

Q1-raportti oli iso pettymys

Orionin Q1-raportti jäi selvästi odotuksistamme ja osake päättyi 10 %:n laskuun. Laskemme tavoitehintamme negatiivisia ennustemuutoksia heijastaen 26,0 euroon (aik. 28,0 euroa). Toistamme kuitenkin lisää-suosituksemme, sillä osakekurssiin on jo mielestämme hinnoiteltu melko synkät näkymät tulostuksen heikentymisestä.

Liikevaihto laski 7 % ja jäi markkinaodotusten alapuolelle

Orion tiedotti lauantaina myyvänään Diagnostiikkaliiketoimintansa 163 MEUR:lla, joten luvuissa keskityttiin ainoaan jäljelle jäävään segmenttiin (Lääkeliiketoimintaan). Liikevaihto laski 7 % ja oli 247 MEUR. Luku jäi meidän (262 MEUR) ja konsensusennusteen (259 MEUR) alapuolelle. Liikevaihdon lasku johtui osin epäsuotuisista valuuttakursseista, mutta myös Suomessa tehty vaihtokelpoisten reseptilääkkeiden hintaputken kavennus, hiipuva Parkinson-tuotteiden myynti ja vertailukautta pienemmät rojalit heikensivät liikevaihtoa.

Liikevoitto laski 20 % jääden selvästi odotuksista

Liikevoitto laski 20 % 70 MEUR:oon, kun konsensusennuste oli 80 MEUR. Vertailukauden tulos oli kaikilta osin erittäin vahva ja sitä kasvatti vielä 7 MEUR:n etappimaksut. Odotukset oli valmiiksi asetettu vahvan vertailukauden alle, mutta tuotteiden generisointuminen, kiristynyt hintakilpailu, pienemmät etappimaksut ja epäsuotuiset valuuttakurssit vaikuttivat kuitenkin tulokseen selvästi odotuksia voimakkaammin. Orionin tulostus on tällä hetkellä monesta suunnasta puristuksessa, mikä on heijastunut myös osakekurssiin (12kk -50 %). Kun yhtiö joutuu vielä laskevan myynnin keskellä laittamaan entistä enemmän panoksia markkinointiin ja T&K-kuluihin, on uusille positiivisen tulostuksen ajureille nyt suuri tarve. Pientä valonpilkahdusta Q1:lle ja lähivuosille antoi Easyhaler-tuotepäri, jonka liikevaihto kasvoi 20 % 22 MEUR:oon. Easyhaler tulee arviomme mukaan lähivartaleina ohittamaan Parkinson-tuotepäriä Orionin myydympänä lääkevalmisteena ja näemme tuotepäriessä vielä runsaasti kasvupotentiaalia lähivuosille. T&K-putken osalta seuraava merkittävä uutinen tulee syksyllä, kun eturauhassyöpätutkimuksen (ODM-201) III-vaihe saadaan päätökseen. Tästä voi tulla Orionille merkittävä tulostuksen lähde vuosiksi eteenpäin, mutta lääkekehityksen liittyy aina myös epäonnistumisen riski, joka realisoitui alkuvuonna esim. Orionin Alzheimer-taudin lääkekehitykseen, joka päätettiin lopettaa.

Orion päivitti ohjeistuksensa niin, että se ottaa huomioon Diagnostican myynnin

Orion päivitti kuluvan vuoden ohjeistusta koskemaan pelkästään jatkuvia liiketoimintoja. Orion arvioi, että 2018 liikevaihto ilman Diagnosticaa on samalla tasolla tai laskee hieman vuodesta 2017 ja että liikevoitto ilman Diagnosticaa ja olennaisia myyntivoittoja laskee vuodesta 2017. Vertailukauden Q2- ja Q3-raportit olivat heikkoja, joten niihin yltäminen ei pitäisi olla Orionille yhtä haastavaa kuin Q1:llä. Laskimme liikevaihtoennusteemme uuden konsernirakenteen mukaiseksi ja odotamme Lääkeliiketoiminnan liikevaihdon laskevan tänä vuonna 3 % (aik. -2 %) tasolle 1005 MEUR (2017: 1034 MEUR). Laskimme jatkuvien toimintojen liikevoittoennustettamme 256 MEUR:oon (aik. 267 MEUR), mikä tarkoittaa 25,4 %:n liikevoittomarginaalia (Orionin pitkän aikavälin tavoite yli 25 %). Orion kuitaa Diagnostican myynnistä 128 MEUR:n myyntivoiton, minkä takia nostimme raportoitua liikevoittoennustettamme 40 % ennätyskorkealle 384 MEUR:oon. Myyntihinta oli Orionin kannalta erinomainen, mutta se laski myös kuluvasta vuodesta eteenpäin liikevoittoennusteitamme noin 5 %.

Analyytikko

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



Suositus

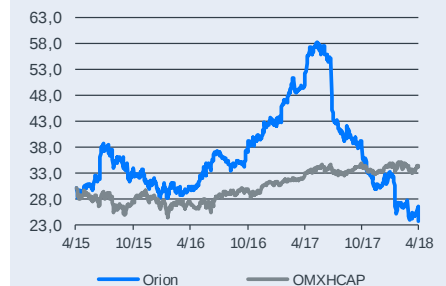
Lisää



Edellinen: Lisää

Tavoitehintaa 26,00 EUR

Edellinen: 28,00



Lähde: Reuters

Ei-lisen päätös 23,83 EUR

12 kk vaihteluväli 23,5-58,5 EUR

Potentiaali 9,1 %

Ohjeistus

Vuoden 2018 liikevaihto ilman Diagnosticaa on samalla tasolla tai laskee hieman vuodesta 2017 (1034 MEUR). Liikevoiton ilman Diagnosticaa ja olennaisia myyntivoittoja arvioidaan laskevan vuodesta 2017 (284 MEUR).

Ohjeistusmuutos: Uusi ohjeistus

Avainluvut

	Liikevaihto	Liikevoitto	Liikevoitto-	Tulos ennen	Tulos/	Osinko/	EV/	EV/	EV/	P/E	Osinko-
	MEUR	(EBIT)	marginaali	veroja (PTP)	osake	osake	Liikevaihto	EBITDA	EBIT	(x)	tuotto
	MEUR	MEUR	%	MEUR	EUR	EUR	(x)	(x)	(x)	(x)	%
2016	1 074	315	29,3 %	311	1,77	1,55	5,7	17,2	19,4	27,2	3,5 %
2017	1 034	284	27,5 %	278	1,54	1,45	3,8	12,1	13,8	17,7	5,3 %
2018e	1 005	384	38,2 %	378	2,31	1,45	3,3	7,8	8,6	17,0	6,1 %
2019e	1 024	269	26,2 %	265	1,49	1,45	3,2	10,6	12,4	16,0	6,1 %
2020e	1 055	274	26,0 %	270	1,52	1,45	3,2	10,4	12,2	15,7	6,1 %
Markkina-arvo, MEUR			3353	OPO / osake 2018e, EUR			5,69			CAGR EPS, 2017-2020, %	-1 %
Nettovelka 2018e, MEUR			-35	P/B 2018e			4,2			CAGR kasvu, 2017-2020, %	1 %
Yritysarvo (EV), MEUR			3318	Nettovelkaisuusaste 2018e, %			-4,4 %			ROE 2018e, %	43,9 %
Taseen koko 2018e, MEUR			1056	Omavaraisuusaste 2018e, %			75,8 %			ROCE 2018e, %	41,5 %

Q1-luvut jäivät vertailukaudesta kaikilla mittareilla

Orionin jatkuvien toimintojen (Lääkeliiketoiminta) liikevaihto laski 7 % vertailukaudesta ja oli 247 MEUR. Meidän ennusteamme liikevaihdolle oli 262 MEUR ja konsensusennuste 259 MEUR. Liikevaihtoon negatiivisesti vaikutti mm. Parkinson-tuotteiden myynnin lasku (-8 %), epäsuotuisat valuuttakurssit (-7 MEUR) ja vertailukaudesta pienemmät rojalit (-4 MEUR). Yhtiön vahva asema Suomessa on myös kokenyt kolahduksen alkuvuonna 2017 tapahtuneen vaihtokelpoisten reseptilääkkeiden viitehintajärjestelmän muutoksen kautta. Orionin myynti Suomessa on ollut vahvasti painottunut viitehintaisiin reseptilääkkeisiin (59 % myynnistä), joten viitehintajärjestelmän muutos on tehnyt loven erityisesti Orionin liikevaihtoon. Orion onkin menettänyt vuoden 2017 alusta lähtien markkinaosuutta Suomessa, mikä on ensimmäinen kerta miesmuistiin. Tätä vaikutusta oli viime vuonna osaltaan kärjistämässä Orionin käyttämän tukkurin Oriolan loppuvuoden jakeluongelmat.

Jatkuvien toimintojen liikevoitto laski 20 % vertailukaudesta ja oli 69,8 MEUR. Meidän ennusteamme liikevoitolle oli 82 MEUR ja konsensusennuste 80 MEUR. Odotukset oli valmiiksi asetettu vahvan vertailukauden alle, mutta tuotteiden generisoituminen, kiristynyt hintakilpailu, pienemmät etappimaksut ja epäsuotuiset valuuttakurssit vaikuttivat kuitenkin tulokseen selvästi odotuksia voimakkaammin. Kun yhtiö joutuu vielä laskevan myynnin keskellä laittamaan entistä enemmän panoksia markkinointiin ja T&K-kuluihin, on vertailukauden lukuihin hyvin vaikea yltää. Osakekohtainen tulos jäi 0,38 euroon, kun vertailukauden luku oli 0,48 euroa. Meidän ennusteamme oli jatkuvien toimintojen osalta 0,45 euroa. Konsensusennusteita jatkuville liiketoiminnoille ei liikevoiton alapuolelta ollut saatavissa, sillä konsensusennusteet kerättiin ennen Diagnostiikkaliiketoiminnan myyntiä.

Ennustetaulukko	Q1'17	Q1'18	Q1'18e	Q1'18e	Konsensus	Erotus (%)	2018e
MEUR / EUR	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Inderes
Liikevaihto	265,5	247,2	261,8	259,0	251,0	276,0	1004,6
Liikevoitto (oikaistu)	88,2	69,8	82,4	80,0	72,0	85,0	255,6
Liikevoitto	88,2	69,8	82,4	80,0	N/A	N/A	383,6
Tulos ennen veroja	85,4	68,7	80,9	N/A	N/A	N/A	377,6
EPS (oikaistu)	0,48	0,38	0,45	N/A	N/A	N/A	1,40
Osinko/osake							1,45
Liikevaihdon kasvu-%	1,3 %	-6,9 %	-1,4 %	-2,4 %	-5,5 %	-0,2 %	-2,8 %
Liikevoitto-% (oikaistu)	33,2 %	28,2 %	31,5 %	30,3 %	29,6 %	31,2 %	25,4 %

Lähde: Inderes ja Reuters (konsensus). Luvut sisältävät vain jatkuvat liiketoiminnot.

Ennustemuutokset pääosin negatiivisia

Orion päivitti kuluvan vuoden ohjeistusta koskemaan pelkästään jatkuvia liiketoimintoja. Orion arvioi, että 2018 liikevaihto ilman Diagnosticaa on samalla tasolla tai laskee hieman vuodesta 2017 (1034 MEUR) ja että liikevoitto ilman Diagnosticaa ja olennaisia myyntivoittoja laskee vuodesta 2017 (284 MEUR). Laskimme liikevaihtoennusteamme uuden konsernirakenteen mukaiseksi ja odotamme Lääkeliiketoiminnan liikevaihdon laskevan tänä vuonna 3 % (aik. -2 %) tasolle 1005 MEUR (2017: 1034 MEUR). Laskimme jatkuvien toimintojen liikevoittoennustettamme 256 MEUR:oon (aik. 267 MEUR), mikä tarkoittaa 25,4 %:n liikevoittomarginaalia (Orionin pitkän aikavälin tavoite yli 25 %). Orion kuittaa Diagnostican myynnistä 128 MEUR:n verovapaan myyntivoiton, minkä takia nostimme raportoitua liikevoittoennustettamme 39 % 384 MEUR:oon.

Diagnostican myyntihinta oli Orionin kannalta erinomainen ja tämän takia yhtiö tulee tekemään tänä vuonna ennätystuloksensa, mutta Diagnosticasta irtautuminen laski myös kuluista vuodesta eteenpäin liikevoittoennustettamme noin 5 %, sillä näkyvyys kauppahinnan tuottavasta lähivuosien uudelleensijoittamisesta on vielä hämärän peitossa. Omistaja-arvon kannalta järjestelyn järkevyyden määrittää se, miten Orion aikoo käyttää myynnistä saadut varat. Uskomme osan menevän uusiin lääkekehitysprojekteihin, joista Q1-raportin yhteydessä myös ilmoitettiin (ODM 208 eturauhassyöpä faasi I ja ODM 109 ALS-tauti faasi III), mutta osa saattaa olla korvamerkitty myös edellisvuoden tasaisen osingon ylläpitämiseen. Tästä syystä olemme pitäneet osinkoennusteamme muuttumattomana heikentyneistä tulosennusteista huolimatta.

Ennustemuutokset	2018e	2018e	Muutos	2019e	2019e	Muutos	2020e	2020e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	1072	1005	-6 %	1094	1024	-6 %	1127	1055	-6 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	275,3	255,6	-7 %	281,4	268,6	-5 %	286,9	273,8	-5 %
Liikevoitto	275,3	383,6	39 %	281,4	268,6	-5 %	286,9	273,8	-5 %
Tulos ennen veroja	269,3	377,6	40 %	277,5	264,7	-5 %	283,1	270,0	-5 %
EPS (ilman kertaeriä)	1,51	1,40	-7 %	1,56	1,49	-5 %	1,59	1,52	-5 %
Osakekohtainen osinko	1,45	1,45	0 %	1,45	1,45	0 %	1,45	1,45	0 %

Lähde: Inderes

Arvostuskertoimet

Päivitettyjen ennusteidemme mukaiset jatkuvien toimintojen P/E-luvut vuosille 2018 ja 2019 ovat 17x ja 16x, jotka ovat 10-20 % kansainvälisen verrokkiryhmän yläpuolella. Orionin nettovelattoman taseen huomioivat EV-pohjaiset tuloskertoimet (oikaistuna Diagnostican myyntivoitosta) ovat kuitenkin kuluvalle vuodelle noin 10 % verrokkiryhmän alapuolella (oikaistu EV/EBITDA 11x) ja vuonna 2019 verrokkiryhmän tasolla (EV/EBITDA 10,6x), ja mielestämme Diagnostican myynnin jälkeen EV-pohjaiset kertoimet ovat yhtiön kannalta relevantimpia arvostusmittareita. Tulospohjainen arvostus on tällä hetkellä Orionin historiallisen tason kanssa melko hyvin linjassa, minkä takia emme näe arvostuskertoimissa enää merkittävää laskuvaraa. Toinen asia on se, jos yhtiö alkaa jäämään selvästi tulosodotustemme alapuolelle jatkossakin (kuten Q1-raportissa), on osakekurssilla tilaa tulle alaspäin negatiivisten ennustemuutosten mukana. Jos uudet lääkekehitysprojektit etenevät positiivisesti (etenkin syksyllä julkaistavan eturauhassyöpätutkimuksen osalta) on tulosennusteissa ja arvostuskertoimissa arviomme mukaan vielä nousuvaraa.

Orionin lähivuosien tuloskehityksen odotetaan olevan melko synkkää. Yhtiö tulee tänä vuonna tekemään selvästi edellisvuotta heikommalla vertailukelpoisella liikevoiton 256 MEUR vs. 284 MEUR, mikä johtuu mm. valuutoista, Suomen viitehintajärjestelmän muutoksesta, suuren sopimusvalmistusasiakkaiden menetyksestä viime vuoden lopulla, Remsima-lääkkeen kansallisten tarjouskilpailujen häviämisestä Norjassa ja Tanskassa sekä kasvavista panostuksista myyntiin ja markkinointiin sekä T&K-toimintaan. Raportoitu tulos tulee kuitenkin olemaan ennätystasolla Diagnostican myyntivoitosta johtuen ja tase on erinomaisessa kunnossa kasvuinvestointeja varten. Ensi vuonna odotamme liikevaihdon kääntyvän noin 2 %:n kasvuun mm. uusien tuotelanseerausten ja uusille markkinoille laajentumisen ansiosta. Liikevoittomarginaalin odotamme kuitenkin pysyvän lähellä taloudellisen tavoitteen alarajaa (noin 25-26 % EBIT). Jos Orion pitää viime vuoden tasaisen osingon ennallaan (1,45 euroa), tarkoittaa se lähivuosille noin 6,1 %:n osinkotuottoa, joka on kaksinkertainen verrokkiryhmään nähden. Tämän vuoden raportoidusta tuloksesta laskettuna osingonjakosuhte olisi 63 % ja ensi vuoden osingonjakosuhte olisi hieman yli 90 %.

	Osakekurssi	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
Yhtiö		MEUR	MEUR	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e
Orion Oyj (konsensus)	23,83	3469	3826	13,8	12,9	12,1	11,6	3,6	3,5	15,5	14,5	6,0	6,3	4,8
Abbott Laboratories	58,53	84176	99344	18,8	17,4	15,8	14,4	3,9	3,7	20,5	18,3	1,9	2,0	3,2
Johnson & Johnson	127,07	278724	292065	14,2	13,5	12,0	11,3	4,4	4,2	15,6	14,8	2,8	3,0	5,1
Eli Lilly and Co	79,91	71790	76450	15,2	14,1	12,8	12,0	4,0	3,9	16,4	15,1	2,9	3,0	6,1
Merck & Co Inc	60,70	133037	146263	12,9	12,4	11,6	11,0	4,3	4,2	14,4	13,5	3,2	3,3	4,9
Novo Nordisk A/S	288,65	76077	72864	11,7	10,9	10,9	10,1	4,9	4,7	18,1	17,4	2,8	2,8	12,5
Pfizer Inc	37,09	179329	198882	11,7	11,3	10,4	10,1	4,5	4,4	12,5	12,0	3,7	4,0	3,3
Amgen Inc	173,68	95617	90427	9,7	9,6	8,3	8,4	4,9	4,9	13,0	12,3	2,9	3,1	5,1
Bayer AG	97,97	85305	86170	11,8	10,6	9,1	8,4	2,4	2,3	14,6	13,4	2,8	3,0	2,2
Novartis AG	75,76	166079	189467	17,7	16,7	13,5	12,9	4,4	4,3	14,7	13,9	3,8	4,0	2,3
Sanofi SA	65,42	83073	87716	10,2	9,6	7,9	7,6	2,5	2,4	12,1	11,2	4,7	4,8	1,4
AbbVie Inc	92,97	121104	143696	12,4	10,9	11,7	10,3	5,4	5,1	12,3	10,6	3,8	4,3	21,6
Orion (Inderes)	23,83	3353	3318	8,6	12,4	7,8	10,6	3,3	3,2	17,0	16,0	6,1	6,1	4,2
Keskiarvo				13,3	12,5	11,3	10,7	4,1	4,0	15,0	13,9	3,5	3,6	6,0
Mediaani				12,7	11,9	11,6	10,6	4,3	4,2	14,7	13,7	3,1	3,2	4,8
Erotus-% vrt. mediaani				-32 %	4 %	-33 %	-1 %	-24 %	-23 %	16 %	17 %	98 %	89 %	-14 %

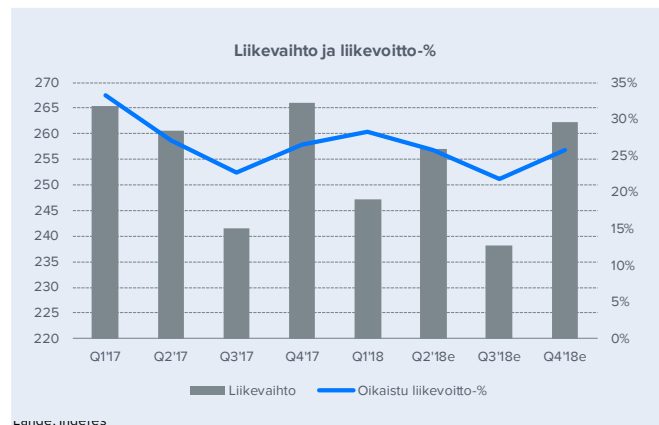
Lähde: Reuters / Inderes. Huomautus: Inderesin käyttämä markkina-arvo ei ota huomioon yhtiön hallussa olevia omia osakkeita.

Tuloslaskelma ja ennusteet vuosineljänneksittäin

Tuloskehitys kvartaalitasolla	2016	Q1'17	Q2'17	Q3'17	Q4'17	2017	Q1'18	Q2'18e	Q3'18e	Q4'18e	2018e	2019e	2020e
Liikevaihto	1073,5	265,5	260,7	241,5	266,0	1033,6	247,2	257,0	238,1	262,3	1004,6	1023,8	1054,6
Lääkeliiketoiminta	1021,6	265,5	260,7	241,5	266,0	1033,6	247,2	258,0	239,1	263,3	1007,6	1027,8	1058,6
Diagnostiikkaliiketoiminta	54,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Konsernierät	-2,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-1,0	-1,0	-1,0	-3,0	-4,0	-4,0
Käyttökate	355,2	97,8	81,6	65,4	78,8	323,6	80,4	204,8	62,6	78,2	426,0	315,1	321,2
Poistot ja arvonalennukset	-40,6	-9,6	-11,1	-10,5	-8,3	-39,5	-10,6	-10,6	-10,6	-10,6	-42,4	-46,5	-47,4
Liikevoitto ilman kertaeriä	292,6	88,2	70,5	54,9	70,5	284,1	69,8	66,2	52,0	67,6	255,6	268,6	273,8
Liikevoitto	314,6	88,2	70,5	54,9	70,5	284,1	69,8	194,2	52,0	67,6	383,6	268,6	273,8
Lääkeliiketoiminta	316,4	90,2	73,5	57,4	75,2	296,3	72,5	69,7	55,0	71,1	268,3	280,6	285,8
Diagnostiikkaliiketoiminta	8,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Konsernierät	-10,2	-2,0	-3,0	-2,5	-4,7	-12,2	-2,7	-3,5	-3,0	-3,5	-12,7	-12,0	-12,0
Nettorahoituskulut	-4,1	-2,9	-1,2	-1,0	-1,5	-6,5	-1,5	-1,5	-1,5	-1,5	-6,0	-3,8	-3,8
Tulos ennen veroja	310,9	85,4	69,3	54,0	69,0	277,6	68,3	192,7	50,5	66,1	377,6	264,7	270,0
Verot	-61,9	-18,6	-14,2	-11,3	-16,5	-60,5	-14,3	-13,6	-10,6	-13,9	-52,4	-55,6	-56,7
Vähennistöosuudet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	249,0	66,8	55,1	42,6	52,5	217,1	54,0	179,1	39,9	52,2	325,1	209,1	213,3
EPS (oikaistu)	1,61	0,48	0,39	0,30	0,37	1,54	0,38	0,36	0,28	0,37	1,40	1,49	1,52
EPS (raportoitu)	1,77	0,47	0,39	0,30	0,37	1,54	0,38	1,27	0,28	0,37	2,31	1,49	1,52

Tunnusluvut	2016	Q1'17	Q2'17	Q3'17	Q4'17	2017	Q1'18	Q2'18e	Q3'18e	Q4'18e	2018e	2019e	2020e
Liikevaihdon kasvu-%	5,7 %	1,3 %	-4,6 %	-6,6 %	-5,0 %	-3,7 %	-6,9 %	-1,4 %	-1,4 %	-1,4 %	-2,8 %	1,9 %	3,0 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	9,8 %	9,8 %	-15,6 %	-21,6 %	20,1 %	-2,9 %	-20,8 %	-6,1 %	-5,4 %	-4,1 %	-10,0 %	5,1 %	2,0 %
Käyttökate-%	33,1 %	36,8 %	31,3 %	27,1 %	29,6 %	31,3 %	32,5 %	79,7 %	26,3 %	29,8 %	42,4 %	30,8 %	30,5 %
Oikaistu liikevoitto-%	27,3 %	33,2 %	27,0 %	22,7 %	26,5 %	27,5 %	28,2 %	25,7 %	21,8 %	25,8 %	25,4 %	26,2 %	26,0 %
Nettotulos-%	23,2 %	25,2 %	21,2 %	17,7 %	19,7 %	21,0 %	21,8 %	69,7 %	16,8 %	19,9 %	32,4 %	20,4 %	20,2 %

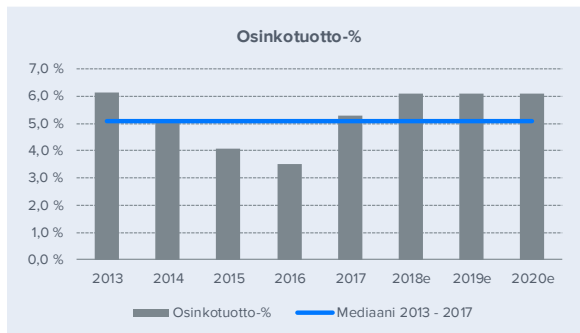
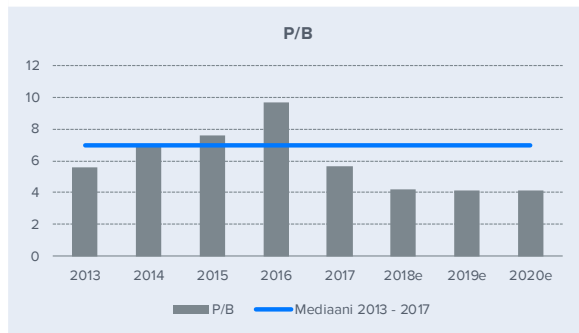
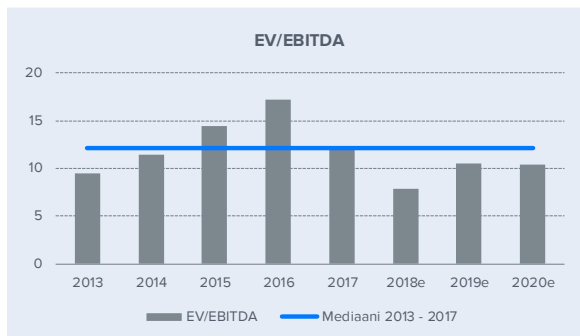
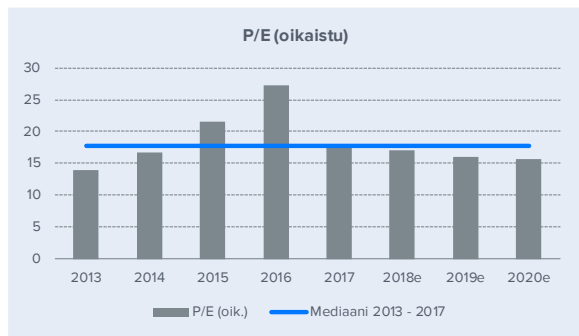
Lähde: Inderes



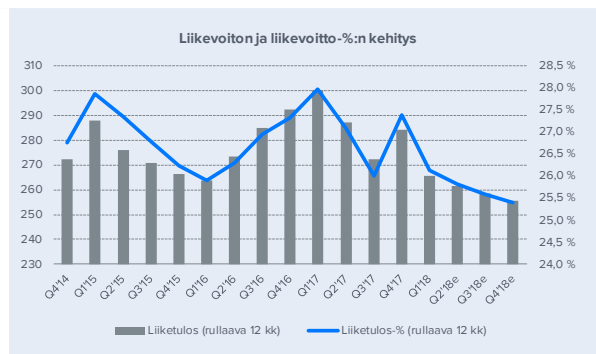
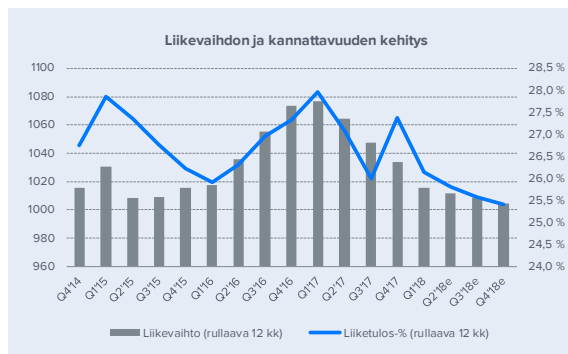
Arvostus

Arvostustaso	2013	2014	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Osakekurssi	20,35	25,03	31,97	44,00	27,35	23,83	23,83	23,83
Markkina-arvo	2867	3596	4502	6186	3845	3353	3353	3353
Yritysarvo (EV)	2910	3571	4445	6106	3924	3318	3326	3339
P/E (oik.)	13,9	16,7	21,6	27,2	17,7	17,0	16,0	15,7
P/E	13,9	16,7	21,6	24,8	17,7	10,3	16,0	15,7
P/Kassavirta	18,7	12,8	27,2	27,5	148,6	10,4	16,9	17,2
P/B	5,6	7,0	7,6	9,6	5,7	4,2	4,2	4,1
P/S	2,8	3,5	4,4	5,8	3,7	3,3	3,3	3,2
EV/Liikevaihto	2,9	3,5	4,4	5,7	3,8	3,3	3,2	3,2
EV/EBITDA	9,5	11,4	14,4	17,2	12,1	7,8	10,6	10,4
EV/EBIT	10,9	13,1	16,7	19,4	13,8	8,6	12,4	12,2
Osinko/tulos (%)	85,2 %	86,6 %	88,0 %	87,5 %	93,9 %	62,8 %	97,5 %	95,6 %
Osinkotuotto-%	6,1 %	5,1 %	4,1 %	3,5 %	5,3 %	6,1 %	6,1 %	6,1 %

Lähde: Inderes



Tulostrendi (rullaava 12 kk)

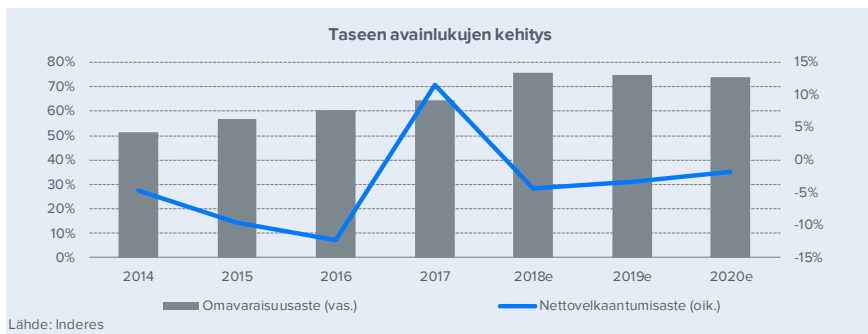


Tase ja kassavirtalaskelma

Tase

Vastaavaa (MEUR)	2015	2016	2017	2018e	2019e
Pysyvät vastaavat	371	369	432	450	457
Liikearvo	14	14	14	14	14
Aineettomat oikeudet	42	38	37	36	36
Käyttöomaisuus	276	289	323	342	348
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	3	0	0	0	0
Muut sijoitukset	7	0	0	0	0
Muut pitkäaikaiset varat	29	27	57	57	57
Laskennalliset verosaamiset	1	1	1	1	1
Vaihtuvat vastaavat	674	691	621	604	615
Varastot	206	228	225	219	223
Muut lyhytaikaiset varat	31	32	32	32	32
Myyntisaamiset	192	200	199	193	197
Likvidit varat	245	232	164	159	163
Taseen loppusumma	1047	1063	1056	1056	1074

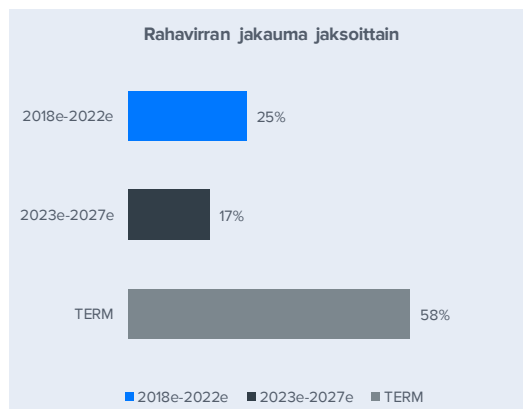
Vastattavaa (MEUR)	2015	2016	2017	2018e	2019e
Oma pääoma	595	641	680	801	806
Osakepääoma	92	92	92	92	92
Kertyneet voittovarot	495	547	585	706	711
Omat osakkeet	0	0	0	0	0
Uudelleenarvostusrahasto	0	0	1	1	1
Muu oma pääoma	7	3	2	2	2
Vähemmistöosuus	0	0	0	0	0
Pitkäaikaiset velat	219	191	196	149	159
Laskennalliset verovelat	38	37	42	42	42
Varaukset	0	0	0	0	0
Lainat rahoituslaitoksilta	178	150	150	103	113
Vaihtovelkakirjalainat	0	0	0	0	0
Muut pitkäaikaiset velat	3	3	3	3	3
Lyhytaikaiset velat	233	231	180	106	109
Lainat rahoituslaitoksilta	10	2	92	21	22
Lyhytaikaiset korottomat velat	99	106	83	81	82
Muut lyhytaikaiset velat	124	122	4	4	4
Taseen loppusumma	1047	1063	1056	1056	1074



DCF-laskelma

Kassavirtalaskelma (MEUR)	2017	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	TERM	
Liikevoitto	284,1	383,6	268,6	273,8	282,4	288,1	293,9	299,7	305,7	311,9	318,1		
+ Kokonaispoistot	39,5	41,6	46,5	47,4	48,8	50,3	51,3	52,3	53,4	54,4	55,5		
- Maksetut verot	-55,1	-53,0	-55,6	-56,7	-58,5	-59,7	-60,9	-62,1	-63,4	-64,7	-66,8		
- verot rahoituskuluista	-1,5	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8	0,0		
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0		
- Käyttöpääoman muutos	-138,3	10,0	-6,3	-10,2	-10,5	-7,2	-7,3	-7,5	-7,6	-7,8	-7,9		
Operatiivinen kassavirta	128,7	381,4	252,4	253,5	261,4	270,7	276,1	281,6	287,3	293,0	298,9		
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0		
- Bruttoinvestoinnit	-102,8	-59,0	-53,7	-59,0	-60,7	-58,4	-59,6	-60,8	-62,0	-63,2	-64,5		
Vapaa operatiivinen kassavirta	25,9	322,4	198,7	194,6	200,7	212,3	216,5	220,8	225,3	229,8	234,4		
+/- Muut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0		
Vapaa kassavirta	25,9	322,4	198,7	194,6	200,7	212,3	216,5	220,8	225,3	229,8	234,4	4476,7	
Diskontattu vapaa kassavirta			307,1	176,3	160,8	154,6	152,3	144,7	137,5	130,7	124,2	118,0	2254,1
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		3860,3	3553,2	3376,9	3216,1	3061,5	2909,2	2764,5	2626,9	2496,3	2372,1	2254,1	
Velaton arvo DCF		3860,3											
- Korolliset velat		-242,7											
+ Rahavarat		164,1											
- Vähemmistöosuus		0,0											
- Osinko/pääomapalautus		-203,8											
Oman pääoman arvo DCF		3577,8											
Oman pääoman arvo DCF per osake		25,43											

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



Tiivistelmä

Tuloslaskelma	2015	2016	2017	2018e	2019e
Liikevaihto	1015,6	1073,5	1033,6	1004,6	1023,8
EBITDA	308,3	355,2	323,6	425,2	315,1
EBITDA-marginaali (%)	30,4	33,1	31,3	42,3	30,8
EBIT	266,6	314,6	284,1	383,6	268,6
Voitto ennen veroja	262,3	310,9	277,6	377,9	264,7
Nettovoitto	208,1	249,0	217,1	324,9	209,1
Kertaluontoiset erät	0,0	22,0	0,0	128,0	0,0

Tase	2015	2016	2017	2018e	2019e
Taseen loppusumma	1047,4	1062,9	1055,5	1056,0	1074,1
Oma pääoma	594,9	641,4	679,7	800,8	805,9
Liikearvo	13,5	13,5	13,5	13,5	13,5
Korolliset velat	187,8	152,5	242,7	124,5	135,9

Kassavirta	2015	2016	2017	2018e	2019e
EBITDA	308,3	355,2	323,6	425,2	315,1
Nettokäyttöpääoman muutos	-1,8	-25,6	-138,3	10,0	-6,3
Operatiivinen kassavirta	264,7	265,7	128,7	381,4	252,4
Vapaa kassavirta	165,3	224,8	25,9	322,4	198,7

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

Osakekohtaiset luvut	2015	2016	2017	2018e	2019e
EPS	1,48	1,77	1,54	2,31	1,49
EPS oikaistu	1,48	1,61	1,54	1,40	1,49
Operat. kassavirta per osake	1,88	1,89	0,92	2,71	1,79
Tasearvo per osake	4,22	4,56	4,83	5,69	5,73
Osinko per osake	1,30	1,55	1,45	1,45	1,45
Voitonjako, %	88	87	94	63	98
Osinkotuotto, %	4,1	3,5	5,3	6,1	6,1

Tunnusluvut	2015	2016	2017	2018e	2019e
P/E	21,6	24,8	17,7	10,3	16,0
P/B	7,6	9,6	5,7	4,2	4,2
P/Liikevaihto	4,4	5,8	3,7	3,3	3,3
P/CF	17,0	23,3	29,9	8,8	13,3
EV/Liikevaihto	4,4	5,7	3,8	3,3	3,2
EV/EBITDA	14,4	17,2	12,1	7,8	10,6
EV/EBIT	16,7	19,4	13,8	8,6	12,4

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

Suosituksistoria, viimeiset 12 kk

Päivämäärä	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
28.4.2016	Vähennä	29,00 €	30,50 €
16.6.2016	Myy	30,00 €	35,00 €
20.7.2016	Myy	32,00 €	37,05 €
26.10.2016	Myy	33,00 €	37,20 €
9.2.2017	Myy	38,00 €	42,85 €
27.4.2017	Myy	42,00 €	51,85 €
20.7.2017	Myy	42,00 €	47,79 €
28.8.2017	Vähennä	40,00 €	39,93 €
5.10.2017	Vähennä	38,00 €	39,84 €
27.10.2017	Vähennä	35,00 €	35,60 €
8.2.2018	Vähennä	28,00 €	27,35 €
4.4.2018	Lisää	28,00 €	24,30 €
25.4.2018	Lisää	26,00 €	23,83 €

Vastuuvapauslauseke

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

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

Tuotetut raportit on tarkoitettu informatiiviseen käyttöön, joten raportteja ei tule käsittää tarjoukseksi tai kehotukseksi ostaa, myydä tai merkitä sijoitustuotteita. Asiakkaan tulee myös ymmärtää, että historiallinen kehitys ei ole tae tulevasta. Tehdessään päätöksiä sijoitustoimenpiteistä, asiakkaan tulee perustaa päätöksensä omaan tutkimukseensa, sekä arvioonsa sijoituskohteen arvoon vaikuttavista seikoista ja ottaa huomioon omat tavoitteensa, taloudellinen tilanteensa sekä tarvittaessa käytettävä neuvonantajia. Asiakas vastaa sijoituspäätöksensä tekemisestä ja niiden taloudellisesta tuloksesta.

Inderesin tuottamia raportteja ei saa muokata, kopioida tai saattaa toisten saataville kokonaisuudessaan tai osissa ilman Inderesin kirjallista suostumusta. Mitään tämän raportin osaa tai raporttia kokonaisuudessaan ei saa missään muodossa luovuttaa, siirtää tai jakaa Yhdysvaltoihin, Kanadaan tai Japaniin tai mainittujen valtioiden kansalaisille. Myös muiden valtioiden lainsäädännössä voi olla tämän raportin tietojen jakeluun liittyviä rajoituksia ja henkilöiden, joita mainitut rajoitukset voivat koskea, tulee ottaa huomioon mainitut rajoitukset.

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen tämänhetkisen hinnan ja 12 kuukauden tavoitehintamme väliseen prosenttiero. Suosituspolitiikka on neliportainen suositukseen myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään neljä kertaa vuodessa yhtiöiden osavuosikatsausten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvion mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmäärittämenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF) ja lisäarvomalli (EVA), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi.

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

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

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

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

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