

Arvostus ei kestä tulospettymyksiä

Orionin Q2-tulos jäi selvästi vertailukauden ja markkinaennusteiden alapuolelle. Korkealle nousseiden tulevaisuuden odotusten ja osakkeen arvostuksen takia tulospettymys näkyi rajuna kurssireaktiona (-12 %). Toistamme korkean arvostuksen ja negatiivisten ennustemuutosten takia myy-suosituksen ja 42,0 euron tavoitehinnan.

Q2-liikevaihto pysyi vertailukauden tasolla ja oli 272 MEUR

Liikevaihto alitti meidän 287 MEUR:n ja Reutersin 279 MEUR:n konsensusennusteen. Liikevaihto kasvoi etenkin Erityistuotteet-segmentissä (+8 %), mutta Alkuperälääkkeet-segmentin viime kvartaaleina nähty kasvu kääntyi yllättäen laskuksi (-10 %). Tämä johtui etenkin Parkinson-lääkkeiden jyrkästä myynnin laskusta (-30 %), jota yhtiön muu tuotteisto ei pystynyt täysin paikkaamaan.

Q2-liikevoitto laski 14 % vertailukaudesta ja oli 71,8 MEUR

Liikevoitto laski sekä Lääkeliiketoiminnassa (-13 %) että Diagnostiikkaliiketoiminnassa (-28 %). Liikevoittomarginaali laski 26,4 %:n tasolle, kun odotuksissa oli yli 30 %:n liikevoittomarginaali (Q2'16: 30,6 %). Heikko kannattavuus yllätti markkinat ja sen takaa löytyi monia eri syitä. Yksi niistä on vuoden alussa Suomessa tehty vaihtokelpoisten reseptilääkkeiden hinnoittelujärjestelmän muutos (ns. hintaputken kavennus), joka on laskenut lääkkeiden hintoja ja kiristänyt kilpailua yhtiön suurimmalla markkinalla (Suomi 30 % liikevaihdesta). Toinen syy oli vertailukauden alapuolelle jääneet etappimaksut (1 MEUR vs. 5 MEUR), jotka yleensä valuvat lähes suoraan tulokseen. Muita syitä olivat kasvaneet markkinointipanostukset, hyväkatteisten Alkuperälääkkeiden liikevaihdon lasku ja meneillään olevat investoinnit Hangon ja Espoon tehtailla. Markkinoiden odotukset Orionin tuloksentua kohtaan ovat nousseet viime vuosien positiivisten yllätysten jälkeen niin korkealle, että osake reagoi erittäin rajusti, kun yhtiön tulokseksi alkoi yhdellä kvartaalilla yskähdellä.

Yhtiö piti vuoden 2017 ohjeistuksen ennallaan

Orion arvioi liikevaihdon pysyvän samalla tasolla kuin vuonna 2016 (2016: 1074 MEUR) ja liikevoiton ilman olennaisia myyntivoittoja olevan vähintään 280 MEUR (2016: 293 MEUR). Johdon antamat näkymäarviot ovat viime vuosina olleet erittäin konservatiivisia, joten negatiivisista muutoksista huolimatta olemme ennusteissamme edelleen selvästi ohjeistuksen yläpuolella. Liikevaihtoennustemme vuodelle 2017 on 1112 MEUR (aik. 1132 MEUR) ja liikevoittoennustemme on 301 MEUR (aik. 323 MEUR). Vuosien 2018-2019 aikana odotamme Orionin liikevaihdon kasvavan noin 4 %:n vuosivauhtia ja liikevoittomarginaalin asettuvan 27 %:n tasolle (2016: 29 %).

Osake on hinnoiteltu haastavasti ja lähes 100 %:n preemiolla verrokkiryhmään

Pidämme päivitettyjen ennusteidemme valossa Orionin osaketta haastavasti hinnoiteltuna eilisestä 12 %:n kurssilaskusta huolimatta. Vuosien 2017 ja 2018 P/E-luvut ovat noin 29x ja 27x, kun kansainvälisistä lääkeyhtiöistä koostuvan verrokkiryhmän vastaavat luvut ovat 18x ja 16x. Orionin EV/EBITDA-kertoimet ovat noin 20x, kun verrokkiryhmän taso on noin 10x. Orionin osinkotuotto asettuu lähivuosina 3,0 %:n tasolle, joka on linjassa verrokkiryhmän kanssa. Korkean arvostuksen takia osake ei tarjoa turvamarginaalia pieniäkään tulospettymyksiä vastaan.

Analyytikko

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



Suositus

My



Edellinen: Myy

Tavoitehintaa 42,00 EUR

Edellinen: 42,00



Lähde: Bloomberg

Eilisen päätös **47,79 EUR**

12 kk vaihteluväli 33.59-58.5 EUR

Potentiaali **-12,1 %**

Ohjeistus

Yhtiö arvio vuoden 2017 liikevaihdon olevan vuoden 2016 tasolla (2016: 1074 MEUR) ja liikevoiton ilman olennaisia myyntivoittoja olevan vähintään 280 MEUR (2016: 293 MEUR).

Ohjeistusmuutos: Ennallaan

Avainluvut											
	Liikevaihto	Liikevoitto (EBIT)	Liikevoitto- marginaali	Tulos ennen veroja (PTP)	Tulos/ osake	Osinko/ osake	EV/ Liikevaihto	EV/ EBITDA	EV/ EBIT	P/E	Osinko- tuotto
	MEUR	MEUR	%	MEUR	EUR	EUR	(x)	(x)	(x)	(x)	%
2015	1 016	267	26,2 %	262	1,48	1,30	4,4	14,4	16,7	21,6	4,1 %
2016	1 074	315	29,3 %	311	1,77	1,55	5,7	17,2	19,4	27,2	3,5 %
2017e	1 112	301	27,1 %	295	1,67	1,50	6,0	19,4	22,1	28,6	3,1 %
2018e	1 167	317	27,1 %	313	1,76	1,55	5,7	19,6	22,6	27,2	3,2 %
2019e	1 226	333	27,2 %	329	1,85	1,60	5,4	17,5	19,9	25,8	3,3 %
Markkina-arvo, MEUR			6718	OPO / osake 2017e, EUR			4,68	CAGR EPS, 2016-2019, %			1 %
Nettovelka 2017e, MEUR			-66	P/B 2017e			10,2	CAGR kasvu, 2016-2019, %			5 %
Yritysarvo (EV), MEUR			6652	Nettovelkaisuusaste 2017e, %			-10,1 %	ROE 2017e, %			36,1 %
Taseen koko 2017e, MEUR			1105	Omavaraisuusaste 2017e, %			59,6 %	ROCE 2017e, %			37,1 %

Q2-raportti jäi selvästi ennusteista

Liikevoitto oli iso pettymys markkinoille

Orionin Q2-liikevaihto pysyi vertailukauden tasolla 272 MEUR:ssa (Q2'16: 273 MEUR), kun me odotimme noin 5 %:n kasvua (287 MEUR) ja Reutersilta kerätty konsensus 2 %:n kasvua (279 MEUR). Liikevaihdon jääminen vertailukaudesta ja markkinaennusteista johtui arviomme mukaan matalista Parkinson-lääkkeiden toimitusmääristä Novartikselle, vertailukautta alemmista etappimaksuista sekä Suomessa alkuvuonna tehty vaihtokelpoisten reseptilääkkeiden hinnoittelujärjestelmän muutoksesta (ns. hintaputken kavennus), joka on laskenut lääkkeiden hintoja Suomessa ja siten kiristänyt hintakilpailua Orionin suurimmalla yksittäisellä markkinalla (Suomi 30 % liikevaihdesta).

Liikevoitto laski Q2:lla 71,8 MEUR:oon (Q2'16: 83,5 MEUR), mikä oli ennusteisiin nähden selvä pettymys. Me odotimme 87 MEUR:n liikevoittoa ja Reutersin konsensus 84 MEUR:n liikevoittoa vaihteluvälin ollessa 81-87 MEUR. Samat tekijät, jotka vaikuttivat liikevaihtoon negatiivisesti, vaikuttivat myös kannattavuuteen. Tämän lisäksi Fermionin Hangon tehtaan laajennus sekä Espoon tehtaan Easyhaler-tuotannon laajentaminen ovat arviomme mukaan pitäneet kustannustason alkuvuonna koholla. Osakekohtainen tulos asettui 0,40 euron tasolle, kun meidän ennuste oli 0,49 euroa ja konsensusennuste 0,47 euroa. Orion on viimeisten vuosien aikana tarjoillut markkinoille lähes pelkästään positiivisia tulossyllätyksiä, joten yli 10 % konsensuksen tulosennusteen alle jääminen oli markkinoille suuri yllätys, mikä heijastui rajuna kurssilaskuna.

Ennustetaulukko	Q2'16	Q2'17	Q2'17e	Q2'17e	Konsensus	Erotus (%)	2017e
MEUR / EUR	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin Ylin	Tot. vs. Inderes	Inderes
Liikevaihto	273	272	287	279	271 - 287	-5 %	1112
Liikevoitto	83,5	71,8	87,0	84,0	81,0 - 87,0	-17 %	301,3
Tulos ennen veroja	82,6	70,7	86,0	83,0	80,0 - 86,0	-18 %	295,2
EPS (oikaistu)	0,47	0,40	0,49	0,47	0,45 - 0,49	-18 %	1,67
Osinko/osake							1,50
Liikevaihdon kasvu-%	7,1 %	-0,3 %	5,1 %	2,2 %	-0,8 % - 5,1 %	-5,3 %-yks.	3,6 %
Liikevoitto-% (oikaistu)	30,6 %	26,4 %	30,3 %	30,1 %	29,9 % - 30,3 %	-4 %-yks.	27,1 %

Lähde: Inderes & Reuters (konsensus)

Pääosin negatiivisia ennustemuutoksia lähivuosille

Yhtiö piti vuoden 2017 ohjeistuksen ennallaan

Yhtiö piti vuoden 2017 ohjeistuksen ennallaan. Liikevaihdon arvioidaan pysyvän samalla tasolla kuin vuonna 2016 (2016: 1074 MEUR) ja liikevoiton ilman olennaisia myyntivoittoja olevan vähintään 280 MEUR (2016: 293 MEUR). Johdon antamat näkymäarviot ovat viime vuosina olleet erittäin konservatiivisia, joten negatiivisista muutoksista huolimatta olemme ennusteissamme edelleen selvästi ohjeistuksen yläpuolella.

Laskimme lähivuosien liikevaihtoennusteitamme noin 2 % tulosjulkistuksen jälkeen ja liikevoittoennusteitamme noin 3-6 %. Liikevaihtoennusteemme vuodelle 2017 on 1112 MEUR (aik. 1132 MEUR) ja liikevoittoennusteemme on 301 MEUR (aik. 323 MEUR). Vuosien 2018-2019 aikana odotamme Orionin liikevaihdon kasvavan noin 4 %:n vuosivauhtia ja liikevoittomarginaalin asettuvan 27 %:n tasolle (2016: 29 %).

Ennustemuutokset	2017e	2017e	Muutos	2018e	2018e	Muutos	2019e	2019e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	1132	1112	-2 %	1188	1167	-2 %	1247	1226	-2 %
Käyttökate	364,2	342,4	-6 %	373,1	360,5	-3 %	388,7	379,0	-2 %
Liikevoitto	323,3	301,3	-7 %	328,7	316,8	-4 %	342,0	333,2	-3 %
Tulos ennen veroja	317,4	295,2	-7 %	324,9	313,1	-4 %	338,3	329,4	-3 %
EPS (ilman kertaeriä)	1,79	1,67	-7 %	1,83	1,76	-4 %	1,90	1,85	-3 %
Osakekohtainen osinko	1,50	1,50	0 %	1,55	1,55	0 %	1,60	1,60	0 %

Lähde: Inderes

Osake on haastavasti hinnoiteltu

Orion hinnoitellaan lähes 100 %:n preemiolla verrokkiryhmään nähden

Pidämme päivitettyjen ennusteidemme valossa Orionin osaketta haastavasti hinnoiteltuna Q2-raportin jälkeisestä 12 %:n kurssilaskusta huolimatta. Vuosien 2017 ja 2018 P/E-luvut ovat noin 29x ja 27x, kun kansainvälisistä lääkeyhtiöistä koostuvan verrokkiryhmän vastaavat luvut ovat 18x ja 16x. Orionin EV/EBITDA-kertoimet lähivuosille ovat noin 20x, kun verrokkiryhmän taso on noin 10x.

Orionin osinkotuotto asettuu lähivuosina ennustamallamme noin 90 %:n osingonjakosuhteelle 3,1 %:n ja 3,2 %:n tasolle, jotka on linjassa tai hieman verrokkiryhmän tason yläpuolella. Erittäin korkean arvostuksen takia osake ei tarjoa turvamarginaalia pieniäkään tulospettymyksiä vastaan, minkä takia pysymme suositukssessamme negatiivisella puolella.

Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
	MEUR	MEUR	MEUR	2017e	2018e	2017e	2018e	2017e	2018e	2017e	2018e	2017e	2018e	2017e
Orion Oyj (konsensus)	47,79	7643	7704	25,6	24,4	22,8	21,9	7,0	6,6	32,4	30,8	2,6	2,7	11,5
Abbott Laboratories	49,11	73214	86458	17,5	16,1	14,5	13,4	3,8	3,6	19,8	17,7	2,2	2,3	2,6
Johnson & Johnson	134,76	313550	307513	15,6	14,3	13,2	12,2	4,7	4,4	18,8	17,5	2,5	2,6	5,0
Eli Lilly and Co	83,90	79943	85842	18,0	16,9	14,8	14,2	4,5	4,4	20,3	19,0	2,5	2,6	6,2
Merck & Co Inc	62,71	147768	159433	13,4	12,7	10,5	9,9	4,6	4,5	16,2	14,9	3,0	3,1	4,5
Novo Nordisk A/S	274,90	72325	70501	10,5	10,1	9,9	9,4	4,5	4,3	18,0	16,4	2,8	3,1	13,9
Pfizer Inc	33,68	171973	197755	11,5	10,9	10,3	9,9	4,3	4,2	13,1	12,2	3,8	4,1	3,4
Amgen Inc	178,71	112983	109256	10,7	10,6	9,1	9,2	5,6	5,5	14,2	13,9	2,6	2,8	3,8
Bayer AG	111,15	90341	102682	10,7	9,9	8,5	8,0	2,1	2,0	14,5	13,4	2,6	2,8	2,8
Novartis AG	81,20	189459	209438	20,9	19,3	16,5	15,4	5,0	4,8	17,8	16,2	3,4	3,5	2,7
Sanofi SA	82,24	103684	111914	11,7	11,5	9,2	9,2	3,1	3,0	14,3	13,6	3,7	3,8	1,7
AbbVie Inc	72,72	99513	126091	12,3	10,6	11,5	10,1	5,2	4,8	13,1	11,1	3,6	3,9	16,3
Orion (Inderes)	47,79	6718	6652	22,1	22,6	19,4	19,6	6,0	5,7	28,6	27,2	3,1	3,2	10,2
Keskiarvo				14,9	13,9	12,6	11,9	4,5	4,4	17,7	16,4	2,9	3,1	6,2
Mediaani				12,9	12,1	11,0	10,0	4,6	4,4	17,0	15,5	2,7	2,9	4,2
Erotus-% vrt. mediaani				72 %	86 %	76 %	96 %	31 %	28 %	68 %	75 %	15 %	11 %	145 %

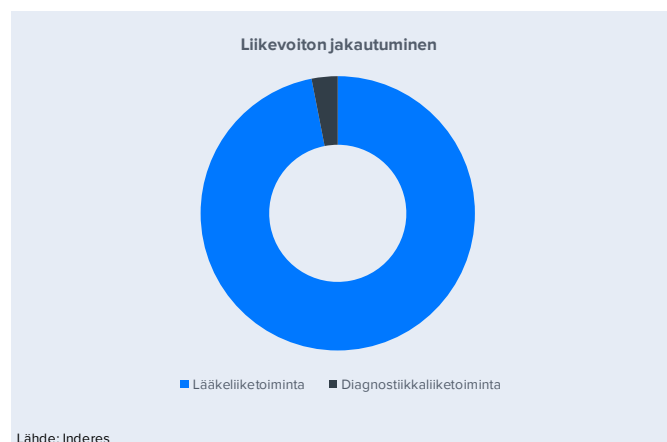
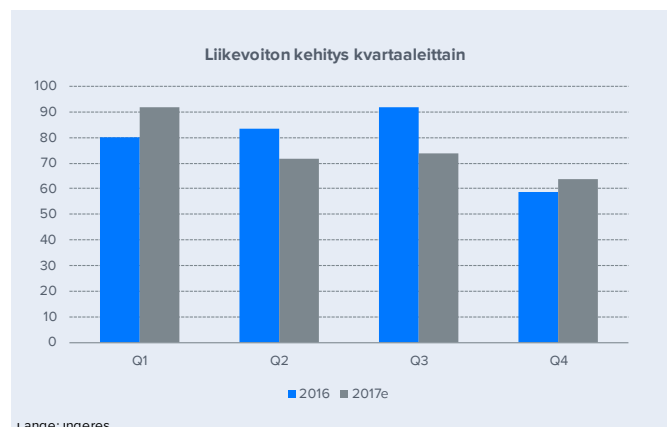
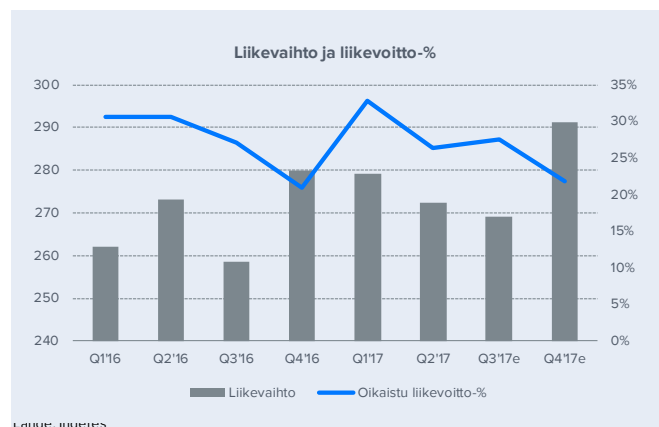
Lähde: Bloomberg / Inderes. Huomautus: Inderesin käyttämä markkina-arvo ei ota huomioon yhtiön hallussa olevia omia osakkeita.

Tuloslaskelma ja ennusteet vuosineljänneksittäin

Tuloskehitys kvartaalitasolla	2015	Q1'16	Q2'16	Q3'16	Q4'16	2016	Q1'17	Q2'17	Q3'17e	Q4'17e	2017e	2018e	2019e
Liikevaihto	1015,6	262,0	273,1	258,6	279,9	1073,5	279,2	272,4	269,0	291,3	1111,9	1167,0	1225,5
Lääkeliiketoiminta	960,9	249,3	259,4	245,8	267,1	1021,6	265,5	260,7	255,6	277,8	1059,5	1112,5	1168,1
Diagnostiikkaliiketoiminta	57,8	13,5	14,4	13,4	13,5	54,8	14,4	12,4	13,9	14,0	54,8	57,5	60,4
Konsemierät	-3,1	-0,8	-0,7	-0,6	-0,7	-2,8	-0,7	-0,7	-0,5	-0,5	-2,4	-3,0	-3,0
Käyttökate	308,3	90,2	93,8	102,2	68,9	355,2	102,0	82,2	84,2	74,0	342,4	360,5	379,0
Poistot ja arvonalennukset	-41,8	-9,9	-10,3	-10,2	-10,2	-40,6	-10,3	-10,4	-10,2	-10,2	-41,1	-43,6	-45,8
Liikevoitto ilman kertaeriä	266,6	80,3	83,5	70,0	58,7	292,6	91,7	71,8	74,0	63,8	301,3	316,8	333,2
Liikevoitto	266,6	80,3	83,5	92,0	58,7	314,6	91,7	71,8	74,0	63,8	301,3	316,8	333,2
Lääkeliiketoiminta	269,0	80,1	84,9	91,8	59,6	316,4	90,2	73,5	74,1	63,9	301,7	317,1	332,9
Diagnostiikkaliiketoiminta	8,5	2,6	1,8	2,2	1,8	8,4	3,5	1,3	2,4	2,4	9,6	9,8	10,3
Konsemierät	-10,9	-2,4	-3,2	-2,0	-2,6	-10,2	-2,0	-3,0	-2,5	-2,5	-10,0	-10,0	-10,0
Nettorahoituskulut	-4,7	-1,1	-0,9	-1,1	-1,0	-4,1	-2,9	-1,1	-1,0	-1,0	-6,0	-3,8	-3,7
Tulos ennen veroja	262,3	79,7	82,6	91,0	57,7	310,9	88,8	70,7	73,0	62,8	295,2	313,1	329,4
Verot	-54,2	-16,4	-16,9	-18,5	-10,1	-61,9	-18,5	-14,2	-15,0	-12,9	-60,6	-65,7	-69,2
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
Nettotulos	208,1	63,3	65,7	72,5	47,5	249,0	70,3	56,4	58,0	49,9	234,7	247,3	260,3
EPS (oikaistu)	1,48	0,45	0,47	0,36	0,34	1,61	0,50	0,40	0,41	0,36	1,67	1,76	1,85
EPS (raportoitu)	1,48	0,45	0,47	0,52	0,34	1,77	0,50	0,40	0,41	0,35	1,67	1,76	1,85

Tunnusluvut	2015	Q1'16	Q2'16	Q3'16	Q4'16	2016	Q1'17	Q2'17	Q3'17e	Q4'17e	2017e	2018e	2019e
Liikevaihdon kasvu-%	0,0 %	0,8 %	7,1 %	8,1 %	7,0 %	5,7 %	6,6 %	-0,3 %	4,1 %	4,1 %	3,6 %	5,0 %	5,0 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	-2,2 %	-3,4 %	12,9 %	19,6 %	15,2 %	9,8 %	14,2 %	-14,1 %	5,6 %	8,7 %	3,0 %	5,2 %	5,2 %
Käyttökate-%	30,4 %	34,4 %	34,4 %	39,5 %	24,6 %	33,1 %	36,5 %	30,2 %	31,3 %	25,4 %	30,8 %	30,9 %	30,9 %
Oikaistu liikevoitto-%	26,2 %	30,7 %	30,6 %	27,1 %	21,0 %	27,3 %	32,8 %	26,4 %	27,5 %	21,9 %	27,1 %	27,1 %	27,2 %
Nettotulos-%	20,5 %	24,2 %	24,1 %	28,0 %	17,0 %	23,2 %	25,2 %	20,7 %	21,6 %	17,1 %	21,1 %	21,2 %	21,2 %

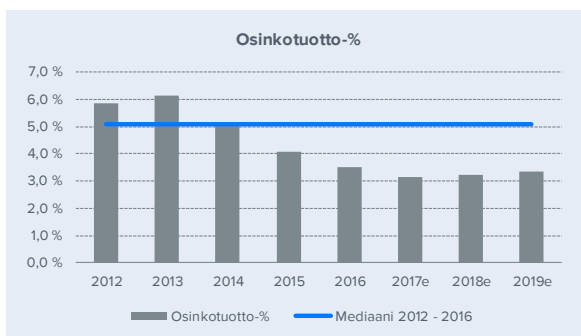
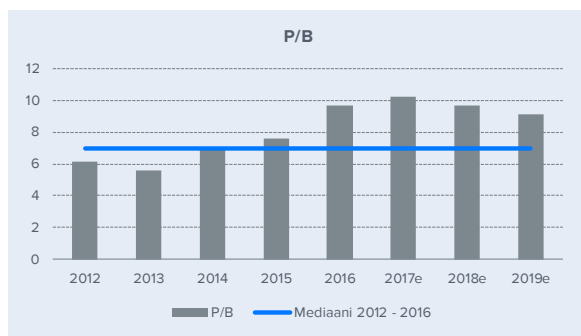
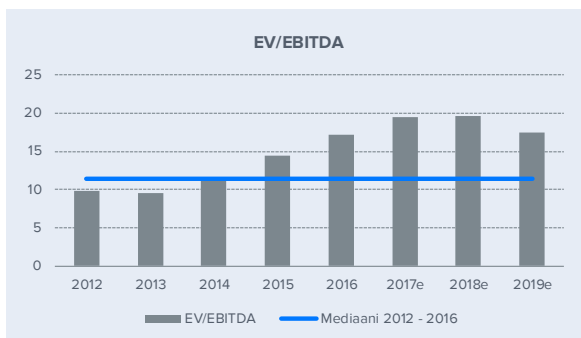
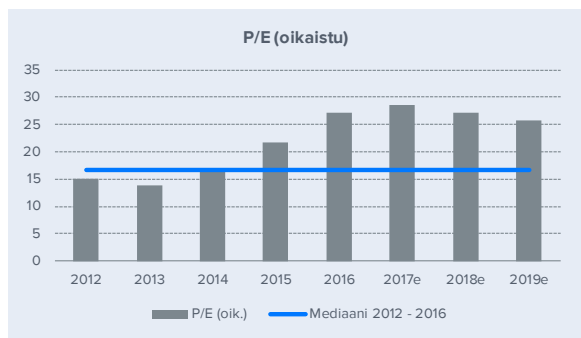
Lähde: Inderes



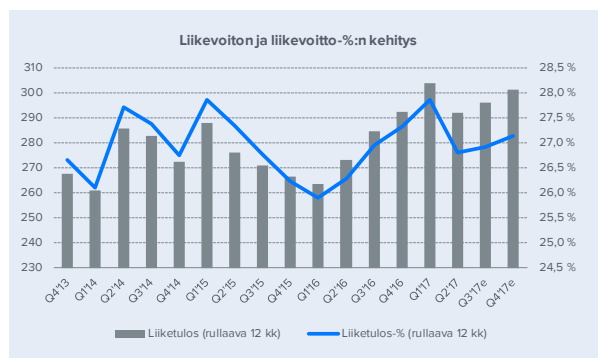
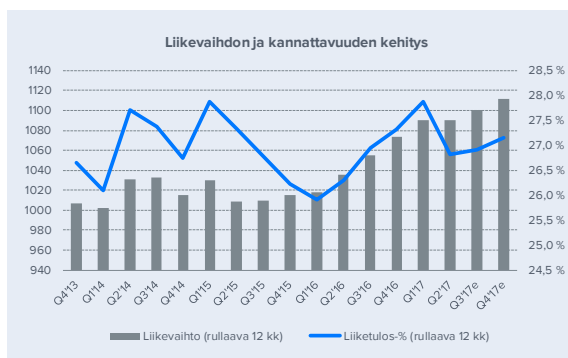
Arvostus

Arvostustaso	2012	2013	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e
Osakekurssi	22,18	20,35	25,03	31,97	44,00	47,79	47,79	47,79
Markkina-arvo	3126	2867	3596	4502	6186	6718	6718	6718
Yritysarvo (EV)	3117	2910	3571	4445	6106	6652	6649	6643
P/E (oik.)	15,1	13,9	16,7	21,6	27,2	28,6	27,2	25,8
P/E	15,1	13,9	16,7	21,6	24,8	28,6	27,2	25,8
P/Kassavirta	18,1	18,7	12,8	27,2	27,5	32,1	31,0	29,5
P/B	6,1	5,6	7,0	7,6	9,6	10,2	9,7	9,1
P/S	3,2	2,8	3,5	4,4	5,8	6,0	5,8	5,5
EV/Liikevaihto	3,2	2,9	3,5	4,4	5,7	6,0	5,7	5,4
EV/EBITDA	9,8	9,5	11,4	14,4	17,2	19,4	19,6	17,5
EV/EBIT	11,2	10,9	13,1	16,7	19,4	22,1	22,6	19,9
Osinko/tulos (%)	88,5 %	85,2 %	86,6 %	88,0 %	87,5 %	89,9 %	88,1 %	86,4 %
Osinkotuotto-%	5,9 %	6,1 %	5,1 %	4,1 %	3,5 %	3,1 %	3,2 %	3,3 %

Lähde: Inderes



Tulostrendi (rullaava 12 kk)

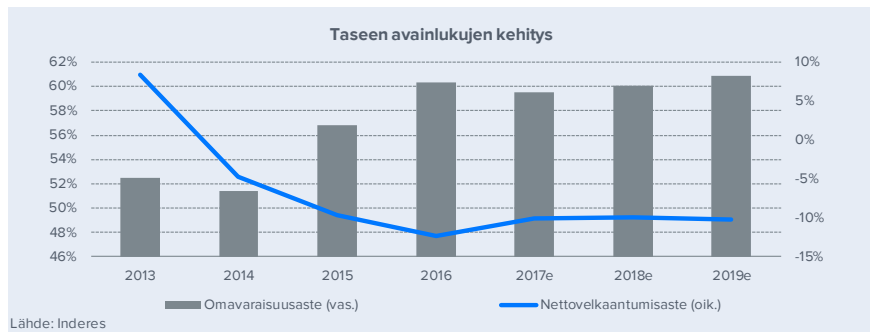


Tase ja kassavirtalaskelma

Tase

Vastaavaa (MEUR)	2014	2015	2016	2017e	2018e
Pysyvät vastaavat	346	371	369	388	405
Liikearvo	14	14	14	14	14
Aineettomat oikeudet	48	42	38	40	42
Käyttöomaisuus	269	276	289	306	321
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	2	3	0	0	0
Muut sijoitukset	6	7	0	0	0
Muut pitkäaikaiset varat	2	29	27	27	27
Laskennalliset verosaamiset	7	1	1	2	2
Vaihtuvat vastaavat	652	674	691	715	748
Varastot	179	206	228	236	247
Muut lyhytaikaiset varat	41	31	32	32	32
Myyntisaamiset	174	192	200	207	217
Likvidit varat	259	245	232	240	252
Taseen loppusumma	1001	1047	1063	1105	1156

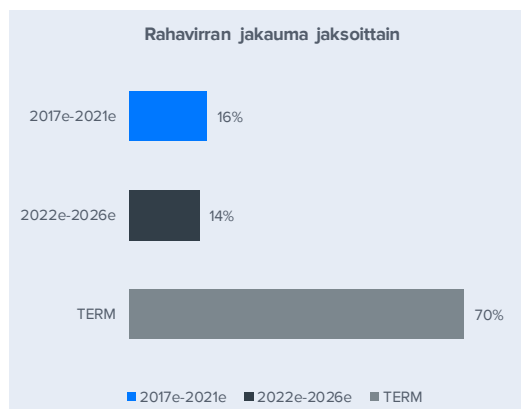
Vastattavaa (MEUR)	2014	2015	2016	2017e	2018e
Oma pääoma	515	595	641	658	695
Osakepääoma	92	92	92	92	92
Kertyneet voittovarot	416	495	547	563	600
Omat osakkeet	0	0	0	0	0
Uudelleenarvostusrahasto	0	0	0	0	0
Muu oma pääoma	6	7	3	3	3
Vähemmistöosuus	0	0	0	0	0
Pitkäaikaiset velat	272	219	191	188	196
Laskennalliset verovelat	30	38	37	37	37
Varaukset	0	0	0	0	0
Lainat rahoituslaitoksilta	210	178	150	148	156
Vaihtovelkakirjalainat	0	0	0	0	0
Muut pitkäaikaiset velat	31	3	3	3	3
Lyhytaikaiset velat	215	233	231	259	265
Lainat rahoituslaitoksilta	25	10	2	26	27
Lyhytaikaiset korottomat velat	67	99	106	110	116
Muut lyhytaikaiset velat	124	124	122	122	122
Taseen loppusumma	1001	1047	1063	1105	1156



DCF-laskelma

Kassavirtalaskelma (MEUR)	2016	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	TERM
Liikevoitto	314,6	301,3	316,8	333,2	350,3	361,4	375,8	390,9	406,5	407,1	417,3	
+ Kokonaispoistot	40,6	41,1	43,6	45,8	48,1	50,5	52,5	54,6	56,8	59,1	61,5	
- Maksetut verot	-63,0	-60,6	-65,7	-69,2	-72,8	-75,1	-78,1	-81,3	-84,6	-84,7	-87,7	
- verot rahoituskuluista	-0,8	-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	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	
- Käyttöpääoman muutos	-25,6	-11,0	-16,5	-17,5	-18,4	-15,4	-16,0	-16,6	-17,3	-18,0	-11,7	
Operatiivinen kassavirta	265,7	269,5	277,5	291,5	306,5	320,6	333,4	346,8	360,6	362,7	379,4	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-41,0	-59,9	-60,8	-64,0	-67,2	-66,5	-69,2	-72,0	-74,8	-77,8	-73,6	
Vapaa operatiivinen kassavirta	224,8	209,6	216,7	227,5	239,3	254,1	264,2	274,8	285,8	284,9	305,8	
+/- 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	224,8	209,6	216,7	227,5	239,3	254,1	264,2	274,8	285,8	284,9	305,8	7742,4
Diskontattu vapaa kassavirta		203,7	197,7	194,8	192,3	191,6	187,0	182,6	178,2	166,7	167,9	4252,2
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta	6114,7	5911,0	5713,3	5518,5	5326,2	5134,6	4947,6	4765,0	4586,8	4420,1	4252,2	
Velaton arvo DCF	6114,7											
- Korolliset velat		-152,5										
+ Rahavarat		231,9										
- Vähemmistöosuus		0,0										
- Osinko/pääomapalautus		-217,9										
Oman pääoman arvo DCF	5976,2											
Oman pääoman arvo DCF per osake	42,51											

Pääoman kustannus (WACC)	
Vero-% (WACC)	21,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	10,0 %
Vieraan pääoman kustannus	2,0 %
Yrityksen Beta	0,75
Markkinoiden riski-premio	4,80 %
Likviditeettipremio	0,00 %
Riskitön korko	3,5 %
Oman pääoman kustannus	7,1 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	6,5 %



Tiivistelmä

Tuloslaskelma	2014	2015	2016	2017e	2018e
Liikevaihto	1015,3	1015,6	1073,5	1111,9	1167,0
EBITDA	312,1	308,3	355,2	342,4	360,5
EBITDA-marginaali (%)	30,7	30,4	33,1	30,8	30,9
EBIT	272,4	266,6	314,6	301,3	316,8
Voitto ennen veroja	267,8	262,3	310,9	295,2	313,1
Nettovoitto	211,3	208,1	249,0	234,7	247,3
Kertaluontoiset erät	0,0	0,0	22,0	0,0	0,0

Tase	2014	2015	2016	2017e	2018e
Taseen loppusumma	1001,5	1047,4	1062,9	1105,0	1156,0
Oma pääoma	514,9	594,9	641,4	658,1	694,6
Liikearvo	13,5	13,5	13,5	13,5	13,5
Korolliset velat	234,5	187,8	152,5	174,0	183,1

Kassavirta	2014	2015	2016	2017e	2018e
EBITDA	312,1	308,3	355,2	342,4	360,5
Nettokäyttöpääoman muutos	38,4	-1,8	-25,6	-11,0	-16,5
Operatiivinen kassavirta	285,4	264,7	265,7	269,5	277,5
Vapaa kassavirta	281,3	165,3	224,8	209,6	216,7

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	2014	2015	2016	2017e	2018e
EPS	1,50	1,48	1,77	1,67	1,76
EPS oikaistu	1,50	1,48	1,61	1,67	1,76
Operat. kassavirta per osake	2,03	1,88	1,89	1,92	1,97
Tasearvo per osake	3,66	4,22	4,56	4,68	4,94
Osinko per osake	1,30	1,30	1,55	1,50	1,55
Voitonjako, %	87	88	88	90	88
Osinkotuotto, %	5,2	4,1	3,5	3,1	3,2

Tunnusluvut	2014	2015	2016	2017e	2018e
P/E	17,0	21,6	24,8	28,6	27,2
P/B	7,0	7,6	9,6	10,2	9,7
P/Liikevaihto	3,5	4,4	5,8	6,0	5,8
P/CF	12,3	17,0	23,3	24,9	24,2
EV/Liikevaihto	3,5	4,4	5,7	6,0	5,7
EV/EBITDA	11,4	14,4	17,2	19,4	18,4
EV/EBIT	13,1	16,7	19,4	22,1	21,0

Suurimmat omistajat	%-osakkeista
Erkki Etola ja yhtiöt	1,8 %
Maa- ja vesiteknikan tuki r.y. ja yhtiöt	1,5 %
Keskinäinen Eläkevakuutusyhtiö Ilmarinen	1,5 %
Ylppö Jukka Arvo	1,1 %
Aho Group Oy ja määräysvaltaäännet	0,6 %
Into Ylppö ja määräysvaltaäännet	0,7 %

Suosituksistoria, viimeiset 12 kk

Päivämäärä	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
29.7.2015	Myy	30,00 €	37,70 €
28.10.2015	Myy	29,00 €	32,32 €
12.1.2016	Vähennä	29,00 €	29,74 €
3.2.2016	Vähennä	28,00 €	29,50 €
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 €

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 neuvonantajia. Asiakas vastaa sijoituspäätöstensä 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 osavuositarkastusten 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 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/>