

Haasteita riittää monesta suunnasta, eikä arvostus vielä houkuttele

Toistamme Oriolan vähennä-suosituksen ja laskemme tavoitehinnan 3,3 euroon (aik. 3,4 euroa). Yhtiön Q3-raportti oli erittäin heikko ja mielestämme yhtiö kohtaa SAP-ongelmien, Ruotsin apteekkimarkkinan kiristyvän kilpailutilanteen ja käynnissä olevien investointien takia tällä hetkellä turhan paljon haasteita. Vahvojen positiivisten tulosajurien puuttuessa emme pidä osakkeen arvostusta viimeaikaisesta kurssilaskusta huolimatta vielä riittävän houkuttelevana ja jääme siksi odottamaan merkkejä positiivisesta käänteestä.

Ennakkovaroituksesta huolimatta Q3 jäi odotuksia heikommaksi

Oriolan Q3-raportti oli odotuksiamme heikompi, vaikka yhtiö oli lokakuun alussa varoittanut toiminnanohjausjärjestelmän käyttöönotosta syntyneiden ongelmien negatiivisesta tulosvaikutuksesta. Liikevaihto laski 1,4 % vertailukaudesta ja oli 378 MEUR. Konsensusennuste oli 389 MEUR ja meidän ennustemme 382 MEUR. Liikevaihdon lasku johtui täysin Palvelut-liiketoiminnasta (-4,8 %), sillä sekä Kuluttaja-liiketoiminta (+0,6 %) että Terveystuotteiden liiketoiminta (+58,6 %) onnistuivat kasvattamaan liikevaihtoaan vertailukaudesta.

Suomessa syyskuun alussa käyttöönotettu SAP-järjestelmä pilasi tuloksen

Liikevoitto laski 10,7 MEUR:oon (Q3'16: 16,3 MEUR), mikä jäi alle konsensuksen (13,1 MEUR) ja meidän ennustemme (11,8 MEUR). Yhtiö otti syyskuun alussa Suomen toiminnoissa käyttöön uuden SAP-toiminnanohjausjärjestelmän, joka aiheutti odottamattomia vaikeuksia ja haittasi Suomen jakelua. Tehokkuus kärsi ja toimituksissa tapahtui suunnittelelmattomia keskeytyksiä. Yhtiö joutui lisäämään resursseja kaikkiin kriittisiin toimintoihin ja henkilöstö on joutunut työskentelemään vuorokauden ympäri, jotta ongelmat on saatu korjattua ja tuotteet toimitettua asiakkaille. Johto totesi, että yhtiöltä lähti syyskuussa yli 200 hätätoimitusta päivässä takseilla ja lentorahdilla apteekkeille ja sairaaloille, mikä näkyi kannattavuudessa. Johdon mukaan ongelmien vaikutus Q3-liikevoittoon oli -5 MEUR ja järjestelmän pitkittyneen käyttöönottovaiheen kustannukset tulevat rasittamaan myös Q4-tulosta. Liiketoiminnan nettorahavirta jäi myös poikkeuksellisesti Q3:lla negatiiviseksi (-24 MEUR vs. Q3'16: +19 MEUR), sillä monet apteekit ovat venyttäneet laskujensa maksamista siihen asti, kun viallisten/vajaiden toimitusten epäselvyydet on saatu selvitettyä Oriolan kanssa.

Yhtiö kohtaa kannattavuushaasteita nyt monelta rintamalta

Matalien katteiden tukkuliiketoiminnassa kaikki häiriöt ja manuaalisen työn lisääminen voivat aiheuttaa suuriakin notkahduksia tulokseen, eikä vielä ole varmaa, miten kauan Oriolalla kestää saada tilanne normalisoitua. Yhtiön mukaan lääketoimitusten toimitusvarmuus on palannut lokakuussa normaali tasolle, ja ei-lääkkeellisten tuotteiden osalta normaali taso saavutetaan lokakuun loppuun mennessä. Arvioimme, että ongelman jälkipyykki voi jatkua pidempään ja negatiivisten tulosyllätysten mahdollisuus on edelleen korkea. Tulokunto kärsii SAP-ongelmien lisäksi yhtiön kohtaamasta kireästä apteekkikaupan tilanteesta Ruotsissa ja Keskon kanssa perustettavasta hyvinvointiketjusta, jonka odotetaan tekevän ketjun rakentamisvaiheessa (2017-2019) tappiota. Oriolan osuuden vuoden 2017 tappiosta arvioidaan olevan 1,5 MEUR.

Analyytikko

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



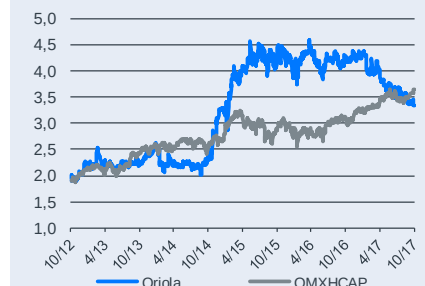
Suositus Vähennä



Edellinen: Vähennä

Tavoitehintaa 3,30 EUR

Edellinen: 3,40



Lähde: Bloomberg

Ei-lisän päätös 3,35 EUR

12 kk vaihteluväli 3,31-4,43 EUR

Potentiaali -1,5 %

Ohjeistus

Jatkuvien liiketoimintojen vertailukelpoisin valuuttakurssien lasketun oikaistun liikevoiton arvioidaan laskevan vuoden 2016 tasosta. Vuoden 2016 vertailukelpoisin valuuttakurssien laskettu jatkuvien liiketoimintojen oikaistu liikevoitto oli 59,3 MEUR.

Ohjeistusmuutos: Ennallaan

Avainluvut

	Liikevaihto	Liikevoitto (EBIT)	Liikevoitto-marginaali	Tulos ennen veroja (PTP)	Tulos/osake	Osinko/osake	EV/Liikevaihto	EV/EBITDA	EV/EBIT	P/E	Osinko-tuotto
	MEUR	MEUR	%	MEUR	EUR	EUR	(x)	(x)	(x)	(x)	%
2015	1 626	63	3,8 %	56	0,25	0,13	0,5	9,5	13,0	18,3	3,0 %
2016	1 589	58	3,6 %	53	0,23	0,14	0,5	9,3	14,3	17,7	3,2 %
2017e	1 544	45	2,9 %	41	0,17	0,14	0,5	9,8	15,8	19,3	4,2 %
2018e	1 599	53	3,3 %	49	0,21	0,16	0,4	7,8	12,7	15,7	4,8 %
2019e	1 641	58	3,5 %	54	0,23	0,18	0,4	7,2	11,4	14,4	5,4 %
Markkina-arvo, MEUR			608	OPO / osake 2017e, EUR			1,17	CAGR EPS, 2016-2019, %			0 %
Nettovelka 2017e, MEUR			99	P/B 2017e			2,9	CAGR kasvu, 2016-2019, %			1 %
Yritysarvo (EV), MEUR			706	Nettovelkaisuusaste 2017e, %			46,6 %	ROE 2017e, %			15,2 %
Taseen koko 2017e, MEUR			924	Omavaraisuusaste 2017e, %			22,9 %	ROCE 2017e, %			12,7 %

Q3 jäi ennusteista kaikilla riveillä

Liikevaihto laski Q3:lla 1,4 % ja oli 378 MEUR (Q3'16: 383 MEUR). Konsensusennuste oli 389 MEUR ja meidän ennusteemme 382 MEUR. Yhtiö kertoi menettäneensä Q3:lla noin 4 MEUR liikevaihtoa, koska ei-lääkkeellisten tuotteiden jakelu oli vain osittain mahdollista syyskuun aikana. Liikevaihdon lasku johtui täysin Palvelut-liiketoiminnasta, sillä Kuluttaja- ja Terveystuotteiden-liiketoiminta onnistuivat kasvamaan.

Liikevoitto laski 10,7 MEUR:oon (Q3'16: 16,3 MEUR), mikä jäi sekä konsensusennusteen (13,1 MEUR) että meidän ennusteemme (11,8 MEUR) alapuolelle. Jakeluongelmien takia menetetty myyntikate, lisätyt työvuorot ja lääketoimitusten varmistamisen kustannukset alensivat yhtiön mukaan Palvelut-liiketoiminnan Q3-liikevoittoa 5 MEUR:lla ja segmentin oikaistu liikevoitto laski 3,6 MEUR:oon (Q3'16: 8,5 MEUR) jääden hieman meidän 4,3 MEUR:n ennusteestamme. Yhtiön mukaan järjestelmän pitkittyneen käyttöönottoaiheen kustannukset tulevat rasittamaan myös Q4-tulosta.

Kuluttaja-liiketoiminnassa Ruotsissa yhtiö kertoi kilpailun markkinoilla olevan intensiivistä ja kustannukset verkkokaupan kehittämisestä ja uusien apteekkien avaamisesta rasittivat liiketoiminnan kannattavuutta. Suomessa Keskon kanssa perustettavan terveys- ja hyvinvointiketjun käynnistämisestä aiheutuneet kustannukset rasittivat myös Kuluttaja-liiketoiminnan kannattavuutta ja segmentin oikaistu liikevoitto laski 7,6 MEUR:oon (Q3'16: 9,4 MEUR) jääden selvästi meidän 8,9 MEUR:n ennusteestamme.

Viime vuonna perustettu Terveystuotteiden-liiketoiminta jäi vielä hieman tappiolliseksi (liikevoitto -0,3 MEUR) ja oli hyvin lähellä meidän -0,2 MEUR:n ennustettamme. Segmentti on kuitenkin vielä niin pieni, ettei sillä ole merkittävää vaikutusta konsernitason lukujen kannalta. Vuoden jälkimmäinen puolisko ja sitä kautta myös Oriolan koko vuoden 2017 tulos tulee jäämään erittäin heikoksi SAP-ongelmien ja Kuluttaja-segmentin kiristyneen kilpailutilanteen vuoksi.

Ennustetaulukko	Q3'16	Q3'17	Q3'17e	Q3'17e	Konsensus	Erotus (%)	2017e
MEUR / EUR	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Inderes
Liikevaihto	383	378	382	389	380	394	1544
Liikevoitto (oikaistu)	16,5	9,7	11,8	13,1	11,0	15,0	44,8
Liikevoitto	16,3	10,7	11,8	13,1	11,0	15,0	45,0
Tulos ennen veroja	15,1	10,0	10,8	12,4	10,0	14,0	40,6
EPS (oikaistu)	0,07	0,04	0,05	0,05	0,04	0,06	0,17
Osinko/osake							0,14
Liikevaihdon kasvu-%	1,5 %	-1,4 %	-0,3 %	1,6 %	-0,8 %	2,9 %	-2,8 %
Liikevoitto-% (oikaistu)	4,3 %	2,6 %	3,1 %	3,4 %	2,9 %	3,8 %	2,9 %

Lähde: Inderes & Inquiry Financial (konsensus)

Ennustemuutokset

Oriola toisti lavean ohjeistuksensa, emmekä usko yhtiön pystyvän ongelmien luonteen takia antamaan tällä hetkellä tarkempaa ohjeistusta. Ohjeistuksen mukaan jatkuvien liiketoimintojen vertailukelpoisin valuuttakurssein lasketun oikaistun liikevoiton arvioidaan laskevan vuoden 2016 tasosta (2016: 59,3 MEUR). Laskimme ennakoitua heikomman Q3-raportin ja epävarmojen loppuvuoden näkymien takia 2017-liikevoittoennusteemme 45,0 MEUR:oon (aik. 46,6 MEUR).

Konsensusennuste liikevoitolle ennen Q3-raporttia oli 51 MEUR ja arvioimme myös siinä olevan heikon Q3-raportin jälkeen laskupainetta. Yhtiö kommentoi Ruotsin apteekkimarkkinan kilpailutilanteen olevan haastava ja nopeasti kasvavan verkkokaupan kiristävän kilpailua entisestään. Näiden Ruotsin tilannetta koskevien kommenttien takia laskimme myös vuosien 2018 ja 2019 liikevoittoennusteitamme 53 MEUR:oon (aik. 55 MEUR) ja 58 MEUR:oon (aik. 60 MEUR).

Ennustemuutokset	2017e	2017e	Muutos	2018e	2018e	Muutos	2019e	2019e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	1516	1544	2 %	1626	1599	-2 %	1655	1641	-1 %
Käyttökate	76,7	72,6	-5 %	88,4	87,1	-1 %	93,9	91,0	-3 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	47,4	44,8	-6 %	54,5	53,4	-2 %	59,5	57,7	-3 %
Liikevoitto	46,6	45,0	-4 %	54,5	53,4	-2 %	59,5	57,7	-3 %
Tulos ennen veroja	42,0	40,6	-3 %	50,5	49,4	-2 %	55,5	53,7	-3 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,18	0,17	-6 %	0,22	0,21	-2 %	0,24	0,23	-3 %
Osakekohtainen osinko	0,14	0,14	0 %	0,16	0,16	0 %	0,18	0,18	0 %

Lähde: Inderes

Arvostuskertoimet

Tulospohjainen arvostus selvästi verrokkiryhmän yläpuolella

Oriolan osake on laskenut vuoden alusta yli 20 % heikon alkuvuoden tuloskehityksen ja syyskuun alussa ilmenneiden toimitusongelmien venymisen vuoksi. Osakekurssin viimeaikaisesta laskusta huolimatta emme pidä yhtiön arvostusta vielä lähivuosien tulonäkymiin ja riskeihin peilattuna houkuttelevana, minkä takia pysymme suositukssamme vähennä-puolella. Päivitettyjen ennusteidemme mukaiset P/E-luvut vuosille 2017 ja 2018 ovat 19x ja 16x. Vastaavat EV/EBIT-kertoimet ovat noin 16x ja 13x.

Molemmat tulospohjaiset kertoimet ovat vuoden 2017 ennusteilla noin 40 % kansainvälisen verrokkiryhmän yläpuolella ja vuoden 2018 tulospohjaiset kertoimet ovat noin 20 % kansainvälisen verrokkiryhmän yläpuolella. Ennustamamme 4,2 % ja 4,8 %:n osinkotuotot rajaavat osakkeen suurinta laskuvaraa, mutta eivät mielestämme itsessään riitä perustelemaan osakkeen ostoa.

Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
		MEUR	MEUR	2017e	2018e	2017e	2018e	2017e	2018e	2017e	2018e	2017e	2018e	2017e
Oriola (konsensus)	3,35	620	704	14,0	11,8	8,9	7,8	0,4	0,4	16,9	14,2	4,3	4,9	2,8
CVS Health Corp	74,98	65710	86630	10,1	9,8	8,1	7,8	0,6	0,5	12,9	12,0	2,6	2,9	2,2
Rite Aid Corp	1,75	1620	7491	19,3	63,3	7,7	11,1	0,3	0,3	38,4				3,1
Walgreens Boots Alliance Inc	67,24	61235	67903	11,2	10,5	9,5	8,7	0,7	0,6	13,5	12,3	2,3	2,4	2,4
Cardinal Health Inc	66,81	17810	20917	8,8	8,8	8,2	7,8	0,2	0,2	12,4	13,4	2,6	2,8	3,0
McKesson Corp	150,78	26776	32910	9,8	10,4	8,5	8,8	0,2	0,2	12,0	12,4	0,8	0,8	3,4
AmerisourceBergen Corp	81,65	15251	17356	10,1	9,9	9,0	8,6	0,1	0,1	13,9	13,6	1,8	1,9	7,2
PharMerica Corp	29,18	771	1128	11,7	11,7	9,4	8,5	0,6	0,5	15,0	13,3			1,7
Oriola (Inderes)	3,35	608	706	15,8	12,7	9,8	7,8	0,5	0,4	19,3	15,7	4,2	4,8	2,9
Keskiarvo				11,9	17,0	8,7	8,7	0,4	0,4	16,9	13,0	2,4	2,6	3,2
Mediaani				10,7	10,4	8,7	8,5	0,4	0,4	13,7	13,3	2,4	2,6	2,9
Erotus-% vrt. mediaani				48 %	22 %	12 %	-9 %	27 %	17 %	41 %	18 %	73 %	84 %	-1 %

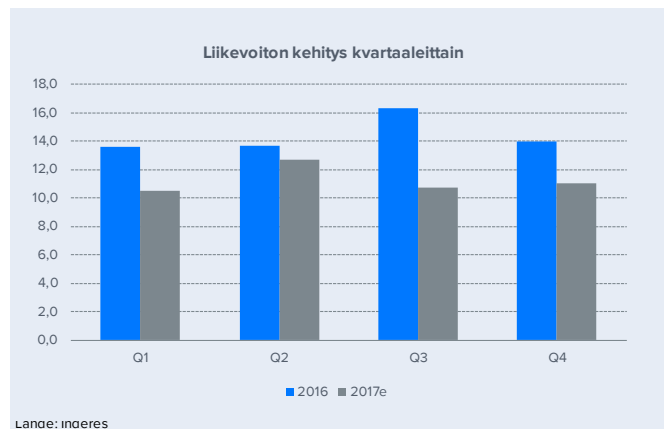
Lähde: Bloomberg / Inderes. Huomautus: Inderesin käyttämä markkina-arvo ei ota huomioon yhtiön hallussa olevia omia osakkeita.

Tuloslaskelma ja ennusteet vuosineljänneksittäin

Tuloskehitys kvartaalitasolla	2015	Q1'16	Q2'16	Q3'16	Q4'16	2016	Q1'17	Q2'17	Q3'17	Q4'17e	2017e	2018e	2019e
Liikevaihto	1626,3	387,5	407,0	382,9	411,2	1588,6	367,4	387,5	377,6	411,5	1544,0	1598,9	1640,6
<i>Kuluttaja</i>	777,1	193,8	202,8	186,1	189,2	771,9	191,9	194,2	187,2	189,2	762,5	777,7	797,2
<i>Palvelut</i>	1183,4	280,6	292,0	270,6	299,4	1142,6	245,4	263,9	257,7	290,4	1057,4	1068,0	1078,7
<i>Terveystenhoito</i>	0,0	5,0	8,1	10,7	12,4	36,2	14,1	16,8	17,0	16,1	64,0	73,6	88,3
<i>Segmenttien välinen liikevaihto</i>	-334,2	-91,9	-95,9	-84,5	-89,8	-362,1	-84,0	-87,4	-84,2	-84,2	-339,8	-320,4	-323,6
<i>Konsernihallinto ja muut</i>	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<i>Konsernihallinto ja muut</i>	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Käyttökate	85,1	19,8	20,1	29,3	20,4	89,6	17,4	19,5	16,4	19,3	72,6	87,1	91,0
<i>Poistot ja arvonalennukset</i>	-22,6	-6,2	-6,4	-13,0	-6,4	-32,0	-7,0	-6,8	-5,7	-8,2	-27,6	-33,7	-33,3
Liikevoitto ilman kertaerää	60,8	13,6	14,5	16,5	15,3	59,9	11,0	13,1	9,7	11,1	44,8	53,4	57,7
Liikevoitto	62,6	13,6	13,7	16,3	14,0	57,6	10,5	12,7	10,7	11,1	45,0	53,4	57,7
<i>Kuluttaja</i>	33,7	7,7	8,3	9,4	7,5	32,8	5,1	7,3	8,6	6,8	27,8	28,8	31,1
<i>Palvelut</i>	32,2	8,5	7,2	8,3	9,6	33,6	8,2	7,4	3,6	5,8	25,1	29,9	31,3
<i>Terveystenhoito</i>	0,0	-0,6	-0,7	-6,3	0,0	-7,6	-0,5	-0,8	-0,3	-0,2	-1,7	0,7	1,3
<i>Konsernihallinto ja muut</i>	-3,4	-1,9	-1,2	5,0	-3,1	-1,2	-2,4	-1,2	-1,3	-1,4	-6,3	-6,0	-6,0
<i>Nettorahoituskulut</i>	-6,5	-1,0	-1,5	-1,3	-0,9	-4,7	-0,9	-1,8	-0,7	-1,0	-4,3	-4,0	-4,0
Tulos ennen veroja	56,1	12,6	12,2	15,1	13,0	52,9	9,6	10,9	10,0	10,1	40,6	49,4	53,7
<i>Verot</i>	-11,5	-2,8	-2,9	-3,3	-2,2	-11,1	-2,2	-2,6	-2,0	-2,1	-8,9	-10,6	-11,5
<i>Vähemmistöosuudet</i>	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	44,5	9,8	9,3	11,8	10,9	41,8	7,4	8,4	8,0	7,9	31,7	38,8	42,2
EPS (oikaistu)	0,24	0,05	0,06	0,07	0,07	0,24	0,04	0,05	0,04	0,04	0,17	0,21	0,23
EPS (raportoitu)	0,25	0,05	0,05	0,06	0,06	0,23	0,04	0,05	0,04	0,04	0,17	0,21	0,23

Tunnusluvut	2015	Q1'16	Q2'16	Q3'16	Q4'16	2016	Q1'17	Q2'17	Q3'17	Q4'17e	2017e	2018e	2019e
<i>Liikevaihdon kasvu-%</i>	0,9 %	-5,8 %	-2,4 %	1,5 %	-2,3 %	-2,3 %	-5,2 %	-4,8 %	-1,4 %	0,1 %	-2,8 %	3,6 %	2,6 %
<i>Oikaistun liikevoiton kasvu-%</i>	2,9 %	3,9 %	-3,5 %	-5,1 %	0,1 %	-1,5 %	-19,4 %	-9,6 %	-41,5 %	-27,5 %	-25,2 %	19,3 %	8,0 %
<i>Käyttökate-%</i>	5,2 %	5,1 %	4,9 %	7,7 %	5,0 %	5,6 %	4,7 %	5,0 %	4,3 %	4,7 %	4,7 %	5,4 %	5,5 %
<i>Oikaistu liikevoitto-%</i>	3,7 %	3,5 %	3,6 %	4,3 %	3,7 %	3,8 %	3,0 %	3,4 %	2,6 %	2,7 %	2,9 %	3,3 %	3,5 %
<i>Nettotulos-%</i>	2,7 %	2,5 %	2,3 %	3,1 %	2,6 %	2,6 %	2,0 %	2,2 %	2,1 %	1,9 %	2,1 %	2,4 %	2,6 %

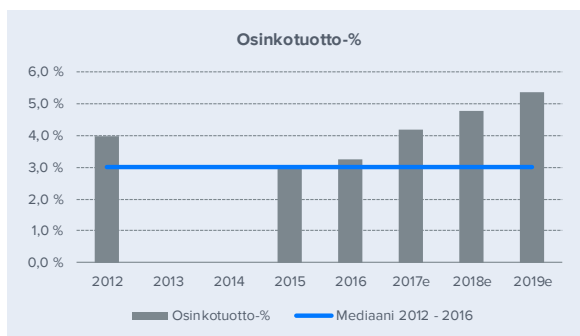
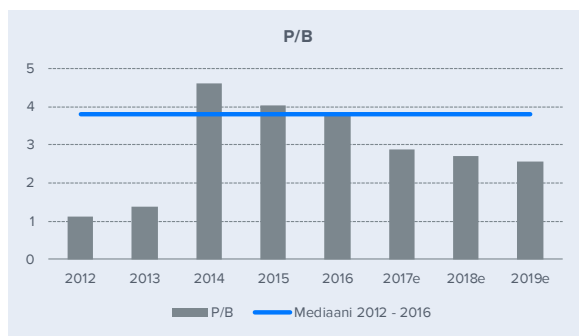
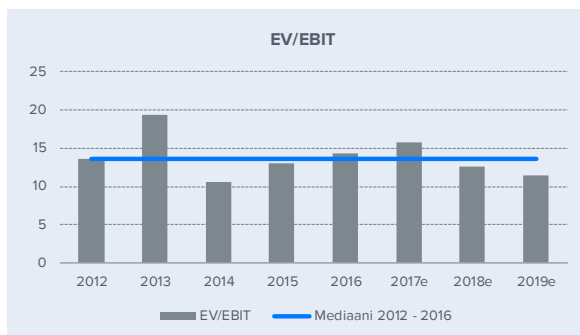
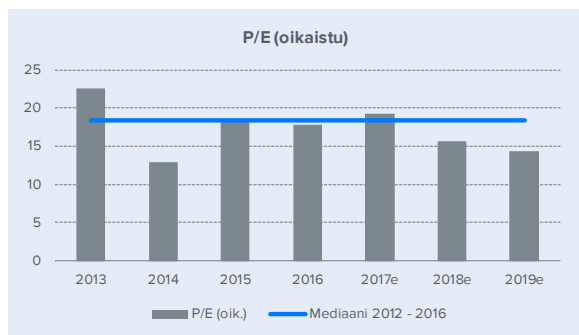
Lähde: Inderes



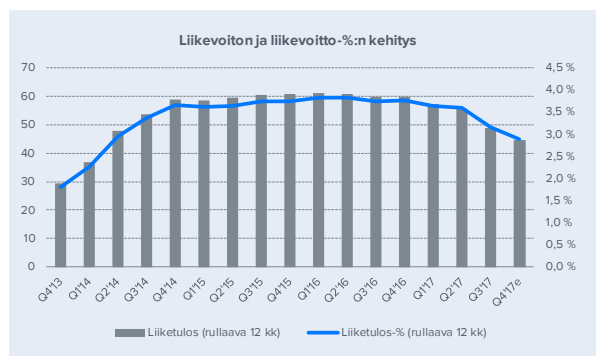
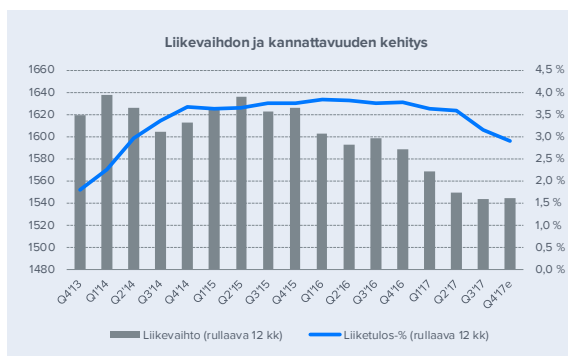
Arvostus

Arvostustaso	2012	2013	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e
Osakekurssi	2,27	2,55	3,47	4,32	4,31	3,35	3,35	3,35
Markkina-arvo	343	386	525	784	782	608	608	608
Yritysarvo (EV)	350	567	627	791	854	706	676	658
P/E (oik.)	21,0	22,5	12,9	18,3	17,7	19,3	15,7	14,4
P/E	21,0	22,5	11,3	17,6	18,7	19,2	15,7	14,4
P/Kassavirta	15,6	-3,3	1,8	12,2	-25,5	235,6	10,4	12,0
P/B	1,1	1,4	4,6	4,0	3,8	2,9	2,7	2,6
P/S	0,1	0,2	0,3	0,5	0,5	0,4	0,4	0,4
EV/Liikevaihto	0,1	0,4	0,4	0,5	0,5	0,5	0,4	0,4
EV/EBITDA	7,9	11,4	7,7	9,5	9,3	9,8	7,8	7,2
EV/EBIT	13,6	19,4	10,6	13,0	14,3	15,8	12,7	11,4
Osinko/tulos (%)	83,2 %	0,0 %	0,0 %	53,0 %	60,8 %	80,1 %	74,9 %	77,5 %
Osinkotuotto-%	4,0 %	0,0 %	0,0 %	3,0 %	3,2 %	4,2 %	4,8 %	5,4 %

Lähde: Inderes



Tulostrendi (rullaava 12 kk)

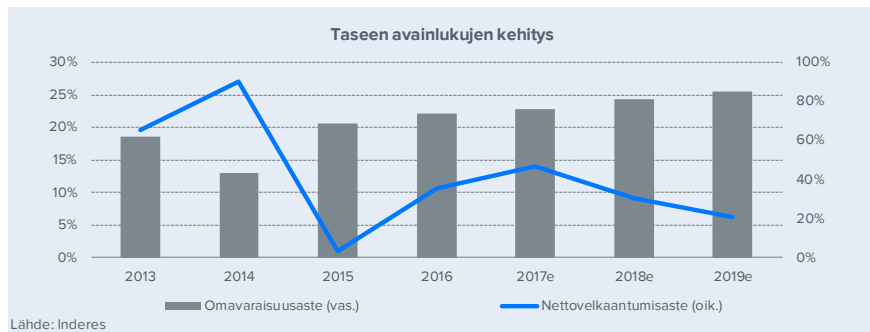


Tase ja kassavirtalaskelma

Tase

Vastaavaa (MEUR)	2014	2015	2016	2017e	2018e
Pysyvät vastaavat	391	396	437	453	451
Liikearvo	251	257	287	287	287
Aineettomat oikeudet	61	63	76	77	78
Käyttöomaisuus	75	73	72	86	83
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0	0	0	0	0
Muut sijoitukset	0	0	0	0	0
Muut pitkäaikaiset varat	0	0	0	0	0
Laskennalliset verosaamiset	3	4	2	2	2
Vaihtuvat vastaavat	483	550	488	471	475
Varastot	185	201	199	193	193
Muut lyhytaikaiset varat	0	0	35	35	35
Myyntisaamiset	207	227	193	185	187
Likvidit varat	91	122	61	57	59
Taseen loppusumma	874	947	925	924	926

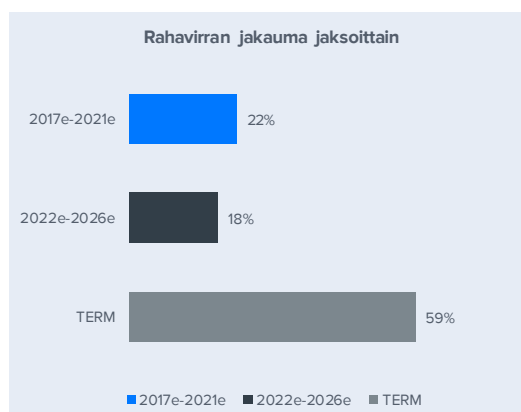
Vastattavaa (MEUR)	2014	2015	2016	2017e	2018e
Oma pääoma	114	195	205	211	225
Osakepääoma	36	36	36	36	36
Kertyneet voittovarot	22	65	84	90	104
Omat osakkeet	0	0	0	0	0
Uudelleenarvostusrahasto	-3	0	-9	-9	-9
Muu oma pääoma	59	94	94	94	94
Vähemmistöosuus	0	0	0	0	0
Pitkäaikaiset velat	129	95	115	120	102
Laskennalliset verovelat	13	16	16	16	16
Varaukset	1	0	0	0	0
Lainat rahoituslaitoksilta	99	67	85	90	72
Vaihtovelkakirjalainat	0	0	0	0	0
Muut pitkäaikaiset velat	17	12	14	14	14
Lyhytaikaiset velat	632	658	605	592	599
Lainat rahoituslaitoksilta	95	62	48	66	56
Lyhytaikaiset korottomat velat	536	548	504	474	491
Muut lyhytaikaiset velat	0	48	53	53	53
Taseen loppusumma	874	947	925	924	926



DCF-laskelma

Kassavirtalaskelma (MEUR)	2016	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	TERM
Liikevoitto	57,6	45,0	53,4	57,7	61,3	63,0	63,9	63,1	64,1	65,0	66,0	
+ Kokonaispoistot	32,0	27,6	33,7	33,3	30,8	27,5	25,9	25,6	26,0	26,3	26,7	
- Maksetut verot	-9,4	-8,9	-10,6	-11,5	-12,3	-12,7	-13,1	-13,0	-13,3	-13,6	-13,9	
- verot rahoituskuluista	-1,0	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9	-0,8	-0,7	-0,6	-0,5	-0,4	-0,3	
+ 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	-37,7	-16,6	14,6	2,9	2,5	1,7	1,8	1,8	1,8	1,8	1,9	
Operatiivinen kassavirta	41,5	46,1	90,2	81,4	81,5	78,7	77,8	76,9	78,1	79,2	80,4	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	1,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-74,1	-43,5	-31,5	-30,9	-24,3	-24,7	-26,4	-27,8	-28,2	-28,7	-29,1	
Vapaa operatiivinen kassavirta	-30,7	2,6	58,7	50,5	57,2	54,0	51,4	49,1	49,8	50,6	51,3	
+/- 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	-30,7	2,6	58,7	50,5	57,2	54,0	51,4	49,1	49,8	50,6	51,3	934,8
Diskontattu vapaa kassavirta	2,5	54,1	43,5	46,0	40,6	36,1	32,2	30,5	28,9	27,4	499,1	
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta	840,9	838,4	784,2	740,7	694,7	654,2	618,1	585,9	555,4	526,5	499,1	
Velaton arvo DCF	840,9											
- Korolliset velat		-133,1										
+ Rahavarat		60,8										
- Vähemmistöosuus		0,0										
- Osinko/pääomapalautus		-25,4										
Oman pääoman arvo DCF	743,2											
Oman pääoman arvo DCF per osake	4,10											

Pääoman kustannus (WACC)	
Vero-% (WACC)	21,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	30,0 %
Vieraan pääoman kustannus	4,0 %
Yrityksen Beta	1,00
Markkinoiden riski-premio	4,75 %
Likviditeettipremio	0,00 %
Riskitön korko	4,0 %
Oman pääoman kustannus	8,8 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	7,1 %



Tiivistelmä

Tuloslaskelma	2014	2015	2016	2017e	2018e
Liikevaihto	1612,3	1626,3	1588,6	1544,0	1598,9
EBITDA	87,2	85,1	89,6	72,6	87,1
EBITDA-marginaali (%)	5,4	5,2	5,6	4,7	5,4
EBIT	65,0	62,6	57,6	45,0	53,4
Voitto ennen veroja	57,1	56,1	52,9	40,6	49,4
Nettovoitto	46,5	44,5	41,8	31,7	38,8
Kertaluontoiset erät	5,9	1,8	-2,3	0,2	0,0

Tase	2014	2015	2016	2017e	2018e
Taseen loppusumma	874,0	946,9	925,4	924,0	926,1
Oma pääoma	113,6	194,6	205,2	211,5	224,8
Liikearvo	250,9	256,5	286,8	286,8	286,8
Korolliset velat	193,9	128,6	133,1	155,6	127,5

Kassavirta	2014	2015	2016	2017e	2018e
EBITDA	87,2	85,1	89,6	72,6	87,1
Nettokäyttöpääoman muutos	70,7	23,0	-37,7	-16,6	14,6
Operatiivinen kassavirta	145,7	97,9	41,5	46,1	90,2
Vapaa kassavirta	296,4	64,5	-30,7	2,6	58,7

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

Osakekohtaiset luvut	2014	2015	2016	2017e	2018e
EPS	0,31	0,25	0,23	0,17	0,21
EPS oikaistu	0,27	0,24	0,24	0,17	0,21
Operat. kassavirta per osake	0,96	0,54	0,23	0,25	0,50
Tasearvo per osake	0,75	1,07	1,13	1,17	1,24
Osinko per osake	0,00	0,13	0,14	0,14	0,16
Voitonjako, %	0	53	61	80	75
Osinkotuotto, %	0,0	3,0	3,2	4,2	4,8

Tunnusluvut	2014	2015	2016	2017e	2018e
P/E	11,3	17,6	18,7	19,2	15,7
P/B	4,6	4,0	3,8	2,9	2,7
P/Liikevaihto	0,3	0,5	0,5	0,4	0,4
P/CF	3,6	8,0	18,9	13,2	6,7
EV/Liikevaihto	0,4	0,5	0,5	0,5	0,4
EV/EBITDA	7,2	9,3	9,5	9,7	7,8
EV/EBIT	9,7	12,6	14,8	15,7	12,7

Suurimmat omistajat	%-osakkeista
Mariatorp Oy	9,7 %
Keskinäinen työeläkevakuutusyhtiö Varma	4,2 %
Keskinäinen Eläkevakuutusyhtiö Ilmarinen	4,2 %
Wipunen varainhallinta Oy	4,9 %
Maa- ja Vesitekniiikan Tuki ry.	1,1 %
Tukinvest Oy	1,1 %

Suositus historia

Päivämäärä	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
8.2.2016	Lisää	4,50 €	3,90 €
25.4.2016	Lisää	4,70 €	4,41 €
20.7.2016	Lisää	4,60 €	4,19 €
25.10.2016	Lisää	4,60 €	4,24 €
14.2.2017	Vähennä	4,20 €	4,21 €
10.3.2017	Lisää	4,20 €	3,97 €
12.4.2017	Vähennä	4,20 €	4,17 €
29.4.2017	Lisää	4,10 €	3,87 €
3.7.2017	Lisää	4,10 €	3,66 €
25.7.2017	Lisää	4,00 €	3,59 €
14.9.2017	Vähennä	3,40 €	3,57 €
25.10.2017	Vähennä	3,30 €	3,35 €

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/>