

ORIOLA

17.06.2026 7.30 EEST



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

INDERESIN YHTIÖASIAKAS

LAAJA RAPORTTI



Reseptinä kärsivällisyys

Oriolalla on vahvat markkina-asetat kasvavilla defensivisillä markkinoilla. Arvioimme yhtiöllä olevan potentiaalia maltillisesti nousevaan tulostrendiin, mutta katsomme lähivuosien isojen investointiprojektien tuovan myös riskejä. Lisäksi osakkuusyhtiö Kronans on mielestämme yhtiön taseessa yliarvostettu ja aiheuttaa selvän riskin. Rakennemuutoksilla yhtiö voisi toisaalta myös vapauttaa arvoa. Toistamme lisää-suosituksen osakkeen hinnan ollessa selvästi esim. osien summa-arvoamme alempi. Laskemme tavoitehinnan 1,0 euroon (aik. 1,1e) lievästi laskeneiden ennusteiden myötä.

Oriola on lääkejakeija ja tukkukauppa

Oriola on lääkkeiden jakeluun, terveys- sekä hyvinvointituotteiden tukkukauppaan ja lääkemarkkinoiden asiantuntijapalveluihin erikoistunut yhtiö. Oriolalla on myös 50 %:n omistusosuus Ruotsissa toimivasta apteekkiketju Kronansista, joka raportoidaan osakkuusyhtiönä. Oriolan liikevaihto tulee pääosin Suomesta ja Ruotsista. Molemmissa maissa Oriola hallitsee noin puolta lääkejakeumarkkinasta, joten sen markkina-asema on erittäin vahva ja uusien kilpailijoiden on vaikea tulla markkinalle. Yhtiön liikevaihto kasvaa melko tasaisesti markkinoiden mukana ja etenkin väestön ikääntyminen tukee lääkemarkkinan kasvua jatkossakin. Markkina-asemien ja markkinakasvun näkökulmasta Oriolan tilanne ja näkymät ovat mielestämme positiiviset.

Isoja investointiprojekteja menossa

Oriolalla on menossa vuoteen 2027 kestävä koko konsernin tietojärjestelmien uusiminen. Lisäksi sillä on menossa koko Suomen toiminnoista vastaavan uuden jakelukeskuksen rakentaminen, johon on tarkoitus siirtyä vuoden 2028 aikana. Näiden hankkeiden tarkoitus on tehostaa yhtiön toimintaa ja nostaa kannattavuutta. Mielestämme hyödyt ovat kuitenkin vielä muutaman vuoden päässä, ja matkan varrella isot muutokset voivat aiheuttaa operatiivisia haasteita. Olemme huomioineet tämän vuoden 2028 ennusteessa, jolloin odotamme

logistiikkakeskuksen siirron aiheuttavan tulokseen pudotuksen.

Emme odota yhtiön pääsevän tavoitteisiinsa

Yhtiö päivitti keväällä 2026 taloudelliset tavoitteensa vuoteen 2029 päättyvälle strategiakaudelle. Keskeisimmät tavoitteet ovat vähintään 5 %:n liikevaihdon kasvu ja alle 75 %:n kustannus-liikevaihto-suhde (eli yli 25 %:n oik. käyttökate). Liikevaihtotavoite on mielestämme uskottava, sillä yhtiön historiallinen kasvu sekä markkinoiden ennustettu kasvu tuleville vuosille on noin 4 %. Tämä on myös ennustamamme kasvu, joka siten jää hieman tavoitteesta. Kannattavuuden suhteen tavoitehorisontti on lyhyehkö huomioiden uuden logistiikkakeskuksen käyttöönotto vuoden 2028 aikana. Ennustamme kannattavuuden pysyvän karkeasti nykyisellä 17 %:n tasolla pois lukien vuoden 2028 heikompi taso. Yhtiöllä on lisäksi tavoitteena maksaa noin 2/3 tuloksesta osinkona, mutta toisaalta vahvistaa omavaraisuutta.

Osakkuusyhtiö Kronansin tuloksen odotamme kääntyvän heikolta tasolta lähivuosina parempaan suuntaan, mutta sen arvon olevan silti merkittävästi Oriolan tasearvoa alempi. Vuodelle 2026 yhtiö ohjeistaa oik. käyttökateen kasvavan. Ennusteemme (36 MEUR) on hienoisesti yli vertailukauden.

Näemme arvoa yhtiössä, mutta myös merkittäviä riskejä

Useat seikat vaikeuttavat Oriolan arvostuskertoimien arviointia, emmekä pidä konsernin tulokertoimia (etenkään EV-pohjaisia) suoraan käyttökelpoisina. Osien summa ja DCF-arvomme ovat 1,7-1,8 euroa. Tavoitehintamme on osien summaa matalampi, koska huomioimme osakkuusyhtiön alaskirjausriskin ja mahdollisen oman pääoman tarpeen. Lisäksi tavoitehinnassa painavat investointeihin liittyvät lähivuosien operatiiviset riskit sekä yhtiön arvon kirkastumiseen vaadittava aika. Kronansista luopuminen selkeyttäisi mielestämme huomattavasti yhtiön rakennetta ja kirkastaisi sen arvoa, vaikka sen toteutuminen vaatisikin oman pääoman vahvistamista.

Suositus

Lisää

(aik. Lisää)

Tavoitehinta:

1,00 EUR

(aik. 1,10 EUR)

Osakekurssi:

0,89 EUR

Liiketoimintariski



Arvostusriski



	2025	2026e	2027e	2028e
Liikevaihto	202	208	216	225
kasvu-%	-88 %	3 %	4 %	4 %
EBIT oik.	23,1	22,4	24,6	19,9
EBIT-% oik.	11,5 %	10,7 %	11,4 %	8,8 %
Nettotulos	-27,1	3,4	13,4	15,2
EPS (oik.)	0,03	0,05	0,09	0,08

P/E (oik.)	41,8	16,2	10,0	10,8
P/B	2,1	1,7	1,5	1,5
Osinkotuotto-%	2,6 %	3,4 %	5,6 %	5,6 %
EV/EBIT (oik.)	4,4	1,4	0,5	4,8
EV/EBITDA	5,0	1,1	0,4	2,7
EV/Liikevaihto	0,5	0,1	0,1	0,4

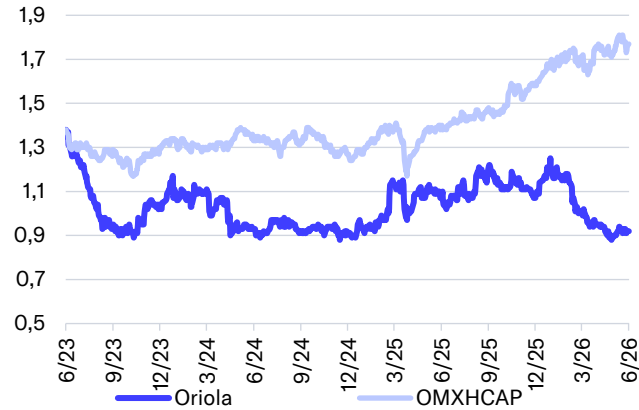
Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

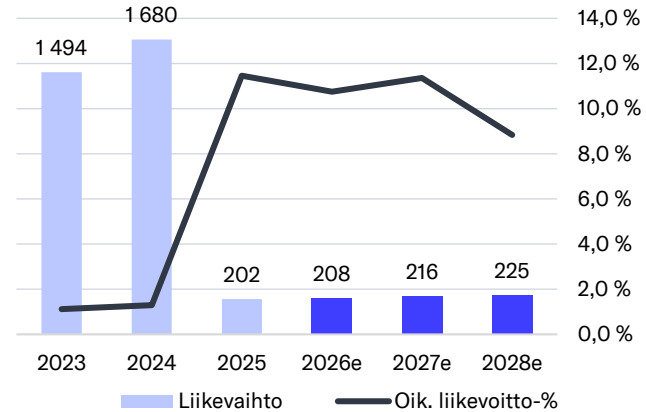
Vuonna 2026 Oriola odottaa oikaistun käyttökateen kasvavan edellisvuodesta (2025: 35,1 MEUR).

Osakekurssi



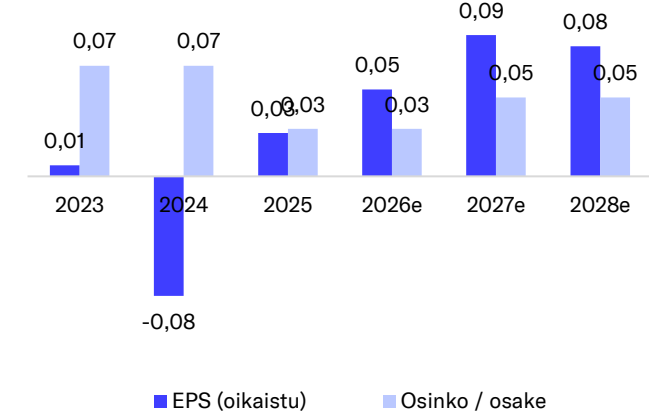
Lähde: Millistream Market Data AB

Liikevaihto ja liikevoitto-% (oik.)



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes

Arvoajurit

- Hyvä markkina-asema Suomen ja Ruotsin lääkejelkemarkkinoilla
- Marginaalitason nousu toimintaa tehostamalla
- Ruotsin apteekkiliiketoiminnan positiivinen kehitys yhteisyrityksessä ja potentiaalinen myynti aikanaan

Riskitekijät

- Toistuvien operatiivisten haasteiden jatkuminen
- Lääkemarkkinoiden sääntelyn lisääntymiseen liittyvät riskit
- Isommat yritysostot, etenkin uusille markkinoille ja/tai liiketoimintoihin
- Yhteisyritys Kronansin arvon alaskirjaus
- Oman pääoman mahdollinen vahvistaminen

Arvostustaso	2026e	2027e	2028e
Osakekurssi	0,89	0,89	0,89
Osakemäärä, milj. kpl	185,2	185,2	185,2
Markkina-arvo	165	165	165
Yritysarvo (EV)	30	13	95
P/E (oik.)	16,2	10,0	10,8
P/E	49,2	12,3	10,8
P/B	1,7	1,5	1,5
P/S	0,8	0,8	0,7
EV/Liikevaihto	0,1	0,1	0,4
EV/EBITDA	1,1	0,4	2,7
EV/EBIT (oik.)	1,4	0,5	4,8
Osinko/tulos (%)	166 %	69 %	61 %
Osinkotuotto-%	3,4 %	5,6 %	5,6 %

Lähde: Inderes

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	5-11
Sijoitus- ja riskiprofiili	12-14
Toimiala ja kilpailijat	15-18
Historiallinen kehitys ja taloudellinen tilanne	19-21
Strategia ja taloudelliset tavoitteet	22-23
Ennusteet	24-27
Arvonmääritys	28-30
Taulukot ja vastuuvapauslauseke	31-38

Oriola-konserni lyhyesti

Oriola on Pohjoismaissa toimiva terveys- ja hyvinvointialan yritys, jonka päätoimipaikat sijaitsevat Suomessa ja Ruotsissa. Se on keskittynyt lääkkeiden jakeluun ja terveys- ja hyvinvointituotteiden tukkukauppaan.

1907 / 1948

Perustamisvuodet Kronans Droghandel / Oriola

2006

Oriola irtautuu Orionista ja listautuu Helsingin pörssiin

202 MEUR

Liikevaihto 2025

35 MEUR (17 % liikevaihdosta)

Oikaistu käyttökate 2025

42 %, 46 %

Markkinaosuudet Ruotsin ja Suomen lääkkeiden tukkukaupassa Q1'26

800

Henkilöstö keskimäärin Q1'26 (FTE)

1900-1990

Oriolan nykyiset Ruotsin toiminnot perustettiin 1907 (Kronans Droghandel -lääketukku)

Oriola perustettiin Suomessa 1948

1980-luvulla Oriola osti luontaistuote- ja elintarvikeyritys Reformikeskuksen

1990-2010

1990-luvulla Oriola laajentui Baltiaan

2003 yhdistyminen Kronans Droghandelin kanssa

2006 irtaantuminen Orionista itsenäiseksi pörssiyhtiöksi

2008 laajentuminen Venäjälle

2010-

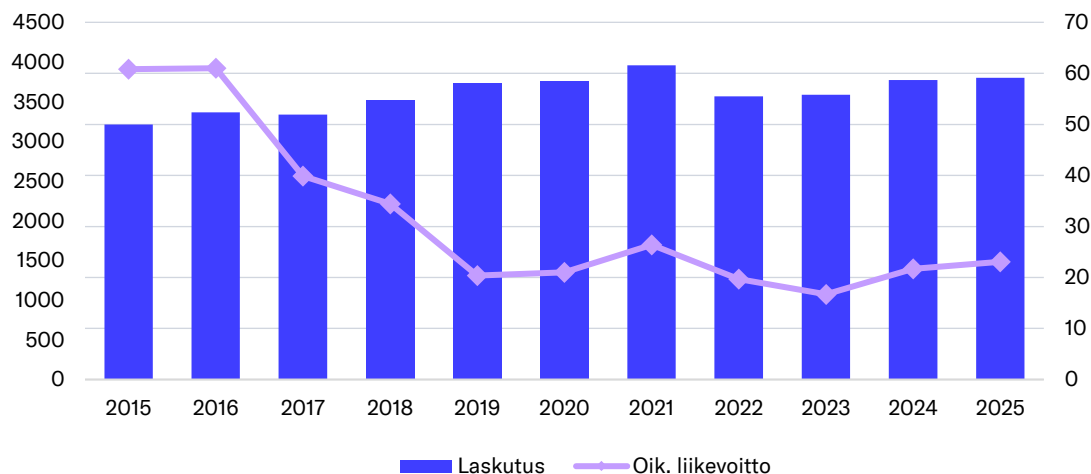
2010 ja 2013 laajentuminen Ruotsin apteekkimarkkinoille

2014 vetäytyminen Venäjältä

2017 vetäytyminen Baltiasta

2022 Ruotsin apteekit yhteisyritykseen

Laskutus ja oik. liikevoitto, MEUR



Lähde: Oriola

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/6

Oriola lyhyesti

Oriola on lääkkeiden, terveys- ja hyvinvointituotteiden jakeluun ja tukkukauppaan erikoistunut yhtiö. Lisäksi yhtiö tarjoaa asiantuntijapalveluita mm. lääkeyhtiöille ja apteekkeille. Oriolalla oli aiemmin omaa apteekkiliiketoimintaa Ruotsissa, joka yhdistyi lokakuussa 2022 Kronans Apotek-yhteisyritykseksi kilpailija Euroapothecan kanssa. Oriolan omistus yhteisyrityksestä on 50 %, mutta sen operatiivinen hallinta on Euroapothecalla. Oriolalle relevantit kohdemarkkinat ovat Suomen ja Ruotsin lääke-, terveys- ja hyvinvointituotteiden markkinat. Oriolan noin 200 MEUR:n liikevaihto tulee käytännössä Suomesta ja Ruotsista. Yhtiö työllistää suunnilleen 900 ihmistä.

Oriola uudisti segmenttirakennetta jälleen kerran vuonna 2026

Oriolan liiketoiminnassa on ollut viimeisen vuosikymmenen aikana runsaasti muutoksia niin organisaatio- kuin raportointirakenteen osalta. Organisaation osalta viime vuosien merkittävin muutos on Ruotsin annosjakelutoiminnan myyminen. Muutoin yhtiön rakenne on ollut pääosin sama siitä lähtien, kun Ruotsin apteekit siirrettiin yhteisyritykseen.

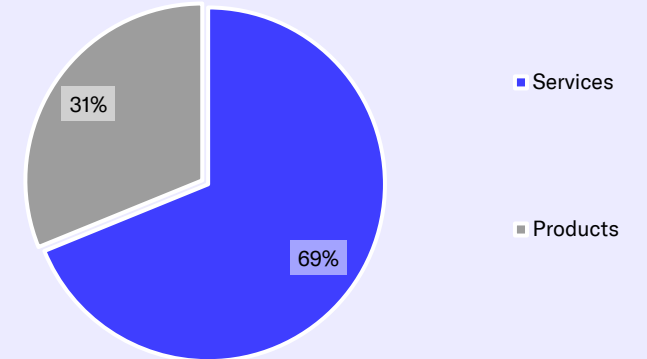
Raportoinnin osalta yhtiö uudistui merkittävästi tänä vuonna, kun se alkoi raportoimaan liikevaihtoaan nettomääräisesti eli se laskee nykyään lääkejakelelun osalta mukaan vain sen saamat palkkiot, eikä lääkkeiden arvoa, kuten se osittain aiemmin teki. Tämän myötä yhtiön liikevaihto laski reilusti yli miljardista noin 200 MEUR:oon. Tulokseen muutoksella ei ollut vaikutusta. Mielestämme muutos on hyvä ja kuvaa paremmin yhtiön ansaintaa ja

arvonluontia. Samalla yhtiö muutti raportointirakennettaan ja jakaa tällä hetkellä yhtiön Services- ja Products-segmentteihin. Jako on looginen, sillä siinä palveluliiketoiminnot eli lääkkeiden jakelu ja neuvonantopalvelut muodostavat Services-segmentin, ja liiketoiminnot, joissa yhtiö itse vastaa tuotteiden myynnistä muodostavat Products segmentin. Aiempiin Distribution- ja Wholesale-segmentteihin verrattuna pääosa aiemman Distribution-segmentin toiminnoista on Services-segmentissä ja vastaavasti pääosa vanhasta Wholesale-segmentistä on Products-segmentissä. Täysin identtiset segmentit eivät kuitenkaan ole, joten historialliset segmenttitiedot eivät ole vertailukelpoisia. Kahden liiketoimintasegmentin lisäksi yhtiö raportoi konsernihallinto ja muut-rivillä kuluja. Käymme segmentit läpi tarkemmin jäljempänä.

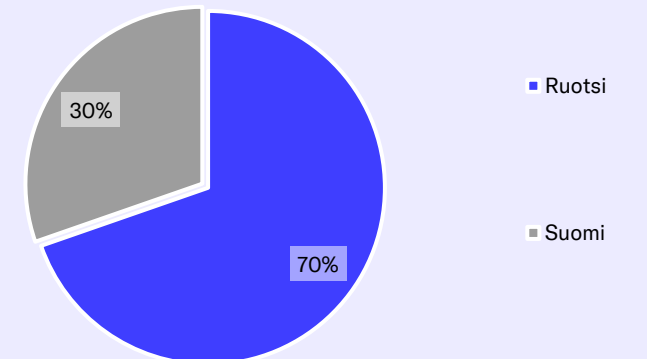
Yhtiön tulosta ovat viime vuosina painaneet kertaerät ja osakkuusyhtiön tappiot

Yhtiö raportoi tärkeimpänä tulosrivinään oik. käyttökatetta, joka oli vuonna 2025 35 MEUR. Yhtiö myös ohjeistaa oik. käyttökatetta, ja viime vuosina ohjeistus on viitannut tuloksen kasvavan vuositasolla. Oriolan tulokseen vaikuttavat voimakkaasti tietojärjestelmäinvestointiin liittyvät kertaerät sekä osakkuusyhtiö Kronansin tappiot. Käymme näitäkin läpi tarkemmin myöhemmin.

Liikevaihdon jakauma 2025



Liikevaihdon jakauma 2025



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/6

Services-segmentti (73 % liikevaihdosta) – lääkejakelu pääosassa

Services-segmentti on selvästi suurempi Oriolan kahdesta liiketoimintasegmentistä, sen tuodessa yli 70 % liikevaihdosta ja yli 80 % oik. käyttökatteesta (ilman konsernikuluja) vuonna 2025.

Services-segmentin suurin liiketoiminta on lääkejakelu, mikä on ollut yhtiön ydinliiketoimintaa sen perustamisesta lähtien. Oriolan rooli tässä liiketoiminnassa on toimia lääkeyhtiöiden ja apteekkien välissä lääkkeiden jakelijana. Sillä ei ole omaa valmistustoimintaa, vaan sen jakelema tuotteet tulevat päämiehiltä eli lääkeyhtiöiltä. Päämiehiä Oriolalla on noin 250. Lääkejakelussa yhtiöllä on sekä Suomessa että Ruotsissa käytännössä oligopoli pääkilpailija Tamron kanssa. Oriolan markkinaosuudet ovat pysyneet jo pitkään 40-50 % välissä. Asiakassopimukset ovat tyypillisesti monivuotisia, mikä tuo toimintaan tasaisuutta ja jatkuvuutta.

Yhtiön raportoima laskutusluku kuvaa sen kautta kulkevien lääkkeiden arvon, kun nykyinen liikevaihtoluku sisältää vain Oriolan saaman jakelupalkkion. Yhtiön jakelema lääkkeet eivät enää ole kirjattu myöskään Oriolan taseessa sen varastoon. Lääkkeiden jakelussa jakelijat saavat päämiehiltään jakelupalkkion, jotka ovat yleensä prosenttiosuus tuotteen hinnasta. Lisäksi Suomessa yhtiöt perivät asiakkailta (apteekit, sairaala-apteekit, eläinlääkärit) toimitusmaksuja, mikä on pieni kiinteä erä sekä matala prosenttiosuus toimituksen arvosta. Ruotsissa Oriolan ansainta rajoittuu päämiesten maksuihin, joka tekee Ruotsin liiketoiminnasta rakenteellisesti Suomea hieman heikompaa. Oriola ei voi vaikuttaa tuotteiden hinnoitteluun.

Tuloksen kannalta toiminnan keskiössä ovat suuret (ja

mieluiten tasaiset) volyymit, keräilyn tehokkuus sekä toimitusvarmuus. Tehokkaan logistiikan ja nopean varastonkierron avulla voidaan kasvattaa liiketoimintaan sijoitetun pääoman tuottoa. Tehokkuuden kannalta keskeistä ovat yksikkökohtaiset kustannukset, joita 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. Näemme pitkien maksuaikojen olevan osa kaupallista kokonaisuutta lääkeyhtiöiden kanssa, mikä mahdollistaa Oriolalle ja muille lääkejakelijoille kohtuullisen pääoman tuoton.

Services-segmenttiin sisältyy myös aiemmin osana Wholesalea ollut lääkkeiden rinnakkaistuonti. Rinnakkaistuonti koskee lähinnä Ruotsia ja tarkoittaa käytännössä samojen lääkkeiden ostamista jostain muualta Euroopasta, mikä mahdollistaa esim. valuuttakurssien vaihtelujen myötä tulevan edullisemmän hinnan.

Asiantuntijapalvelut on myös osa Servicesiä

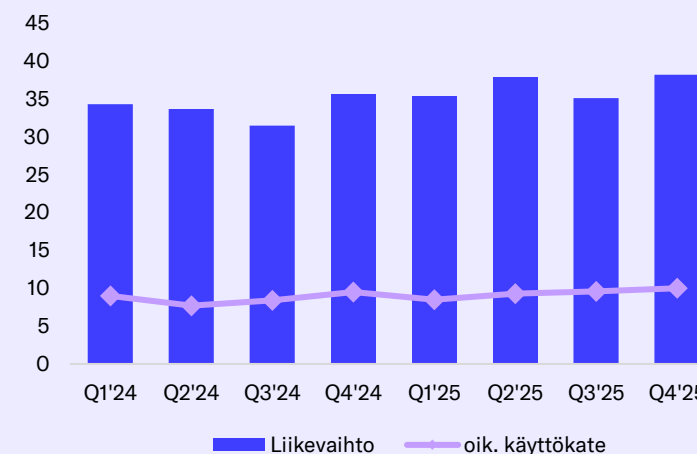
Lääkejakelun lisäksi Service-segmenttiin sisältyvät asiantuntijapalvelut, jotka aiemmin oli osa Wholesale-segmenttiä. Tämä on luontaista, sillä ne ovat segmentin nimen mukaisesti palveluita. Yhtiö ei kuitenkaan ole julkaissut asiantuntijapalveluiden osuutta segmentin liikevaihdosta tai tuloksesta.

Oriola tarjoaa erilaisia asiantuntija- tai konsultointipalveluja (liittyen mm. lääketurvaan, lääkkeiden myyntilupiin ja kliinisiin tutkimuksiin), jotka täydentävät yhtiön palvelutarjontaa ja lisäävät kiinnostavuutta lääkeyhtiöitä kohtaan.

Oriola jakelee mm. seuraavien yhtiöiden lääkkeitä:



Services-segmentin kehitys, MEUR



Lähde: Oriola

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 3/6

Palveluita tarjotaan myös yhtiön ydinmarkkinoiden eli Suomen ja Ruotsin ulkopuolella. Arvioimme palvelujen kuitenkin muodostavan kokonaisuudessaan alle 10 % konsernin liikevaihdosta, joten hyvästä katteesta huolimatta niiden merkitys itsenäisenä toimintona on toistaiseksi rajallinen.

Joulukuussa 2024 kerrotussa johtoryhmän ja toimintamallin uudistuksessa asiantuntijapalveluiden johtaja nousi konsernin johtoryhmään, mikä mielestämme merkitsee toiminnon isompaa roolia. Kaikki muut toiminnot on johtoryhmätasolla niputettu ”Palvelut ja tuotteet”-nimikkeeseen alle, jolla on oma johtaja. Oriola on myös laajentanut asiantuntijapalvelutoimintaansa pienillä yritysostoilla, joita on käsityksemme mukaan tarkoitus jatkaa. Asiantuntijapalveluilla on siten mielestämme selvästi tärkeä rooli yhtiössä, ja toivoisimme yhtiön myös jatkossa avaavan tarkemmin asiantuntijapalveluiden lukuja. Tämä parantaisi sijoittajien mahdollisuuksia arvioida toimintaa ja siihen panostamisen järkevyyttä ja tuottavuutta.

Products-segmentti (27 % liikevaihdosta)

Products-segmentti tekee vähemmistön Oriolan liikevaihdosta, ja sen kannattavuus on tällä hetkellä Services-segmenttiä heikompi. Toiminta eroaa lääkejakelusta siten, että tuotteita myydään myös apteekkien ulkopuolella ja Oriola pystyy itse vaikuttamaan niiden hinnoitteluun. Products-segmentin varastossa olevat tuotteet ovat myös Oriolan taseessa, ja yhtiö kantaa siten normaalia liiketoimintariskiä niiden suhteen.

Segmentin kolme alaryhmää eli kuluttajatuotteet, annosjakelu ja erityislupavalmisteet ovat kuitenkin luonteeltaan erilaisia. Annosjakelun osuus liikevaihdosta on

merkittävä, Q1'26 puolet liikevaihdosta, mutta sen oik. käyttökate on vain lievästi positiivinen. Siten segmentin luvut kätkevät alleen erilaisia toimintoja.

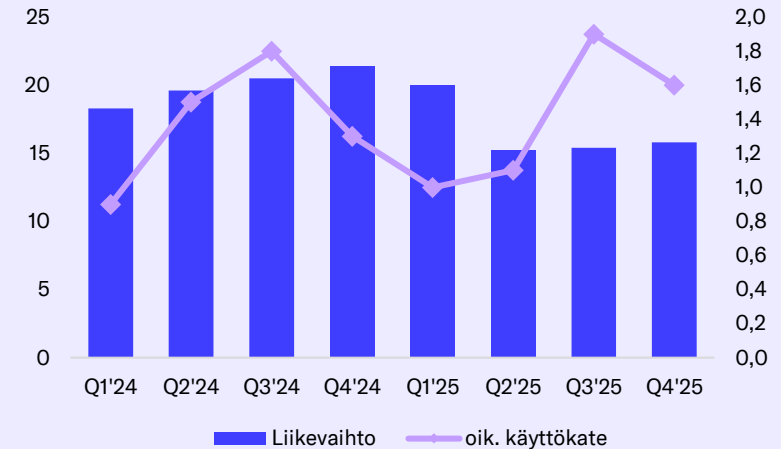
Segmentin päätuoteryhmä on reseptivapaat kuluttajatuotteet. Tuotevalikoima kattaa terveys- ja hyvinvointituotteita, joita Oriola myy. Suurin osa näistä kulkee kuluttajille apteekkien kautta, mutta myös päivittäistavarakaupat ovat Oriolalle iso jakelukanava. Suomessa Oriola päättää tuoteportfolion koostumuksen, markkinoi sitä ja omistaa sekä edustaa näin tiettyjä brändejä, eikä toimi ”vain tukkurina” muille. Ruotsissa yhtiö toimii kuitenkin lähinnä tukkurina ja tuoteportfolion koostumukseen vaikuttavat vahvasti apteekkien toiveet, kuluttajakysyntä sekä yleiset trendit. Viime vuosina liiketoimintamalleja on pyritty yhdistämään viemällä esim. Suomessa myytäviä omia brändejä Ruotsiin. Suomessa Oriolan omiin brändeihin kuuluu muun muassa Lysi (kalaöljy), Gefilus (maitohappobakteeri), Apteekkarin (mm. ravintolisät ja pastillit) ja Dexal (urheiluravinteet). Oriolalla ei ole omaa tuotantoa, vaan valmistus tapahtuu kumppaneiden toimesta.

Oriolalla on mielestämme historiassa ollut haasteita löytää näissä tuotteissa sopiva tuoteportfolio kannattavaan kasvuun. Tähän on kuitenkin viime vuosina panostettu, ja yhtiö pyrkii laajentamaan tuoteportfoliotaan ja lisäämään tuoteuutuusien määrää. Products-segmentin tuotteissa ei kuitenkaan mielestämme ole selkeää kilpailuetua. Oriolan etu on mielestämme lähinnä sen vahva läsnäolo apteekkijakelussa lääkejakelun kautta, mitä se voi hyödyntää muiden tuotteiden myyntiin.

Oriolan valikoimissa olevia terveys- ja hyvinvointituotteiden brändejä



Products-segmentin kehitys, MEUR*



Lähde: Oriola *sisältää Q1'25 asti Ruotsin annosjakelun, joka on myyty

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 4/6

Annosjakelua nykyisin vain Suomessa

Edellä kuvatun lisäksi Products-segmentin lukuihin sisältyy myös annosjakeluliiketoiminta, joka aiemmin oli osa Distribution-segmenttiä. Oriola luopui annosjakelusta Ruotsissa viime vuonna, joten sitä on enää Suomessa. Suomessa annosjakelua tuottavan Oriolan tytäryhtiön Pharmaservicen liikevaihto oli 2025 noin 26 MEUR, mikä on Products-segmentin liikevaihdosta on merkittävät 40 %. Suomessa Oriolalla on noin 30 % markkinaosuus annosjakelussa.

Annosjakelun sopimukset kilpailutetaan julkisen sektorin tarjouskilpailussa, joten hintapaine on jatkuvasti kova ja rajoittaa toiminnan tuloksentekomahdollisuuksia. Oriolan kannalta liiketoimintojen logiikka on lähinnä saada enemmän skaalaa ja sitä kautta alennuksia lääkkeiden ostohintoihin. Annosjakelun kannattavuus parani julkisten lukujen valossa selvästi vuonna 2025, mutta oli silti liikevoittoprosenttiltaan vain 2,5 % (0,6 MEUR). Uskomme, että annosjakelu ei ole yhtiölle ydinliiketoimintaa, ja se voisi olla valmis luopumaan siitä Suomessakin.

Erityislupavalmisteet ovat osa Productsia

Edellä kuvattujen terveys- ja hyvinvointituotteiden lisäksi Products-segmenttiin sisältyvät erityislupavalmisteet. Erityislupavalmisteet tarkoittavat mm. lääkkeitä, joita ei ole hyväksytty Suomessa tai Ruotsissa, mutta jotka on hyväksytty jossain muussa maassa. Lääkärit voivat määrätä potilaille näitä lääkkeitä, ja Oriola voi hankkia niitä heille. Lisäksi Oriola voi erityislupavalmisteena tuoda maahan lääkkeitä korvaamaan saatavuusongelmia kohtaavia tuotteita. Näiden kannattavuus on käsityksemme mukaan segmentin keskimääräistä tasoa parempi. Yhtiö ei kuitenkaan julkaise tästäkään osa-alueesta tarkempia lukuja, joten sen arviointi on vaikeaa.

Logistiikkakeskukset toiminnan ytimenä

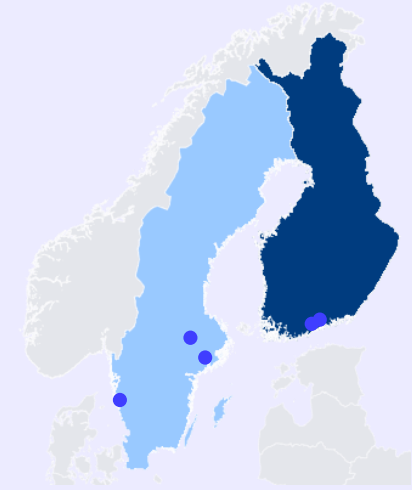
Oriola toimittaa lääkkeet perille 24 tunnin sisällä tilauksesta (Ruotsissa laki, Suomessa asiakaslupaus), joten sillä pitää olla iso varasto, toimiva tilausjärjestelmä ja tehokas logistiikkaketju. Nopea toimituslupaus tarkoittaa myös sitä, että yhtiön pitää olla varautunut isoihin kysynnän muutoksiin. Suomessa Oriola toimittaa lääkkeet Espoosta, missä Oriolan pääkonttorin yhteydessä sijaitsevat Suomen keskusvarasto ja jakelukeskus. Ruotsissa keskusvarasto on Mönlyckessä ja jakelukeskus Enköpingissä.

Suomen toimipiste on jo suhteellisen vanha ja Oriola on rakentamassa uutta logistiikkakeskusta Järvenpäähän, joka otetaan käyttöön vuonna 2028. Investointi on kokonaisarvoltaan yli 100 MEUR, mutta Oriola maksaa itse vain maa-alueen ja vuokraa rakennuksen ja laitteiston. Investointi lisää merkittävästi logistiikan tehokkuutta automatisoimalla esim. keräilyä. Lisäksi investointi kasvattaa kapasiteettia ja erityisesti kylmäketjukapasiteettia.

Konsernin tietojärjestelmien uusiminen on käynnissä

Yhtiö toteutti Suomen tukkutoiminnoissa tietojärjestelmä uudistuksen vuosien 2017-2018 aikana, mutta uudistus jäi Suomen ongelmien takia silloin tekemättä Ruotsissa. Viime vuosina Suomen kannattavuus on ollut paremmalla tasolla kuin Ruotsin. Yhtiöllä on käynnissä konsernin ERP-järjestelmän uusiminen, joka kestää vuoteen 2027 asti. Tietojärjestelmä uudistuksella pyritään nostamaan tehokkuutta koko konsernissa. Uudistuksen kulut kirjataan lähes täysin kertaluonteisina kuluina eikä investointina, mikä rasittaa Oriolan raportoituja tuloslukuja 2025-2027. Järjestelmän käyttöönotto on jo aloitettu, mutta sen täysimääräinen käyttöönotto sisältää riskejä, joista voi aiheutua ylimääräisiä kuluja ja häiriöitä toimintaan 2026-27.

Toimipaikat Suomessa ja Ruotsissa



Toimistot: Espoo ja Tukholma
Jakelukeskukset: Espoo ja Enköping
Keskusvarasto: Espoo ja Mönlycke
Annosjakelun tuotanto: Helsinki

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 5/6

Apteekit ovat vähittäiskauppaa

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

Vähittäis kaupassa kuluttajien ostot muodostavat apteekkien tulovirran. Lääkkeiden hinnat määrittelee paikallinen viranomais, joten myyntikatteet ovat matalat ja apteekkeilla on hinnoittelussa liikkumavaraa vain pieneen osaan tuotevalikoimaa. Kannattavuuden kannalta keskeistä ovat kiinteiden kulujen hallinta ja nopea varastonkierto – suuremmat ketjut hyötyvät myös paremmista ostoehdoista.

Yhteisyritys Ruotsin apteekkeissa

Vuonna 2022 Oriolan omistama Kronans Apotek -ketju yhdistyi Euroapothecon omistaman Apoteksgruppenin kanssa yhteisyritykseksi, josta molemmat omistavat puolet, mutta Oriolan rooli on lähinnä omistaja ja hallituksen kautta vaikuttaminen. Ketjulla on yhtiön mukaan noin 21 %:n osuus Ruotsin apteekkimarkkinasta, ja se on kolmanneksi suurin apteekketketju. Yhteisyritys on arvoltaan merkittävä Oriolalle, vaikkei Oriola operatiivisesti johdakaan yhtiötä. Kronans-omistuksen tasearvo on 185 MEUR, mutta näemme todellisen arvon merkittävästi matalampana.

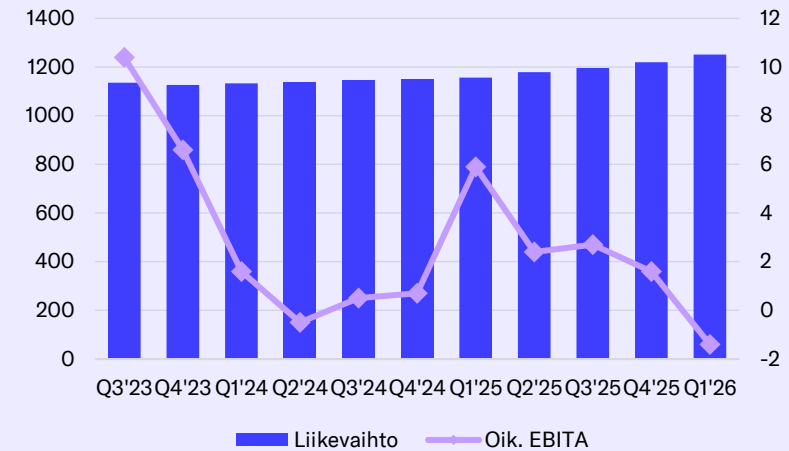
Yhteisyrityksen viimeisen 12 kuukauden liikevaihto oli noin 1,25 mrd. euroa. Mielestämme paras luku yhteisyrityksen operatiivisen toiminnan mittaamiseen on oikaistu EBITA, sillä tulosta kuormittavat merkittävät aineettomat poistot ja yhtiöiden integrointiin liittyvät kertaerät. Rullaavalta 12 kuukaudelta oik. EBITA on lievästi tappiolla, eikä yhtiö ole

ollut kestävästi plussalla koko yhteisyrityksen historian aikana (ks. kuva oikealla).

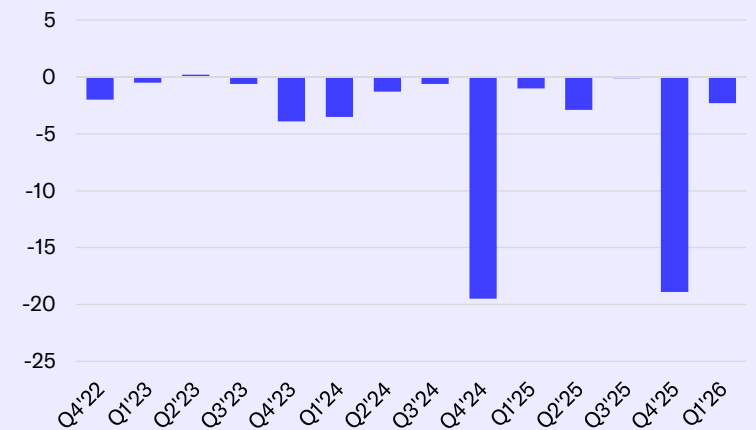
Yhteisyritys tavoitteli alun perin 25 MEUR:n synergioita vuoden 2025 loppuun mennessä, jolloin yhtiön integrointi saatiin valmiiksi. Synergioiden saavuttaminen on kuitenkin kestänyt odotettua kauemmin, eivätkä ne ole näkyneet tulosparannuksena. Kronans onkin käynnistänyt vuonna 2026 useita sekä lyhyen että keskipitkän aikavälin toimia, joilla tulosta yritetään parantaa. Oriola on sanonut Kronansin tavoittelevan alan keskimääräistä kannattavuutta vuoden 2027 loppuun mennessä, mutta uskomme tämän olevan liian optimistinen aikataulu. Tähän viittaa sekin, että Kronansin omat suunnitelmat tähtäävät monelta osin parannukseen vasta 2028-29.

Kronansin rakenteellisena haasteena on mielestämme sen laaja kivijalka-apteekkien verkosto ja toisaalta kilpailijoita heikompi asema Ruotsissa merkittävässä asemassa ja kasvussa olevassa apteekkien verkkokaupassa. Etenkin puhdas verkkoapteekki Apotea on kasvanut vahvasti. Tämän takia emme usko Kronansin yltävän kilpailijoiden tasoon (noin 3-4 % liikevoittomarginaaliin) ainakaan lähivuosina. Oriola raportoi yhteisyrityksen tuloksen osakkuusyhtiötuloksena liikevoiton alapuolella. Tämä kuvaa Oriolan osuutta yhteisyrityksen raportoidusta nettotuloksesta, joka on ollut tähän asti tappiolla. Oriola on sanonut, että Kronansista luopuminen on ajankohtaista vasta kun tulos on parempi. Tämä tarkoittaa uskoaksemme ainakin 2-3 vuotta, riippuen tietysti tuloskehityksestä. Arvioimme Oriolan pyrkivän luopumaan Kronans-omistuksesta, mikäli se vain järkevään hintaan on mahdollista. Mielestämme kumppani Euroapotheca olisi luontainen ostajaehdokas, koska yhtiöllä on muutakin apteekkiliiketoimintaa.

Kronans Apotek, 12kk rullaava, MEUR



Oriolan raportoitu osakkuusyhtiötulos, MEUR



Lähde: Oriola, Inderes

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 6/6

Osakesarjat yhdistettiin vuonna 2025

Oriola yhdisti aiemmat kaksi osakesarjaansa vuoden 2025 yhtiökokouksessa, ja siten sillä on nykyisin vain yksi osakesarja, jossa kaikilla osakkeilla on yksi ääni. Yhtiön pääomistaja on Mariatorp-yhtiönsä kautta Heikki Herlin noin 15 %:n omistuksella. Tämän jälkeen tulee kotimaisia instituutioita alle 5 % omistuksillaan. Ulkomaisten omistajien määrä on erittäin pieni, vain 7 %. Kotitalouksilla on varsin merkittävä yli 45 %:n osuus yhtiöstä.

Oriolan johdolla on osakeomistusta vain vähäisesti

Oriolan toimitusjohtajana on toiminut vuodesta 2022 alkaen Katarina Gabrielson. Gabrielson on ollut Oriolalla vuodesta 2012 alkaen, lähinnä Ruotsin apteekkeihin liittyvissä tehtävissä. Yhtiö ei ole mielestämme kehittynyt merkittävästi Gabrielsonin kaudella, ja osakekurssi on laskenut selvästi. Toisaalta viime vuosina käynnistetyt investoinnit tukevat tehokkuuden paranemista jatkossa. Gabrielson omisti vuoden 2025 lopussa reilut 71 tuhatta Oriolan osaketta, joka vastaa reilua 60 tEUR:a. Toimitusjohtajan tulee pitää vähintään puolet kannustinjärjestelmistä saaduista osakkeista, kunnes hänen omistuksensa vastaa vuosittaista peruspalkkaa eli noin 500 tEUR.

Yhtiön CFO:na on toiminut syyskuusta 2024 lähtien Mats Danielsson. Danielsson on toiminut aiemmin talousjohtajana Arella, Pauligilla ja Martelalla. Danielssonilla ei ole omistusta Oriolassa. CEO:n ja CFO:n lisäksi johtoryhmässä on seitsemän jäsentä, joista kolmella on 5-30 tuhatta osaketta ja neljällä ei lainkaan omistusta Oriolassa. Pidämme johtoryhmän kokonaisuutena hyvin

pieniä omistuksia negatiivisena merkinä.

Yhtiön hallituksessa on seitsemän jäsentä, joista kolme on Ruotsista ja neljä Suomesta, mikä vastaa hyvin yhtiön liiketoimintaa. Hallituksen puheenjohtaja on 2023 alkaen ollut CapManissa työuran tehnyt Heikki Westerlund. Westerlundilla on suhteellisen merkittävä noin 240 tuhannen osakkeen omistus. Pisimpään hallituksessa olleella Harri Pärssisellä on yli 100t osaketta, muiden viiden jäsenen omistusten ollessa 25-50t osaketta. Pääomistaja Herlinillä ei ole suoraan omaa edustajaa hallituksessa.

Oriolan johto on vaihtunut 2020-luvulla melko useasti ja myös hallitus uusiutui voimakkaasti 2023-24. Tästä huolimatta yhtiön kehityksessä ei ole mielestämme nähty tarvittavaa suunnanmuutosta tai tasokorjausta. Osakekurssin ollessa lähes kaikkien aikojen alimmalla tasolla, yhtiön kehitykseen ei luonnollisesti voi olla tyytyväinen sijoittajien näkökulmasta.

Oriolalla on avainhenkilöille suunnattu pitkän aikavälin osakepalkkiojärjestelmä. Sen 2024-26 kaudella paino on vahvasti tuloskehityksessä (80 %), mutta 2025-27 kaudella eri tulosrivien paino on 40 %, Oriolan Kronans Apotek-omistuksen arvon paino 20 % ja kassavirran vaihtelun / käyttöpääoman paino 30 %. Tavoitteet ovat sinällään loogisia, joskin Oriolan mahdollisuudet vaikuttaa Kronansin tulokseen (joka vaikuttaa Oriolan nettotulokseen ja Kronansin arvoon) ovat hyvin rajalliset, joten niistä palkitseminen on mielestämme epäoptimaalista. Oriolalla on lisäksi suuremmin oman toiminnan tehokkuuteen ja tulokseen liittyvä lyhyen aikavälin (vuosittainen) kannustinjärjestelmä, jonka korvaus maksetaan rahana.

Oriolan suurimmat omistajat 31.05.26

Mariatorp Oy	15,0 %
Wipunen Varainhallinta Oy	5,0 %
Varma	4,3 %
Ilmarinen	3,3 %
Maa- ja Vesitekniikan tuki ry	2,3 %
Henki-Fennia	2,0 %
Greenzap Oy	1,8 %
KELA	1,1 %
Jukka Ylppö	1,0 %
Olli Herlin	1,0 %

Lähde: Inderes

Sijoitusprofiili 1/2

1 **Vahva markkina-asema Suomen ja Ruotsin lääkejakelella**

2 **Kasvava ja defensiivinen markkina**

3 **Alan sääntely ja vahvat toimijat vaikeuttavat alalle tuloa**

4 **Tulos on ollut vaisu jo vuosia**

5 **Osakkuusyhtiö Kronansin heikko tulos ja alaskirjausriski**

Potentiaali

- Kannattavuuden nostaminen käynnissä olevilla investoinneilla (ERP, Suomen logistiikkakeskus)
- Lääkemarkkinoiden jatkuva kasvu
- Osakkuusyhtiö Kronansin arvon vapauttaminen myymällä omistus

Riskit

- Osakkuusyhtiö Kronansin arvon merkittävä alaskirjaus ja sen aiheuttama oman pääoman merkittävä lasku
- Investointien käyttöönotto voi aiheuttaa lisäkuluja ja tilapäisiä ongelmia
- Tuloksen jämähtäminen nykytasolle
- Isommat yritysostot, jotka ovat pääsoin epäonnistuneet historiassa

Sijoitusprofiili 2/2

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 reilun 20 %:n markkinaosuus Ruotsin apteekkimarkkinoista. Yhtiön ydinosaamiseen kuuluu lääkealan tuntemus ja suhteet koko arvoketjuun.

Korkea alalle tulon kynnys ja pitkät sopimukset tuovat liiketoimintaan vakautta

Oriola toimii lääkkeiden jakelussa sekä lääke- ja terveystuotteiden tukkukaupassa, jotka ovat tiukasti säänneltyjä. Alalle tulon kynnys on korkea, ja markkinaosuudet ovat säilyneet vuosien mittaan suhteellisen vakaina, mitä yksikanavajärjestelmä (ks. sivu 16) tukee. Ydinliiketoiminnassa eli lääkkeiden jakelussa markkinat ovat käytännössä jakaantuneet kahden toimijan kesken sekä Suomessa että Ruotsissa (Oriola ja Tamro).

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

Tulos on edelleen vaisuhkolla tasolla

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

on viime vuosina ollut pienessä nousussa, mutta on mielestämme edelleen vaisulla tasolla. Siten yhtiö on edelleen jossain määrin käännetyhtiö, jolla pitäisi olla potentiaalia parempaan tulokseen. Rakenteellisesti yhtiössä ei ole nähdäksemme tapahtunut mitään, joka olisi merkittävästi heikentänyt nykyisten omien toimintojen tulospotentiaalia vuosien 2015-16 tasoilta. Omalla toiminnan tehostamisella pitäisi siis edelleen pystyä parantamaan oleellisesti tulostasoa. Tämän realisoituminen tosin kestää uskoaksemme käynnissä olevien investointien valmistumiseen eli vuosiin 2028-29 asti.

Yhteisyrityksessä toimivan 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 sen saavan kannattavuuden käännettyä oik. EBITA:n suhteen positiiviseksi.

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

Positiiviset ajurit / potentiaali

Tasainen kasvu markkinoilla

Tukkukaupassa liikevaihto ja volyyymi kasvavat melko tasaisesti markkinan mukana. Väestön ikääntyminen ja lääkkeiden erikoistuminen ja siten kallistuminen tukevat lääkemarkkinan kasvua jatkossakin.

Negatiiviset ajurit / riskit

Riskit ja uhat

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

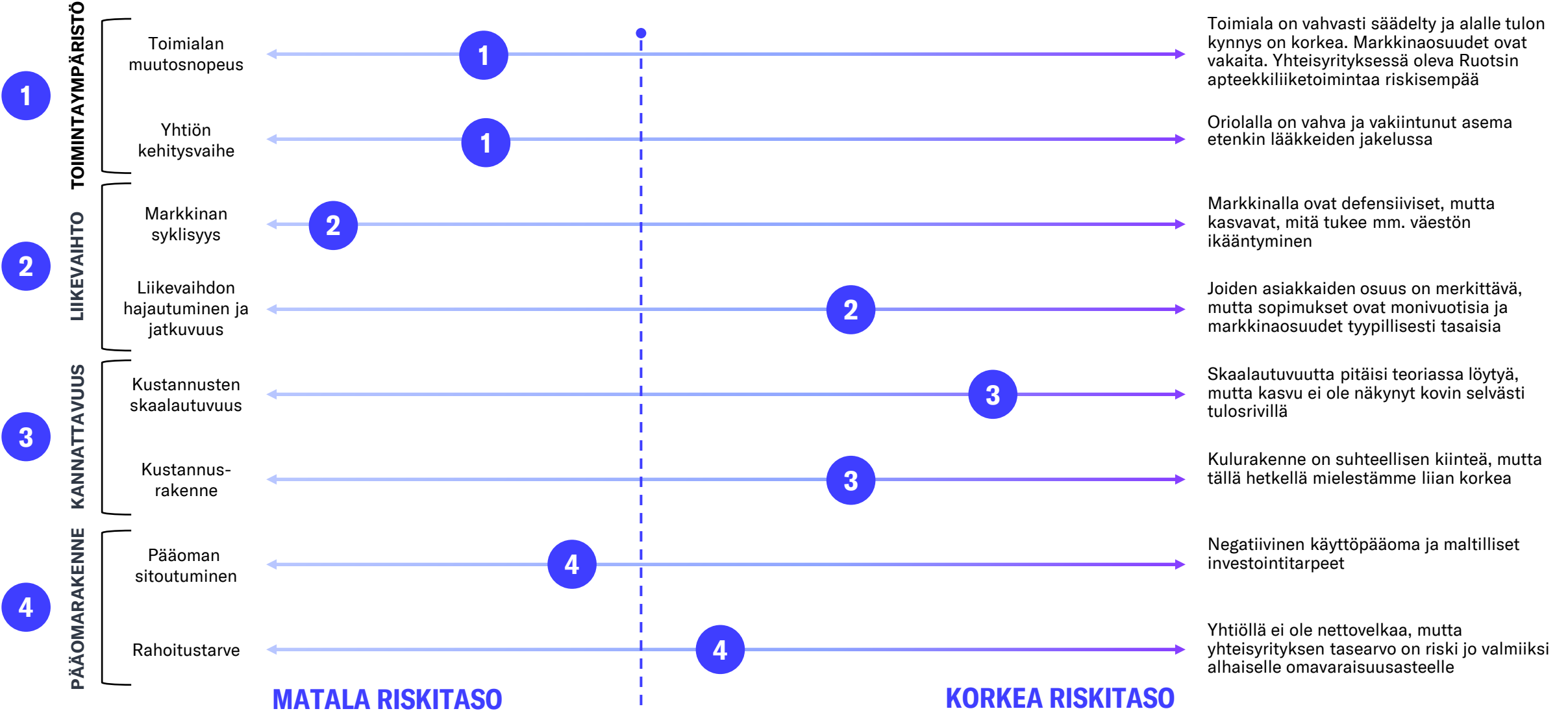
Toisena riskinä näemme taseen osalta Ruotsin apteekkiliiketoiminnan yhteisyrityksen arvon, joka on merkittävästi meidän arviotamme korkeampi. Näemmekin merkittävän riskin arvon alaskirjaukseen lähivuosina. Yhteisyrityksen oletetun kannattavuusparannuksen epäonnistuminen vaikuttaisi negatiivisesti myös osakkeen arvoon. Arvioimme tätä aiemmin [tässä kommentissa](#).

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

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

Liiketoimintamallin riskiprofiili

Arvio Oriolan liiketoiminnan
kokonaisriskitasosta



Toimiala 1/4: Oriolan arvoketju

Tuotteiden valmistajat

Lääkeyhtiöt



Muut terveys- ja hyvinvointituotteet



Tukkukauppa/jakelu

Läketukkumarkkina



Terveys- ja hyvinvointituotteiden tukkumarkkina



Jakelukanavat

Apteekit



Sairaala-apteekit, eläinlääkärit,
ja muu terveydenhuolto

Vähittäiskaupat*



*Suomessa lääkkeiden jakelu vähittäiskaupassa sallittu 2027 alkaen rajatulla valikoimalla

Toimiala 2/4: Suomen lääkemarkkina

Suomen lääketukku markkinat

Suomessa lääkevalmisteiden tukkuhintainen myynti vuonna 2025 oli 3,3 mrd. euroa. Reseptilääkkeet muodostivat tästä yli 90 % ja itsehoitolääkkeet vajaat 10 %. Markkinakasvu vuonna 2025 oli vain 1 % itsehoitolääkkeiden ja tukkuhintojen laskun seurauksena. Vuosien 2010-2025 aikana Suomen lääketukku markkinan kasvu on ollut 3,5 % vuodessa ja sitä on ajanut muun muassa väestön ikääntyminen ja uudet lääkkeet. Uskomme suunnilleen samantasoisen trendikasvun jatkuvan myös tulevina vuosina.

Tukku markkina on keskittynyt kahdelle pelurille

Lääkemarkkinat ovat vahvasti säänneltyjä, mikä nostaa alalle tulon kynnyksen. Esimerkiksi lääkkeiden logistiikka tulee pitää erillään muista tuotteista, mikä 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 lääketukku markkinan lähes puoliksi. Oriolan markkinaosuus vuonna 2025 oli 46 % ja Tamron yli 50 %. Muiden kilpailijoiden markkinaosuudet olivat vain marginaalisia. Phoenix on Euroopan suurimpia lääketukkureita, mikä voi antaa Tamrolle etua Oriolaan nähden esim. ostohinnoissa.

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.

Yksikanavajärjestelmä

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

Apteekit ovat Oriolan tärkein jakelukanava

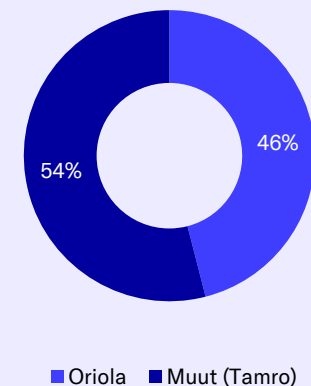
Lääketeollisuus ry:n mukaan lääkevalmisteiden tukkumyynnistä lähes 70 % oli myyntiä apteekkeille ja reilut 30 % myyntiä muihin kanaviin (mm. sairaalat ja vähittäiskauppa). Suomessa Lääkealan turvallisuus- ja kehittämiskeskus (Fimea) määrittää apteekkien lukumäärän sekä sijainnin. Apteekin omistajana voi toimia vain proviisori tai Itä-Suomen ja Helsingin yliopistot. Suomessa on yli 800 apteekkia. Sääntelyn ja laajan maantieteellisen peiton ansiosta apteekkien kokonaislukumäärä ei ole Suomessa olennaisesti kasvanut viimeisen kymmenen vuoden aikana. Suomi on vapauttamassa hyvin rajatun joukon itsehoitolääkkeitä apteekkien ulkopuoliseen myyntiin vuoden 2027 alusta alkaen. Tämä muuttaa hieman Oriolan myynnin jakaumaa, mutta ei käsityksemme mukaan vaikuta oleellisesti sen ansaintaan. Esim. särkylääkkeitä ei olla tässä vaiheessa kuitenkaan vapauttamassa.

Lääkevalmisteiden tukkumyynti Suomessa



Lähde: Lääketeollisuus ry

Suomen lääkkeiden tukku markkina (2025)



Toimiala 3/4: Ruotsin lääketukku- ja apteekkimarkkina

Ruotsin lääkkeiden tukkumarkkina

Ruotsin lääketukumarkkina on pääpiirteittäin samanlainen kuin Suomessa. Vuonna 2025 Ruotsin lääketukumarkkina oli 73 mrd. SEK ja se kasvoi 6 % edellisestä vuodesta. Oriolan markkinaosuus vuonna 2025 oli 42 %. Ruotsin tukkumarkkina jakautuu Suomen tavoin kahden suuren pelurin kesken, ja markkinoiden suurin toimija on Tamro. Arvioimme myös Ruotsissa tasaisen ja hyvän kasvutrendin jatkuvan. Oriola ennustaa markkinan kasvavan 4-5 % vuoteen 2030 asti. Oriolan kannalta oleellinen ero Suomeen verrattuna on palkkiorakenne. Ruotsissa Oriola saa palkkion vain päämiehiltä, mutta ei asiakkailta kuten Suomessa. Tämä tekee Ruotsin markkinasta rakenteellisesti hieman vähemmän tuottoisan.

Ruotsin apteekkimarkkina

Ruotsin apteekkimarkkinan koko vuonna 2025 oli noin 68 mrd. Ruotsin kruunua (lähde: Apoteksförningen). Reseptilääkkeet olivat tästä 73 %, itsehoitolääkkeet 8 % ja terveydenhuollon kuluttajatuotteet 19 %. Vuoden 2025 lopussa Ruotsissa oli yhteensä noin 1 400 apteekkia, ja määrä on pysynyt suunnilleen samana jo vuosikymmenen.

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. Ruotsissa osaa reseptivapaista lääkkeistä voidaan myydä myös esim. päivittäistavara-kaupoissa ja huoltoasemilla.

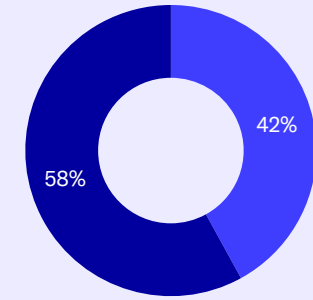
Apteekkimarkkina konsolidoitunut

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

Ruotsin suurimmat apteekketjut ovat kauppakonserni ICA:n omistama Apotek Hjärtat ja Ruotsin valtion omistama Apoteket AB, joiden molempien markkinaosuus on reilut 30 %. Oriolan ja Euroapothecan yhteisyrityksen markkinaosuus on 21 %, mikä tekee siitä markkinalla vahvan kolmosen. Neljänneksi suurin toimija on puhtaasti verkkoapteekkina toimiva Apotea, jonka markkinaosuus on reilun 10 % tasoa, mutta verkkokaupassa noin 40 %. Apotea on kasvanut voimakkaasti ajamalla apteekkikaupan siirtymistä verkkoon.

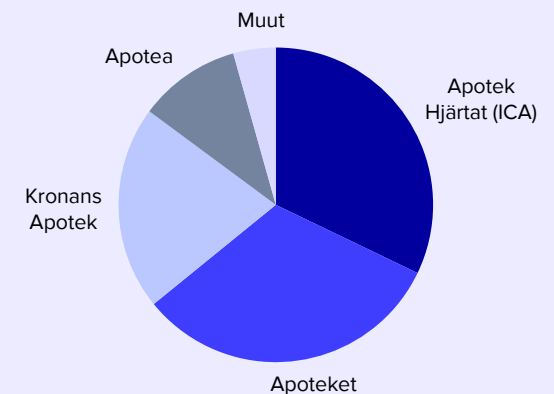
DOZ Apotek -ketju on Ruotsin apteekkimarkkinoiden pienin ”iso” ketju markkinaosuuden ollessa alle 5 %. DOZ on suhteellisen pieni toimija, ja näemme mahdollisena, että sekin yhdistyy tulevaisuudessa johonkin kolmesta suuresta ketjusta. Tämä käytännössä veisi loppuun markkinan konsolidoitumisen kolmelle suurelle perinteiselle kivijalkatoimijalle ja Apotealle. Apteekketjujen lisäksi markkinoilla toimii noin 50 itsenäistä apteekkia. Näiden määrä on pysynyt tasaisena, vaikka arvioimme mukaan niillä tulee olemaan vaikeampaa pärjätä nykyisessä kilpailutilanteessa ja kaupan siirtyessä verkkoon.

Ruotsin lääkkeiden tukkumarkkina (2025)



■ Oriola ■ Muut (Tamro)

Ruotsin apteekkimarkkina (2025), indikatiiviset markkinaosuudet



Lähde: Oriola, Inderes

Toimiala 4/4: Ruotsin lääketukku- ja apteekkimarkkina

Apteekkimarkkina siirtyy nopeasti verkkoon

Apteekkimarkkina on siirtynyt Ruotsissa nopeasti verkkoon, jota vauhditti erityisesti pandemia. Vauhti on viime vuosina tasaantunut lievälle kasvutrendille. Verkkokaupan osuus Ruotsin apteekkien liikevaihdosta oli vuonna 2025 26 %. Kasvu on ollut ripeää, sillä vielä vuonna 2015 verkkokaupan osuus oli vain 3 %. Apteekkimarkkinan siirtymistä verkkoon on ollut kiihdyttämässä erityisesti Apotea. Myös kaikki suuret apteekkitajut 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-apteekkeille laskea omia hintojaan kilpailukykyiselle tasolle.

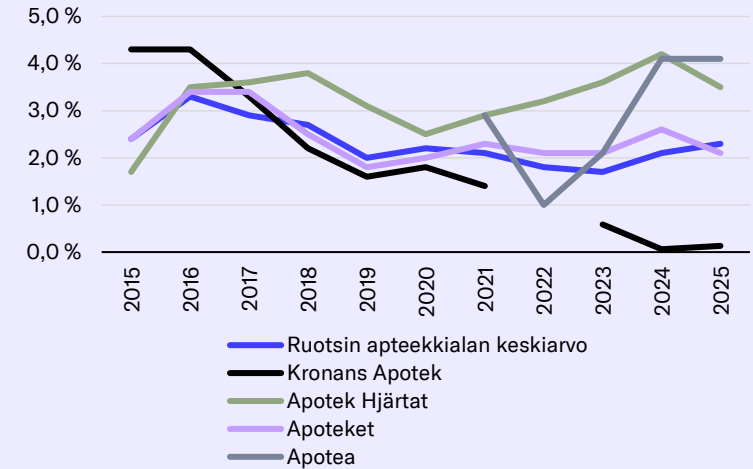
Oriolan yhteisyrityksellä reseptivapaiden lääkkeiden ja terveydenhuollon kuluttajatuotteiden osuus myynnistä on arviomme mukaan noin 25 %. Koko verkkokaupan markkinassa reseptilääkkeet vs. muut tuotteet on kuitenkin jakautunut noin 50/50 eli verkkokaupassa myyntimix on tyyppillisesti apteekkien kannalta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

Alan marginaalit ovat toipuneet viime vuosina

Ruotsin apteekkimarkkinan kilpailutilanne muuttui hyvin haastavaksi, kun kilpailun vapauttamisen jälkeen apteekkien määrä kasvoi reippaasti. Määrä tasoittui, mutta apteekkeja on nykyisin 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 laski vuoteen 2023 asti liikevoittomarginaalilla mitattuna alle 2 %:iin (2023: 1,7 %). Vuosina 2024-25 kannattavuus on kääntynyt nousuun ja oli viime vuonna 2,3 %.

Oriolan apteekkiyhteisyrityksen marginaali (oik. EBITA) oli 2025 nollassa eli alan keskiarvoakin heikompi. Suurimmista apteekkeista Apoteket teki vuonna 2025 noin 2 %:n liikevoittomarginaalin ja Apoteket Hjärtat 3,5 %. Apotean kannattavuus oli yli 4 %, ja siten apteekkien paras taso. Kronansin tavoitteena on saavuttaa kilpailijoita vastaava taso lähivuosina. Tähänastinen kehitys on kuitenkin ollut heikkoa, ja edes kohtuullisen tason saavuttamiseen menee arviomme mukaan useampi vuosi.

Ruotsin apteekkien EBIT/EBITA-%



Lähde: Apoteksföreningen, Yhtiöt

Historiallinen kehitys 1/2

Lyhyt historia Oriolan kehityksestä

Oriola Apteekkitavarakauppa Oy perustettiin vuonna 1948 osaksi Orion-yhtymää. Oriola toi maahan, myi ja jakeli lääkaineita sekä muita tuotteita. 1990-luvulla Oriola laajensi lääkkeiden tukkukauppaa Viroon, Latviaan ja Liettuaan. Oriola laajensi tukkutoimintaansa 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 lääkkeiden tukkukauppa Moronin. Oriola osti vielä myöhemmin Moskovasta O3 Apteka -ketjun. Vuonna 2010 Oriola laajensi toimintaansa 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 toimintaansa 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 Suomen lääkejaketun ja yhtiön toiminnan pitkäksi aikaa. Oriolan toimitusjohtajana vuodesta 2006 alkaen toiminut Eero Hautaniemi jätti tehtävänsä.

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

Ruotsin apteekkiliketoiminta siirtyi loppuvuonna 2022 uuteen yhteisyritykseen, minkä jälkeen Oriolaan jäi lähinnä Ruotsin ja Suomen lääkejaketun tukkukauppaliiketoiminnot. Vuonna 2025 yhtiö sai pitkän prosessin jälkeen myytyä Ruotsin annosjakeluliiketoiminnot. 20 vuoden pörssihistoriansa aikana yhtiö onkin ehtinyt aloittaa ja lopettaa monenlaisia liiketoimintoja ja on nyt palannut karkeasti siihen rakenteeseen, joka sillä oli listautumisen aikaan 20 vuotta sitten.

LAAJENNUKSET

Oriola perustettu 1948

Laajennus Baltiaan 1990-luku

Ruotsin lääketukku Kronansin osto 2003

Listautuminen pörssiin 2006

Venäjä: apteekit & tukku 2008

Ruotsi: apteekit 2010-2014

Ruotsi: annosjakelu 2015-2017

Suomen annosjakelu + Farenta 2016-2017

Hehku perustettu 2017-2018

VETÄYTYMISET

Venäjä myyty

Baltia myyty

ERP-kriisi & CEO lähtö

Hehku suljettu

Ruotsin apteekit → JV

Farenta myyty

Ruotsin annosjakelu myyty

Historiallinen kehitys 2/2

Toiminnan vertailukelpoinen volyymi on kehittynyt positiivisesti, tulos noussut pohjalta

Oriolan liiketoiminnan laajuus laski selvästi Ruotsin apteekkien siirtymisen osakkuusyhtiöön myötä vuoden 2022 lopussa. Nykymuotoisen Oriolan eli jatkuvien toimintojen (ilman Ruotsin apteekkiliiketoimintaa) laskutus on kehittynyt vuosina 2017-2025 positiivisesti ja keskimääräinen vuotuinen kasvu (CAGR) on ollut noin 4 %. Yhtiön tuoreen raportointimuutoksen myötä liikevaihto ja kaikki kulurivit eivät ole enää vertailukelpoisia historiaan nähden, mutta laskutus ja tulorivit ovat.

Vuosina 2014-16 Oriola pystyi noin 60 MEUR liikevoittotasoon, josta karkeasti puolet tuli tukkukaupasta ja puolet Ruotsin apteekkiliiketoiminnasta. Tukkukaupan ERP-ongelmien ja apteekkitoiminnan kiristyneen kilpailun myötä tulos tippui 20 MEUR:oon vuosina 2019-20, josta merkittävä osa oli myöhemmin myydyistä Ruotsin annosjakelutoiminnasta. Oriola on kertonut vuoden 2022 oik. liikevoiton ilman Ruotsin annosjakelua olleen vain 12 MEUR. Tämän jälkeen jatkuvien toimintojen osalta tulos on ollut nousevalla trendillä. Vuonna 2025 oik. liikevoitto oli 23 MEUR. Uuden liikevaihtomäärityksen mukaisesti tämä tarkoittaa yli 11 %:n liikevoittomarginaalia, mikä sinällään on jo kohtuullinen taso.

Kulurakenne on suhteellisen kiinteä

Raportointimuutoksen myötä Oriolan kulurakenne on mielestämme paremmin hahmotettavissa, kun sitä ei enää hallitse läpilaskutettava lääkkeiden arvo. Tarkastelemme kuluja vain viime vuoden osalta, vertailukelpoisen historian puuttuessa. Luvut sisältävät kertaluonteiset erät.

Oriolalla on kolme merkittävää kuluerää: 1) materiaalit ja tarvikkeet; 2) henkilöstökulut ja 3) liiketoiminnan muut kulut. Yhtiön suurin kuluerä vuonna 2025 oli liiketoiminnan muut

kulut, joka oli 43 % liikevaihdosta. Tämän sisällä suurimmat erät ovat rahat ja muut muuttuvat kulut (joka vastaa noin 15 % liikevaihdosta) sekä ulkopuoliset palvelut. Toiseksi suurin kuluerä on henkilöstökulut, jotka olivat viime vuonna noin 30 % liikevaihdosta. Materiaalit ja tarvikkeet olivat 17 % liikevaihdosta. Tämä erä kohdistuu pitkälti Products-segmentin tuotteisiin, jotka kiertävät Oriolan oman taseen kautta. Poistot ilman alaskirjauksia olivat noin 6 % liikevaihdosta.

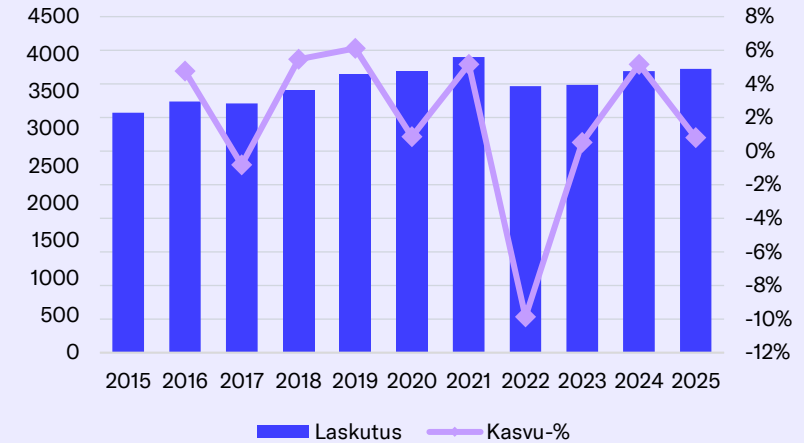
Arviomme mukaan materiaalit ja tarvikkeet sekä rahat ovat muuttuvia kuluja. Nämä vastaavat reilua 30 %:a liikevaihdosta. Loput noin 65 % ovat siten kiinteämpiä kuluja, joskin henkilöstön määrä luonnollisesti on jossain määrin sidoksissa toiminnan volyymiin, ja toisaalta keskipitkällä aikavälillä osittain joustava. Kustannusrakenne on kuitenkin suhteellisen kiinteä, mikä tarkoittaa että kasvun kautta yhtiön pitäisi pystyä parantamaan kannattavuutta, kun kulut eivät nouse samaa tahtia liikevaihdon kanssa.

Käyttöpääoman muutokset heiluttavat rahavirtaa

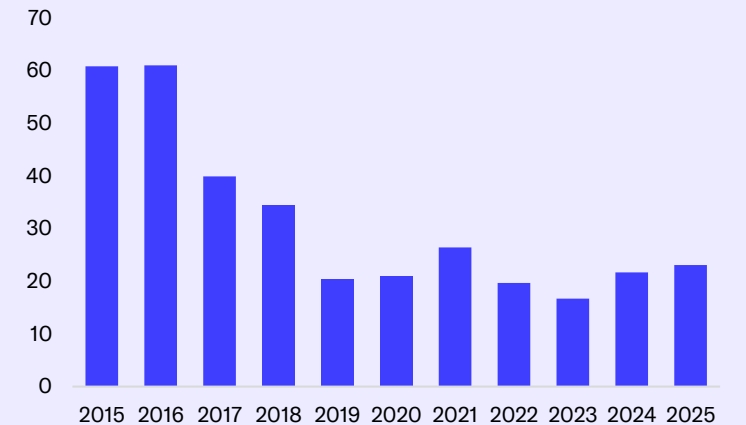
Isoista käyttöpääoman eristä ja isoista yksittäisistä asiakkaista/toimituksista johtuen käyttöpääoman muutokset heiluttavat rahavirtaa merkittävästi niin kvartaali- kuin vuositasollakin. Oriolan nettokäyttöpääoma oli vuoden Q1'26 lopussa yli 300 MEUR negatiivinen, joka on poikkeuksellisen matala taso. Ilman myyntisaamisten myyntiäkin (noin 120 MEUR), nettokäyttöpääoma olisi negatiivinen. Rahavirtaa kannattaakin seurata myös ennen käyttöpääoman muutoksia.

Yhtiön investointitaso on erittäin pieni, sillä tietojärjestelmä- ja logistiikkakeskusinvestoinnit eivät näy investointirivillä. Logistiikkakeskuksen valmistuminen tulee kuitenkin nostamaan poistotasoa selvästi vuonna 2028.

Laskutuksen kehitys



Oik. liikevoitto, MEUR



Lähde: Oriola

Taloudellinen tilanne

Kronans-omistuksen arvo merkittävä riski taseessa

Oriolan taseen loppusumma Q1'26 lopussa oli noin 800 MEUR. Raportointimuutoksen myötä taseen loppusumma laski, kun lääkejakeluun liittyvät tuotteet eivät enää kirjaudu Oriolan taseeseen. Suurin erä Oriolan taseen varojen puolella on myyntisaamiset, joka vastaa yli 40 % taseesta (340 MEUR). Yhtiö on lisäksi myynyt myyntisaamiaan reilun 100 MEUR:n edestä, jotka eivät enää näy taseessa, eli kokonaisuutena myyntisaamiset ovat noin 450 MEUR. Toisaalta ostovelat ovat merkittävästi suuremmat, eli yhtiön nettokäyttöpääoma on negatiivinen.

Toisen merkittävän osan taseen varoista muodostaa Ruotsin yhteisyrittä Kronans Apotek-omistuksen kirjanpitoarvo, joka on 185 MEUR. Mielestämme niin nykyisen kuin potentiaalisen tuloksen valossa arvo on erittäin korkea. Arvioimme yhteisyrittä tasearvoksi noin 95 MEUR (kts. sivu 29), joka on selvästi kirjanpitoarvoa matalampi. Näemmekin yhteisyrittä tasearvossa Oriolalle merkittävän alaskirjausriskin. Yhtiö on viime vuosina kirjannut arvoa lievästi alaspäin, mutta näemme mahdollisen omistuksesta luopumisen yhteydessä riskin isompaan alaskirjaukseen.

Aineellisia varoja yhtiöllä on vain vajaat 50 MEUR eli 6 % taseesta ja liikearvoa 35 MEUR eli 4 % taseesta. Oriolan vuokraama Järvenpään uusi logistiikkakeskus tulee valmistumisen yhteydessä näkymään käyttöoikeusomaisuutena, mikä nostaa aineellisia varoja noin 100 MEUR. Liikearvosta 2 MEUR kohdistuu Suomen annosjakeluliiketoimintaan, missä on merkittävä alaskirjausriski, mutta se on määrältään hyvin pieni. Liikearvo kohdistuu pääosin lääkejakeluun, jossa emme näe alaskirjausriskiä. Yhtiöllä on tyypillisesti iso kassa, ja se

vastasi Q1'26 lopussa yli 15 %:a taseesta.

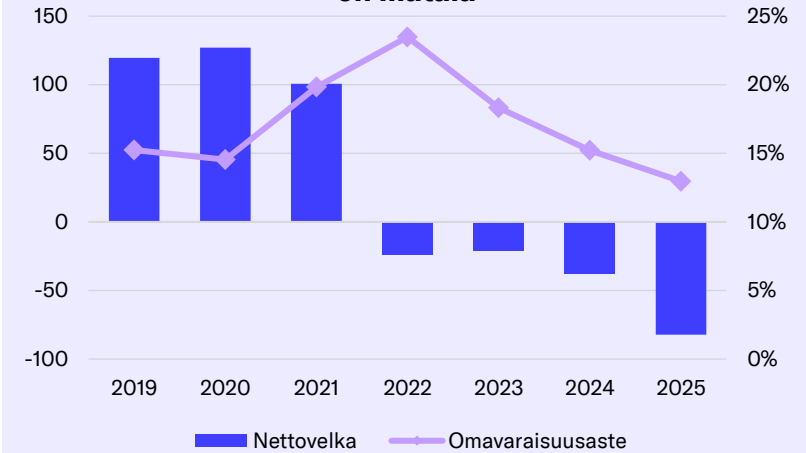
Omavaraisuusaste on alhainen, mutta nettovelka negatiivinen

Omaa pääomaa yhtiöllä oli Q1'26 lopussa reilut 90 MEUR, joka on selvästi vähemmän kuin yhteisyrittä tasearvo. Oriolan omavaraisuusaste on noin 12 %, joka on varsin alhainen, mutta ei aiheuta välitöntä ongelmaa. Yhtiö tavoittelee lähivuosina 15-20 %:n tasoa. Mikäli yhteisyrittä tasearvo alaskirjattaisiin arvioimaamme noin 75 MEUR:oon, yhtiön omavaraisuusaste laskisi noin nolnaan. Mahdollinen alaskirjaus voisi näin aiheuttaa yhtiölle merkittävän iskun taseeseen, jota yhtiö voisi joutua paikkaamaan esim. osakeannilla, hybridilainalla, osingon leikkaamisella tai näiden yhdistelmällä (haarukoimme asiaa aiemmin [kommentissamme](#)).

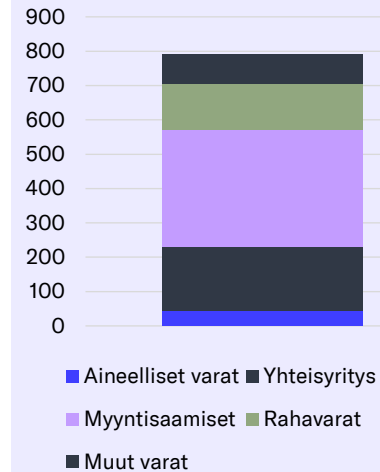
Vastuiden puolella Oriolan tase on melko poikkeuksellinen, sillä ostovelat ovat noin 70 % taseesta. Käytännössä tämä tarkoittaa, että pitkällä maksuajoilla lääkeyhtiöt rahoittavat pitkälti Oriolan toiminnan. Korolliset ja leasingvelat ovat noin 9 % taseen koosta ja muut velat toiset 9 %. Oriolan raportoitu nettovelka Q1'26 lopussa oli lähes 60 MEUR negatiivinen, ja nettovelkaantumisaste (gearing) oli -63 %. Tältä osin tase on siis vahva.

Mielestämme yhtiöllä olisikin varaa tehostaa taseen käyttöä ja laskea rahoituskuluja lopettamalla myyntisaamisten myyminen ja pyrkimällä laskemaan kassan määrää ja/tai maksamalla nykyisiä velkoja pois. Käyttöpääoman vaihteluita voisi yrittää hallita esim. luottolimiittien käytöllä. Muutoin Oriolan käsissä on lähinnä käyttöpääoman hallinta, mikä selvästi negatiivisen tason myötä on jo mielestämme hyvällä tasolla.

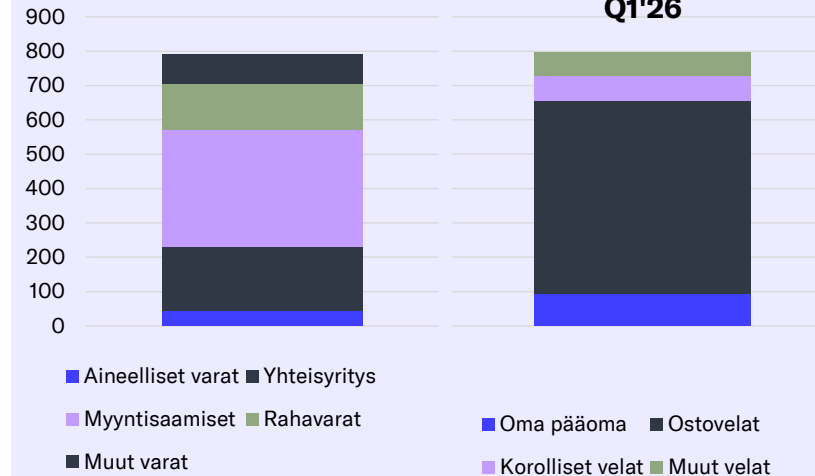
Kassassa on rahaa, mutta omavaraisuus on matala



Varat Q1'26



Velat ja oma pääoma Q1'26



Lähde: Oriola, Inderes

Strategia

Strategia pysyi vuoden 2023 suunnan mukaisena

Oriola päivitti strategiaansa ja taloudellisia tavoitteitaan pääomamarkkinapäivän yhteydessä toukokuussa 2026. Strategia pysyi käytännössä ennallaan vuonna 2023 julkistettuun verrattuna. Strategia fokuksessa on lääkejakelu ja terveystuotteiden tukkukauppatoiminta, mikä nykyisellä rakenteella on varsin loogista sen kattaessa valtaosan liikevaihdosta ja tuloksesta. Toisaalta yhtiö haluaa laajentaa asiantuntijapalveluissa. Viimeisen 20 vuoden erilaisten epäonnistuneiden laajennusyritysten jälkeen valittu fokus on mielestämme järkevä. Tämän ulkopuolelle jää nähdäksemme nykyisistä liiketoiminnoista lähinnä annosjakelu, josta yhtiö on jo Ruotsissa luopunut ja näemme saman mahdollisena Suomessa. Yhtiöllä ei kuitenkaan näytä olevan akitiviisia suunnitelmia tämän suhteen.

Strategiassa kolme päätavoitetta

Oriolalla on jo aiemmin asetetut kolme tavoitetta strategian toteuttamiseksi:

• Vahvat kumppanuudet

- Asiakasarvon kasvattaminen keskittymällä kaupallisen toiminnan laatuun sekä kehittämällä tehokkaampaa, kestävämpää ja yhteistyöhön perustuvaa yrityskulttuuria.
- Dataan ja syvään toimialaymmärrykseen perustuvan liiketoiminnan ja toimintojen kehittäminen, mukaan lukien ennakoiva tiedonhallinta. Tätä tukee myös yhtiön tietojärjestelmäinvestointi.

• Tehokkuuden parantaminen

- Infrastruktuuriin ja teknologiaan liittyviä investointeja varastokapasiteetin ja -tehokkuuden lisäämiseksi. Suomessa tämä toteutuu kerralla Järvenpään uuden logistiikkakeskuksen valmistuessa, kun taas Ruotsissa tehdään pienempiä tehostamisinvestointeja.
- Orgaaninen kannattava kasvu erityisesti suurista mutta tehokkaista volyymeista ja asiakassegmenteistä. Sekä tietojärjestelmäinvestoinnin että logistiikkakeskusinvestoinnin pitäisi tukea tehokkaampaa toimintaa ja kulurakennetta.

• Portfolion ja markkinoiden laajentaminen

- Products-segmentin osalta valikoiman lisääminen kehittämällä sekä olemassa olevia tuotebrändejä että uusia tuotebrändejä ja -kategorioita ja asiakassegmenttejä.
- Suunnitelmissa on myös laajentaa Oriolan liiketoimintaa yritysostoilla.

Oriola korosti myös asiantuntijapalveluiden merkitystä sekä erillisenä liiketoimintana että osana sen lääkejakelupalvelua. Yhtiö näkee tässä merkittävän kasvupotentiaalin.

Inderesin kommentit strategiasta

Oriolan vuoden 2026 strategiapäivitys ei mielestämme tuonut merkittävästi uutta vuoden 2023 tavoitteisiin nähden. Yhtiö on tosin tällä välin käynnistänyt merkittävät investoinnit tietojärjestelmiinsä ja Suomen uuteen logistiikkakeskukseen, jotka tukevat strategian toteutusta. Niiden vaikutukset näkyvät kuitenkin vasta 2-3 vuoden

päästä, eikä yhtiö antanut kovin paljon konkreettisia askelia esim. kannattavuuden parantumisesta ennen sitä.

Vahvat kumppanuudet ovat hyvin looginen ja pakollinen osa liiketoimintaa, jossa iso osa tuloksesta tehdään jakelemalla muiden tuotteita. Kannattavaan kasvuun ja tehokkuuden parantamiseen keskittyminen on niin ikään melko itsestään selvää yhtiön usean vuoden pitkälti sisäisten vaikeuksien jälkeen. Asiantuntijapalveluihin keskittyminen on ollut yhtiön fokuksessa jo ainakin pari vuotta, mutta sen rajallisen koon vuoksi vaikutus yhtiön lukuihin on edelleen pieni.

Portfolion laajentaminen on ollut jo viime vuodet yhtiön fokuksessa nykyisessä Products-segmentissä. Liikevaihdon kasvua onkin nähty, mutta tuloksen suhteen kehitys on ollut vielä heikkoa.

Lääkejakelussa Oriolalla on rajalliset mahdollisuudet markkinoita kovempaan kasvuun sen jakaessa päämarkkinansa käytännössä toisen tukkurin Tamron kanssa. Vaikka yritysostot ovat osa strategiaa, emme usko Oriolan ainakaan tällä hetkellä etsivän niitä kovin aktiivisesti. Ne olisivat todennäköisesti pienehköjä ostoksia esim. palvelutoiminnan laajennuksia. Yksi pieni osto nähtiinkin asiantuntijapalveluiden puolella, jossa uskomme Oriolan olevan valmis jatkamaan pieniä yritysostoja. Toivomme Oriolalta edelleen fokusta nykytoimintojen tehostamiseen, jossa on vielä paljon tekemistä, kuin uusiin toimintoihin laajentamiseen, joissa historia on heikko.

Taloudelliset tavoitteet

Taloudelliset tavoitteet 2029 päättyvällä strategiakaudelle (julkaistu toukokuussa 2026)

Liikevaihto kasvu vähintään 5 % vuodessa

- Oriola nosti hieman tavoitetta, sillä aiempi tavoite oli kasvaa markkinan mukaisesti tai vähintään 4 % vuodessa
- Oriolan kasvu (laskutus) on viimeisen 10 vuoden aikana ollut noin 4 % vuodessa
- Yhtiön suurimman markkinan eli lääkejakeleksen ennustetaan kasvavan 3-5 % vuodessa 2030 asti
- Näemme siten kasvutavoitteen varsin järkevänä ja realistisena. Ennusteissamme on lähivuosille 4 %:n kasvu.

Kustannukset / liikevaihto alle 75 %

- Oriolan tavoite on poikkeuksellisesti muotoiltu, mutta se tarkoittaa käytännössä 25 %:n oik. käyttökatemarginaalia, kun vuoden 2025 taso oli 17 %
- Tavoiteltu marginaaliparannus on merkittävä, emmekä usko Oriolan pystyvän saavuttamaan sitä
- Isompaan tasokorjaukseen 2029 päättyvä kausi on myös mielestämme hieman lyhyt, sillä Suomen uusi logistiikkakeskus otetaan käyttöön vasta 2028 aikana, eikä se luultavasti ole optimaalisessa käytössä vielä 2029
- Uskomme lisäksi uuden varaston käyttöönoton aiheuttavan tilapäisiä kuluja ainakin 2028, mikä painaa marginaalia
- Ennustamme marginaalin olevan 2029 lähes samalla tasolla kuin 2025

Osinko: Oriolan tavoitteena on maksaa vuosittain osinkoa, joka vastaa kahta kolmasosaa yhtiön nettotuloksesta, pois lukien Oriolan osuus yhteisyrityksen tuloksesta.

Päivitettyssä muotoilussa on rajattu yhteisyritys Kronansin tulos selvästi pois, mikä selkeyttää tilannetta. Poliitiikan mukainen osingonjako ei kuitenkaan mielestämme tue omavaraisuuden vahvistumista, joten yhtiö voi joutua valitsemaan priorisoiko se osinkoa vai taseen vahvistamista

Tase: Oriolalla ei ole virallista taloudellista tavoitetta taseen osalta. Se on kuitenkin kertonut tavoitteekseen nostaa omavaraisuusasteen 15-20 %:iin nykyisestä 13 %:sta.

Tasetta tulee lähivuosina rasittamaan edelleen ERP-investointi (joka kirjataan kertakuluna) sekä osakkuusyhtiö Kronansin heikko tulos. Yhtiö pyrkii vahvistamaan tasetta lähinnä tuloksen kautta sekä myymällä nykyisen logistiikkakeskuksen tontin Espoossa lähivuosina, mistä todennäköisesti kirjautuu merkittävä myyntivoitto. Ennusteissamme, jossa ei ole tontin myynnin vaikutusta, omavaraisuus pysyy alle 15 %:n 2030 asti.

Ennusteet (1/3)

Ennustaminen on varsin karkealla tasolla

Mielestämme Oriolan uusi liikevaihdon määritelmä tekee sen ennustamisesta jossain määrin loogisempaa ja helpompaa verrattuna aiempaan, jota heiluttivat mm. lääkkeiden hinnat ja sopimusrakenteiden muutokset. Nykyisestä liikevaihdosta on kuitenkin vielä vain vähäisesti historiaa, mikä vaikeuttaa ennustamista etenkin kvartaalitasolla. Tämän takia Oriolan luvuista oleellisin on edelleen absoluuttinen liikevoitto, joka on myös vertailukelpoinen pitkälle historiaan.

Segmenttien muututtua jälleen kerran tänä vuonna nykyisistä segmenteistä on vielä varsin lyhyt historia. Mallinamme ennusteita tällä hetkellä segmenttien kautta liikevaihdon ja oik. käyttökateen osalta, jota peilaamme myös konsernitason tulokseen. Tämän lisäksi ennustamme yhteisyrityksen tulosta erikseen sekä liikevaihdon että oik. EBITA:n suhteen, ja Oriolan tulokseen kirjautuvan raportoidun nettotuloksen suhteen. Jälkimmäisen ennustaminen on tosin haastavampaa, sillä lukuja painavat kertaerät sekä rahoituskulut ja verot, joita Oriola ei raportoi julkisesti. Oriolan uuden raportointirakenteen myötä kiinnitämme myös aiempaa enemmän huomiota eri kuluriveihin, joskin niitä sekoittaa jossain määrin kertakuluina kirjattava ERP-investointi. Myös historia on rakennemuutosten ja kertaerien myötä vaikeasti tulkittavissa.

Yhtiö ohjeistaa paranevaa tulosta 2026

Oriola ohjeistaa tälle vuodelle viime vuosilta tuttuun tyyliin koko vuoden oik. käyttökateen kasvavan vertailukaudesta. Q1'26 oik. käyttökate parani vain hienoisesti vertailukaudesta, ja ohjeistus olettaa käytännössä ainakin pienen tuloskasvun jatkuvan loppuvuoden ajan.

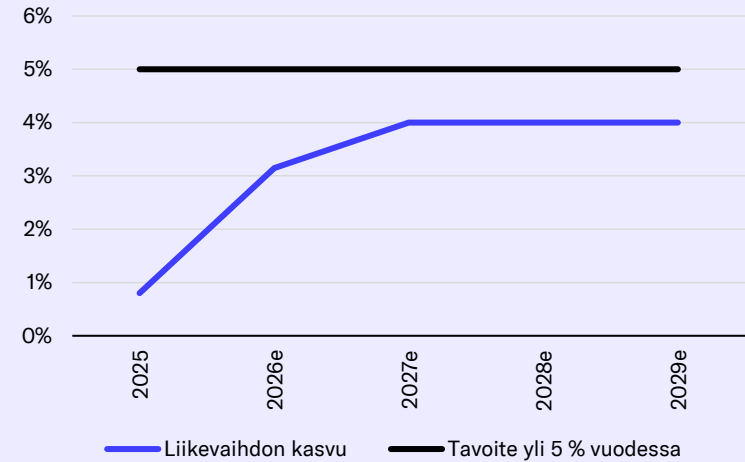
Ennustamme tämän vuoden oik. käyttökateeksi on 36 MEUR eli vain vaivoin vertailukauden 35,1 MEUR:a parempi.

Segmenttikohtaisesti ennustamme Services-segmentin kasvavan noin 5 %, mutta tuloksen pysyvän vertailukauden tasolla. Tähän vaikuttaa mm. vertailukautta heikompi Q1, jossa hyväkateisten asiantuntijapalveluiden kysyntä oli vertailukautta heikompi. Products-segmentin liikevaihdon odotamme laskevan hieman, sillä vertailulukuun sisältyi vielä 5 MEUR viime vuonna myydyin Ruotsin annosjakelun liikevaihtoa. Tämä pois lukien odotamme Productsin kasvavan noin 4 %. Odotamme myös Products-segmentin oik. käyttökateen nousevan 8 MEUR:oon (2025: 5,7 MEUR), kun Oriolan tekemät panostukset alkavat heijastua myynnin kasvuna, jonka odotamme näkyvän myös tulosrivillä. Productsin Q1-tulos oli selvästi vertailukautta vahvempi.

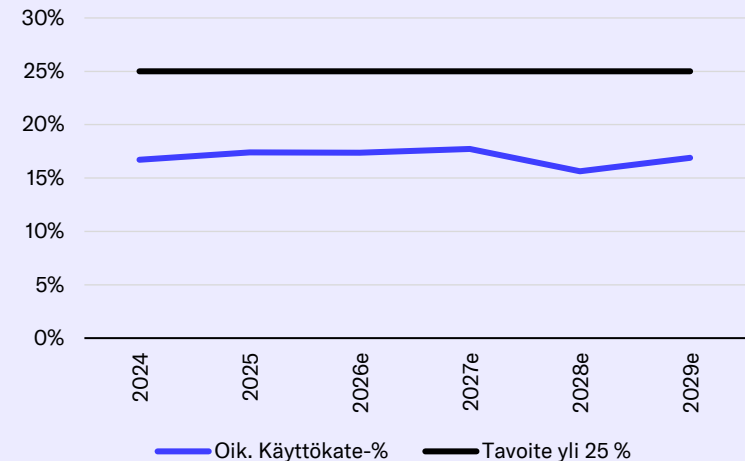
Ennustamme tasaista liikevaihdon kasvua lähivuosina

Oriolan päivitetty tavoite on kasvaa vuosittain vähintään 5 %. Liikevaihdon uuden määritelmän myötä yhtiön on mielestämme mahdollista kasvaa lääkemarkkinaa nopeammin, kun liikevaihto kuvaa vain sen saamia korvauksia eikä lääkkeiden arvoa. Yhtiön tavoitteena on kasvaa konsernin keskiarvoa nopeammin asiantuntijapalveluissa (osa Services-segmenttiä) ja terveys- ja hyvinvointituotteissa (osa Products-segmenttiä). Yhtiön mukaan näissä on myös keskimääräistä korkeammat marginaalitasot, jolloin kasvu tukisi myös marginaalikehitystä. Valitettavasti näiden osa-alueiden kehitystä ei pysty seuraamaan erikseen yhtiön raportoimista luvuista. Segmenttitasolla ennustamme molempien segmenttien kasvavan lähivuosina 4 %:n vauhtia, mikä on myös konsernin kasvuennustamme.

Liikevaihdon kasvu vs. tavoite



Oik. käyttökate-% vs. tavoite



Lähde: Oriola, Inderes

Ennusteet (2/3)

Odotamme loivaa tuloskasvua 2027, mutta pudotusta 2028

Vuonna 2027 odotamme Service-segmentin oik. käyttökateen nousevan kasvun myötä, mutta Products-segmentin tuloksen olevan tasaisempi vuodelle 2026 ennustetun parannuksen jälkeen. Konsernitasolla odotamme 2027 oik. käyttökateen jatkavan viime vuosien lievää nousutrendiä 38 MEUR:oon.

Vuoden 2028 aikana Oriolan on määrä siirtyä Suomessa käyttämään uutta jakelukeskusta. Tämä merkitsee koko sen Suomen liiketoiminnan siirtoa uuteen logistiikkakeskukseen vuoden aikana. Uskomme siirron aiheuttavan kuluja, joita osin todennäköisesti kirjataan kertaeriksi, mutta myös operatiivista tehottomuutta. Tämän vuoksi ennustamme molempien segmenttien tuloksen laskevan lievästi vuonna 2028 ja konsernin oik. käyttökateen olevan 35 MEUR. Huomautamme, että tämä ennuste olettaa kuitenkin kohtuullisen onnistunutta siirtymää uuteen logistiikkakeskukseen. Merkittävät ongelmat voisivat johtaa selvästi suurempaan tulospujutukseen. Oriola ottaa myös 2026-27 aikana käyttöön asteittain uuden tietojärjestelmänsä, jonka käyttöönotosta voi niin ikään syntyä odottamattomia kuluja. Näitä ei ole kuitenkaan oletettu ennusteissamme.

Uuden jakelukeskuksen käyttöönotto vaikuttaa myös Oriolan tuloslaskelmaan ja taseeseen merkittävästi, kun vuokralle hankittava jakelukeskus alkaa vaikuttaa yhtiön lukuihin. Yhtiö on itse arvioinut sen nettotulosvaikutuksen olevan noin 10 MEUR negatiivinen. Tämä jakaantuu IFRS 16-kirjausten mukaisesti poistoihin ja rahoituskuluihin. Vaikutus näkyy täysimääräisesti vuoden 2029 luvuissa. Lisäksi taseeseen kirjautuu yli 100 MEUR:n investointi käyttöoikeusomaisuuseränä ja vuokravelkana. Toisaalta

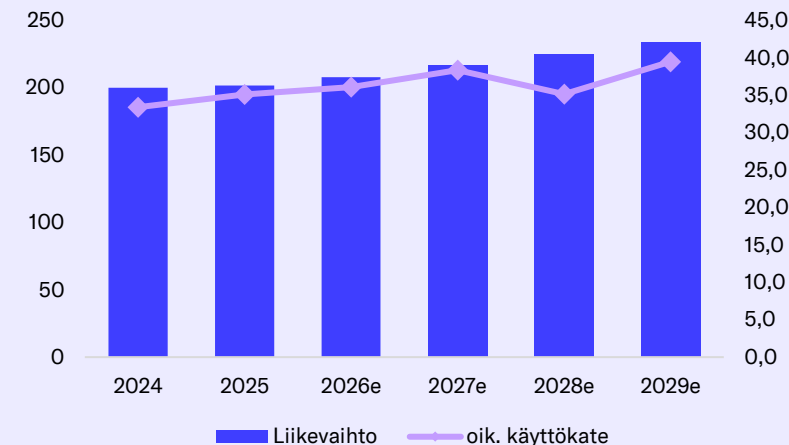
vanhan jakelukeskuksen poistot luonnollisesti tippuvat pois, ja uuden keskuksen operatiivisten kulujen pitäisi olla parantuneen tehokkuuden myötä vanhaa pienemmät. Samoin vanhan tietojärjestelmän poistot loppuvat arviomme mukaan 2027, eikä uudesta järjestelmästä synny poistoja, kun investointi on pääosin kirjattu kuluna. Olemme tässä raportissa tarkentaneet arvioitamme uuden jakelukeskuksen vaikutuksiin liittyen, mikä laskee hieman ennusteitamme vuodesta 2028 alkaen korkeampien rahoituskulujen myötä.

Yhteisyritys Kronans Apotek

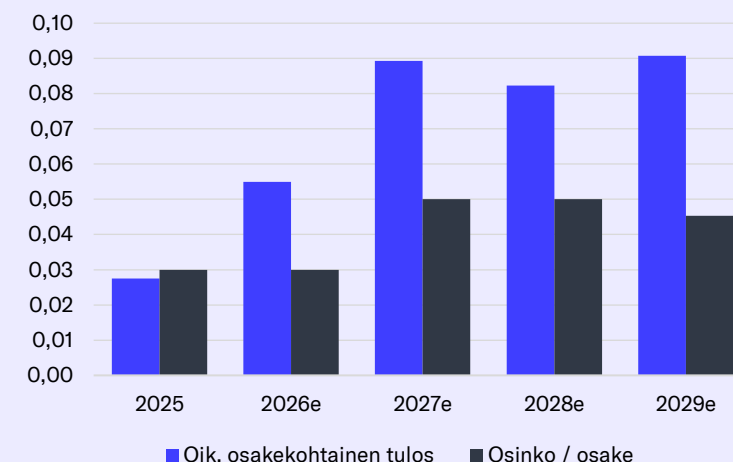
Ennustamme Oriolan yhteisyritys Kronans Apotekin jatkavan tänä vuonna liikevaihdon kasvua ja pystyvän tekemään loppuvuonna oik. EBITA:n suhteen noin nollatulosta, mikä vastaa vuosien 2024-25 tasoa. Jatkuvien tehostamistoimien myötä yhtiö jatkaa todennäköisesti kertaerien kirjaamista, ja siten Oriolan kirjaama osakkuusyhtiötulos pysyy ennusteissamme tappiolla tänä vuonna. Osakkuusyhtiötulosta painaa myös Kronansin kauppahinnanhankintamenopoistot (PPA).

Uskomme Kronansin tuloksen nousevan asteittain tehostamistoimien myötä lähivuosina nollassa noin 20 MEUR:oon. Uskomme tämän tulevan osin apteekkiverkostoa karsimalla, minkä vuoksi vuoden 2027 kasvu jää nolnaan. Näemme kuitenkin kannattavuuden parantamisen huomattavasti tärkeämpänä, ja yhtiön laajasta verkostosta todennäköisesti löytyy selvästi tappiollisia apteekkeja, joiden sulkeminen tukee tulosta. Osakkuusyhtiötuloksen ennustamme nousevan nolnaan vuonna 2027 ja 4-5 MEUR:n tasoon 2028-29. Emme odota Kronansin jakavan osinkoja, joten Oriola ei saa yhtiöstä kassavirtaa.

Konsernin kehitys, MEUR



EPS ja osinko



Lähde: Oriola, Inderes

Ennusteet (3/3)

Osakekohtainen tulos ja osinko

Ennustamme sekä Oriolan omien toimintojen tuloksen että osakkuusyhtiön tuloksen paranevan 2026-27. Tämän myötä osakekohtainen tulos nousee ennusteissamme vuoden 2025 0,03 eurosta vuoden 2027 0,09 euroon. Laskimme tämän raportin yhteydessä vuoden 2027 rahoituskuluennusteita, sillä odotamme yhtiön hyödyntävän jatkossa paremmin nettokassalla olevaa tasettaan esim. velkoja tai factoring-järjestelyä pienentämällä. Vuonna 2028 odotamme osakekohtaisen tuloksen laskevan hieman, kun operatiivinen tulos laskee ja uuden logistiikkakeskuksen kulut nostavat rahoituskuluja, mutta osakkuusyhtiötulos nousee.

Osinkoa Oriola on viime vuodelta jakanut 0,03 euroa, minkä lisäksi hallituksella on valtuutus jakaa 0,04 euroa marraskuussa 2026. Oriolan heikko omavaraisuusaste huomioiden, emme odota yhtiön jakavan osingon toista erää. Samasta syystä odotamme osingon pysyvän 0,03 eurossa vuodelta 2026, vaikka tulos nousee. Oriola on tänä vuonna tehnyt myös omien osakkeiden ostoja, joten osa voitonjaosta voi tapahtua tätä kautta. Vuonna 2027 odotamme osingon nousevan 0,05 euroon, jolloin se olisi linjassa yhtiön tavoitteen kanssa jakaa 2/3 tuloksesta osinkoina.

Osakkuusyhtiö ja negatiivinen käyttöpääoma sekoittavat pääoman tuottolukuja

Vahvasti negatiivisen käyttöpääoman ja matalahkon oman pääoman myötä Oriolan sijoitettu pääoma on negatiivinen, jolloin sille ei voida laskea pääoman tuottoa. Koko taseen osalta lukuja sekoittaa Kronans Apotek-yhteisyritysosuuden korkea arvo, vaikka sen tuotto on tällä hetkellä negatiivinen ja jää ennusteissakin pieneksi. Pääoman tuottoa voi mitata

lähinnä oman pääoman tuotolla, joka nousee 2027 alkaen 13-15 %:iin, mikä kertoo arvoa luovasta liiketoiminnasta. Viime vuosien tuotto on negatiivinen kertaerien ja Kronansin negatiivisen tuloksen takia.

Rahavirta ja investoinnit

Oriolan kassavirtaa heiluttavat isot käyttöpääoman muutokset. Kassavirran luontikyvyn pitäisi kuitenkin olla hyvä. Yhtiön varsinaiset investoinnit ovat hyvin pieniä ja liittyvät lähinnä Ruotsin toimintaan, jossa toimipaikat ovat yhtiön omistuksessa. Arvioimme yhtiön lähivuosien vapaan kassavirran olevan noin 20 MEUR:n luokkaa.

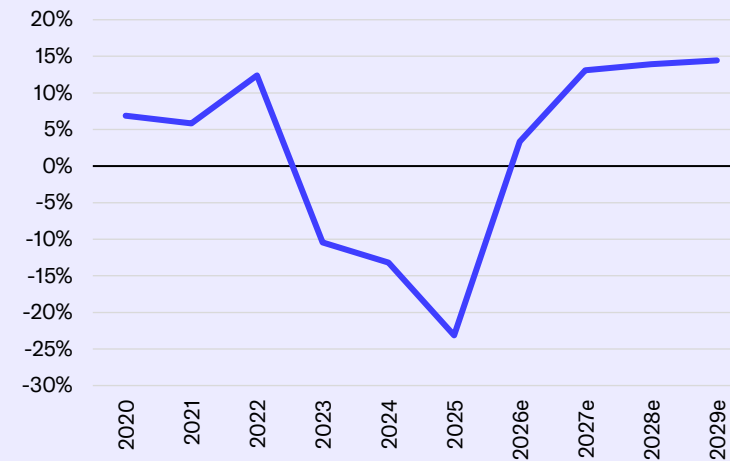
Nettokassa kasvaa 2026-27, vuokraelka nousee 2028

Koska Oriolalla ei ole merkittäviä omaan taseeseen tehtäviä investointeja, ennustamme sen nettokassan vahvistuvan kassavirran tukemana vuosina 2026-27 noin 100 MEUR:oon. Tätä tosin saatetaan käyttää factoring-järjestelyn pienentämiseen, joka on tällä hetkellä hieman yli 100 MEUR. Vuonna 2028 raportoitu velka nousee (tai negatiivinen velka pienenee), kun uudesta logistiikkakeskuksesta kirjautuu vuokraelkaa.

Pidemmän aikavälin ennusteet

Oriolalla ei vahvojen markkina-asemiensa takia ole mielestämme mahdollisuutta kasvaa markkinoita nopeammin pidemmällä aikavälillä. Ennustamme vuosien 2030-2034 kasvun olevan 3,0 % ja terminaalijaksolla 2,5 %. Liikevoittomarginaalin odotamme nousevan vuoden 2029 9,5 %:sta 10,5 %:iin vuonna 2030, kun uuden logistiikkakeskuksen hyödyt saadaan käyttöön. Ennustamme kannattavuuden pysyvän tällä tasolla terminaalijaksolle asti.

Oman pääoman tuotto



Lähde: Oriola, Inderes

Ennustemuutokset

Pieniä muutoksia rahoituskuluissa

- Laskimme rahoituskuluennusteitamme vuodelle 2027, koska uskomme yhtiön hyödyntävän kassaansa jatkossa paremmin pienentämällä factoring-järjestelyään ja/tai korollisia velkojaan
- Tarkensimme oletuksiamme uuden logistiikkakeskuksen vaikutuksista, mikä nosti rahoituskuluennusteitamme vuodesta 2028 alkaen
- Operatiivisesti emme tehneet muutoksia ennusteisiimme

Ennustemuutokset	2026e	2026e	Muutos	2027e	2027e	Muutos	2028e	2028e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	208	208	0 %	216	216	0 %	225	225	0 %
Käyttökate	27,8	27,8	0 %	34,3	34,3	0 %	35,2	35,2	0 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	22,4	22,4	0 %	24,6	24,6	0 %	20,5	19,9	-3 %
Liikevoitto	13,9	13,9	0 %	20,6	20,6	0 %	20,5	19,9	-3 %
Tulos ennen veroja	4,9	4,9	0 %	15,6	16,6	6 %	18,5	17,9	-3 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,05	0,05	0 %	0,08	0,09	5 %	0,09	0,08	-3 %
Osakekohtainen osinko	0,03	0,03	0 %	0,05	0,05	0 %	0,05	0,05	0 %

Lähde: Inderes

Arvostus (1/3)

Arvonluonti on ollut hakusessa

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

Uskomme edelleen yhtiön pystyvän parempaan ja sen arvon olevan nykyistä tuloksentekokykyä parempi. Toisaalta vuosien heikko suoriutuminen herättää epäilyksiä yhtiön potentiaalista. Lisäksi yhteisyritys Kronansin tasearvo on erittäin korkea, mikä ei heijasta mielestämme sen todennäköistä tulos pohjaista arvoa eikä etenkin tämänhetkisen tuloksen mukaista arvoa. Tämä vaikeuttaa arvostuksen määrittämistä, sillä moni skenaario tarkoittaisi käytännössä osakepääoman sulamista ja siten tarvetta taseen vahvistamiselle, jota emme ole huomioineet ennusteissamme.

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

Yhteisyritys sekoittaa arvostuslukuja

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

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

Koska Ruotsin apteekkiliiketoiminnot 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 myös P/E-luku on huono mittari yhtiön arvostamiseen kokonaisuutena. Käyvän arvon haarukka osakkeelle on mielestämme 0,7-1,8 euroa, jossa alareuna on P/E 10x vuoden 2025 tulokselle ilman Kronansin tappioita ja ylälaita DCF-arvomme.

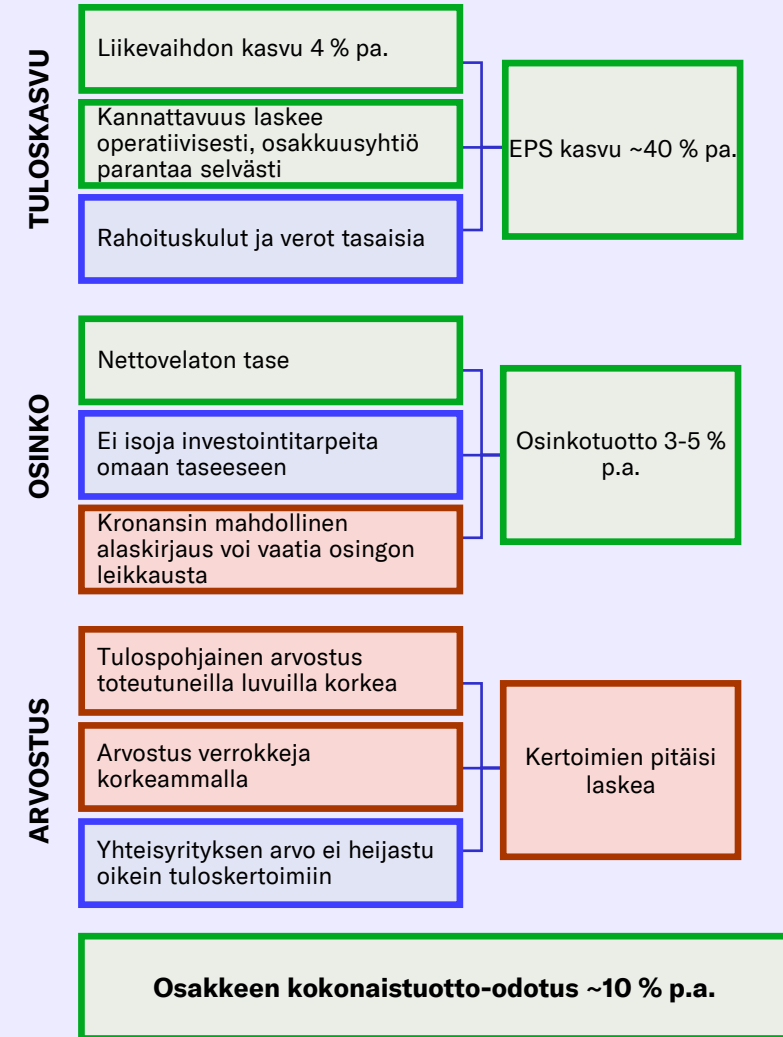
Hyväksytyt arvostus

Tavoitehintamme pohjautuu osien summa - arvostukseemme, DCF-arvoon ja hyväksytyihin arvostuskertoimiin (P/E). Näiden lisäksi tulee kiinnittää huomiota yllä mainittuun taseriskiin ja operatiivisiin riskeihin liittyen tietojärjestelmäinvestointiin sekä logistiikkakeskuksen siirtämiseen Suomessa.

EV-kertoimet ovat monestakin syystä Oriolalla vaikeasti tulkittavia, emmekä keskity niihin. Näemme hyväksyttävän tason P/E-kertoimella olevan noin 12-14x. Tätä voi tosin mielestämme soveltaa tällä hetkellä vain Oriolan omien toimintojen tulokseen. Jos annamme Oriolan omille toiminnoille P/E-kertoimen 13x, päädyimme vuoden 2025 tuloksella noin 170 MEUR:n arvoon (osakepääomalle eli tämä eroaa osien summa -laskelmasta). Lisäämällä tähän 95 MEUR:n arvo yhteisyritykselle (laskelma seuraavalla sivulla), päästään noin 265 MEUR:n tasoon eli noin 1,5 euroon osakkeelta.

Osaketuoton ajurit 2025-2028e

■ Positiivinen ■ Neutraali ■ Negatiivinen



Arvostus (2/3)

Osien summa-arvostus

Osien summa -arvostuksessa käytämme Oriolan omille toiminnoille EV/EBIT-perusteista arvostusta. Jatkuvien toimintojen arvostamiseen käytämme vuoden 2025 toteutuneelle tulokselle konservatiivista EV/EBIT-kerrointa 11x (verrokkiryhmän heikompien yhtiöiden suuntaisesti), jolla päädyimme noin 250 MEUR:n yritysarvoon.

Yhteisyritys Kronansin kirjanpitoarvo Oriolan taseessa on 185 MEUR. Sekä nykyisen että mielestämme potentiaalisen tuloksen valossa tämä arvo on kuitenkin erittäin korkea. Mikäli yhteisyritys tekisi suunnilleen Ruotsin apteekkialan keskimääräistä noin 2 %:n liikevoittomarginaalia (tai Kronansin osalta oik. EBITA-marginaalia), sen tulos olisi noin 25 MEUR. Jos arvostamme tämän EV/EBIT(A)-kertoimella vuodelle 2025 eli 10x ja huomioimme 55 MEUR:n velat, saamme Oriolan 50 %:n omistusosuuden arvoksi noin 95 MEUR. Mielestämme nykyinen tasearvo olisi perusteltavissa noin 3,5 %:n kannattavuudella, johon osa kilpailijoista pystyy. Tämänhetkinen tulostaso on kuitenkin erittäin heikko (viimeisten 12 kk:n oik. EBITA-% on tappiollinen). Mikäli yhtiö alaskirjaisi omistuksensa meidän arviomme mukaiseksi, sen oma pääoma painuisi noin nolnaan. Tätä pitäisi paikata esim. osakeannilla ja/tai hybridilainalla. Tämä kertoo yhteisyrityksen tuomasta merkittävästä tase-riskistä, joka on mielestämme realistinen, mikäli yhtiö suunnittelee omistuksesta luopumista lähivuosina, kuten arvelemme.

Lisäksi erittelemme doktor.se-omistuksen arvon. Kun vähennämme tästä factoring-velat ja nettokassan vuoden 2025 lopussa, päädyimme 1,7 euron osakekohtaiseen käypään arvoon. Oriolan harkitessa ydinliiketoimintaan kuulumattomien varojen myyntiä näemme osien summan hyvänä arvostustapana. Uskomme yhtiön osissa olevan potentiaalia

arvon vapautumiseen, mutta mahdollinen osakeanti voi laimentaa omistusta. Oman pääoman vahvistamisesta (ja Kronansin myynnistä) saatu raha voidaan kuitenkin käyttää velkojen poismaksuun (mukaan lukien taseen ulkopuoliset myydyt saatavat), jolloin osakepääoman markkina-arvo kasvaa, mikäli yritysarvon oletetaan säilyvän samana. Pohdimme tähän liittyviä skenaarioita aiemmin [tässä kommentissa](#).

Normalisoitu kassavirta

Tukkutoimintojen arvoa voi yrittää haarukoida myös normalisoidulla kassavirralla. Jos oletamme kestäväksi liikevoittotasoksi suunnilleen nykyisen 20-25 MEUR:n tason, investoinnit noin poistojen suuruiseksi ja käyttöpääoman stabiiliksi (näemme nämä kohtuullisen varovaisina oletuksina ottaen huomioon matala investointitaso ja negatiivinen käyttöpääoma) ja 20 %:n veroprosentin, saadaan velattomaksi kassavirraksi 18 MEUR. Olettaen 2 % kestävä kasvu, tämä tarkoittaa noin 240 MEUR EV:tä ja noin 11x EV/EBIT-kertoimeksi käännettynä.

DCF-mallin arvo on selvästi kurssia korkeammalla

DCF-mallimme olettaa yhtiön kannattavuuden nousevan keskipitkällä aikavälillä hieman nykyistä korkeammalle ja säilyvän sillä tasolla. Malli saa jonkin verran tukea negatiivisesta käyttöpääomasta, jonka odotetaan vapauttava pääomia kasvun mukana pitkällä aikavälillä. Malli huomioi osakkuusyhtiö Kronansin ennustetuista tuloksista lasketun noin 50 MEUR:n arvon. Huomioimme lisäksi noin 120 MEUR:n factoring-velat velkana. Näin laskettuna DCF-malli päättyy noin 330 MEUR:n arvoon yhtiön osakepääomalle tai noin 1,8 euroon osaketta kohden. Tämä on siis lähes kaksi kertaa nykyisen kurssin taso.

Arvostustaso	2026e	2027e	2028e
Osakekurssi	0,92	0,92	0,92
Osakemäärä, milj. kpl	185,2	185,2	185,2
Markkina-arvo	170	170	170
Yritysarvo (EV)	36	18	101
P/E (oik.)	16,8	10,3	11,2
P/E	50,8	12,7	11,2
P/B	1,7	1,6	1,5
P/S	0,8	0,8	0,8
EV/Liikevaihto	0,2	0,1	0,4
EV/EBITDA	1,3	0,5	2,9
EV/EBIT (oik.)	1,6	0,7	5,1
Osinko/tulos (%)	166 %	69 %	61 %
Osinkotuotto-%	3,3 %	5,4 %	5,4 %

Lähde: Inderes

	Arvo	per osake	Arvostustapa
Jatkuvat toiminnot	246	1,4	11x EV/EBIT 2025 EV/EBIT 10x
Ruotsin apteekki JV	94	0,5	"normalisoidulle" tulokselle
Doktor.se	14	0,1	Tasearvo
Yhteensä	354	2,0	
Nettovelat taseessa, 2025 loppu	82	0,5	
Factoring velat	-122	-0,7	
Osakepääoman arvo	314	1,7	

Lähde: Inderes

Arvostus (3/3)

Arvostus verrokkiryhmään nähden

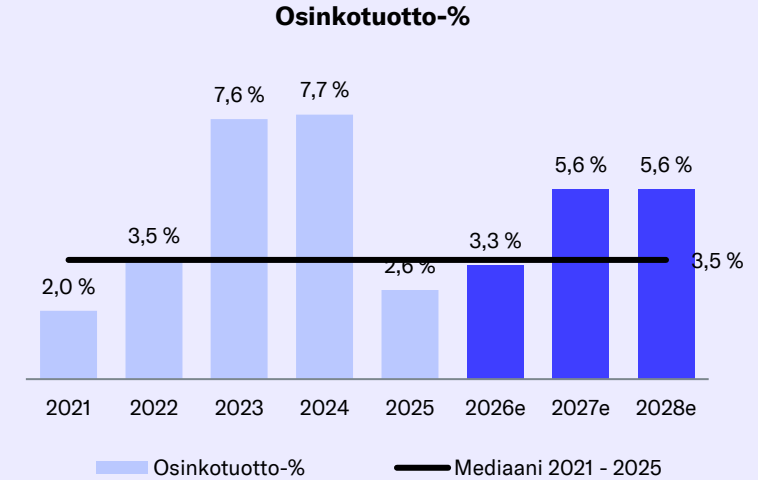
Käytämme Oriolan verrokkiryhmässä pääosin suuria apteekkiketjuja, lääkevälinevalmistajia tai lääketukkuureita, jotka ovat listattuna USA:ssa (CVS Health, Cardinal Health, McKesson ja Cencora). Oriola on näihin verrattuna hyvin pieni, ja se toimii selvästi pienemmillä ja keskittyneemmällä markkinoilla. Toisaalta USA:laisten yritysten arvostus on tyypillisesti eurooppalaisia korkeampi. Arvostusten vertaaminen toisiinsa ei ole siten kovin suoraviivaista, mutta se antaa jotain osviittaa kansainvälisten apteekki- ja lääketukkuureiden yleisestä arvostustasosta.

Kuten todettu yllä, useita kertoimia ei voi soveltaa suoraan koko yhtiöön, mutta niitä voi käyttää yhtiön omien toimintojen arvon määrittämiseen. Verrokkiryhmän vuoden 2026 P/E on yli 20x ja vuodelle 2027 18x, jotka ovat merkittävästi Oriolan tasoja korkeampia. Oriolan P/E:hen vaikuttaa kuitenkin oleellisesti se, että yhteisyrityksen tulos ei heijastu täysin Oriolan lukuihin. Verrokkien arvostuksesta ei saa nähdäksemme suoraa tulkintaa Oriolalle, mutta ainakin nimellisesti Oriolan arvostus näyttää verrokkeihin nähden alhaiselta.

Potentiaalia parempaan on, mutta ajan myötä tuloskasvu on rajattua

Osakkeen positiivisia ajureita ovat hyvä osinkotuotto sekä odotettu tuloskasvu niin omien toimintojen että yhteisyrityksenkin osalta. 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 kasvuvauhtia nopeammin. Asema arvoketjussa (lääkepäämiesten, apteekkien ja kuluttajien välissä) ja

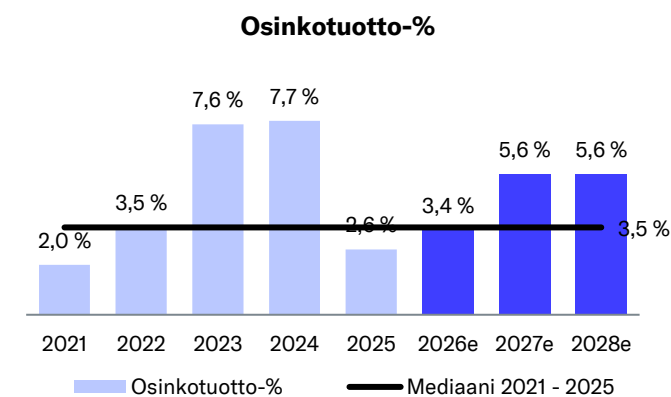
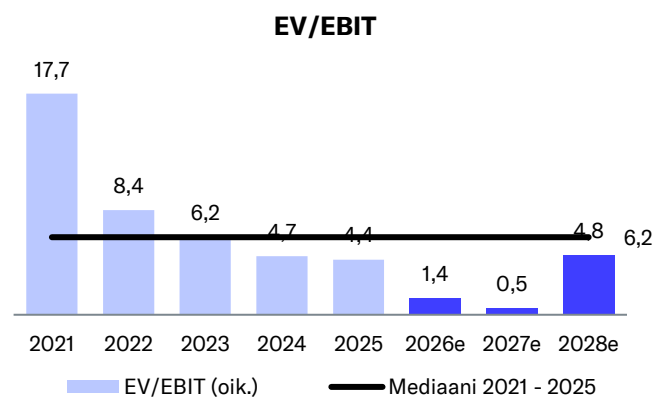
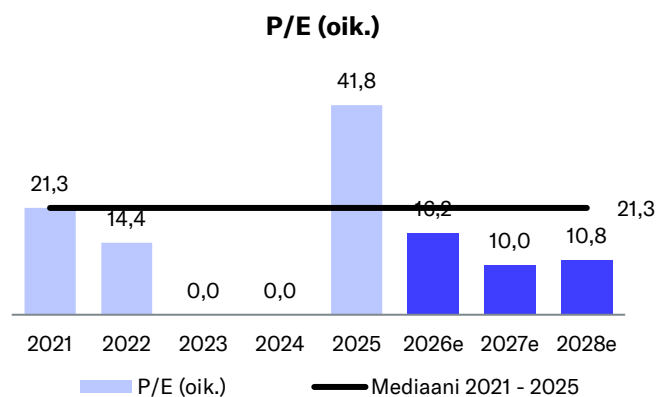
toimialan tiukka sääntely pitävät katteet rajallisina. Pidemmällä aikavälillä tuloskasvu jäänee siis lääkemarkkinakasvun tasoon eli historian perusteella noin 3 %:iin. Yhtiöllä on kuitenkin mahdollisuus ylittää hyvään pääoman tuottoon, sillä toiminta sitoo kohtuullisen vähän pääomia muun muassa negatiivisen käyttöpääoman takia. Tämä mahdollistaa myös hyvän kassavirran ja osinkotuoton. Kohtuullisella tulostasolla Oriolan pitäisi siis mielestämme pystyä tuottovaatimuksemme ylittävään tuottotasoon myös pidemmällä aikavälillä. Nykymuodossaan Oriolan pääoman tuottoja painaa taseessa olevan yhteisyrityksen arvo, joka ei tällä hetkellä tuota juuri tulosta. ”Kypsässä” vaiheessa Oriolan tuoton voi mielestämme määrittää karkeasti yksinkertaisesta kaavasta markkinakasvu + osinkotuotto.



Arvostustaulukko

Arvostustaso	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	2029e
Osakekurssi	2,01	1,72	0,92	0,91	1,15	0,89	0,89	0,89	0,89
Osakemäärä, milj. kpl	181,3	181,3	181,3	181,3	185,2	185,2	185,2	185,2	185,2
Markkina-arvo	363	312	167	164	213	165	165	165	165
Yritysarvo (EV)	464	288	103	101	102	30	13	95	79
P/E (oik.)	21,3	14,4	>100	neg.	41,8	16,2	10,0	10,8	9,8
P/E	32,3	11,4	neg.	neg.	neg.	49,2	12,3	10,8	9,8
P/B	1,7	1,4	1,0	1,2	2,1	1,7	1,5	1,5	1,4
P/S	0,2	0,2	0,1	0,1	1,1	0,8	0,8	0,7	0,7
EV/Liikevaihto	0,2	0,2	0,1	0,1	0,5	0,1	0,1	0,4	0,3
EV/EBITDA	7,1	4,2	3,4	3,7	5,0	1,1	0,4	2,7	2,0
EV/EBIT (oik.)	17,7	8,4	6,2	4,7	4,4	1,4	0,5	4,8	3,5
Osinko/tulos (%)	64,2 %	39,7 %	neg.	neg.	neg.	165,8 %	69,0 %	60,7 %	50,0 %
Osinkotuotto-%	2,0 %	3,5 %	7,6 %	7,7 %	2,6 %	3,4 %	5,6 %	5,6 %	5,1 %

Lähde: Inderes



Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
	MEUR	MEUR	2026e	2027e	2026e	2027e	2026e	2027e	2026e	2027e	2026e	2027e	2026e
CVS Health Corp	110671	155005	11,4	10,4	9,8	9,0	0,4	0,4	13,6	12,1	2,8	2,7	1,6
Cardinal Health Inc	45681	50096	16,6	15,0	14,3	13,1	0,2	0,2	21,0	18,9	0,9	0,9	
McKesson Corp	78652	81931	15,1	13,6	13,9	12,6	0,2	0,2	20,0	17,6	0,4	0,4	
Cencora	47173	56120	13,7	12,6	12,3	11,3	0,2	0,2	15,8	14,2	0,9	0,9	13,0
Galenica	4570	5601	21,3	19,3	14,5	13,5	1,2	1,1	21,3	20,0	3,0	3,1	2,7
Oriola (Inderes)	165	30	1,4	0,5	1,1	0,4	0,1	0,1	16,2	10,0	3,4	5,6	1,7
Keskiarvo			15,6	14,2	13,0	11,9	0,5	0,4	18,3	16,6	1,6	1,6	5,8
Mediaani			15,1	13,6	13,9	12,6	0,2	0,2	20,0	17,6	0,9	0,9	2,7
Erotus-% vrt. mediaani			-91 %	-96 %	-92 %	-97 %	-37 %	-74 %	-19 %	-43 %	270 %	511 %	-39 %

Lähde: Refinitiv / Inderes

Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	Q1'25	Q2'25	Q3'25	Q4'25	2025	Q1'26	Q2'26e	Q3'26e	Q4'26e	2026e	2027e	2028e	2029e
Liikevaihto	50,9	50,9	48,2	51,6	202	49,8	52,3	51,2	54,7	208	216	225	234
Services	35,3	37,9	35,1	38,2	147	36,6	38,7	37,6	40,9	154	160	166	173
Products	20,0	15,1	15,4	15,8	66,3	15,4	15,8	16,0	16,4	63,7	66,2	68,9	71,6
Eliminoinnit	-4,4	-2,1	-2,3	-2,4	-11,2	-2,2	-2,2	-2,4	-2,6	-9,4	-9,8	-10,2	-10,6
Käyttökate	5,9	1,6	7,0	5,9	20,3	5,3	6,5	7,5	8,5	27,8	34,3	35,2	39,5
Poistot ja arvonalennukset	-8,7	-3,1	-3,0	-3,0	-17,7	-3,4	-3,5	-3,5	-3,5	-13,9	-13,8	-15,3	-16,9
Liikevoitto ilman kertaeriä	4,5	5,1	6,6	7,0	23,1	4,4	5,0	6,0	7,0	22,4	24,6	19,9	22,6
Liikevoitto	-2,8	-1,5	4,0	2,8	2,6	1,9	3,0	4,0	5,0	13,9	20,6	19,9	22,6
Services (oik. EBITDA)	8,5	9,2	9,6	10,0	37,3	8,0	9,0	9,5	10,5	37,0	39,0	37,0	40,0
Products (oik. EBITDA)	1,0	1,2	1,8	1,7	5,7	2,1	1,5	2,0	2,0	7,6	8,0	7,0	8,5
Konsernierät	-2,0	-2,3	-1,8	-1,8	-7,9	-2,5	-2,0	-2,0	-2,0	-8,5	-8,7	-8,8	-9,0
Kertaluonteiset erät	-7,3	-6,5	-2,6	-4,1	-20,5	-2,4	-2,0	-2,0	-2,0	-8,4	-4,0	0,0	0,0
Osakkuusyhtiötulos	-1,0	-2,8	-0,1	-18,9	-22,8	-2,3	-0,4	-0,4	0,0	-3,1	0,0	4,0	5,0
Nettorahoituskulut	-1,6	-1,3	-1,7	-2,0	-6,6	-1,4	-1,5	-1,5	-1,5	-5,9	-4,0	-6,0	-8,0
Tulos ennen veroja	-5,4	-5,6	2,2	-18,1	-26,8	-1,9	1,1	2,1	3,5	4,9	16,6	17,9	19,6
Verot	0,0	0,0	-0,5	0,2	-0,3	-0,1	-0,2	-0,4	-0,7	-1,5	-3,1	-2,6	-2,8
Nettotulos	-5,4	-5,6	1,7	-17,8	-27,1	-2,0	0,9	1,7	2,8	3,4	13,4	15,2	16,8
EPS (oikaistu)	0,00	0,00	0,02	0,01	0,03	0,00	0,01	0,02	0,02	0,05	0,09	0,08	0,09
EPS (raportoitu)	-0,03	-0,03	0,01	-0,10	-0,15	-0,01	0,00	0,01	0,01	0,02	0,07	0,08	0,09

Tunnusluvut	Q1'25	Q2'25	Q3'25	Q4'25	2025	Q1'26	Q2'26e	Q3'26e	Q4'26e	2026e	2027e	2028e	2029e
Liikevaihdon kasvu-%	-86,4 %	-88,4 %	-88,6 %	-88,3 %	-88,0 %	-2,2 %	2,7 %	6,2 %	6,0 %	3,1 %	4,0 %	4,0 %	4,0 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	12,5 %	-10,8 %	17,9 %	7,9 %	6,5 %	-3,3 %	-1,0 %	-9,1 %	0,7 %	-3,2 %	10,0 %	-19,1 %	13,5 %
Käyttökate-%	11,6 %	3,1 %	14,4 %	11,3 %	10,1 %	10,5 %	12,4 %	14,7 %	15,5 %	13,3 %	15,9 %	15,6 %	16,9 %
Oikaistu liikevoitto-%	8,8 %	9,9 %	13,7 %	13,5 %	11,5 %	8,7 %	9,6 %	11,7 %	12,8 %	10,7 %	11,4 %	8,8 %	9,6 %
Nettotulos-%	-10,6 %	-11,1 %	3,6 %	-34,5 %	-13,4 %	-3,9 %	1,7 %	3,2 %	5,1 %	1,6 %	6,2 %	6,8 %	7,2 %

Lähde: Inderes

Tase

Vastaavaa	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Pysyvät vastaavat	314	289	285	277	366
Liikearvo	35,1	35,6	35,6	35,6	35,6
Aineettomat hyödykkeet	10,5	7,8	7,8	7,8	2,2
Käyttöomaisuus	45,2	43,2	39,3	30,5	125
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	211	186	186	186	186
Muut sijoitukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset varat	11,7	14,2	14,2	14,2	14,2
Laskennalliset verosaamiset	0,6	2,8	2,8	2,8	2,8
Vaihtuvat vastaavat	562	489	490	521	547
Vaihto-omaisuus	176	5,5	6,2	6,5	6,7
Muut lyhytaikaiset varat	24,8	19,7	19,7	19,7	19,7
Myyntisaamiset	247	312	322	335	349
Likvidit varat	114	152	141	159	172
Taseen loppusumma	876	778	775	797	913

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Oma pääoma	133	101	98,7	107	113
Osakepääoma	36,2	36,2	36,2	36,2	36,2
Kertyneet voittovarot	18,2	-20,6	-22,8	-14,9	-8,9
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	-18,4	-14,7	-14,7	-14,7	-14,7
Muu oma pääoma	97,3	100,0	100,0	100,0	100,0
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	54,8	55,2	21,9	21,9	117
Laskennalliset verovelat	0,8	1,7	1,7	1,7	1,7
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Korolliset velat	39,7	38,3	5,0	5,0	100,0
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	14,3	15,2	15,2	15,2	15,2
Lyhytaikaiset velat	688	622	654	669	683
Korolliset velat	36,4	31,7	50,0	50,0	50,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	626	558	572	586	601
Muut lyhytaikaiset velat	25,0	32,6	32,6	32,6	32,6
Taseen loppusumma	876	778	775	797	913

DCF-laskelma

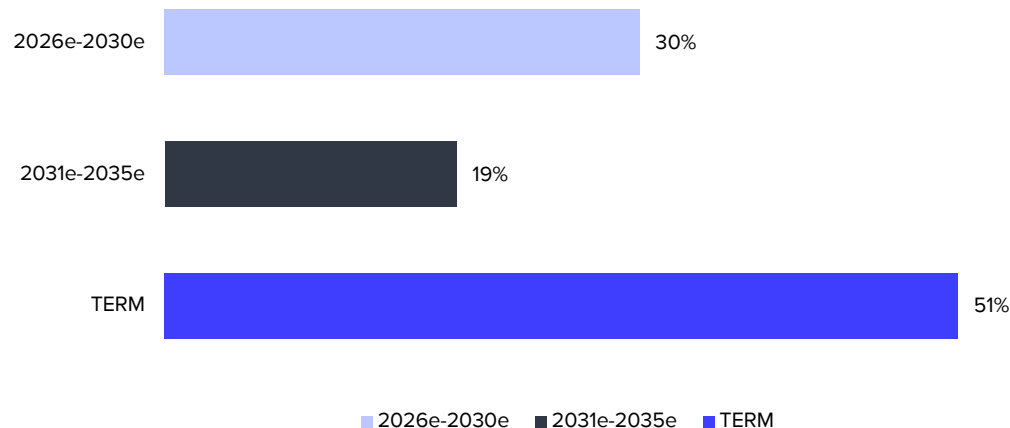
DCF-laskelma	2025	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	2034e	2035e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	-88,0 %	3,1 %	4,0 %	4,0 %	4,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	2,5 %	2,5 %
Liikevoitto-%	1,3 %	6,7 %	9,5 %	8,8 %	9,6 %	10,5 %	10,5 %	10,5 %	10,5 %	10,5 %	10,5 %	10,5 %
Liikevoitto	2,6	13,9	20,6	19,9	22,6	25,3	26,1	26,8	27,6	28,5	29,2	
+ Kokonaispoistot	17,7	13,9	13,8	15,3	16,9	15,9	15,3	14,7	14,8	14,9	15	
- Maksetut verot	-1,6	-1,5	-3,1	-2,6	-2,8	-3,3	-3,4	-3,6	-3,7	-3,9	-4,4	
- verot rahoituskuluista	-1,2	-1,1	-0,8	-1,1	-1,5	-1,5	-1,5	-1,5	-1,5	-1,5	-1,1	
+ 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	50,7	2,5	1,1	0,8	0,4	0,1	-0,1	-0,3	-0,5	4,6	6,2	
Operatiivinen kassavirta	68,2	27,6	31,5	32,2	35,6	36,6	36,3	36,2	36,7	42,6	44,9	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-16,0	-10,0	-5,0	-104,4	-8,7	-11,1	-11,3	-15,5	-15,5	-15,6	-18	
Vapaa operatiivinen kassavirta	53,1	17,6	26,5	-72,3	27,0	25,5	25,0	20,7	21,2	27,1	27,1	
+/- Muut	-10,0	-3,1	0,0	105	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	43,1	14,5	26,5	32,7	27,0	25,5	25,0	20,7	21,2	27,1	27,1	395
Diskontattu vapaa kassavirta		13,8	23,0	26,0	19,5	16,9	15,1	11,4	10,6	12,4	11,4	166
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		326	312	289	263	243	227	211	200	189	177	166
Velaton arvo DCF		326										
- Korolliset velat		-192										
+ Rahavarat		152										
+ Osakkuusyhtiöt		48										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		-6										
Oman pääoman arvo DCF		329										
Oman pääoman arvo DCF per osake		1,8										

Pääoman kustannus (WACC)

Vero-% (WACC)	19,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	5,0 %
Vieraan pääoman kustannus	5,0 %
Yrityksen Beta	1,33
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	1,00 %
Riskitön korko	2,5 %
Oman pääoman kustannus	9,8 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	9,5 %

Lähde: Inderes

Rahavirran jakauma jaksoittain



Yhteenveto

Tuloslaskelma	2023	2024	2025	2026e	2027e
Liikevaihto	1493,8	1679,7	201,6	207,9	216,3
Käyttökate	30,1	27,2	20,3	27,8	34,3
Liikevoitto	-5,3	13,6	2,6	13,9	20,6
Voitto ennen veroja	-17,6	-18,6	-26,8	4,9	16,6
Nettovoitto	-20,7	-20,1	-27,1	3,4	13,4
Kertaluontoiset erät	-22,0	-8,1	-20,5	-8,5	-4,0

Tase	2023	2024	2025	2026e	2027e
Taseen loppusumma	934,5	875,7	778,4	775,1	797,2
Oma pääoma	171,2	133,3	100,9	98,7	106,6
Liikearvo	35,2	35,1	35,6	35,6	35,6
Nettovelat	-20,6	-37,4	-82,2	-86,4	-104,1

Kassavirta	2023	2024	2025	2026e	2027e
Käyttökate	30,1	27,2	20,3	27,8	34,3
Nettokäyttöpääoman muutos	-20,1	23,1	50,7	2,5	1,1
Operatiivinen kassavirta	4,3	44,7	68,2	27,6	31,5
Investoinnit	30,6	-4,4	-16,0	-10,0	-5,0
Vapaa kassavirta	36,6	40,4	43,1	14,5	26,5

Arvostuskertoimet	2023	2024	2025	2026e	2027e
EV/Liikevaihto	0,1	0,1	0,5	0,1	0,1
EV/EBITDA	3,4	3,7	5,0	1,1	0,4
EV/EBIT (oik.)	6,2	4,7	4,4	1,4	0,5
P/E (oik.)	>100	neg.	41,8	16,2	10,0
P/B	1,0	1,2	2,1	1,7	1,5
Osinkotuotto-%	7,6 %	7,7 %	2,6 %	3,4 %	5,6 %

Lähde: Inderes

Osakekohtaiset luvut	2023	2024	2025	2026e	2027e
EPS (raportoitu)	-0,11	-0,11	-0,15	0,02	0,07
EPS (oikaistu)	0,01	-0,08	0,03	0,05	0,09
Operat. Kassavirta / osake	0,02	0,25	0,37	0,15	0,17
Operat. Vapaa kassavirta / osake	0,20	0,22	0,23	0,08	0,14
Omapääoma / osake	0,94	0,74	0,54	0,53	0,58
Osinko / osake	0,07	0,07	0,03	0,03	0,05

Kasvu ja kannattavuus	2023	2024	2025	2026e	2027e
Liikevaihdon kasvu-%	-19 %	12 %	-88 %	3 %	4 %
Käyttökateen kasvu-%	-56 %	-10 %	-25 %	37 %	24 %
Liikevoiton oik. kasvu-%	-52 %	30 %	6 %	-3 %	10 %
EPS oik. kasvu-%	-94 %	-1179 %	136 %	100 %	63 %
Käyttökate-%	2,0 %	1,6 %	10,1 %	13,3 %	15,9 %
Oik. Liikevoitto-%	1,1 %	1,3 %	11,5 %	10,7 %	11,4 %
Liikevoitto-%	-0,4 %	0,8 %	1,3 %	6,7 %	9,5 %
ROE-%	-10,4 %	-13,2 %	-23,1 %	3,4 %	13,1 %
ROI-%	-3,1 %	-4,5 %	-10,6 %	6,6 %	13,1 %
Omavaraisuusaste	18,3 %	15,2 %	13,0 %	12,7 %	13,4 %
Nettovelkaantumisaste	-12,0 %	-28,1 %	-81,5 %	-87,5 %	-97,7 %
Nettovelka/käyttökate	-0,7	-1,4	-4,0	-3,1	-3,0
EBITDA/nettorahoituskulut	4,0	3,7	3,1	4,7	8,6

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

Suositushistoria (>12 kk)

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 esittäjensä näkemyksiä. Inderes ei vastaa esitettyjen tietojen sisällöstä tai paikkansapitävyydestä. Inderes tai sen työntekijät eivät myöskään vastaa raporttien perusteella tehtyjen sijoituspäätösten taloudellisesta tuloksesta tai muista vahingoista (välittömät ja välilliset vahingot), joita tietojen käytöstä voi aiheutua. Raportilla esitettyjen tietojen perustana oleva informaatio voi muuttua nopeastikin. Inderes ei sitoudu ilmoittamaan esitettyjen tietojen/kannanottojen mahdollisista muutoksista.

Tuotetut raportit on tarkoitettu informatiiviseen käyttöön, joten raportteja ei tule käsittää tarjoukseksi tai kehotukseksi ostaa, myydä tai merkitä sijoitustuotteita. Asiakkaan tulee myös ymmärtää, että historiallinen kehitys ei ole tae tulevasta. Tehdessään päätöksiä sijoitustoimenpiteistä, asiakkaan tulee perustaa päätöksensä omaan tutkimukseensa, sekä arvioonsa sijoituskohteen arvoon vaikuttavista seikoista ja ottaa huomioon omat tavoitteensa, taloudellinen tilanteensa sekä tarvittaessa 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 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 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 arvonmäärittämis menetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmäärittämis menetelmät 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 missään tutkimuksen kohteena olevissa yhtiössä. Inderes Oyj voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoittavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oyj:n omistukset esitetään yksilöitynä mallisalkussa. Inderes Oyj:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin laatuinen analytiikan palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oyj:llä ei ole investointipankkiliiketoimintaa.

Inderesin tutkimusta laatuineilla analytiikoilla tai Inderesin työntekijöillä ei voi olla 1) merkittävän taloudellisen edun ylittäviä omistuksia tai 2) yli 1 %:n omistusosuuksia missään tutkimuksen kohteena olevissa yhtiössä. Inderes Oyj voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoittavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oyj:n omistukset esitetään yksilöitynä mallisalkussa. Inderes Oyj:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin laatuinen analytiikan 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 sijoittajatilaisuuksien ja -tapahtumien järjestäminen, sijoittajaviestinnän liittyvä neuvonanto, sijoitustutkimusraporttien laatiminen.

Kaikki Inderes Oyj:n osakeomistukset sen seurannassa olevissa kohdeyhtiöissä esitetään yksilöityinä oikeaa rahaa sijoittavassa Inderes Oyj:n mallisalkussa.

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

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

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
	Analytiikka vaihtuu		
25/07/2022	Lisää	2,30 €	2,10 €
08/08/2022	Lisää	2,30 €	2,02 €
28/10/2022	Lisää	2,10 €	1,86 €
31/01/2023	Lisää	2,00 €	1,72 €
17/02/2023	Vähennä	1,70 €	1,62 €
28/04/2023	Vähennä	1,50 €	1,45 €
24/07/2023	Vähennä	1,25 €	1,19 €
30/08/2023	Lisää	1,05 €	0,94 €
01/11/2023	Lisää	1,05 €	0,92 €
19/02/2024	Lisää	1,20 €	1,05 €
26/04/2024	Lisää	1,10 €	0,98 €
02/05/2024	Lisää	1,00 €	0,92 €
19/07/2024	Lisää	1,05 €	0,96 €
31/10/2024	Lisää	1,00 €	0,90 €
17/12/2024	Lisää	1,00 €	0,91 €
04/03/2025	Lisää	1,05 €	1,00 €
03/04/2025	Lisää	1,25 €	1,13 €
30/04/2025	Lisää	1,25 €	1,09 €
21/07/2025	Lisää	1,25 €	1,12 €
31/10/2025	Lisää	1,25 €	1,19 €
14/01/2026	Vähennä	1,25 €	1,25 €
26/02/2026	Lisää	1,20 €	1,05 €
27/04/2026	Lisää	1,10 €	0,95 €
30/04/2026	Lisää	1,10 €	0,94 €
17/06/2026	Lisää	1,00 €	0,89 €



TIETO ON SJOITTAJAN PERUSOIKEUS

Inderes demokratisoi sijoittajatiedon yhdistämällä sijoittajat ja pörssiyhtiöt. Sijoittajille olemme luotetun tiedon analyysipalvelu ja yhteisö, ja pörssiyhtiöille olemme laadukkaan sijoittajaviestinnän kumppani. Yli 500 pörssiyhtiötä Euroopassa hyödyntää sijoittajaviestinnän tuotteitamme ja osakeanalyysipalveluitamme tarjotakseen parempaa sijoittajaviestintää omistajilleen.

Tavoitteemme on olla finanssialan sijoittajalähtöisin yhtiö. Inderes on perustettu vuonna 2009 sijoittajien toimesta, sijoittajia varten. Nasdaq First North -listattuna yhtiönä ymmärrämme asiakkaidemme arjen.

Inderes Oyj

Porkkalankatu 5
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

Inderes Ab

Vattugatan 17, 5tr
Stockholm
+46 8 411 43 80

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

[inderes.se](https://www.inderes.se)

**inde
res.**