

## Käännymme jyrkän kurssilaskun jälkeen positiiviselle puolelle

Orionin osake on laskenut viime kesänä nähdyltä huipputasoilta 60 %. Kurssilasku on pudottanut osakkeen pitkään kestäneen räikeän yliarvostuksen vihdoin kansainvälisen verrokkiryhmän tasolle ja mielestämme osake tarjoaa ennusteisiimme nähden riittävän tuotto-odotuksen, jotta voimme siirtyä positiiviselle puolelle. Nostamme suosituksemme lisää-tasolle (aik. vähennä) ja toistamme 28,0 euron tavoitehintamme.

### Suosituksen nosto pohjautuu osakekurssin putoamiseen alle tavoitehintamme

Orionin osakkeen jyrkkä kurssilasku viimeisen vuoden aikana on painanut osakkeen vuosia kestäneen räikeän yliarvostuksen vihdoin kansainvälisen verrokkiryhmän tasolle. Emme ole tehneet tämän päivityksen yhteydessä ennusteisiimme muutoksia, joten suosituksen nosto pohjautuu osakekurssin putoamiseen meidän tavoitehinnan alapuolelle. Ennusteidemme mukaiset P/E-luvut vuosille 2018 ja 2019 ovat 16,1x ja 15,6x. Vastaavat EV/EBITDA-kertoimet ovat 11,0x ja 10,6x. Odotamme yhtiön pitävän lähivuosina 1,45 euron osingon ennallaan, mikä tarkoittaa 6,0 %:n osinkotuottoa.

### Yhtiön tulokuntoa rasittavat vuonna 2018 monet haasteet

Orionin vuoden 2018 ohjeistus oli vaisu, mikä yhdessä helmikuussa tiedotetun negatiivisen Alzheimer-tutkimuksen II-faasin tulosten kanssa kiihdyttivät kesällä 2017 alkanutta kurssilaskua. Orion arvioi vuoden 2018 liikevaihdon jäävän tuotteiden generoitumisen ja hintakilpailun johdosta samalle tasolle tai laskevan hieman vuodesta 2017 (1085 MEUR). Liikevoiton ilman olennaisia myyntivoittoja yhtiö arvioi laskevan vuodesta 2017 (293 MEUR). Ennustemme vuoden 2018 liikevaihdosta on 1073 MEUR ja liikevoitosta 275 MEUR. Yksi tekijä heikon ohjeistuksen taustalla liittyy globaaliin trendiin, jossa valtiot pyrkivät hillitsemään lääkehuollon kustannuksia. Suomessa tehtiin 2017 alussa vaihtokelpoisten reseptilääkkeiden hinnoittelujärjestelmän muutos, mikä laski Orionin myyntiä 15 MEUR ja yhtiö arvioi samanlaista vaikutusta vuodelle 2018. Orion menetti suurimman yksittäisen sopimuksen sopimusvalmistusliiketoiminnassaan vuoden 2017 lopussa ja hävisi myös Norjassa ja Tanskassa järjestetyt Remsimälääkkeen kansalliset tarjouskilpailut. Näiden haasteiden lisäksi Parkinson-lääkkeiden patenttien raukeamisesta johtuva myynnin lasku jatkuu myös vuonna 2018, mikä tulee vaikuttamaan negatiivisesti yhtiön liikevaihtoon ja kannattavuuteen.

### Näemme haasteiden lisäksi edessä myös positiivisia tulosajureita

Tulokuntoa rasittavat haasteet heijastuvat jo mielestämme täysimääräisesti osakkeen hintaan ja näemme näiden vastapainoksi edessä myös positiivisia tulosajureita. Orion on onnistunut viime vuosina laajentamaan voimakkaasti Suomen ulkopuolelle ja arvioimme tämän jatkuvan lähivuosina erityisesti Easyhaler-tuoteperheen avulla (yhtiön 2. myydyin lääkevalmiste). Orion sai maaliskuussa myönteisen päätöksen EU:n hajautetuista myyntilupamenettelyistä 22 maahan uudelle Easyhaler salmeteroli-flutikasoni -yhdistelmävalmisteelle. Näkemyksemme mukaan Easyhaler voi nousta tänä vuonna Orionin myydyimmäksi lääkevalmisteeksi Parkinson-lääkkeiden ohi ja näemme tuoteperheellä vielä runsaasti kasvupotentiaalia lähivuosina. Myös Orionin 3. ja 4. myydyimmillä lääkevalmisteilla (Dexdor ja Simdax) on monta hyvää vuotta jäljellä, mitkä yhdessä uusien tuotelanseerausten kanssa pitävät lähivuosien tulokuntoa yllä. Vuotta 2018 koskevien (osin väliaikaisten) haasteiden jälkeen odotamme liikevaihdon kääntyvän 2 %:n kasvuun vuonna 2019 ja liikevoittomarginaalin pysyvän 2018 tasolla 25,7 %:ssa (2017: 27,0 %). Orionin pitkän aikavälin tavoite on kasvaa lääkemarkkinoiden yleistä kasvua nopeammin ja pitää EBIT-marginaali yli 25 %:ssa. Olemme lähivuosien kasvuennusteissamme selvästi yhtiön pitkän aikavälin tavoitteen alapuolella ja kannattavuuden osalta yhtiön pitkän aikavälin tavoitteen alarajalla.

## Analyttikko

Petri Kajaani  
+358 50 527 8680  
petri.kajaani@inderes.fi



## Suositus

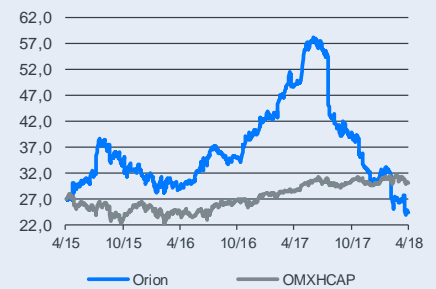
Lisää



Edellinen: Vähennä

**Tavoitehintana 28,00 EUR**

Edellinen: 28,00



Lähde: Reuters

**Eiillisen päätös 24,30 EUR**

**12 kk vaihteluväli 23,82-58,5 EUR**

**Potentiaali 15,2 %**

## Ohjeistus

Vuoden 2018 liikevaihto on samalla tasolla tai laskee hieman vuodesta 2017 (1085 MEUR). Liikevoiton ilman olennaisia myyntivoittoja arvioidaan laskevan vuodesta 2017 (293 MEUR).

**Ohjeistusmuutos: Ennallaan**

## Avainluvut

	Liikevaihto	Liikevoitto	Liikevoitto-	Tulos ennen	Tulos/	Osinko/	EV/	EV/	EV/	P/E	Osinko-
	MEUR	(EBIT)	marginaali	veroja (PTP)	osake	osake	Liikevaihto	EBITDA	EBIT	(x)	tuotto
		MEUR	%	MEUR	EUR	EUR	(x)	(x)	(x)	(x)	%
2016	1 074	315	29,3 %	311	1,77	1,55	5,7	17,2	19,4	27,2	3,5 %
2017	1 085	293	27,0 %	286	1,61	1,45	3,6	11,7	13,4	17,0	5,3 %
2018e	1 072	275	25,7 %	269	1,51	1,45	3,3	11,0	12,7	16,1	6,0 %
2019e	1 094	281	25,7 %	278	1,56	1,45	3,2	10,6	12,4	15,6	6,0 %
2020e	1 127	287	25,5 %	283	1,59	1,45	3,1	10,5	12,1	15,3	6,0 %
Markkina-arvo, MEUR		3416		OPO / osake 2018e, EUR		4,90		CAGR EPS, 2017-2020, %			0 %
Nettovelka 2018e, MEUR		74		P/B 2018e		5,0		CAGR kasvu, 2017-2020, %			1 %
Yritysarvo (EV), MEUR		3491		Nettovelkaisuusaste 2018e, %		10,8 %		ROE 2018e, %			31,1 %
Taseen koko 2018e, MEUR		1057		Omavaraisuusaste 2018e, %		65,1 %		ROCE 2018e, %			29,8 %

## Arvostuskertoimet ovat laskeneet vihdoin realistiselle tasolle

Orionin osake on laskenut noin 60 % kesäkuun alussa nähdyltään kaikkien aikojen korkeimmalta tasolta (58,5 euroa). Yhtiön osaketta arvostettiin silloin kaikilla tulos pohjaisilla arvostuskertoimilla noin 80-110 %:n preemiolla kansainvälisiin verrokkeihin nähden, mikä oli yhtiön tulonäkymiin peilattuna aivan absurdi taso. Nyt ennusteidemme mukaiset tulos pohjaiset arvostuskertoimet lähivuosille ovat linjassa kansainväliseen verrokkiryhmään nähden, emmekä muista Orionin suhteellisen arvostuksen verrokkiryhmään nähden olleen miesmuistiin näin matala. Osakkeen arvostuskertoimet ovat laskeneet vihdoin realistiselle tasolle sekä verrokkiryhmään että Orionin omaan historialliseen tasoon nähden.

Vuosien 2018 ja 2019 P/E-luvut ovat 16,1x ja 15,6x. Nämä ovat hieman verrokkiryhmän yläpuolella, mutta vastaavien vuosien velattoman taseen huomioivat EV/EBITDA-kertoimet ovat 11,0x ja 10,6x, jotka ovat tismalleen linjassa kansainvälisen verrokkiryhmän kanssa. Osinkotuotot ovat lähivuosien 1,45 euron osinkoennusteillamme 6,0 %:n tasolla, mikä on noin kaksinkertainen taso verrokkiryhmään nähden. Vaikka yhtiön tuloskasvu tulee ennusteidemme mukaan olemaan lähivuosina vaisua, on mielestämme yhtiön korkea laatu huomioiden arvostuskertoimet valuneet riittävän matalalle tasolle ja pidämme osakkeen riski/tuotto-suhdetta riittävän houkuttelevana ostojen aloittamiseksi.

Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
	MEUR	MEUR	MEUR	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e
Orion Oyj (konsensus)	24,30	3627	3613	13,0	12,1	11,4	10,7	3,4	3,3	16,1	15,0	5,7	6,0	5,0
Abbott Laboratories	58,26	82646	97699	18,6	16,8	15,3	14,2	3,9	3,7	20,4	18,1	1,9	2,0	3,5
Johnson & Johnson	127,45	271667	284907	14,1	13,2	11,8	11,2	4,3	4,2	15,4	14,6	2,9	3,1	4,8
Eli Lilly and Co	76,33	67250	71875	14,4	13,3	12,2	11,4	3,8	3,7	15,5	14,3	3,1	3,2	5,8
Merck & Co Inc	53,41	116769	129895	11,6	11,2	10,4	10,0	3,8	3,8	12,8	12,1	3,6	3,7	4,3
Novo Nordisk A/S	296,70	78364	76061	12,2	11,3	11,3	10,5	5,2	4,9	18,6	17,9	2,7	2,8	12,9
Pfizer Inc	35,23	169511	188916	11,2	10,8	10,0	9,6	4,3	4,2	11,9	11,4	3,9	4,2	3,2
Amgen Inc	167,04	97276	92125	9,9	9,8	8,6	8,7	5,0	5,0	12,4	11,8	3,1	3,3	4,5
Bayer AG	90,67	75906	80418	10,9	10,0	8,5	7,9	2,3	2,2	13,5	12,4	3,1	3,2	2,1
Novartis AG	76,72	171869	187426	17,2	16,2	13,4	12,9	4,4	4,3	15,0	14,0	3,7	3,9	2,4
Sanofi SA	64,37	81925	87103	9,9	9,4	7,8	7,4	2,5	2,4	12,0	11,1	4,7	4,9	1,4
AbbVie Inc	89,40	117983	140405	12,2	10,7	11,5	10,1	5,4	5,0	12,2	10,5	3,6	4,1	16,6
<b>Orion (Inderes)</b>	<b>24,30</b>	<b>3416</b>	<b>3491</b>	<b>12,7</b>	<b>12,4</b>	<b>11,0</b>	<b>10,6</b>	<b>3,3</b>	<b>3,2</b>	<b>16,1</b>	<b>15,6</b>	<b>6,0</b>	<b>6,0</b>	<b>5,0</b>
<b>Keskiarvo</b>				<b>12,9</b>	<b>12,1</b>	<b>11,0</b>	<b>10,4</b>	<b>4,0</b>	<b>3,9</b>	<b>14,6</b>	<b>13,6</b>	<b>3,5</b>	<b>3,7</b>	<b>5,5</b>
<b>Mediaani</b>				<b>12,2</b>	<b>11,3</b>	<b>11,3</b>	<b>10,3</b>	<b>4,1</b>	<b>4,0</b>	<b>14,2</b>	<b>13,2</b>	<b>3,4</b>	<b>3,5</b>	<b>4,4</b>
<b>Erotus-% vrt. mediaani</b>				<b>4 %</b>	<b>10 %</b>	<b>-3 %</b>	<b>3 %</b>	<b>-20 %</b>	<b>-20 %</b>	<b>13 %</b>	<b>18 %</b>	<b>78 %</b>	<b>71 %</b>	<b>14 %</b>

Lähde: Reuters / Inderes. Huomautus: Inderesin käyttämä markkina-arvo ei ota huomioon yhtiön hallussa olevia omia osakkeita.

## Orion on selvästi tasapainoisempi yhtiö kuin muutama vuosi sitten

### Tulos kertyy nykyään tasaisemmin eri tuotteiden ja maiden välillä

Orion on muuttunut muutaman vuoden aikana selvästi tasapainoisemmaksi yhtiöksi, mikä on tehnyt siitä mielestämme selvästi vähäriskisemmän. Yhtiö ei ole enää riippuvainen muutamista patentoiduista hittituotteista tai Suomen markkinoista, vaan tulos kertyy tasaisemmin laajasta tuoteportfoliosta ja eri maista. Orion on viime vuosina kärsinyt tärkeiden patenttien umpeutumista, mikä on näkynyt Alkuperälääkkeet-segmentin liikevaihdon laskuna. Yhtiö on kuitenkin onnistunut kerta toisensa jälkeen yllättämään markkinat positiivisesti kyvyllään tuoda markkinoille uusia tuotteita, laajentua uusille maantieteellisille alueille, tehostaa tuotantoaan ja pitää kiinni marginaaleistaan, mikä on pitkälti Erytistutuotteet-segmentin ansiosta (48 % liikevaihdoista). Monet kansainvälisten lääkeyhtiöiden kanssa solmitut T&K-yhteistyöt ovat keventäneet Orionin omaa riskiä tuotekehityksessä ja allekirjoitus- ja etappimaksut ovat pitäneet tuloskuntoa yllä vaikeina aikoina. Yhtiö on näillä toimilla kyennyt todistamaan meille korkean laatunsa ja vahvan IP-osaamisen arvon.

### Pitkän aikavälin tuloskasvu vaatii onnistumisia T&K-putkesta

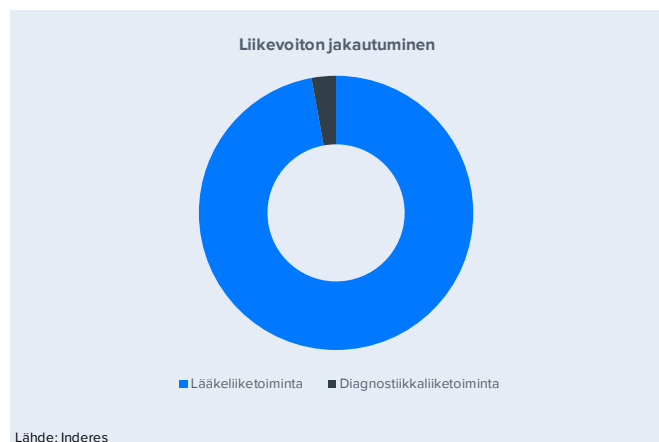
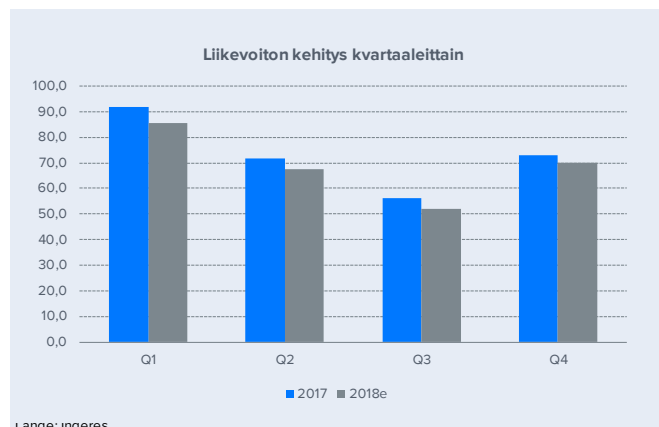
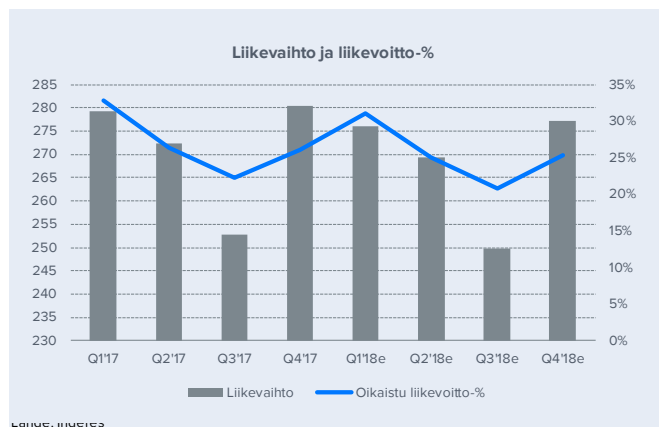
Orionin nykyinen tuoteportfolio pystyy pitämään tuloskuntoa yllä, mutta pidemmällä aikavälillä yhtiön tulisi saada T&K-putkesta jotain uutta ja mullistavaa ulos, jotta eväät pidemmän aikavälin tuloskasvulle säilyisivät. Yhtiön patenttisuojatut Alkuperälääkkeet tuovat enää 32 % liikevaihdosta ja tämän suhdeluvun putoaminen ei voi pidemmällä aikavälillä olla vaikuttamatta negatiivisesti yhtiön kannattavuuteen. Suurimmat lähivuosien odotukset liittyvät Orionin ja Bayerin yhdessä kehittämään eturauhassyöpälääkkeeseen (ODM-201), jonka faasi III-tuloksista yhtiö on luvannut kertoa vuoden 2018 syyskuussa. Mahdollisten positiivisten uutisten toteutuessa, tulee tämä olemaan merkittävä uusi pitkän aikavälin positiivinen ajuri sekä Orionin tuloskasvulle että osakkeelle. Jos tulokset sattuisivat olemaan negatiivisia, kääntyisi markkinoiden katse yhä enemmän Orionin tällä hetkellä laskevassa trendissä olevaan tuloskuntoon, eikä T&K-putkelle voitaisi antaa enää samanlaista positiivista odotusarvoa.

## Tuloslaskelma ja ennusteet vuosineljänneksittäin

Tuloskehitys kvartaalitasolla	2016	Q1'17	Q2'17	Q3'17	Q4'17	2017	Q1'18e	Q2'18e	Q3'18e	Q4'18e	2018e	2019e	2020e
<b>Liikevaihto</b>	<b>1073,5</b>	<b>279,2</b>	<b>272,4</b>	<b>252,7</b>	<b>280,4</b>	<b>1084,6</b>	<b>276,1</b>	<b>269,3</b>	<b>249,8</b>	<b>277,3</b>	<b>1072,5</b>	<b>1094,0</b>	<b>1127,0</b>
Lääkeliiketoiminta	1021,6	265,5	260,7	241,5	266,0	1033,6	262,8	258,0	239,1	263,3	1023,2	1043,7	1075,0
Diagnostiikkaliiketoiminta	54,8	14,4	12,4	11,8	15,2	53,8	14,2	12,3	11,7	15,0	53,2	54,3	55,9
Konsernierät	-2,8	-0,7	-0,7	-0,6	-0,7	-2,7	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	-4,0	-4,0	-4,0
<b>Käyttökate</b>	<b>355,2</b>	<b>102,0</b>	<b>82,2</b>	<b>66,9</b>	<b>84,2</b>	<b>335,3</b>	<b>96,3</b>	<b>77,9</b>	<b>62,7</b>	<b>80,7</b>	<b>317,7</b>	<b>327,0</b>	<b>332,3</b>
Poistot ja arvonalennukset	-40,6	-10,3	-10,4	-10,5	-11,1	-42,3	-10,6	-10,6	-10,6	-10,6	-42,4	-45,6	-45,4
<b>Liikevoitto ilman kertaeriä</b>	<b>292,6</b>	<b>91,7</b>	<b>71,8</b>	<b>56,4</b>	<b>73,1</b>	<b>293,0</b>	<b>85,7</b>	<b>67,3</b>	<b>52,1</b>	<b>70,1</b>	<b>275,3</b>	<b>281,4</b>	<b>286,9</b>
<b>Liikevoitto</b>	<b>314,6</b>	<b>91,7</b>	<b>71,8</b>	<b>56,4</b>	<b>73,1</b>	<b>293,0</b>	<b>85,7</b>	<b>67,3</b>	<b>52,1</b>	<b>70,1</b>	<b>275,3</b>	<b>281,4</b>	<b>286,9</b>
Lääkeliiketoiminta	316,4	90,2	73,5	57,4	75,2	296,3	85,4	69,7	53,8	71,1	280,0	284,9	290,3
Diagnostiikkaliiketoiminta	8,4	3,5	1,3	1,4	2,7	8,9	3,3	1,2	1,3	2,5	8,3	8,4	8,7
Konsernierät	-10,2	-2,0	-3,0	-2,5	-4,7	-12,2	-3,0	-3,5	-3,0	-3,5	-13,0	-12,0	-12,0
Nettorahoituskulut	-4,1	-2,9	-1,1	-1,0	-1,5	-6,5	-1,5	-1,5	-1,5	-1,5	-6,0	-3,8	-3,8
<b>Tulos ennen veroja</b>	<b>310,9</b>	<b>88,8</b>	<b>70,7</b>	<b>55,4</b>	<b>71,6</b>	<b>286,5</b>	<b>84,2</b>	<b>65,8</b>	<b>50,6</b>	<b>68,6</b>	<b>269,3</b>	<b>277,5</b>	<b>283,1</b>
Verot	-61,9	-18,5	-14,2	-11,3	-16,5	-60,5	-17,7	-13,8	-10,6	-14,4	-56,5	-58,3	-59,4
Vähemmistöosuudet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Nettotulos</b>	<b>249,0</b>	<b>70,3</b>	<b>56,4</b>	<b>44,1</b>	<b>55,2</b>	<b>226,0</b>	<b>66,5</b>	<b>52,0</b>	<b>40,0</b>	<b>54,2</b>	<b>212,7</b>	<b>219,2</b>	<b>223,6</b>
EPS (oikaistu)	1,61	0,50	0,40	0,31	0,39	1,61	0,47	0,37	0,28	0,39	1,51	1,56	1,59
EPS (raportoitu)	1,77	0,50	0,40	0,31	0,39	1,60	0,47	0,37	0,28	0,38	1,51	1,56	1,59

Tunnusluvut	2016	Q1'17	Q2'17	Q3'17	Q4'17	2017	Q1'18e	Q2'18e	Q3'18e	Q4'18e	2018e	2019e	2020e
Liikevaihdon kasvu-%	5,7 %	6,6 %	-0,3 %	-2,3 %	0,2 %	1,0 %	-1,1 %	-1,1 %	-1,2 %	-1,1 %	-1,1 %	2,0 %	3,0 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	9,8 %	14,2 %	-14,1 %	-19,5 %	24,7 %	0,1 %	-6,5 %	-6,2 %	-7,6 %	-4,2 %	-6,1 %	2,2 %	2,0 %
Käyttökate-%	33,1 %	36,5 %	30,2 %	26,5 %	30,0 %	30,9 %	34,9 %	28,9 %	25,1 %	29,1 %	29,6 %	29,9 %	29,5 %
Oikaistu liikevoitto-%	27,3 %	32,8 %	26,4 %	22,3 %	26,1 %	27,0 %	31,1 %	25,0 %	20,9 %	25,3 %	25,7 %	25,7 %	25,5 %
Nettotulos-%	23,2 %	25,2 %	20,7 %	17,4 %	19,7 %	20,8 %	24,1 %	19,3 %	16,0 %	19,5 %	19,8 %	20,0 %	19,8 %

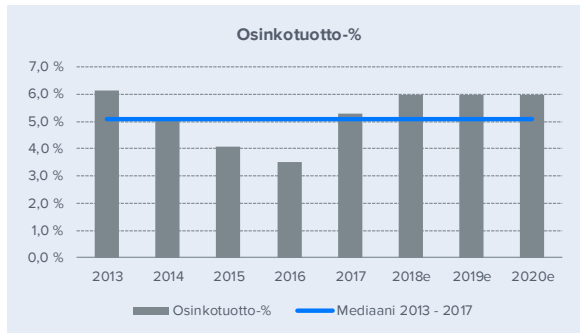
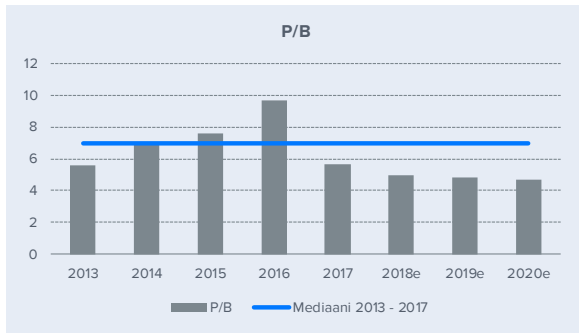
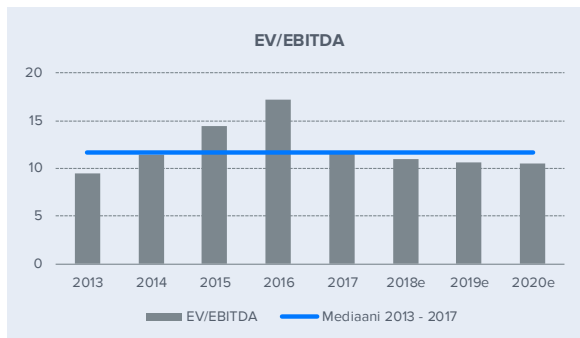
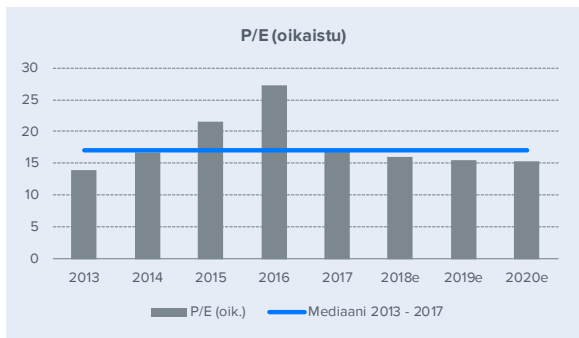
Lähde: Inderes



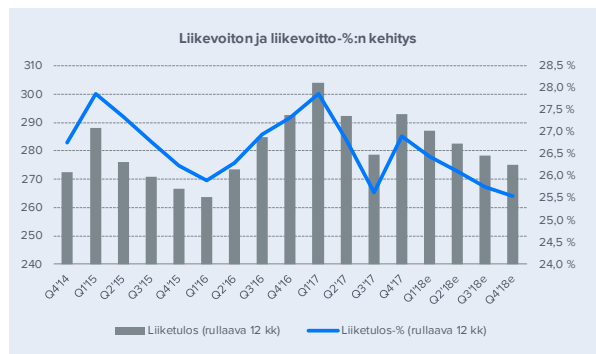
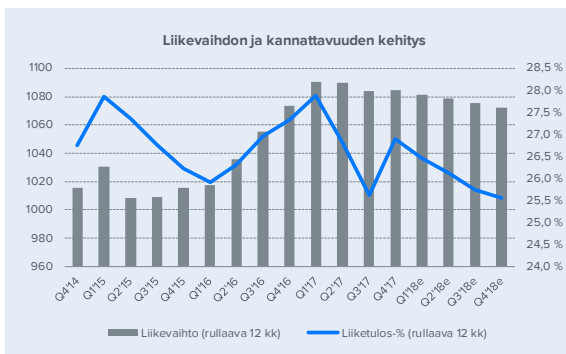
## Arvostus

Arvostustaso	2013	2014	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Osakekurssi	20,35	25,03	31,97	44,00	27,35	24,30	24,30	24,30
Markkina-arvo	2867	3596	4502	6186	3845	3416	3416	3416
Yritysarvo (EV)	2910	3571	4445	6106	3924	3491	3478	3480
P/E (oik.)	13,9	16,7	21,6	27,2	17,0	16,1	15,6	15,3
P/E	13,9	16,7	21,6	24,8	17,0	16,1	15,6	15,3
P/Kassavirta	18,7	12,8	27,2	27,5	110,4	16,1	15,6	16,6
P/B	5,6	7,0	7,6	9,6	5,7	5,0	4,9	4,7
P/S	2,8	3,5	4,4	5,8	3,5	3,2	3,1	3,0
EV/Liikevaihto	2,9	3,5	4,4	5,7	3,6	3,3	3,2	3,1
EV/EBITDA	9,5	11,4	14,4	17,2	11,7	11,0	10,6	10,5
EV/EBIT	10,9	13,1	16,7	19,4	13,4	12,7	12,4	12,1
Osinko/tulos (%)	85,2 %	86,6 %	88,0 %	87,5 %	90,2 %	95,8 %	93,0 %	91,1 %
Osinkotuotto-%	6,1%	5,1%	4,1%	3,5 %	5,3%	6,0 %	6,0 %	6,0 %

Lähde: Inderes



## Tulostrendi (rullaava 12 kk)

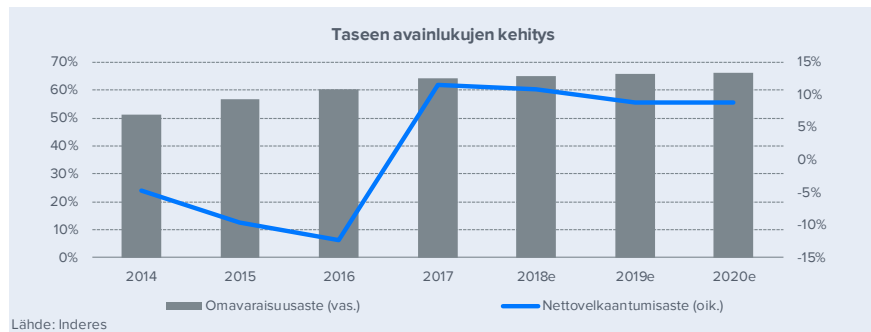


## Tase ja kassavirtalaskelma

### Tase

Vastaavaa (MEUR)	2015	2016	2017	2018e	2019e
<b>Pysyvät vastaavat</b>	<b>371</b>	<b>369</b>	<b>432</b>	<b>441</b>	<b>438</b>
Liikearvo	14	14	14	14	14
Aineettomat oikeudet	42	38	37	36	37
Käyttöomaisuus	276	289	323	332	328
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	3	0	0	0	0
Muut sijoitukset	7	0	0	0	0
Muut pitkäaikaiset varat	29	27	57	57	57
Laskennalliset verosaamiset	1	1	1	1	1
<b>Vaihtuvat vastaavat</b>	<b>674</b>	<b>691</b>	<b>621</b>	<b>614</b>	<b>625</b>
Varastot	206	228	225	223	227
Muut lyhytaikaiset varat	31	32	32	32	32
Myyntisaamiset	192	200	199	197	201
Likvidit varat	245	232	164	162	165
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>1047</b>	<b>1063</b>	<b>1056</b>	<b>1057</b>	<b>1066</b>

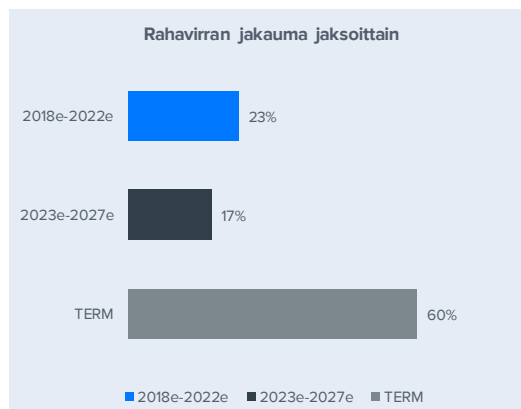
Vastattavaa (MEUR)	2015	2016	2017	2018e	2019e
<b>Oma pääoma</b>	<b>595</b>	<b>641</b>	<b>680</b>	<b>689</b>	<b>704</b>
Osakepääoma	92	92	92	92	92
Kertyneet voittovarot	495	547	585	593	609
Omat osakkeet	0	0	0	0	0
Uudelleenarvostusrahasto	0	0	1	1	1
Muu oma pääoma	7	3	2	2	2
Vähemmistöosuus	0	0	0	0	0
<b>Pitkäaikaiset velat</b>	<b>219</b>	<b>191</b>	<b>196</b>	<b>250</b>	<b>242</b>
Laskennalliset verovelat	38	37	42	42	42
Varaukset	0	0	0	0	0
Lainat rahoituslaitoksilta	178	150	150	204	196
Vaihtovelkakirjalainat	0	0	0	0	0
Muut pitkäaikaiset velat	3	3	3	3	3
<b>Lyhytaikaiset velat</b>	<b>233</b>	<b>231</b>	<b>180</b>	<b>119</b>	<b>120</b>
Lainat rahoituslaitoksilta	10	2	92	33	32
Lyhytaikaiset korottomat velat	99	106	83	82	84
Muut lyhytaikaiset velat	124	122	4	4	4
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>1047</b>	<b>1063</b>	<b>1056</b>	<b>1057</b>	<b>1066</b>



### DCF-laskelma

Kassavirtalaskelma (MEUR)	2017	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	TERM
<b>Liikevoitto</b>	<b>293,0</b>	<b>275,3</b>	<b>281,4</b>	<b>286,9</b>	<b>295,9</b>	<b>296,0</b>	<b>301,9</b>	<b>308,0</b>	<b>314,1</b>	<b>320,4</b>	<b>326,8</b>	
+ Kokonaispoistot	42,3	42,4	45,6	45,4	46,7	48,1	49,1	50,1	51,1	52,1	53,1	
- Maksetut verot	-55,1	-56,5	-58,3	-59,4	-61,3	-61,4	-62,6	-63,9	-65,2	-66,5	-68,7	
- verot rahoituskuluista	-1,4	-1,3	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8	0,0	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	-138,3	4,3	-6,8	-10,4	-10,7	-7,3	-7,4	-7,6	-7,8	-7,9	-8,1	
<b>Operatiivinen kassavirta</b>	<b>140,5</b>	<b>264,2</b>	<b>261,1</b>	<b>261,7</b>	<b>269,8</b>	<b>274,7</b>	<b>280,2</b>	<b>285,8</b>	<b>291,5</b>	<b>297,3</b>	<b>303,3</b>	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-105,6	-51,4	-42,1	-56,4	-58,0	-55,9	-57,0	-58,1	-59,3	-60,5	-61,7	
<b>Vapaa operatiivinen kassavirta</b>	<b>34,8</b>	<b>212,8</b>	<b>219,0</b>	<b>205,3</b>	<b>211,8</b>	<b>218,8</b>	<b>223,2</b>	<b>227,6</b>	<b>232,2</b>	<b>236,8</b>	<b>241,6</b>	
+/- Muut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	34,8	212,8	219,0	205,3	211,8	218,8	223,2	227,6	232,2	236,8	241,6	4614,4
Diskontattu vapaa kassavirta		201,9	193,6	169,1	162,5	156,4	148,6	141,2	134,2	127,5	121,2	2314,4
<b>Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta</b>		<b>3870,6</b>	<b>3668,7</b>	<b>3475,0</b>	<b>3306,0</b>	<b>3143,5</b>	<b>2987,1</b>	<b>2838,5</b>	<b>2697,3</b>	<b>2563,1</b>	<b>2435,6</b>	<b>2314,4</b>
<b>Velaton arvo DCF</b>		<b>3870,6</b>										
- Korolliset velat		-242,7										
+ Rahavarat		164,1										
- Vähemmistöosuus		0,0										
- Osinko/pääomapalautus		0,0										
<b>Oman pääoman arvo DCF</b>		<b>3791,9</b>										
<b>Oman pääoman arvo DCF per osake</b>		<b>26,97</b>										

Pääoman kustannus (WACC)	
Vero-% (WACC)	21,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	0,0 %
Vieraan pääoman kustannus	2,0 %
Yrityksen Beta	0,80
Markkinoiden riski-premio	4,80 %
Likviditeettipremio	0,00 %
Riskitön korko	3,5 %
Oman pääoman kustannus	7,3 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	7,3 %



## Tiivistelmä

Tuloslaskelma	2015	2016	2017	2018e	2019e
Liikevaihto	1015,6	1073,5	1084,6	1072,5	1094,0
EBITDA	308,3	355,2	335,3	317,7	327,0
EBITDA-marginaali (%)	30,4	33,1	30,9	29,6	29,9
EBIT	266,6	314,6	293,0	275,3	281,4
Voitto ennen veroja	262,3	310,9	286,5	269,3	277,5
Nettovoitto	208,1	249,0	226,0	212,7	219,2
Kertaluontoiset erät	0,0	22,0	0,0	0,0	0,0

Tase	2015	2016	2017	2018e	2019e
Taseen loppusumma	1047,4	1062,9	1055,5	1057,4	1065,6
Oma pääoma	594,9	641,4	679,7	688,6	704,0
Liikearvo	13,5	13,5	13,5	13,5	13,5
Korolliset velat	187,8	152,5	242,7	236,7	227,8

Kassavirta	2015	2016	2017	2018e	2019e
EBITDA	308,3	355,2	335,3	317,7	327,0
Nettokäyttöpääoman muutos	-1,8	-25,6	-138,3	4,3	-6,8
Operatiivinen kassavirta	264,7	265,7	140,5	264,2	261,1
Vapaa kassavirta	165,3	224,8	34,8	212,8	219,0

Yhtiökuvaus
Orion on suomalainen lääkkeiden ja diagnostisten testien kehittäjä, joka toimii maailmanlaajuisesti. Orion kehittää, valmistaa ja markkinoi ihmis- ja eläinlääkkeitä, lääkkeiden vaikuttavia aineita sekä diagnostisia testejä. Orionin lääketutkimuksen ydinterapia-alueita ovat keskushermostosairaudet, syöpäsairaudet sekä hengityselinsairaudet.

Osakekohtaiset luvut	2015	2016	2017	2018e	2019e
EPS	1,48	1,77	1,61	1,51	1,56
EPS oikaistu	1,48	1,61	1,61	1,51	1,56
Operat. kassavirta per osake	1,88	1,89	1,00	1,88	1,86
Tasearvo per osake	4,22	4,56	4,83	4,90	5,01
Osinko per osake	1,30	1,55	1,45	1,45	1,45
Voitonjako, %	88	87	90	96	93
Osinkotuotto, %	4,1	3,5	5,3	6,0	6,0

Tunnusluvut	2015	2016	2017	2018e	2019e
P/E	21,6	24,8	17,0	16,1	15,6
P/B	7,6	9,6	5,7	5,0	4,9
P/Liikevaihto	4,4	5,8	3,5	3,2	3,1
P/CF	17,0	23,3	27,4	12,9	13,1
EV/Liikevaihto	4,4	5,7	3,6	3,3	3,2
EV/EBITDA	14,4	17,2	11,7	11,0	10,6
EV/EBIT	16,7	19,4	13,4	12,7	12,4

Suurimmat omistajat	%-osakkeista
Erkki Etola ja yhtiöt	2,1 %
Maa- ja vesitekniikan tuki r.y. ja yhtiöt	1,5 %
Keskinäinen Eläkevakuutusyhtiö Ilmarinen	2,0 %
Ylppö Jukka Arvo	1,0 %
Aho Group Oy ja määräysvaltaäännet	0,6 %
Into Ylppö ja määräysvaltaäännet	0,7 %

## Suositushistoria

Päivämäärä	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
28.4.2016	Vähennä	29,00 €	30,50 €
16.6.2016	Myy	30,00 €	35,00 €
20.7.2016	Myy	32,00 €	37,05 €
26.10.2016	Myy	33,00 €	37,20 €
9.2.2017	Myy	38,00 €	42,85 €
27.4.2017	Myy	42,00 €	51,85 €
20.7.2017	Myy	42,00 €	47,79 €
28.8.2017	Vähennä	40,00 €	39,93 €
5.10.2017	Vähennä	38,00 €	39,84 €
27.10.2017	Vähennä	35,00 €	35,60 €
8.2.2018	Vähennä	28,00 €	27,35 €
4.4.2018	Lisää	28,00 €	24,30 €

## Vastuuvapauslauseke

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

Mahdolliset kannanotot, arviot ja ennusteet ovat esittäjiensä näkemyksiä. Inderes ei vastaa esitettyjen tietojen sisällöstä tai paikkansapitävyydestä. Inderes tai sen työntekijät eivät myöskään vastaa tämän raportin perusteella tehtyjen päätösten taloudellisesta tuloksesta tai muista vahingoista (välittömät ja välilliset vahingot), joita tietojen käytöstä voi aiheutua. Raportilla esitettyjen tietojen perustana oleva informaatio voi muuttua nopeastikin. Inderes ei sitoudu ilmoittamaan esitettyjen tietojen/kannanottojen mahdollisista muutoksista.

Tuotetut raportit on tarkoitettu informatiiviseen käyttöön, joten raportteja ei tule käsittää tarjoukseksi tai kehotukseksi ostaa, myydä tai merkitä sijoitustuotteita. Asiakkaan tulee myös ymmärtää, että historiallinen kehitys ei ole tae tulevasta. Tehdessään päätöksiä sijoitustoimenpiteistä, asiakkaan tulee perustaa päätöksensä omaan tutkimukseensa, sekä arvioonsa sijoituskohteen arvoon vaikuttavista seikoista ja ottaa huomioon omat tavoitteensa, taloudellinen tilanteensa sekä tarvittaessa käytettävä neuvonantaja. 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 tämänhetkisen hinnan ja 12 kuukauden tavoitehintamme väliseen prosenttiero. Suosituspolitiikka on neliportainen suositukseen myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään neljä kertaa vuodessa yhtiöiden osavuosikatsausten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvion mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmäärittymenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF) ja lisäarvomalli (EVA), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi.

Käytettävät arvonmäärittymenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

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

Suositus	Nousuvara 12-kk tavoitehintaan
Osta	>15 %
Lisää	5-15 %
Vähennä -	5-5 %
Myy	< -5 %

Inderesin tutkimusta laatineilla analyytikoilla tai Inderesin työntekijöillä ei voi olla 1) merkittävän taloudellisen edun ylittäviä omistuksia tai 2) yli 1 %:n omistusosuuksia missään tutkimuksen kohteena olevissa yhtiössä. Inderes Oy voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoittavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oy:n omistukset esitetään yksilöitynä mallisalkussa. Inderes Oy:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin laatineen analyytikon palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oy:llä ei ole investointipankkiliiketoimintaa.

Inderes tai sen yhteistyökumppanit, joiden asiakkuuksilla voi olla taloudellinen vaikutus Inderesiin, voivat liiketoiminnassaan pyrkiä toimeksiantosuhteisiin eri liikkeeseenlaskijoiden kanssa Inderesin tai sen yhteistyökumppanien tarjoamien palveluiden osalta. Inderes voi siten olla suorassa tai epäsuorassa sopimussuhteessa tutkimuksen kohteena olevaan liikkeeseenlaskijaan. Inderes voi yhdessä yhteistyökumppaneineen tarjota liikkeeseen laskijoille Corporate Broking -palveluita, joiden tavoitteena on parantaa yhtiön ja pääomamarkkinoiden välistä kommunikaatiota. Näitä palveluita ovat sijoittajatilaisuuksien ja -tapahtumien järjestäminen, sijoittajaviestinnän liittyvä neuvonanto, sijoitustutkimusraporttien laatiminen. Lisätietoa Inderesin tutkimuksesta: <http://www.inderes.fi/research-disclaimer/>