

Korkea arvostus ja loppuvuoden tulosvaroitusriski eivät houkuttele

Toistamme Oriolan 2,5 euron tavoitehinnan ja laskemme suosituksemme myy-tasolle (aik. vähennä). Q2-raportti oli heikko ja mielestämme Oriola kohtaa ERP-ongelmien, Ruotsin apteekkimarkkinan kiristyvän kilpailun ja käynnissä olevien investointien takia tällä hetkellä turhan paljon haasteita. Positiivisten tulosajurien puuttuessa pidämme kuluvan vuoden ohjeistusta haastavana ja loppuvuoden tulosvaroitusriski on mielestämme korkea. Korkean arvostuksen ja tulosvaroitusriskin johdosta uskomme parempien ostopaikkojen olevan vielä edessä ja jääme odottamaan merkkejä positiivisesta tuloskäänteestä.

Q2-raportti jäi vertailukauden ja odotusten alapuolelle

Oriolan Q2-raportti jäi vertailukauden ja odotusten alapuolelle. Liikevaihto kasvoi 3 % ja oli 399 MEUR (konsensus 410 MEUR). Toiminnan volyymia paremmin kuvaava laskutus kasvoi 6 % ja vertailukelpoisin valuutoin laskettuna laskutus kasvoi jopa 11 %. Oriolalla on kuitenkin tällä hetkellä vaikeuksia kääntää hyvä volyymikasvu myös tuloskasvuksi ja liikevoitto laski 7,9 MEUR:oon (Q2'17: 13,0 MEUR) jääden selvästi konsensusennusteen alle (konsensus 11,8 MEUR).

Pidämme loppuvuoden tulosvaroitusriskiä korkeana

Yhtiö toisti ohjeistuksen, jonka mukaan jatkuvien liiketoimintojen vertailukelpoisin valuuttakurssien lasketun oikaistun liikevoiton arvioidaan kasvavan 2017 tasosta (39,9 MEUR). Yhtiö on nyt selvästi tästä tahdistä jäljessä, sillä H1'18 aikana vertailukelpoisin valuutoin laskettu oikaistu liikevoitto on 15,2 MEUR, kun se vertailukaudella oli 24,1 MEUR. Vuoden 2017 syyskuussa epäonnistunut uuden ERP-järjestelmän käyttöönotto pilasi Q3- ja Q4-tulokset totaalisesti, joten yhtiö tulee kuumaan loppuvuodesta eroa kiinni, mutta ohjeistuksen täytyminen alkaa näyttää heikon alkuvuoden jälkeen kovin haastavalta. Laskimme oikaistun liikevoittoennusteen 38,3 MEUR:oon (aik. 42,6 MEUR) ja pidämme loppuvuoden tulosvaroitusriskiä korkeana.

Palvelut-segmentin tulos on paineessa Suomessa ja Ruotsissa

Palvelut-segmentin tulos kärsii Suomessa edelleen ERP-järjestelmän ongelmista. Segmentin laskutus kasvoi 8 % ja liikevaihto 5 %, mutta tehokkuus ei vielä ole tyydyttävällä tasolla ja liikevoitto puolittui vertailukaudesta 4,2 MEUR:oon (Q2'1: 8,0 MEUR). Suomessa yhtiö on joutunut käyttämään vuoden 2017 syksystä asti lisätyövoimaa varmistaakseen laadun ja asiakastoimitukset ja ylimääräisiä kustannuksia nähdään johdon mukaan vielä jonkin verran H2:lla. Ruotsissa tukkukaupan volyymikasvu ja korkealla oleva kapasiteetin käyttöaste ovat johtaneet odottamattomiin lisäkustannuksiin. Yhtiö on investoinut Enköpingissä uuteen automatisoituun jakelukeskukseen, joka on tarkoitus ottaa käyttöön loppuvuoden aikana. Vaikka yhtiö on varmasti ottanut opikseen Suomessa 2017 nähdystä ongelmista, on uuden jakelukeskuksen käynnistämiprojekti aina toimitusvarmuuden ja tuloskunnon kannalta riski, mikä kannattaa huomioida.

Kuluttaja-segmentin tulosta painaa Ruotsin kiristynyt apteekkimarkkinan tilanne

Kivijalka-apteeekeissa reseptilääkkeiden osuus kokonaisymyynnistä kasvaa ja perinteiset korkean katteen tuotteet (reseptivapaat tuotteet ja kauppatavarat) siirtyvät verkkoon, missä hintakilpailu on kova. Oriola on lähtenyt verkkokauppaan muuta markkinaa myöhässä ja tällä hetkellä tuloskuntoa painaa verkkokaupan kehittämiseen liittyvät kulut ja kivijalka-apteekkien heikkenevät marginaalit. Kun Suomessa perustettu Hehketju toimii perustamisvaiheessa tappiolla (arvioimme mukaan ainakin vuosien 2018-2020 aikana), niin positiiviset tulosajurit ovat mielestämme melko vähissä.

Analyttikko

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



Suositus

Myy



Edellinen: Vähennä

Tavoitehintana 2,50 EUR

Edellinen: 2,50



Lähde: Reuters

Ei-ilisen päätös 2,97 EUR

12 kk vaihteluväli 2,4-3,73 EUR

Potentiaali -15,8 %

Ohjeistus

Jatkuvien liiketoimintojen vertailukelpoisin valuuttakurssien lasketun oikaistun liikevoiton arvioidaan kasvavan vuoden 2017 tasosta (39,9 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	1589	58	3,6 %	53	0,23	0,14	0,5	9,3	14,3	17,7	3,2 %
2017	1528	38	2,5 %	34	0,14	0,09	0,4	9,1	14,9	17,3	3,4 %
2018e	1575	38	2,4 %	34	0,15	0,10	0,4	9,8	17,0	19,9	3,4 %
2019e	1632	48	2,9 %	44	0,19	0,12	0,4	7,4	12,9	15,7	4,0 %
2020e	1658	54	3,2 %	49	0,21	0,14	0,4	7,0	11,1	14,0	4,7 %
Markkina-arvo, MEUR			539	OPO / osake 2018e, EUR			1,15	CAGR EPS, 2017-2020, %			14 %
Nettovelka 2018e, MEUR			110	P/B 2018e			2,6	CAGR kasvu, 2017-2020, %			3 %
Yritysarvo (EV), MEUR			649	Nettovelkaisuusaste 2018e, %			53,1 %	ROE 2018e, %			13,0 %
Taseen koko 2018e, MEUR			949	Omavaraisuusaste 2018e, %			21,9 %	ROCE 2018e, %			11,4 %

Odotuksia heikompi Q2-raportti

Oriolan Q2-raportti oli odotuksiamme heikompi. Liikevaihto kasvoi 3 % ja oli 399 MEUR, kun konsensusennuste oli 410 MEUR. Oikaistu liikevoitto laski 7,9 MEUR:oon (Q2'17: 13,0 MEUR), kun konsensusennuste oli 11,8 MEUR. Osakekohtainen tulos oli 0,03 euroa (Q2'17: 0,05) ja jäi niin ikään 0,05 euron konsensusennusteen alapuolelle. Kuluttaja-segmentin liikevaihto laski 0,7 % 193 MEUR:oon. Meidän ennusteemme oli 198 MEUR. Ruotsin kruunun heikentyminen vaikutti liikevaihtoon negatiivisesti. Oriolan apteekkien nettomuutos oli Ruotsissa -2 apteekkia Q2:lla ja yhtiöllä oli kesäkuun lopussa yhteensä 325 (324) apteekkia Ruotsissa. Segmentin oikaistu liikevoitto oli 6,0 MEUR, kun odotimme 6,9 MEUR:n liikevoittoa. Verkkokaupan kehittämiseen liittyvät kulut, Ruotsin kruunun heikentyminen sekä Suomessa perustetun Hehku-ketjun ennakoitua suurempi tappio (-1,3 MEUR) vaikuttivat tulokseen negatiivisesti. Hehku-ketjulla oli 18 myymälää Suomessa kesäkuun lopussa sekä oma verkkokauppa.

Palvelut-segmentin liikevaihto kasvoi 5 % 278 MEUR. Oikaistu liikevoitto oli 4,2 MEUR, kun meidän ennusteemme oli 7,0 MEUR. Segmentin tehokkuus ei vielä ole tyydyttävällä tasolla johtuen uuden ERP:n käyttöönotosta. Yhtiö joutuu käyttämään vielä ylimääräistä työvoimaa varmistakseen laadun ja asiakastoimitukset Suomessa ja tästä syntyy merkittäviä lisäkustannuksia. Yhtiön mukaan lisätyövoiman käyttöön liittyvät kustannukset vaikuttivat liikevoittoon noin 2 MEUR negatiivisesti Q2:lla. Ruotsissa kasvaneet toimitusmäärät ja kapasiteetin korkea käyttöaste lisäsivät myös kustannuksia. Yhtiö on investoinut Ruotsissa uuteen, automatisoituun jakelukeskukseen Enköpingissä, jonka toiminnan odotetaan käynnistyvän Q4'18 aikana. Terveystuotteiden segmentti, joka erikoistuu mm. lääkkeiden annosjakeluun, kasvatti liikevaihtoaan 38 % 23 MEUR:oon. Meidän ennusteemme oli 24 MEUR. Liikevaihto kasvoi lähinnä Ruotsissa uusien annosjakelupotilaiden määrän kasvun vauhdittaman. Segmentin oikaistu liikevoitto oli 0,0 MEUR, kun meidän ennusteemme oli 0,1 MEUR.

Ennustetaulukko MEUR / EUR	Q2'17	Q2'18	Q2'18e	Q2'18e	Konsensus		Erotus (%)	2018e
	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Tot. vs. Inderes	Inderes
Liikevaihto	387	399	404	410	384	455	-1 %	1575
Liikevoitto (oikaistu)	13,0	7,9	12,3	11,8	10,3	12,7	-36 %	38,3
Liikevoitto	12,7	7,9	12,3	11,8	10,3	12,7	-36 %	37,6
Tulos ennen veroja	10,9	6,9	11,3	10,4	8,8	11,3	-39 %	34,0
EPS	0,05	0,03	0,05	0,05	0,04	0,05	-39 %	0,15
Osinko/osake								0,10
Liikevaihdon kasvu-%	-4,8 %	3,1 %	4,1 %	5,8 %	-0,9 %	17,4 %	-1,1 %-yks.	3,1 %
Liikevoitto-% (oikaistu)	3,4 %	2,0 %	3,1 %	2,9 %	2,7 %	2,8 %	-1,1 %-yks.	2,4 %

Lähde: Inderes & Inquiry Financial (konsensus)

Ennustemuutokset pääosin negatiivisia

Yhtiö toisti ohjeistuksen, jonka mukaan jatkuvien liiketoimintojen vertailukelpoisin valuuttakurssein lasketun oikaistun liikevoiton arvioidaan kasvavan vuoden 2017 tasolta (39,9 MEUR). Yhtiö on selvästi tästä tahdistajäljessä, sillä H1'18 aikana vertailukelpoisin valuutoin laskettu oikaistu liikevoitto on 15,2 MEUR (H1'17: 24,1 MEUR). Vuoden 2017 loppuvuoden tulos jäi syyskuussa käyttöön otetun uuden ERP:n epäonnistumisen johdosta niin heikoksi, että yhtiö tulee kuromaan H2:lla eroa kiinni, mutta ohjeistuksen täyttymisen alkaa näyttää heikkojen Q1- ja Q2-tulosten jälkeen jo hyvin haastavalta.

Laskimme kuluvan vuoden ennusteitamme selvästi ennakoitua heikomman Q2-raportin jälkeen. Ennustemuutokset heijastuivat myös negatiivisesti lähivuosien osinko-odotuksiin, jotka laskivat 7-9 %. Odotamme yhtiön tekevän vuosien 2019-2020 noin 0,20 euron osakekohtaisen tuloksen, mikä pitää sisällään merkittävän tulosparannusodotuksen. Jos tähän tulosparannukseen ei yllä, on nykyisessä 3,0 euron osakekurssissa edelleen varaa tulla alas.

Ennustemuutokset MEUR / EUR	2018e			2019e			2020e		
	Vanha	Uusi	Muutos %	Vanha	Uusi	Muutos %	Vanha	Uusi	Muutos %
Liikevaihto	1580	1575	0 %	1625	1632	0 %	1652	1658	0 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	42,6	38,3	-10 %	50,0	48,1	-4 %	55,3	53,5	-3 %
Liikevoitto	42,0	37,6	-11 %	50,0	48,1	-4 %	55,3	53,5	-3 %
Tulos ennen veroja	38,4	34,0	-12 %	45,8	43,9	-4 %	51,1	49,3	-3 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,17	0,15	-11 %	0,20	0,19	-5 %	0,22	0,21	-5 %
Osakekohtainen osinko	0,11	0,10	-9 %	0,13	0,12	-8 %	0,15	0,14	-7 %

Lähde: Inderes

Arvostuskertoimet

Tulosvaroitusriski ja korkea arvostus eivät ole houkutteleva yhdistelmä

Päivitetyillä ennusteillamme Oriolan P/E-luvut vuosille 2018 ja 2019 ovat 20x ja 16x. Vastaavat EV/EBIT-kertoimet ovat 17x ja 13x. Molemmat tulos pohjaiset arvostuskertoimet ovat selvästi kansainvälisen verrokkiryhmän yläpuolella. Noin 70 %:n osingonjakosuhteella osinkotuotot ovat 3,4 % ja 4,1 %, jotka ovat hieman verrokkiryhmää korkeammalla tasolla.

Arvostus on mielestämme Oriolan nykyiseen liiketoimintaportfolion näkyisiin suhteutettuna melko korkea ja loppuvuoden tulosvaroitusriski asettaa myös mielestämme osakkeelle negatiivisen korjausliikkeen mahdollisuuden. Uskomme parempien ostopaikkojen olevan vielä edessä ja jäämme odottamaan konkreettisia merkkejä positiivisesta tuloskänteestä

Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
				2018e	2019e	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e	2019e	
Oriola (konsensus)	2,97	565	647	15,6	12,6	9,4	8,1	0,4	0,4	19,0	15,1	3,9	4,5	2,6
CVS Health Corp	67,66	59243	78932	9,2	8,9	7,3	7,1	0,5	0,5	9,7	9,3	3,1	3,5	1,7
Walgreens Boots Alliance Inc	66,11	55864	67837	10,2	9,8	8,9	8,4	0,6	0,6	11,0	10,2	2,5	2,7	2,3
Cardinal Health Inc	49,54	13316	19677	8,6	8,8	7,6	7,5	0,2	0,2	10,1	9,7	3,7	3,9	2,2
McKesson Corp	133,30	23291	29226	9,5	9,2	7,9	7,8	0,2	0,2	10,6	10,0	0,9	1,0	2,6
AmerisourceBergen Corp	86,11	16368	18922	10,9	10,1	9,6	8,9	0,1	0,1	13,4	12,0	1,8	1,9	5,8
Oriola (Inderes)	2,97	539	649	17,0	12,9	9,8	7,4	0,4	0,4	19,9	15,7	3,4	4,0	2,6
Keskiarvo				10,7	9,9	8,4	8,0	0,3	0,3	12,3	11,0	2,7	2,9	2,8
Mediaani				9,9	9,5	8,4	8,0	0,3	0,3	10,8	10,1	2,8	3,1	2,4
Erotus-% vrt. mediaani				72 %	36 %	17 %	-7 %	41 %	34 %	85 %	56 %	20 %	32 %	7 %

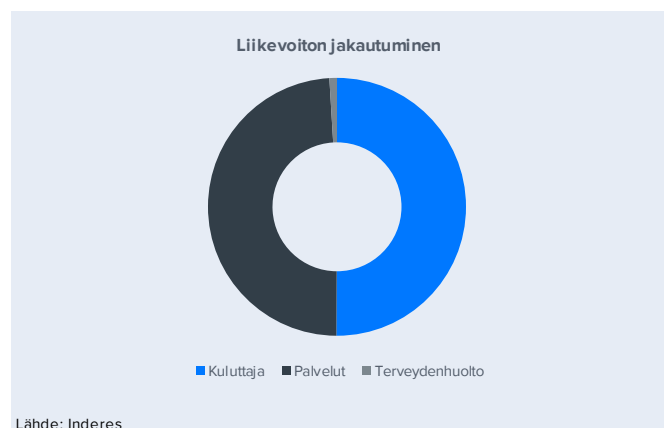
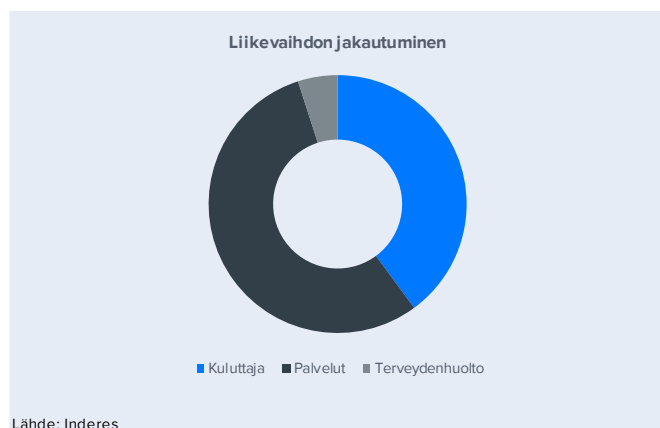
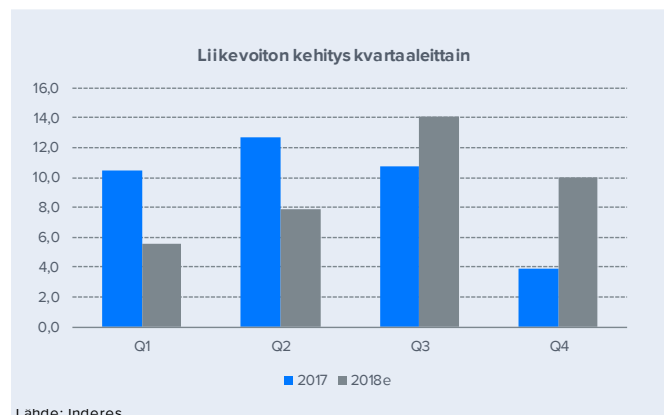
Lähde: Reuters / Inderes. Huomautus: Inderesin käyttämä markkina-arvo ei ota huomioon yhtiön hallussa olevia omia osakkeita.

Tuloslaskelma ja ennusteet vuosineljänneksittäin

Tuloskehitys kvartaalitasolla	2016	Q1'17	Q2'17	Q3'17	Q4'17	2017	Q1'18	Q2'18	Q3'18e	Q4'18e	2018e	2019e	2020e
Liikevaihto	1588,6	367,4	387,5	377,6	395,2	1527,7	388,1	399,4	386,9	401,1	1575,5	1631,7	1658,3
<i>Kuluttaja</i>	771,9	191,9	194,2	187,2	188,7	762,0	189,5	192,8	190,9	192,5	765,7	781,0	796,7
<i>Palvelut</i>	1142,6	245,4	263,9	257,7	275,9	1042,9	273,8	277,6	244,8	262,1	1058,3	1058,3	1058,3
<i>Terveydenhuolto</i>	36,2	14,1	16,8	17,0	22,8	70,7	22,6	23,2	24,6	25,1	95,5	109,9	120,8
<i>Segmenttien välinen liikevaihto</i>	-362,1	-83,9	-87,5	-84,2	-92,3	-347,9	-97,8	-94,2	-73,4	-78,6	-344,1	-317,5	-317,5
<i>Konsemihallinto ja muut</i>	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
Käyttökate	89,6	17,4	19,5	16,4	10,2	63,5	11,9	13,6	22,1	18,0	65,6	84,0	84,9
<i>Poistot ja arvonalennukset</i>	-32,0	-6,9	-6,8	-5,7	-6,3	-25,7	-6,3	-5,7	-8,0	-8,0	-28,0	-35,9	-31,3
Liikevoitto ilman kertaeriä	59,9	11,0	13,0	9,7	6,2	39,9	6,2	7,9	14,1	10,0	38,3	48,1	53,5
Liikevoitto	57,6	10,5	12,7	10,7	3,9	37,8	5,6	7,9	14,1	10,0	37,6	48,1	53,5
<i>Kuluttaja</i>	32,8	5,1	7,3	8,6	4,2	25,2	3,8	6,0	9,0	4,4	23,2	25,8	28,7
<i>Palvelut</i>	33,6	7,7	8,0	3,6	3,3	22,6	4,8	4,2	6,6	7,1	22,7	27,5	29,6
<i>Terveydenhuolto</i>	-7,6	-0,5	-0,7	-0,3	-0,2	-1,7	0,2	0,0	0,1	0,1	0,4	1,3	1,8
<i>Konsemihallinto ja muut</i>	-1,2	-1,8	-1,8	-1,3	-1,2	-6,1	-3,2	-2,3	-1,6	-1,6	-8,7	-6,5	-6,6
<i>Nettorahoituskulut</i>	-4,7	-0,9	-1,8	-0,7	-0,6	-3,9	-0,6	-1,0	-1,0	-1,0	-3,7	-4,2	-4,2
Tulos ennen veroja	52,9	9,7	10,9	10,0	3,3	33,9	4,9	6,9	13,1	9,0	34,0	43,9	49,3
<i>Verot</i>	-11,1	-2,2	-2,6	-2,0	-1,1	-7,9	-1,4	-1,5	-2,8	-1,9	-7,6	-9,7	-10,9
<i>Vähemmistöosuudet</i>	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
Nettotulos	41,8	7,5	8,3	8,0	2,1	25,9	3,5	5,4	10,3	7,1	26,4	34,2	38,5
EPS (oikaistu)	0,24	0,04	0,05	0,04	0,02	0,15	0,02	0,03	0,06	0,04	0,15	0,19	0,21
EPS (raportoitu)	0,23	0,04	0,05	0,04	0,01	0,14	0,02	0,03	0,06	0,04	0,15	0,19	0,21

Tunnusluvut	2016	Q1'17	Q2'17	Q3'17	Q4'17	2017	Q1'18	Q2'18	Q3'18e	Q4'18e	2018e	2019e	2020e
<i>Liikevaihdon kasvu-%</i>	-2,3 %	-5,2 %	-4,8 %	-1,4 %	-3,9 %	-3,8 %	5,6 %	3,1 %	2,5 %	1,5 %	3,1 %	3,6 %	1,6 %
<i>Oikaistun liikevoiton kasvu-%</i>	-1,5 %	-19,3 %	-9,8 %	-41,5 %	-59,7 %	-33,4 %	-43,7 %	-39,1 %	45,9 %	63,1 %	-4,0 %	25,7 %	11,3 %
<i>Käyttökate-%</i>	5,6 %	4,7 %	5,0 %	4,3 %	2,6 %	4,2 %	3,1 %	3,4 %	5,7 %	4,5 %	4,2 %	5,1 %	5,1 %
<i>Oikaistu liikevoitto-%</i>	3,8 %	3,0 %	3,4 %	2,6 %	1,6 %	2,6 %	1,6 %	2,0 %	3,6 %	2,5 %	2,4 %	2,9 %	3,2 %
<i>Nettotulos-%</i>	2,6 %	2,0 %	2,1 %	2,1 %	0,5 %	1,7 %	0,9 %	1,4 %	2,7 %	1,8 %	1,7 %	2,1 %	2,3 %

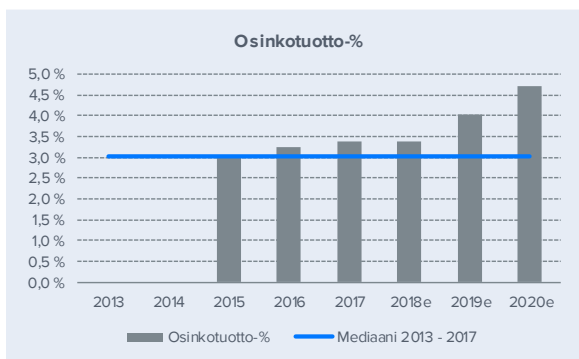
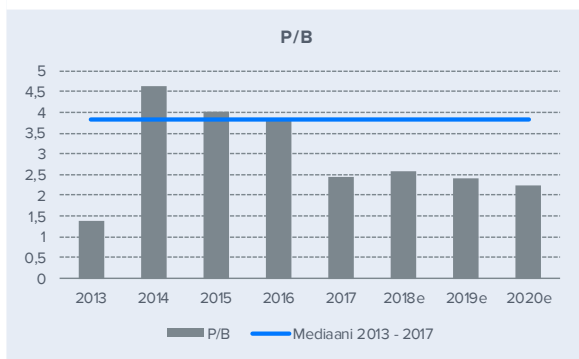
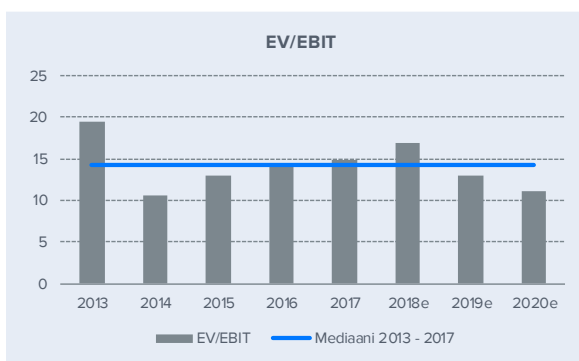
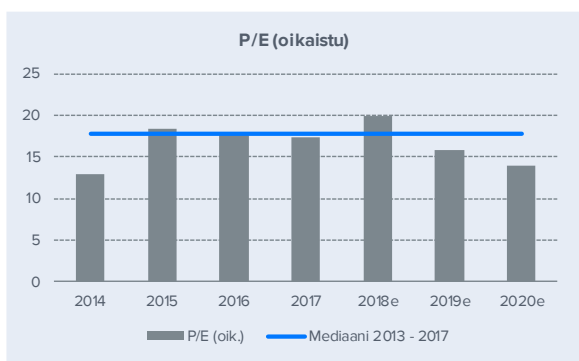
Lähde: Inderes



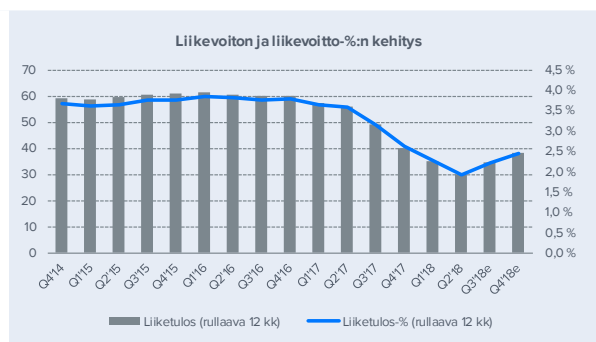
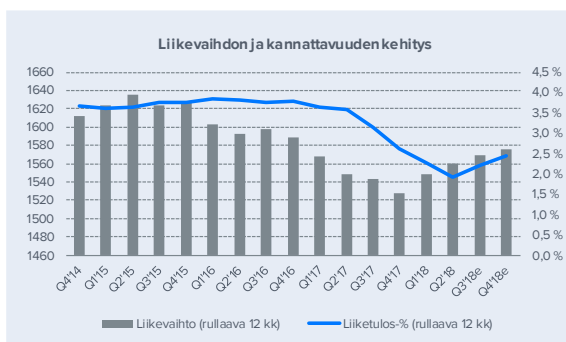
Arvostus

Arvostustaso	2013	2014	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Osakekurssi	2,55	3,47	4,32	4,31	2,67	2,97	2,97	2,97
Markkina-arvo	386	525	784	782	485	539	539	539
Yritysarvo (EV)	567	627	791	854	595	649	621	595
P/E (oik.)	22,5	12,9	18,3	17,7	17,3	19,9	15,7	14,0
P/E	22,5	11,3	17,6	18,7	18,7	20,4	15,7	14,0
P/Kassavirta	-3,3	1,8	12,2	-25,5	-386,5	28,1	10,9	10,6
P/B	1,4	4,6	4,0	3,8	2,5	2,6	2,4	2,2
P/S	0,2	0,3	0,5	0,5	0,3	0,3	0,3	0,3
EV/Liikevaihto	0,4	0,4	0,5	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4
EV/EBITDA	11,4	7,7	9,5	9,3	9,1	9,8	7,4	7,0
EV/EBIT	19,4	10,6	13,0	14,3	14,9	17,0	12,9	11,1
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0,0 %	53,0 %	60,8 %	63,0 %	68,7 %	63,6 %	66,0 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	3,0 %	3,2 %	3,4 %	3,4 %	4,0 %	4,7 %

Lähde: Inderes



Tulostrendi (rullaava 12 kk)

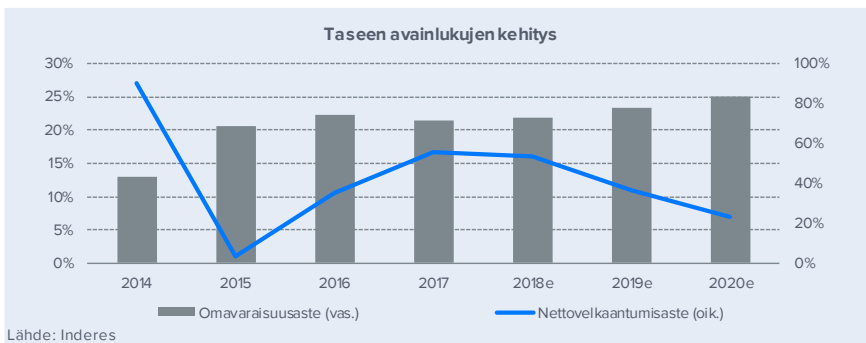


Tase ja kassavirtalaskelma

Tase

Vastaavaa (MEUR)	2015	2016	2017	2018e	2019e
Pysyvät vastaavat	396	437	446	459	451
Liikearvo	257	287	283	283	283
Aineettomat oikeudet	63	76	81	84	86
Käyttöomaisuus	73	72	79	90	78
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0	0	1	1	1
Muut sijoitukset	0	0	0	0	0
Muut pitkäaikaiset varat	0	0	0	0	0
Laskennalliset verosaamiset	4	2	2	2	2
Vaihtuvat vastaavat	550	488	476	490	507
Varastot	201	199	208	214	222
Muut lyhytaikaiset varat	0	35	31	31	31
Myyntisaamiset	227	193	220	227	235
Likvidit varat	122	61	17	18	18
Taseen loppusumma	947	925	922	949	957

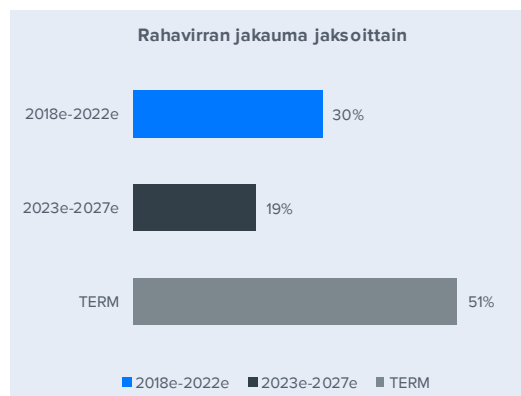
Vastattavaa (MEUR)	2015	2016	2017	2018e	2019e
Oma pääoma	195	205	198	208	224
Osakepääoma	36	36	36	36	36
Kertyneet voittovarot	65	84	87	97	113
Omat osakkeet	0	0	0	0	0
Uudelleenarvostusrahasto	0	-9	-19	-19	-19
Muu oma pääoma	94	94	94	94	94
Vähemmistöosuus	0	0	0	0	0
Pitkäaikaiset velat	95	115	92	85	72
Laskennalliset verovelat	16	16	15	15	15
Varaukset	0	0	0	0	0
Lainat rahoituslaitoksilta	67	85	61	54	41
Vaihtovelkakirjalainat	0	0	0	0	0
Muut pitkäaikaiset velat	12	14	16	16	16
Lyhytaikaiset velat	658	605	633	656	661
Lainat rahoituslaitoksilta	62	48	66	74	59
Lyhytaikaiset korottomat velat	548	504	526	542	561
Muut lyhytaikaiset velat	48	53	41	41	41
Taseen loppusumma	947	925	922	949	957



DCF-laskelma

Kassavirtalaskelma (MEUR)	2017	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	TERM
Liikevoitto	37,8	37,6	48,1	53,5	56,2	54,6	53,7	52,7	53,5	47,1	47,8	
+ Kokonaispoistot	25,7	28,0	35,9	31,3	27,9	25,5	25,2	25,6	26,0	26,4	26,8	
- Maksetut verot	-8,8	-7,6	-9,7	-10,9	-11,7	-11,5	-11,5	-11,3	-11,5	-10,1	-10,3	
- verot rahoituskuluista	-0,9	-0,8	-0,9	-0,9	-0,6	-0,5	-0,3	-0,3	-0,2	-0,2	-0,2	
+ 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	-22,7	3,0	3,6	1,7	1,4	1,6	1,6	1,7	1,7	1,7	1,7	
Operatiivinen kassavirta	31,0	60,3	77,0	74,8	73,1	69,7	68,7	68,4	69,4	64,8	65,8	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	1,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-34,1	-41,1	-27,4	-24,1	-23,2	-26,1	-27,5	-28,0	-28,4	-28,8	-29,2	
Vapaa operatiivinen kassavirta	-1,3	19,2	49,6	50,7	49,9	43,6	41,2	40,4	41,0	36,0	36,5	
+/- 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	-1,3	19,2	49,6	50,7	49,9	43,6	41,2	40,4	41,0	36,0	36,5	603,1
Diskontattu vapaa kassavirta	18,5	44,6	42,3	38,7	31,4	27,5	25,1	23,7	19,3	18,2	300,4	
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta	589,8	571,2	526,6	484,3	445,7	414,3	386,7	361,6	337,9	318,6	300,4	
Velaton arvo DCF	589,8											
- Korolliset velat												
+ Rahavarat												
- Vähemmistöosuus												
- Osinko/pääomapalautus												
Oman pääoman arvo DCF	463,1											
Oman pääoman arvo DCF per osake	2,55											

Pääoman kustannus (WACC)	
Vero-% (WACC)	22,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	30,0 %
Vieraan pääoman kustannus	4,5 %
Yrityksen Beta	1,10
Markkinoiden riski-premio	4,75 %
Likviditeettipremio	0,20 %
Riskitön korko	4,0 %
Oman pääoman kustannus	9,4 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	7,7 %



Tiivistelmä

Tuloslaskelma	2015	2016	2017	2018e	2019e
Liikevaihto	1626,3	1588,6	1527,7	1575,5	1631,7
EBITDA	85,1	89,6	63,5	65,6	84,0
EBITDA-marginaali (%)	5,2	5,6	4,2	4,2	5,1
EBIT	62,6	57,6	37,8	37,6	48,1
Voitto ennen veroja	56,1	52,9	33,9	34,0	43,9
Nettovoitto	44,5	41,8	25,9	26,4	34,2
Kertaluontoiset erät	1,8	-2,3	-2,1	-0,7	0,0

Tase	2015	2016	2017	2018e	2019e
Taseen loppusumma	946,9	925,4	922,4	949,5	957,4
Oma pääoma	194,6	205,2	197,7	207,8	223,9
Liikearvo	256,5	286,8	282,7	282,7	282,7
Korolliset velat	128,6	133,1	127,3	127,9	100,3

Kassavirta	2015	2016	2017	2018e	2019e
EBITDA	85,1	89,6	63,5	65,6	84,0
Nettokäyttöpääoman muutos	23,0	-37,7	-22,7	3,0	3,6
Operatiivinen kassavirta	97,9	41,5	31,0	60,3	77,0
Vapaa kassavirta	64,5	-30,7	-1,3	19,2	49,6

Yhtiökuvaus
Oriola on lääkkeiden vähittäis- ja tukkukauppaan keskittyvä yhtiö. Yhtiö toimii tehokkaana ja luotettavana kanavana lääkevalmistajien ja kuluttajien välillä Pohjois-Euroopassa. Yhtiö harjoittaa apteekkitoimintaa Ruotsissa ja lääkkeiden tukkukauppaa Suomessa ja Ruotsissa.

Osakekohtaiset luvut	2015	2016	2017	2018e	2019e
EPS	0,25	0,23	0,14	0,15	0,19
EPS oikaistu	0,24	0,24	0,15	0,15	0,19
Operat. kassavirta per osake	0,54	0,23	0,17	0,33	0,42
Tasearvo per osake	1,07	1,13	1,09	1,15	1,23
Osinko per osake	0,13	0,14	0,09	0,10	0,12
Voitonjako, %	53	61	63	69	64
Osinkotuotto, %	3,0	3,2	3,4	3,4	4,0

Tunnusluvut	2015	2016	2017	2018e	2019e
P/E	17,6	18,7	18,7	20,4	15,7
P/B	4,0	3,8	2,5	2,6	2,4
P/Liikevaihto	0,5	0,5	0,3	0,3	0,3
P/CF	8,0	18,9	15,6	8,9	7,0
EV/Liikevaihto	0,5	0,5	0,4	0,4	0,4
EV/EBITDA	9,3	9,5	9,4	9,9	7,4
EV/EBIT	12,6	14,8	15,8	17,3	12,9

Suurimmat omistajat	%-osakkeista
Mariatorp Oy	10,6 %
Keskinäinen työeläkevakuutusyhtiö Varma	4,2 %
Keskinäinen Eläkevakuutusyhtiö Ilmarinen	3,5 %
Wipunen varainhallinta Oy	4,9 %
Maa- ja Vesiteknikan Tuki ry.	1,1 %
Tukinvest Oy	1,1 %

Suositus historia, viimeiset 12 kk

Päivämäärä	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
20.7.2016	Lisää	4,60 €	4,19 €
25.10.2016	Lisää	4,60 €	4,24 €
14.2.2017	Vähennä	4,20 €	4,21 €
10.3.2017	Lisää	4,20 €	3,97 €
12.4.2017	Vähennä	4,20 €	4,17 €
29.4.2017	Lisää	4,10 €	3,87 €
3.7.2017	Lisää	4,10 €	3,66 €
25.7.2017	Lisää	4,00 €	3,59 €
14.9.2017	Vähennä	3,40 €	3,57 €
25.10.2017	Vähennä	3,30 €	3,35 €
5.12.2017	Vähennä	3,00 €	3,00 €
15.2.2018	Vähennä	2,70 €	2,65 €
30.4.2018	Vähennä	2,50 €	2,54 €
18.7.2018	Myy	2,50 €	2,97 €

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 arvonmäärittämenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF) ja lisäarvomalli (EVA), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi.

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

Inderesin suosituspolitiikka perustuu seuraavaan 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 ylittävää 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/>