

Tulospaineet eivät ole vielä ohi

Oriolan Q4-raportti oli erittäin heikko johtuen syksyllä epäonnistuneesta toiminnanohjausjärjestelmän (SAP) käyttöönotosta. Emme usko ongelmien olevan vielä täysin takanapäin, minkä takia toistamme vähennä-suosituksemme rajusti laskeneesta osakekurssista ja madaltuneesta arvostuksesta huolimatta. Laskemme tavoitehintamme negatiivisten ennustemuutosten johdosta 2,7 euroon (aik. 3,0 euroa).

Liikevaihto laski 4 % vertailukaudesta

Liikevaihto laski 4 % ja oli 395 MEUR (Q4'16: 411 MEUR). Meidän ennustemme liikevaihdon oli 412 MEUR. Kuluttaja-segmentin liikevaihdon lasku (-0,3 %) johtui Suomen jakelukeskuksen toimitusvaikeuksista, mikä esti oriolashop.fi -verkkokaupan kautta tapahtuvan myynnin. Palvelut-segmentin liikevaihdon lasku (-8,7 %) johtui lääkkeiden jakelusopimusten muutoksista sekä ongelmista SAP-järjestelmän käyttöönotossa. Terveystuotteiden jakelusegmentin liikevaihto kasvoi (+82,7 %) pääosin voitettujen annosjakelusopimusten ja vuoden aikana tehtyjen yritysostojen ansiosta.

Toiminnanohjausjärjestelmän epäonnistunut käyttöönotto pilasi tuloksen

Oriolan syyskuussa käyttöönotettu uusi SAP-järjestelmä sai toiminnan pahasti sekaisin ja sen seurauksena yhtiön kyky palvella asiakkaitaan ja täyttää rooli Suomen lääkejakelussa heikkeni huomattavasti. Oikaistu Q4-liikevoitto laski 6,2 MEUR:oon (Q4'16: 15,3 MEUR) ja kertaluonteiset kulut (toimitusjohtajan sopimuksen päättäminen ja sopimusrikkomuksista johtuvat velvoitteet) laskivat raportoidun liikevoiton 3,9 MEUR:oon. Kannattavuus heikkeni kaikissa kolmessa segmentissä. SAP-järjestelmän epäonnistunut käyttöönotto pilasi Palvelut-segmentin tuloksen, mikä oli tiedossa, mutta sen lisäksi tulos heikkeni selvästi myös Kuluttaja-segmentissä, mihin vaikutti Ruotsin kiristynyt kilpailutilanne, markkinoinnin, verkkokaupan ja uusien apteekkien kehittämiskulut. Koko vuoden osalta osakekohtainen tulos laski 0,14 euroon (2016: 0,24 euroa) ja osinkoehdotus oli 0,09 euroa (2016: 0,14).

Oikaistun liikevoiton ohjeistetaan paranevan vuonna 2018

Ohjeistuksen mukaan jatkuvien liiketoimintojen vertailukelpoisen liikevoiton arvioidaan kasvavan vuonna 2018 (2017: 40 MEUR). Palvelut-segmenttiin negatiivisesti vuonna 2018 vaikuttaa lääkeyhtiö Rochen poistuminen Oriolan jakelusta ja Orionin päätös pitää osa sen tuotevalikoimasta myös vuonna 2018 monikanavajakelussa Suomessa. Oriola totesi raportissaan, että työ toiminnan ja asiakaspalvelun parantamiseksi jatkuu vuonna 2018, mikä antaisi viitteitä siitä, ettei toimintaa ole vielääkään saatu palautettua edes entiselle tasolle (puhumattakaan toiminnan tehostumisesta). Tulokseen vaikuttaa negatiivisesti myös Keskon kanssa perustamisvaiheessa oleva Hehku-ketju, joka tulee tekemään vuosina 2018-2020 tappiota sekä Ruotsin apteekkimarkkinan kiristynyt kilpailutilanne.

IT-järjestelmä- ja varaston automaatioinvestointien hyödyt ovat vielä kysymysmerkki

Suurta epävarmuutta tulostuloksiin aiheuttaa myös se, että yhtiön on tarkoitus avata laajennusosa Ruotsin Enköpingin jakelukeskukseen ja ottaa käyttöön Q4'18 aikana uusi automatisoitu varasto. Suomessa nähtyjen SAP-epäonnistumisen valossa olemme hyvin skeptisiä yhtiön jakelukeskuksiin tehtävistä uusista IT-järjestelmä- ja automaatioinvestoinneista sekä niistä lähivuosille odotetuista tehokkuusparannuksista. Tämän lisäksi uskomme, että Oriolan syksyisistä SAP-ongelmista voi koitua yhtiölle vielä pidempiaikaisia heijastusvaikutuksia, jotka lisäävät mielestämme lähivuosien negatiivisten tulosyllätysten mahdollisuutta yhtiön ympärillä.

Analyytikko

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



Suositus

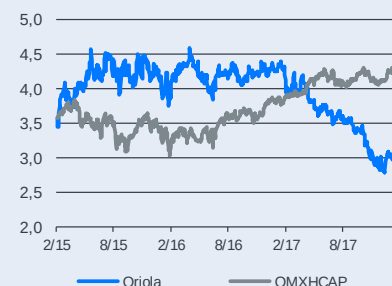
Vähennä



Edellinen: Vähennä

Tavoitehintaa 2,70 EUR

Edellinen: 3,00



Lähde: Reuters

Ei-lisän päätös 2,65 EUR

12 kk vaihteluväli 2,61-4,27 EUR

Potentiaali 1,9 %

Ohjeistus

Jatkuvien liiketoimintojen vertailukelpoisen valuuttakurssin lasketun oikaistun liikevoiton arvioidaan kasvavan vuoden 2017 tasosta (39,9 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	1 589	58	3,6 %	53	0,23	0,14	0,5	9,3	14,3	17,7	3,2 %
2017	1 528	38	2,5 %	34	0,14	0,09	0,4	9,1	14,9	17,3	3,4 %
2018e	1 569	47	3,0 %	43	0,18	0,11	0,4	7,3	12,3	14,3	4,2 %
2019e	1 599	52	3,3 %	48	0,21	0,13	0,3	6,5	10,5	12,7	4,9 %
2020e	1 626	56	3,4 %	52	0,22	0,15	0,3	6,1	9,3	11,8	5,7 %
Markkina-arvo, MEUR			481	OPO / osake 2018e, EUR			1,18	CAGR EPS, 2017-2020, %			16 %
Nettovelka 2018e, MEUR			93	P/B 2018e			2,2	CAGR kasvu, 2017-2020, %			2 %
Yritysarvo (EV), MEUR			574	Nettovelkaisuusaste 2018e, %			43,5 %	ROE 2018e, %			16,3 %
Taseen koko 2018e, MEUR			937	Omavaraisuusaste 2018e, %			22,9 %	ROCE 2018e, %			14,4 %

Q4-raportti jäi erittäin heikoksi

Q4 alitti kaikilla riveillä sekä vertailukauden että meidän ennustemme

Oriolan Q4-liikevaihto laski 4 % vertailukaudesta ja oli 395 MEUR. Meidän ennustemme liikevaihdolle oli 412 MEUR. Yhtiön tukkuliiketoiminnan luonteen takia on hyvä seurata myös laskutuksen kehittymistä, joka antaa toiminnan laajuudesta paremman kuvan. Laskutus kasvoi Q4:lla 1,5 % vertailukaudesta ja oli 872 MEUR. Vuoden 2017 jälkimmäinen puolisko oli Oriolalle lähes katastrofaalinen ja se näkyi ensin Q3-luvuissa (toiminnanohjausjärjestelmän käyttöönotto syyskuun alussa) ja heikko suoritus jatkui vielä Q4-luvuissa. Epäonnistuneen SAP-järjestelmän käyttöönoton takia Q4 oikaistu liikevoitto jäi erittäin heikolle tasolle 6,2 MEUR:oon (Q4'16: 15,3 MEUR), mikä tarkoittaa 1,6 %:n liikevoittomarginaalia (Q4'16: 3,7 %). Raportoitua liikevoittoa painoivat vielä 2,3 MEUR:n toimitusjohtajasopimuksen päätökseen ja kumppaneiden sopimusrikkomuksiin liittyvän kertaluonteiset erät.

Matalan katteen automatisoidussa tukkuliiketoiminnassa ongelmat näkyvät hyvin nopeasti kannattavuudessa, kun toimintaan joudutaan lisäämään manuaalista työtä. Tämä näkyi Palvelut-liiketoiminnan oikaistussa liikevoitossa joka laski Q4:lla 3,2 MEUR:oon vertailukauden 9,2 MEUR:sta. Koko vuoden osalta Palvelut-liiketoiminnan liikevoitto laski 22,6 MEUR:oon (2016: 33,7 MEUR), mikä selittää ison osan koko vuoden liikevoiton putoamisesta selvästi vertailukauden alapuolelle (37,8 MEUR vs. 57,6 MEUR). Toisen osan heikentyneestä tuloksesta selittää Kuluttaja-liiketoiminnan oikaistun liikevoiton lasku 22,6 MEUR:oon vuoden 2016 33,7 MEUR:sta. Kuluttaja-segmentin kannattavuutta heikensivät erityisesti uusien apteekkien kulut Ruotsissa sekä verkkokaupan kehittämiseen ja markkinointiin liittyvät kulut. Koko vuoden osalta EPS laski 0,14 euroon (2016: 0,24 euroa) ja osinkoehdotus oli 0,09 euroa (2016: 0,14). Osinko jäi hieman konsensusennusteen (0,12 euroa) ja edellisvuoden (0,14 euroa) alapuolelle, mikä on ymmärrettävää nopeasti heikentynyt tulokunto ja tase huomioiden.

Ennustetaulukko	Q4'16	Q4'17	Q4'17e	Q4'17e	Erotus (%)	2017
MEUR / EUR	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Tot. vs. Inderes	Toteutunut
Liikevaihto	411	395	412	433	-4 %	1528
Liikevoitto (oikaistu)	15,3	6,2	6,7	8,5	-8 %	39,9
Liikevoitto	14,0	3,9	6,7	8,5	-43 %	37,8
Tulos ennen veroja	13,0	3,3	5,7	7,6	-43 %	33,9
EPS	0,06	0,01	0,02	0,04	-60 %	0,14
Osinko/osake	0,14	0,09	0,12	0,12	-25 %	0,09
Liikevaihdon kasvu-%	-2,3 %	-3,9 %	0,1 %	5,3 %	-4 %-yks.	-3,8 %
Liikevoitto-% (oikaistu)	3,7 %	1,6 %	1,6 %	2,0 %	-0,1 %-yks.	2,6 %

Lähde: Inderes & Reuters (konsensus)

Ennustemuutokset

Pääosin negatiivisia ennustemuutoksia lähivuosille

Oriola ohjeistaa, että jatkuvien liiketoimintojen vertailukelpoisin valuuttakurssien lasketun oikaistun liikevoiton arvioidaan kasvavan vuoden 2017 tasolta. Olemme laskeneet vuosien 2018-2019 ennusteitamme liikevoiton, osakekohtaisen tuloksen ja osingon osalta selvästi Q4-raportin jälkeen. Mielestämme yhtiöllä on edessään tällä hetkellä liikaa haasteita ja liian vähän positiivisia tulosajureita, jotta tulokunnossa näkyisi nopeaa palaaminen vuosien 2014-2016 välisille tasoille.

Uskomme, että Oriolan syksyisistä SAP-ongelmista voi koitua yhtiölle vielä pidempiaikaisia heijastusvaikutuksia, jotka lisäävät mielestämme lähivuosien negatiivisten tulosyllätysten mahdollisuutta yhtiön ympärillä. Tämän lisäksi epävarmuutta tulostason ympärillä nostavat Ruotsin apteekkimarkkinan kireä kilpailutilanne, Ruotsin jakelukeskuksen tulevat IT-järjestelmä- ja automatisaatioinvestoinnit, Hehku-ketjun tappiollisuus ja mahdollisesti jatkuvat päämiesten/asiakkaiden menettämiset.

Ennustemuutokset	2017e	2017	Muutos	2018e	2018e	Muutos	2019e	2019e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Toteutunut	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	1544	1528	-1 %	1562	1569	0 %	1603	1599	0 %
Käyttökate	68,2	63,5	-7 %	83,2	78,8	-5 %	87,7	84,6	-3 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	40,4	39,9	-1 %	51,2	46,8	-9 %	55,2	52,0	-6 %
Liikevoitto	40,6	37,8	-7 %	51,2	46,8	-9 %	55,2	52,0	-6 %
Tulos ennen veroja	36,3	33,9	-7 %	47,0	42,6	-9 %	51,0	47,8	-6 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,15	0,15	0 %	0,20	0,18	-9 %	0,22	0,21	-6 %
Osakekohtainen osinko	0,12	0,09	-25 %	0,14	0,11	-21 %	0,16	0,13	-19 %

Lähde: Inderes

Arvostuskertoimet

Kurssilaskusta huolimatta arvostus ei vielä ole riskeihin nähden riittävän houkutteleva

Oriolan osake on laskenut vuoden aikana noin 35 %. Kurssilaskusta huolimatta emme pidän osakkeen arvostusta vielä lähivuosien tulostilanteeseen ja riskeihin peilattuna riittävän houkuttelevana. Mielestämme yhtiöllä on edessään tällä hetkellä liian paljon haasteita ja liian vähän positiivisia tulosajureita, minkä takia jäämme odottamaan tuloskunnan kehityksestä positiivisia signaaleita. Ennusteidemme mukaiset P/E-luvut vuosille 2018 ja 2019 ovat 14x ja 13x. Vastaavat EV/EBIT-kertoimet ovat 12x ja 11x. Tulospohjaiset kertoimet ovat 2-20 % verrokkiryhmän yläpuolella, mikä ei mielestämme ole perusteltua.

Ennustamamme osinkotuotot ovat 4,2 % ja 4,9 %, jotka ovat lähes kaksinkertaiset verrokkiryhmään nähden. Hyvällä tasolla oleva osinkotuotto rajaa osakkeen laskuvaraa, mutta ei mielestämme itsessään riitä perustelemaan positiivista näkemystä osakkeessa

Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
		MEUR	MEUR	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e
Oriola (konsensus)	2,65	504	615	12,1	10,7	7,7	7,1	0,4	0,4	13,4	11,6	5,2	5,8	2,2
CVS Health Corp	69,81	57507	77911	9,7	9,4	7,6	7,4	0,5	0,5	10,9	10,4	3,1	3,5	1,7
Rite Aid Corp	2,05	1763	4086	34,3	24,7	7,7	8,0	0,2	0,2		72,0			1,1
Walgreens Boots Alliance Inc	68,74	54780	65308	10,5	9,9	8,8	8,3	0,6	0,6	11,8	10,7	2,4	2,5	2,4
Cardinal Health Inc	67,35	16739	23657	10,5	9,9	9,2	8,5	0,2	0,2	12,1	10,9	2,8	3,0	2,8
McKesson Corp	148,97	24423	31031	10,9	10,3	8,6	8,4	0,2	0,2	11,5	10,9	0,8	0,9	2,7
AmerisourceBergen Corp	96,53	17390	18686	11,2	10,5	9,8	9,1	0,1	0,1	14,8	13,4	1,5	1,6	6,6
Oriola (Inderes)	2,65	481	574	12,3	10,5	7,3	6,5	0,4	0,3	14,3	12,7	4,2	4,9	2,2
Keskiarvo				14,2	12,2	8,5	8,1	0,3	0,3	12,4	20,0	2,7	2,9	2,8
Mediaani				10,9	10,3	8,6	8,3	0,2	0,2	12,0	10,9	2,6	2,8	2,4
Erotus-% vrt. mediaani				13 %	2 %	-16 %	-22 %	70 %	47 %	20 %	17 %	58 %	78 %	-9 %

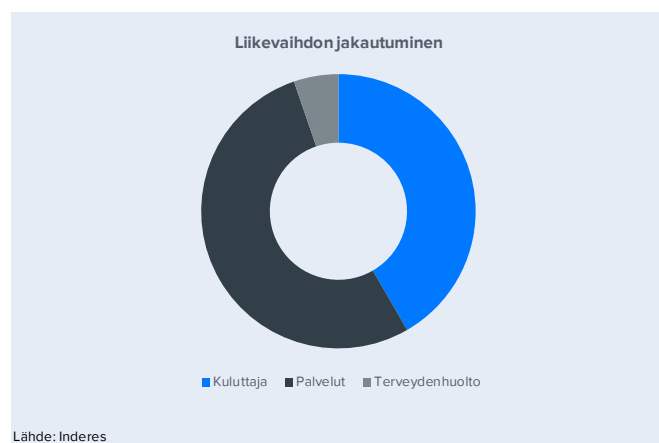
Lähde: Reuters / Inderes. Huomautus: Inderesin käyttämä markkina-arvo ei ota huomioon yhtiön hallussa olevia omia osakkeita.

Tuloslaskelma ja ennusteet vuosineljänneksittäin

Tuloskehitys kvartaalitasolla	2016	Q1'17	Q2'17	Q3'17	Q4'17	2017	Q1'18e	Q2'18e	Q3'18e	Q4'18e	2018e	2019e	2020e
Liikevaihto	1588,6	367,4	387,5	377,6	395,2	1527,7	382,9	398,0	386,9	401,1	1568,8	1599,1	1626,2
<i>Kuluttaja</i>	771,9	191,9	194,2	187,2	188,7	762,0	195,7	198,1	190,9	192,5	777,2	792,8	808,6
<i>Palvelut</i>	1142,6	245,4	263,9	257,7	275,9	1042,9	233,1	250,7	244,8	262,1	990,8	990,8	990,8
<i>Terveystenhoito</i>	36,2	14,1	16,8	17,0	22,8	70,7	23,9	24,4	24,6	25,1	98,1	112,8	124,0
<i>Segmenttien välinen liikevaihto</i>	-362,1	-84,0	-87,4	-84,2	-92,3	-347,9	-69,9	-75,2	-73,4	-78,6	-297,2	-297,2	-297,2
<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	89,6	17,4	19,5	16,4	10,2	63,5	18,2	20,7	22,0	17,9	78,8	84,6	85,9
<i>Poistot ja arvonalennukset</i>	-32,0	-7,0	-6,8	-5,7	-6,3	-25,7	-8,0	-8,0	-8,0	-8,0	-32,0	-32,6	-30,1
Liikevoitto ilman kertaeriä	59,9	11,0	13,1	9,7	6,2	39,9	10,2	12,7	14,0	9,9	46,8	52,0	55,8
Liikevoitto	57,6	10,5	12,7	10,7	3,9	37,8	10,2	12,7	14,0	9,9	46,8	52,0	55,8
<i>Kuluttaja</i>	32,8	5,1	7,3	8,6	4,2	25,2	5,5	7,5	9,0	4,4	26,4	28,5	30,7
<i>Palvelut</i>	33,6	8,2	7,4	3,6	3,3	22,6	6,3	6,8	6,6	7,1	26,8	28,7	29,7
<i>Terveystenhoito</i>	-7,6	-0,5	-0,8	-0,3	-0,2	-1,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,1	1,9
<i>Konsernihallinto ja muut</i>	-1,2	-2,4	-1,2	-1,3	-1,2	-6,1	-1,6	-1,6	-1,6	-1,6	-6,4	-6,4	-6,5
<i>Nettorahoituskulut</i>	-4,7	-0,9	-1,8	-0,7	-0,6	-3,9	-1,1	-1,1	-1,1	-1,1	-4,2	-4,2	-4,2
Tulos ennen veroja	52,9	9,6	10,9	10,0	3,3	33,9	9,1	11,6	12,9	8,9	42,6	47,8	51,6
<i>Verot</i>	-11,1	-2,2	-2,6	-2,0	-1,1	-7,9	-1,9	-2,5	-2,7	-1,9	-9,0	-10,0	-10,8
<i>Vähemmistöosuudet</i>	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	41,8	7,4	8,4	8,0	2,1	25,9	7,2	9,2	10,2	7,0	33,5	37,8	40,8
EPS (oikaistu)	0,24	0,04	0,05	0,04	0,02	0,15	0,04	0,05	0,06	0,04	0,18	0,21	0,22
EPS (raportoitu)	0,23	0,04	0,05	0,04	0,01	0,14	0,04	0,05	0,06	0,04	0,18	0,21	0,22

Tunnusluvut	2016	Q1'17	Q2'17	Q3'17	Q4'17	2017	Q1'18e	Q2'18e	Q3'18e	Q4'18e	2018e	2019e	2020e
<i>Liikevaihdon kasvu-%</i>	-2,3 %	-5,2 %	-4,8 %	-1,4 %	-3,9 %	-3,8 %	4,2 %	2,7 %	2,5 %	1,5 %	2,7 %	1,9 %	1,7 %
<i>Oikaistun liikevoiton kasvu-%</i>	-1,5 %	-19,4 %	-9,6 %	-41,5 %	-59,7 %	-33,4 %	-7,2 %	-2,8 %	44,6 %	61,1 %	17,3 %	11,2 %	7,3 %
<i>Käyttökate-%</i>	5,6 %	4,7 %	5,0 %	4,3 %	2,6 %	4,2 %	4,7 %	5,2 %	5,7 %	4,5 %	5,0 %	5,3 %	5,3 %
<i>Oikaistu liikevoitto-%</i>	3,8 %	3,0 %	3,4 %	2,6 %	1,6 %	2,6 %	2,7 %	3,2 %	3,6 %	2,5 %	3,0 %	3,3 %	3,4 %
<i>Nettotulos-%</i>	2,6 %	2,0 %	2,2 %	2,1 %	0,5 %	1,7 %	1,9 %	2,3 %	2,6 %	1,7 %	2,1 %	2,4 %	2,5 %

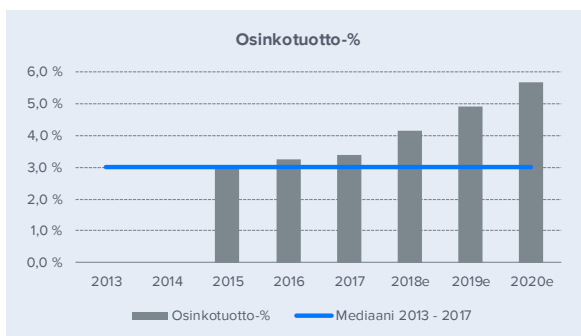
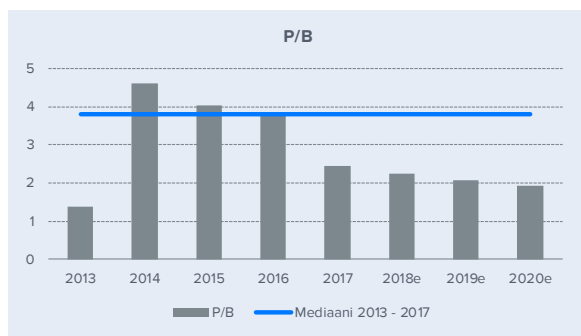
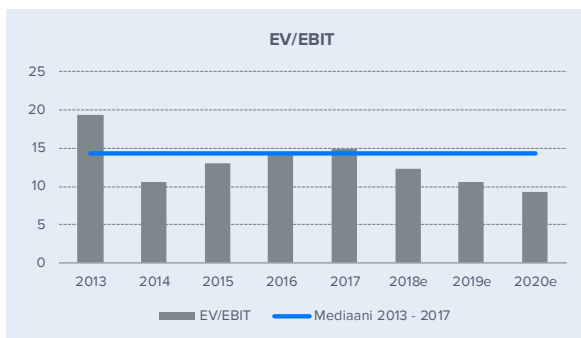
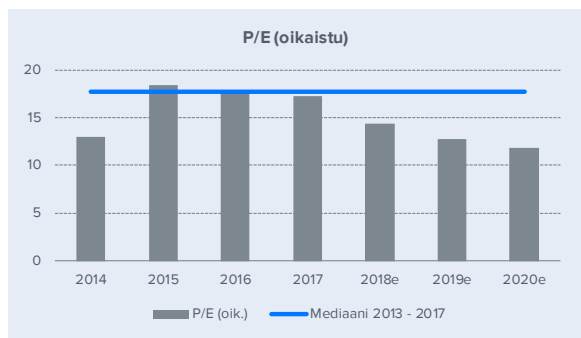
Lähde: Inderes



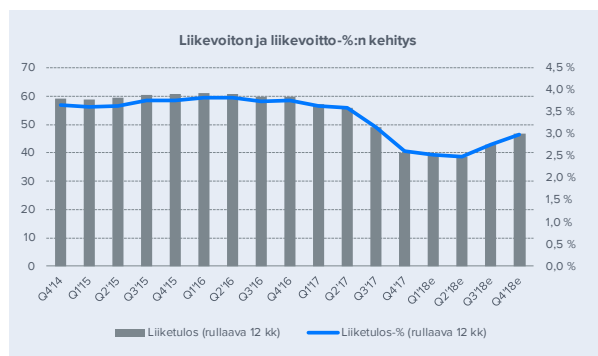
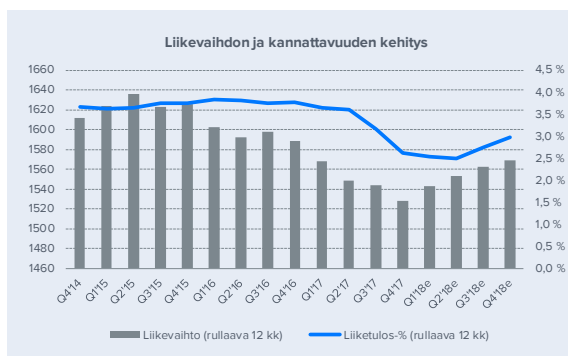
Arvostus

Arvostustaso	2013	2014	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Osakekurssi	2,55	3,47	4,32	4,31	2,67	2,65	2,65	2,65
Markkina-arvo	386	525	784	782	485	481	481	481
Yritysarvo (EV)	567	627	791	854	595	574	547	521
P/E (oik.)	22,5	12,9	18,3	17,7	17,3	14,3	12,7	11,8
P/E	22,5	11,3	17,6	18,7	18,7	14,3	12,7	11,8
P/Kassavirta	-3,3	1,8	12,2	-25,5	-386,5	13,2	9,4	9,1
P/B	1,4	4,6	4,0	3,8	2,5	2,2	2,1	1,9
P/S	0,2	0,3	0,5	0,5	0,3	0,3	0,3	0,3
EV/Liikevaihto	0,4	0,4	0,5	0,5	0,4	0,4	0,3	0,3
EV/EBITDA	11,4	7,7	9,5	9,3	9,1	7,3	6,5	6,1
EV/EBIT	19,4	10,6	13,0	14,3	14,9	12,3	10,5	9,3
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0,0 %	53,0 %	60,8 %	63,0 %	59,5 %	62,5 %	66,8 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	3,0 %	3,2 %	3,4 %	4,2 %	4,9 %	5,7 %

Lähde: Inderes



Tulostrendi (rullaava 12 kk)

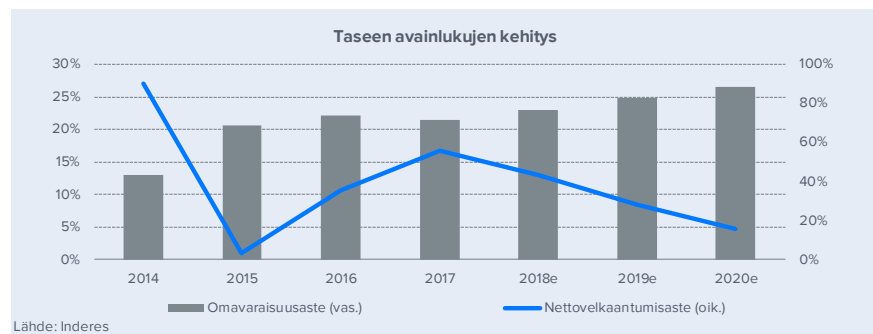


Tase ja kassavirtalaskelma

Tase

Vastaavaa (MEUR)	2015	2016	2017	2018e	2019e
Pysyvät vastaavat	396	437	446	449	441
Liikearvo	257	287	283	283	283
Aineettomat oikeudet	63	76	81	82	80
Käyttöomaisuus	73	72	79	82	75
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0	0	1	1	1
Muut sijoitukset	0	0	0	0	0
Muut pitkäaikaiset varat	0	0	0	0	0
Laskennalliset verosaamiset	4	2	2	2	2
Vaihtuvat vastaavat	550	488	476	488	497
Varastot	201	199	208	213	217
Muut lyhytaikaiset varat	0	35	31	31	31
Myyntisaamiset	227	193	220	226	231
Likvidit varat	122	61	17	17	18
Taseen loppusumma	947	925	922	937	938

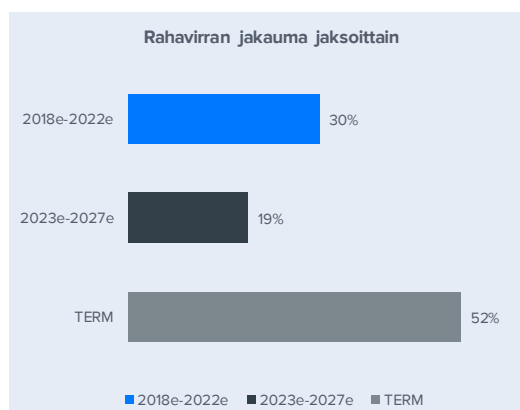
Vastattavaa (MEUR)	2015	2016	2017	2018e	2019e
Oma pääoma	195	205	198	215	233
Osakepääoma	36	36	36	36	36
Kertyneet voittovarot	65	84	87	104	122
Omat osakkeet	0	0	0	0	0
Uudelleenarvostusrahasto	0	-9	-19	-19	-19
Muu oma pääoma	94	94	94	94	94
Vähemmistöosuus	0	0	0	0	0
Pitkäaikaiset velat	95	115	92	77	64
Laskennalliset verovelat	16	16	15	15	15
Varaukset	0	0	0	0	0
Lainat rahoituslaitoksilta	67	85	61	46	33
Vaihtovelkakirjalainat	0	0	0	0	0
Muut pitkäaikaiset velat	12	14	16	16	16
Lyhytaikaiset velat	658	605	633	645	641
Lainat rahoituslaitoksilta	62	48	66	65	50
Lyhytaikaiset korottomat velat	548	504	526	540	550
Muut lyhytaikaiset velat	48	53	41	41	41
Taseen loppusumma	947	925	922	937	938



DCF-laskelma

Kassavirtalaskelma (MEUR)	2017	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	TERM
Liikevoitto	37,8	46,8	52,0	55,8	58,8	58,6	57,7	56,9	52,5	53,3	54,1	
+ Kokonaispoistot	25,7	32,0	32,6	30,1	26,7	25,1	24,8	25,1	25,5	25,9	26,3	
- Maksetut verot	-8,8	-9,0	-10,0	-10,8	-11,9	-12,0	-11,9	-11,7	-10,8	-11,0	-11,1	
- verot rahoituskuluista	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9	-0,4	-0,3	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	-22,7	2,6	1,9	1,7	1,4	1,6	1,6	1,6	1,6	1,7	1,7	
Operatiivinen kassavirta	31,0	71,5	75,6	75,9	74,6	72,9	72,0	71,7	68,6	69,7	70,7	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	1,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-34,1	-35,0	-24,6	-22,9	-23,8	-25,6	-26,9	-27,4	-27,8	-28,2	-28,6	
Vapaa operatiivinen kassavirta	-1,3	36,5	51,1	52,9	50,8	47,3	45,0	44,3	40,9	41,5	42,1	
+/- Muut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	-1,3	36,5	51,1	52,9	50,8	47,3	45,0	44,3	40,9	41,5	42,1	693,2
Diskontattu vapaa kassavirta	34,2	44,5	42,8	38,2	33,0	29,2	26,7	22,8	21,5	20,3	334,4	
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta	647,7	613,4	569,0	526,2	488,0	455,0	425,8	399,1	376,2	354,7	334,4	
Velaton arvo DCF	647,7											
- Korolliset velat		-127,3										
+ Rahavarat		17,0										
- Vähemmistöosuus		0,0										
- Osinko/pääomapalautus		0,0										
Oman pääoman arvo DCF	537,3											
Oman pääoman arvo DCF per osake	2,96											

Pääoman kustannus (WACC)	
Vero-% (WACC)	21,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	30,0 %
Vieraan pääoman kustannus	4,5 %
Yrityksen Beta	1,10
Markkinoiden riski-premio	4,75 %
Likviditeettipremio	0,20 %
Riskitön korko	4,0 %
Oman pääoman kustannus	9,4 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	7,7 %



Tiivistelmä

Tuloslaskelma	2015	2016	2017	2018e	2019e
Liikevaihto	1626,3	1588,6	1527,7	1568,8	1599,1
EBITDA	85,1	89,6	63,5	78,8	84,6
EBITDA-marginaali (%)	5,2	5,6	4,2	5,0	5,3
EBIT	62,6	57,6	37,8	46,8	52,0
Voitto ennen veroja	56,1	52,9	33,9	42,6	47,8
Nettovoitto	44,5	41,8	25,9	33,5	37,8
Kertaluontoiset erät	1,8	-2,3	-2,1	0,0	0,0

Tase	2015	2016	2017	2018e	2019e
Taseen loppusumma	946,9	925,4	922,4	937,4	938,2
Oma pääoma	194,6	205,2	197,7	214,9	232,7
Liikearvo	256,5	286,8	282,7	282,7	282,7
Korolliset velat	128,6	133,1	127,3	111,0	83,5

Kassavirta	2015	2016	2017	2018e	2019e
EBITDA	85,1	89,6	63,5	78,8	84,6
Nettokäyttöpääoman muutos	23,0	-37,7	-22,7	2,6	1,9
Operatiivinen kassavirta	97,9	41,5	31,0	71,5	75,6
Vapaa kassavirta	64,5	-30,7	-1,3	36,5	51,1

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

Osakekohtaiset luvut	2015	2016	2017	2018e	2019e
EPS	0,25	0,23	0,14	0,18	0,21
EPS oikaistu	0,24	0,24	0,15	0,18	0,21
Operat. kassavirta per osake	0,54	0,23	0,17	0,39	0,42
Tasearvo per osake	1,07	1,13	1,09	1,18	1,28
Osinko per osake	0,13	0,14	0,09	0,11	0,13
Voitonjako, %	53	61	63	60	62
Osinkotuotto, %	3,0	3,2	3,4	4,2	4,9

Tunnusluvut	2015	2016	2017	2018e	2019e
P/E	17,6	18,7	18,7	14,3	12,7
P/B	4,0	3,8	2,5	2,2	2,1
P/Liikevaihto	0,5	0,5	0,3	0,3	0,3
P/CF	8,0	18,9	15,6	6,7	6,4
EV/Liikevaihto	0,5	0,5	0,4	0,4	0,3
EV/EBITDA	9,3	9,5	9,4	7,3	6,5
EV/EBIT	12,6	14,8	15,8	12,3	10,5

Suurimmat omistajat	%-osakkeista
Mariatorp Oy	9,8 %
Keskinäinen työeläkevakuutusyhtiö Varma	4,2 %
Keskinäinen Eläkevakuutusyhtiö Ilmarinen	3,7 %
Wipunen varainhallinta Oy	4,9 %
Maa- ja Vesitekniikan Tuki ry.	1,1 %
Tukinvest Oy	1,1 %

Suositus historia

Päivämäärä	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
11.1.2015	Osta	3,80 €	3,79 €
9.2.2015	Osta	4,00 €	3,25 €
4.3.2015	Lisää	4,20 €	3,92 €
28.4.2015	Lisää	4,40 €	4,00 €
20.7.2015	Lisää	4,70 €	4,42 €
17.9.2015	Lisää	4,70 €	4,34 €
26.10.2015	Lisää	4,70 €	4,05 €
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 €
5.12.2017	Vähennä	3,00 €	3,00 €
15.2.2018	Vähennä	2,70 €	2,65 €

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/>