'23	Q2'23	Q3'23e	Q4'23e	2023e	2024e	2025e	2026e
Liikevaihto	1882	482	504	481	374	1841	355	384	370	378	1487	1531	1577	1624
Oriolan omat liiketoiminnot	1452	373	395	374	374	1516	355	384	370	378	1487	1531	1577	1624
Poistot ja arvonalennukset	-44,9	-6,6	-3,9	-3,9	-14,0	-28,4	-3,6	-3,6	-3,6	-3,6	-14,4	-14,9	-14,7	-15,2
Liikevoitto ilman kertaeriä	26,3	11,5	8,6	13,5	0,9	34,5	3,5	3,4	4,5	5,3	16,7	20,0	23,0	25,0
Liikevoitto	20,5	13,2	16,8	19,2	-9,0	40,2	3,5	3,2	4,5	5,3	16,5	20,0	23,0	25,0
Oriolan omat liiketoiminnot	14,9	4,7	5,6	6,5	2,9	19,7	3,5	3,4	4,5	5,3	16,7	20,0	23,0	25,0
Nettorahoituskulut	-5,8	-2,2	-1,0	-0,8	-0,8	-4,8	-1,5	-1,9	-1,5	-1,5	-6,4	-4,9	-4,7	-4,4
Tulos ennen veroja	14,7	11,0	15,8	18,4	-9,8	35,4	1,5	1,5	3,5	4,3	10,8	19,1	23,3	26,6
Verot	-3,4	-2,2	-3,7	-3,8	1,7	-8,0	-0,4	-0,3	-0,7	-0,8	-2,2	-2,6	-3,1	-3,4
Nettotulos	11,3	8,8	12,1	14,6	-8,1	27,4	1,1	1,2	2,8	3,5	8,6	16,5	20,1	23,2
EPS (oikaistu)	0,09	0,04	0,02	0,05	0,01	0,12	0,01	0,01	0,02	0,02	0,05	0,09	0,11	0,13
EPS (raportoitu)	0,06	0,05	0,07	0,08	-0,04	0,15	0,01	0,01	0,02	0,02	0,05	0,09	0,11	0,13

Tunnusluvut	2021	Q1'22	Q2'22	Q3'22	Q4'22	2022	Q1'23	Q2'23	Q3'23e	Q4'23e	2023e	2024e	2025e	2026e
Liikevaihdon kasvu-%	4,5 %	7,1 %	7,8 %	3,3 %	-25,0 %	-2,2 %	-26,4 %	-23,9 %	-23,0 %	1,0 %	-19,3 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	25,5 %	3733,3 %	115,0 %	29,8 %	-92,2 %	31,2 %	-69,6 %	-60,5 %	-66,7 %	488,9 %	-51,6 %	19,8 %	15,0 %	8,7 %
Käyttökate-%	3,5 %	4,1 %	4,1 %	4,8 %	1,3 %	3,7 %	2,0 %	1,8 %	2,2 %	2,4 %	2,1 %	2,3 %	2,4 %	2,5 %
Oikaistu liikevoitto-%	1,4 %	2,4 %	1,7 %	2,8 %	0,2 %	1,9 %	1,0 %	0,9 %	1,2 %	1,4 %	1,1 %	1,3 %	1,5 %	1,5 %
Nettotulos-%	0,6 %	1,8 %	2,4 %	3,0 %	-2,2 %	1,5 %	0,3 %	0,3 %	0,8 %	0,9 %	0,6 %	1,1 %	1,3 %	1,4 %

Lähde: Inderes

Tase

Vastaavaa	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Pysyvät vastaavat	539	419	416	417	420
Liikearvo	274	61,1	61,1	61,1	61,1
Aineettomat hyödykkeet	71,0	20,6	21,6	22,6	23,6
Käyttöomaisuus	156	57,7	53,3	53,6	55,2
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	240	240	240	240
Muut sijoitukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset varat	34,9	38,3	38,3	38,3	38,3
Laskennalliset verosaamiset	3,9	1,2	1,2	1,2	1,2
Vaihtuvat vastaavat	554	542	481	496	510
Vaihto-omaisuus	229	149	149	153	158
Muut lyhytaikaiset varat	20,9	5,8	5,8	5,8	5,8
Myyntisaamiset	195	227	223	230	237
Likvidit varat	109	161	104	107	110
Taseen loppusumma	1093	961	897	913	930

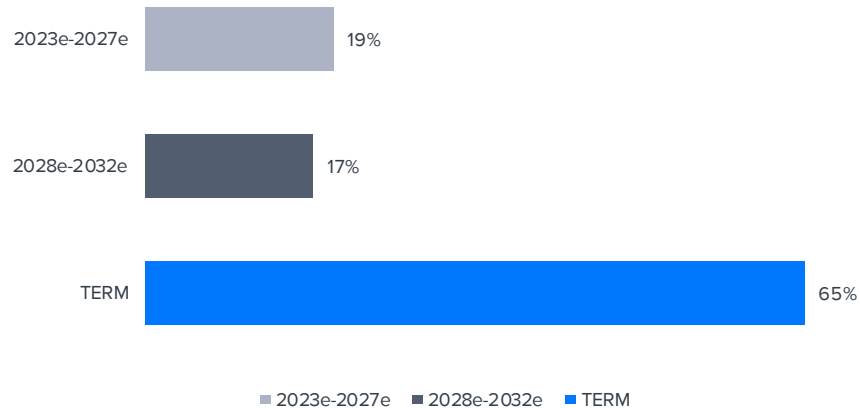
Lähde: Inderes

Vastattavaa	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Oma pääoma	217	226	223	229	238
Osakepääoma	36,2	36,2	36,2	36,2	36,2
Kertyneet voittovarot	88,3	83,2	81,0	86,5	95,8
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	-28,5	-16,7	-16,7	-16,7	-16,7
Muu oma pääoma	121	123	123	123	123
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	154	87,3	73,9	72,9	70,8
Laskennalliset verovelat	11,8	4,9	4,9	4,9	4,9
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lainat rahoituslaitoksilta	124	69,9	56,5	55,5	53,4
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	18,5	12,5	12,5	12,5	12,5
Lyhytaikaiset velat	723	648	600	611	621
Lainat rahoituslaitoksilta	86,4	67,0	26,2	25,3	23,3
Lyhytaikaiset korottomat velat	592	557	550	562	574
Muut lyhytaikaiset velat	44,5	23,8	23,8	23,8	23,8
Taseen loppusumma	1093	961	897	913	930

DCF-laskelma

DCF-laskelma	2022	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	-2,2 %	-19,3 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	2,5 %	2,5 %
Liikevoitto-%	2,2 %	1,1 %	1,3 %	1,5 %	1,5 %	1,3 %	1,3 %	1,3 %	1,3 %	1,3 %	1,3 %	1,3 %
Liikevoitto	40,2	16,5	20,0	23,0	25,0	21,7	22,4	23,1	23,8	24,5	25,1	
+ Kokonaispoistot	28,4	14,4	14,9	14,7	15,2	15,6	16,1	16,6	17,1	17,3	18	
- Maksetut verot	-12,2	-2,2	-2,6	-3,1	-3,4	-3,0	-3,1	-3,2	-3,3	-3,4	-3,6	
- verot rahoituskuluista	-1,1	-1,4	-0,9	-0,8	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	
+ 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	8,6	-3,6	0,8	0,6	0,5	0,4	0,3	0,1	-0,1	-0,2	4,5	
Operatiivinen kassavirta	13,9	23,7	32,2	34,4	36,5	34,1	34,9	35,8	36,8	37,4	43,1	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	-6,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	329	-11,0	-16,2	-17,3	-17,8	-18,3	-18,9	-19,4	-20,6	-20,1	-20	
Vapaa operatiivinen kassavirta	337	12,7	16,0	17,1	18,7	15,7	16,1	16,4	16,2	17,3	22,9	
+/- Muut	-325,0	0,0	0,0	0,0	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0	
Vapaa kassavirta	12,1	12,7	16,0	17,1	24,7	21,7	22,1	22,4	22,2	23,3	28,9	539
Diskontattu vapaa kassavirta		12,4	14,4	14,3	19,1	15,6	14,6	13,8	12,6	12,3	14,1	263
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		406	393	379	365	346	330	315	302	289	277	263
Velaton arvo DCF		406										
- Korolliset velat		-229										
+ Rahavarat		161										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		-10,9										
Oman pääoman arvo DCF		327										
Oman pääoman arvo DCF per osake		1,8										

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 %
Oman pääoman kustannus	8,7 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	8,0 %

Lähde: Inderes

Yhteenveto

Tuloslaskelma	2020	2021	2022	2023e	2024e	Osakekohtaiset luvut	2020	2021	2022	2023e	2024e
Liikevaihto	1800,8	1882,4	1841,4	1486,5	1531,1	EPS (raportoitu)	0,06	0,06	0,15	0,05	0,09
Käyttökate	63,1	65,4	68,6	30,9	34,9	EPS (oikaistu)	0,07	0,09	0,12	0,05	0,09
Liikevoitto	20,4	20,5	40,2	16,5	20,0	Operat. kassavirta / osake	0,35	0,24	0,08	0,13	0,18
Voitto ennen veroja	14,3	14,7	35,4	10,8	19,1	Vapaa kassavirta / osake	-0,02	-0,03	0,07	0,07	0,09
Nettovoitto	11,3	11,3	27,4	8,6	16,5	Omapääoma / osake	0,94	1,20	1,24	1,23	1,26
Kertaluontoiset erät	-0,6	-5,8	5,7	-0,2	0,0	Osinko / osake	0,03	0,04	0,06	0,06	0,06
Tase	2020	2021	2022	2023e	2024e	Kasvu ja kannattavuus	2020	2021	2022	2023e	2024e
Taseen loppusumma	1165,7	1093,2	961,0	897,4	912,9	Liikevaihdon kasvu-%	5 %	5 %	-2 %	-19 %	3 %
Oma pääoma	169,6	216,8	225,7	223,5	229,0	Käyttökateen kasvu-%	4 %	4 %	5 %	-55 %	13 %
Liikearvo	278,7	273,5	61,1	61,1	61,1	Liikevoiton oik. kasvu-%	2 %	26 %	31 %	-52 %	20 %
Nettovelat	127,1	100,8	-23,7	-21,3	-26,4	EPS oik. kasvu-%	-10 %	44 %	27 %	-59 %	86 %
Kassavirta	2020	2021	2022	2023e	2024e	Käyttökate-%	3,5 %	3,5 %	3,7 %	2,1 %	2,3 %
Käyttökate	63,1	65,4	68,6	30,9	34,9	Oik. Liikevoitto-%	1,2 %	1,4 %	1,9 %	1,1 %	1,3 %
Nettokäyttöpääoman muutos	5,9	-15,5	8,6	-3,6	0,8	Liikevoitto-%	1,1 %	1,1 %	2,2 %	1,1 %	1,3 %
Operatiivinen kassavirta	64,3	43,5	13,9	23,7	32,2	ROE-%	6,9 %	5,8 %	12,4 %	3,8 %	7,3 %
Investoinnit	-70,3	-47,2	329,2	-11,0	-16,2	ROI-%	5,0 %	4,6 %	10,2 %	5,2 %	7,8 %
Vapaa kassavirta	-3,9	-5,1	12,1	12,7	16,0	Omavaraisuusaste	14,5 %	19,8 %	23,5 %	24,9 %	25,1 %
						Nettovelkaantumisaste	74,9 %	46,5 %	-10,5 %	-9,5 %	-11,5 %
Arvostuskertoimet	2020	2021	2022	2023e	2024e						
EV/Liikevaihto	0,3	0,2	0,2	0,0	0,0						
EV/EBITDA (oik.)	7,6	7,1	4,2	2,3	1,9						
EV/EBIT (oik.)	22,7	17,7	8,4	4,2	3,3						
P/E (oik.)	29,1	21,3	14,4	19,3	10,3						
P/B	2,1	1,7	1,4	0,8	0,7						
Osinkotuotto-%	1,6 %	2,0 %	3,5 %	6,4 %	6,4 %						

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 käsitellä tarjoukseksi tai kehotukseksi ostaa, myydä tai merkitä sijoitustuotteita. Asiakkaan tulee myös ymmärtää, että historiallinen kehitys ei ole tae tulevasta. Tehdessään päätöksiä sijoitustoimenpiteistä, asiakkaan tulee perustaa päätöksensä omaan tutkimukseensa, sekä arvioonsa sijoituskohteen arvoon vaikuttavista seikoista ja ottaa huomioon omat tavoitteensa, taloudellinen tilanteensa sekä tarvittaessa käytettävät neuvonantajat. 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 suosituksin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään 2-4 kertaa vuodessa yhtiöiden osavuositarkastusten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyin arvioiden 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 yhtiöissä. Inderes Oyj voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoitavassa 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 sijoitavassa 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.

Suositushistoria (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
28.10.2019	Vähennä	2,10 €	2,08 €
9.2.2020	Vähennä	2,10 €	2,09 €
25.4.2020	Lisää	2,30 €	2,08 €
20.5.2020	Lisää	2,30 €	1,95 €
20.7.2020	Lisää	2,10 €	1,88 €
26.10.2020	Lisää	2,00 €	1,87 €
22.2.2021	Lisää	2,00 €	1,95 €
27.4.2021	Vähennä	1,90 €	2,01 €
21.7.2021	Vähennä	1,90 €	1,92 €
28.10.2021	Lisää	2,20 €	1,91 €
21.1.2022	Lisää	2,40 €	2,21 €
Analytiikko vaihtuu			
21.2.2022	Vähennä	2,30 €	2,20 €
29.4.2022	Lisää	2,30 €	2,00 €
Analytiikko vaihtuu			
25.7.2022	Lisää	2,30 €	2,10 €
8.8.2022	Lisää	2,30 €	2,02 €
28.10.2022	Lisää	2,10 €	1,86 €
31.1.2023	Lisää	2,00 €	1,72 €
17.2.2023	Vähennä	1,70 €	1,62 €
28.4.2023	Vähennä	1,50 €	1,45 €
24.7.2023	Vähennä	1,25 €	1,19 €
30.8.2023	Lisää	1,05 €	0,94 €

Inderes yhdistää pörssiyrityksiä ja sijoittajia. Asiakkainamme on yli 400 pohjoismaista pörssiyritystä, jotka haluavat palvella sijoittajia tarjoamalla parempaa sijoittajaviestintää. Yhteisöömme kuuluu yli 70 000 aktiivista sijoittajaa.

Yhteiskunnallisena tavoitteenamme on demokratisoida tieto finanssimarkkinoilla.

Rakennamme pörssiyrityksien tarpeisiin ratkaisuja, joiden avulla voidaan tehdä tehokasta ja oikeat kohderyhmät tavoitettavaa sijoittajaviestintää. Liikevaihdostamme suurin osa muodostuu pörssiyrityksiä asiakkailta, joille tarjottavia päätuotteitamme ovat Tilausanalyysi, Virtuaalitapahtumaratkaisut (Flik), Yhtiökokousratkaisut sekä Teknologia- ja IR-ratkaisut.

Sijoittajayhteisölle tarjoamme palveluita, joiden avulla jäsenet voivat oppia ja kehittyä, tutustua muihin sijoittajiin sekä saada ajantasaista tietoa sijoituspäätösten tueksi.

Inderes on listattu Nasdaq First North markkinapaikalla ja toimii Suomessa, Ruotsissa, Norjassa ja Tanskassa.

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.**