

Emme näe lyhyellä tähtäimellä nousuvaraa

Toistamme Oriolan 4,20 euron tavoitehinnan ja laskemme suosituksen vähennä-tasolle (aik. lisää). Osake on mielestämme tällä hetkellä neutraalisti hinnoiteltu, emmekä näe siinä merkittävää nousuvaraa seuraavan 12 kuukauden tähtäimellä.

Yhtiö ohjeistaa vuoden 2017 liikevoiton pysyvän vertailukauden tasolla

Oriolan vuosi 2016 meni odotuksiamme heikommin ja yhtiö ohjeistaa kuluvaan vuoden oikaistun liikevoiton pysyvän vertailukauden tasolla (2016: 61 MEUR). Liikevaihto on viimeiset kolme vuotta pysynyt 1,6 miljardin euron tasolla ja oikaistu liikevoitto 60 MEUR:n tasolla. Liiketoiminnasta puuttuu tällä hetkellä positiiviset tulokasvuajurit, mikä on pitänyt ja tulee arviomme mukaan myös pitämään tulokasvun lähivuosina paikallaan. Tulokasvua ovat haitanneet kiristynyt kilpailu Ruotsin apteekkimarkkinoilla, uusien apteekkien perustamiskulut ja lääkkeiden kiristynyt hintasäätely. Tämän lisäksi asiakkaiden kulutustottumusten muutos on laajentanut reseptivapaiden tuotteiden valikoimaa apteekeissa, mikä on näkynyt varastonimikkeiden ja tilausrivien määrän kasvuna vaatien entistä joustavampaa ja tehokkaampaa logistiikkaa.

Yhtiön kehityshankkeet tulevat painamaan kannattavuutta lähitulevaisuudessa

Yhtiö pyrkii vastaamaan haasteisiin vuonna 2015 aloitetulla kehitysohjelmalla, joka jatkuu 2018 loppuun asti. Ohjelmassa tehdään isot investoinnit logistiikkakeskusten laajentamiseen, tehokkuuteen ja automaatioon, minkä lisäksi kehitetään IT-järjestelmiä ja perustetaan uusia apteekkeja. Oriola tiedotti alkuvuonna perustavansa Keskon kanssa uuden hyvinvointituotteiden ketjun, jonka lähivuosien kannattavuusvaikutus tulee arviomme mukaan olemaan negatiivinen ketjun perustamiskustannusten takia. Bruttoinvestoinnit olivat viime vuonna erittäin korkealla tasolla 89 MEUR:ssa. Ne tulevat arviomme mukaan olemaan noin 40 MEUR per vuosi välillä 2017-2018, kun yhtiön "normaali investointitaso" on lähempänä 20-25 MEUR. Korkea investointitaso, kehityshankkeiden kustannukset, Ruotsin vähittäiskaupan kiristynyt kilpailu ja hyvinvointiketjun perustamiskustannukset rasittavat lähivuosien kannattavuutta.

Emme ole tehneet muutoksia lähivuosien ennusteisiimme

Odotamme 2017-liikevaihdon kasvavan 3,2 % tasolle 1695 MEUR ja 2018-liikevaihdon kasvavan 2,8 % tasolle 1742 MEUR. Ruotsin lääkemarkkinoiden odotetaan kasvavan IMS Healthin mukaan keskimäärin 4,2 % ja Suomen lääkemarkkinoiden 1,1 % vuodessa 2020 asti. Vuoden 2016 liikevaihdosta 60 % tuli Ruotsista ja noin 23 % Suomen markkinoilta (lopun Baltia ja muut maat). Markkina pysyy pienessä kasvussa, mutta tuloksen parantaminen nojaa enemmänkin yhtiön sisäisiin tehostamistoimenpiteisiin ja kykyyn innovoida uusia lisäarvopalveluita asiakkaille. Oikaistun liikevoiton odotamme olevan 60,9 MEUR vuonna 2017 (2016: 61,1 MEUR) ja vuonna 65,5 MEUR vuonna 2018.

Emme näe osakkeessa lyhyellä tähtäimellä nousuvaraa

Ennusteidemme mukaiset P/E-luvut vuosille 2017 ja 2018 ovat 17x ja 16x, jotka ovat noin 10 % verrokkiryhmän yläpuolella. Osinkotuotot ennustamallamme noin 65 %:n osingonjakosuhteella ovat 3,8 % ja 4,3 %, jotka ovat kaksinkertaiset verrokkiryhmään nähden. Pidämme Oriolaa hyvänä sijoituskohteena sen defensiivisen liiketoiminnan ja vakaan markkina-aseman takia. Pidämme yhtiötä myös nykyisessä markkinatilanteessa matalariskisenä sijoituskohteena, sillä tuloksentekokyky on hyvin vakaata ja arvostuskertoimet ovat yhtiölle neutraalilla tasolla. Lähivuosien vaisujen tulokasvunäkymien takia emme näe osakkeessa lyhyellä tähtäimellä nousuvaraa ja uskomme parempaa tuotto/riski-suhdetta olevan tarjolla muualla.

Analyttikko

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



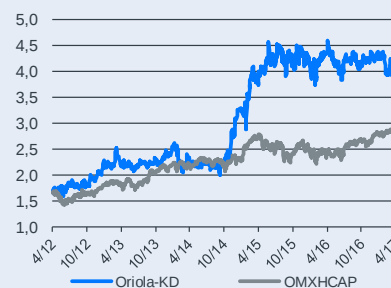
Suositus Vähennä



Edellinen: Lisää

Tavoitehintaa 4,20 EUR

Edellinen: 4,20



Lähde: Bloomberg

Eilisen päätös 4,17 EUR

12 kk vaihteluväli 3,74-4,65 EUR

Potentiaali 0,7 %

Ohjeistus

Oikaistun liikevoiton, vertailukelpoisin valuuttakurssein laskettuna, arvioidaan pysyvän vuoden 2016 tasolla.

Ohjeistusmuutos: Ennallaan

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)	%
2015	1 626	63	3,8 %	56	0,25	0,13	0,5	9,5	13,0	18,3	3,0 %
2016	1 642	59	3,6 %	54	0,24	0,14	0,5	9,2	14,0	17,4	3,2 %
2017e	1 695	61	3,6 %	57	0,25	0,16	0,5	8,8	13,4	16,8	3,8 %
2018e	1 742	65	3,8 %	61	0,27	0,18	0,5	8,2	12,2	15,7	4,3 %
2019e	1 762	69	3,9 %	64	0,28	0,20	0,4	7,8	11,3	14,9	4,8 %
Markkina-arvo, MEUR			757	OPO / osake 2017e, EUR			1,24	CAGR EPS, 2016-2019, %			6 %
Nettovelka 2017e, MEUR			60	P/B 2017e			3,4	CAGR kasvu, 2016-2019, %			2 %
Yritysarvo (EV), MEUR			816	Nettovelkaisuusaste 2017e, %			26,6 %	ROE 2017e, %			20,9 %
Taseen koko 2017e, MEUR			950	Omavaraisuusaste 2017e, %			23,6 %	ROCE 2017e, %			17,8 %

Arvostuskertoimet

Arvostuskertoimissa ei ole mielestämme nousuvaraa

Ennusteidemme mukaiset P/E-luvut vuosille 2017 ja 2018 ovat 16,8x ja 15,7x, jotka ovat 11-13 % verrokkiryhmän yläpuolella. Vastaavien vuosien EV/EBITDA-kertoimet ovat 8,8x ja 8,2x, jotka ovat verrokkiryhmän tasolla. Osinkotuotot ennustamallamme noin 65 %:n osingonjakosuhteella ovat 3,8 % ja 4,3 %, jotka ovat kaksinkertaiset verrokkiryhmään nähden.

Pidämme yhtiötä nykyisessä markkinatilanteessa matalariskisenä sijoituskohteena, sillä tuloksentekokyky on hyvin vakaata ja arvostuskertoimet ovat yhtiölle neutraalilla tasolla. Lähivuosien vaisujen tuloskasvunäkymien takia emme näe osakkeessa lyhyellä tähtäimellä nousuvaraa ja uskomme parempaa tuotto/riski-suhdetta olevan tarjolla muualla.

	Osakekurssi	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
Yhtiö		MEUR	MEUR	2017e	2018e	2017e	2018e	2017e	2018e	2017e	2018e	2017e	2018e	2017e
Oriola (konsensus)	4,17	761	812	13,3	12,2	9,1	8,4	0,5	0,5	16,9	15,7	3,7	4,1	3,4
CVS Health Corp	77,78	76083	98812	10,7	10,3	8,5	8,1	0,6	0,6	13,3	12,2	2,5	2,8	2,2
Rite Aid Corp	4,71	4580	11240	27,4	31,4	10,8	11,6	0,4	0,4	106,1	1203,7			7,9
Walgreens Boots Alliance Inc	82,26	84196	91223	14,2	12,5	12,0	10,8	0,9	0,8	16,6	15,0	1,8	2,0	2,8
Cardinal Health Inc	81,97	24541	28047	10,4	9,4	9,5	8,5	0,2	0,2	15,2	13,9	2,2	2,3	3,8
McKesson Corp	144,50	29124	36828	9,8	10,5	8,7	9,1	0,2	0,2	11,6	12,2	0,8	0,9	3,7
AmerisourceBergen Corp	87,10	18140	20678	9,6	8,6	8,3	7,4	0,1	0,1	15,1	13,8	1,6	1,8	7,5
PharMerica Corp	23,05	676	1118	13,2	12,2	8,7	7,9	0,5	0,5	12,3	10,8			1,3
Oriola (Inderes)	4,17	757	816	13,4	12,2	8,8	8,2	0,5	0,5	16,8	15,7	3,8	4,3	3,4
Keskiarvo				13,6	13,4	9,5	9,0	0,4	0,4	25,9	162,2	2,1	2,3	4,1
Mediaani				12,0	11,4	8,9	8,5	0,4	0,4	15,2	13,8	2,0	2,1	3,6
Erotus-% vrt. mediaani				12 %	7 %	-1 %	-3 %	13 %	11 %	11 %	13 %	89 %	103 %	-6 %

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

Kesko ja Oriola perustavat yhteisen hyvinvoinnin myymäläketjun

Kesko ja Oriola tiedottivat maaliskuussa lähtevänsä rakentamaan uutta koko Suomen kattavaa terveys-, kauneus- ja hyvinvointimyymälöiden ketjua. Yhtiöt ovat allekirjoittaneet sopimuksen yhteisyrityksen perustamisesta, josta kumpikin osapuoli omistaa 50 % ja yhtiöt investoivat ensivaiheessa yhteisyritykseen yhteensä noin 25 MEUR. Yhteisyrityksen perustaminen edellyttää kilpailuviranomaisten hyväksyntää. Asian käsittely saataneen päätökseen viimeistään Q3'17:lla. Ensimmäiset hyvinvoinnin myymälät avataan syksyllä 2017 ja tämän vuoden aikana tavoitteena on avata yhteensä 15 myymälää. Myymälöiden perustamisessa on tarkoitus hyödyntää Keskon olemassa olevia kauppapaikkoja (K-Citymarket, K-Supermarket ja K-market.), mutta tarkoituksena on perustaa myös täysin uusia myymälöitä. Tavoitteena on ensivaiheessa rakentaa 100 myymälän ketju ja verkkokauppa. Toimintaa suunnitellaan laajennettavan myöhemmässä vaiheessa lääkemyyntiin, mikäli Suomen apteekkilainsäädäntö muuttuu.

Arviomme mukaan yhtiö voisi saavuttaa sadan myymälän kapasiteetin vuosien 2019-2020 aikana, joissa on tarkoitus myydä terveys-, kauneus- ja hyvinvointituotteita. Olettaen ettei ketjun myymälät vielä siinä vaiheessa saa myydä lääkkeitä, voisi yhden myymälän liikevaihto olla 0,5-1,0 MEUR:n luokkaa. Ketjun liikevaihto voisi näin kolmen vuoden päästä olla 50-100 MEUR:n haarukassa. Jos Keskon ja Oriolan yhteinen ketju saisi tulevaisuudessa myös lääkkeet valikoimiinsa, voisi ketjun liikevaihtopotentiaali helposti moninkertaistua.

Mikäli ketjun myymälät onnistuisivat pääsemään lähivuosina noin 5 %:n liikevoittotasoon (hyvä vähittäiskaupan marginaali), tekisi ketju yhteensä noin 2,5-5,0 MEUR:n liikevoittoa ilman lääkkeitä, mikä jakautuisi 50/50 yhteisyrityksen osapuolten kesken. Vuoden 2017 liikevoittoennusteemme Oriolalle noin 60 MEUR eli tässä mittakaavassa uuden ketjun vaikutus yhtiön tulonmuodostukseen on hyvin pientä.

Strategisessa mielessä Keskon ja Oriolan yhteenliittyminen oli järkevää, sillä yhtiöt voivat nyt paaluttaa itsensä maantieteellisesti laajalle alueelle ja valmistautua apteekkimarkkinan mahdolliseen avautumiseen joskus tulevaisuudessa. Mielestämme ketjun perustamisen logiikka nojaa puhtaasti apteekkimarkkinan avautumiseen myöhemmin tulevaisuudessa ja ilman tätä emme näe hankkeen luovan omistaja-arvoa kummankaan toimijan näkökulmasta. Apteekkimarkkinan avautuessa uudella ketjulla on hyvät edellytykset ottaa itselleen vahva markkina-asema apteekkimarkkinalla ja luoda omistaja-arvoa tämän kautta.

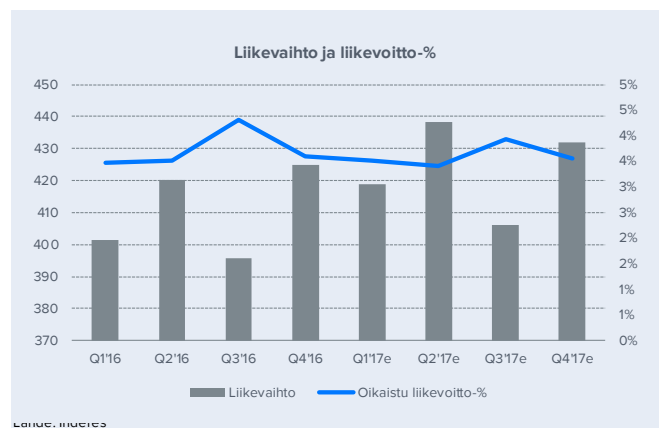
Apteekkimarkkina ei arviomme mukaan tule kuitenkaan avautumaan vielä tämän vuosikymmenen aikana, minkä takia ketjun perustamisen etupainotteiset kustannukset tulevat näkymään kannattavuuden heikkenemisenä lähivuosien aikana.

Tuloslaskelma ja ennusteet vuosineljänneksittäin

Tuloskehitys kvartaalitasolla	2015	Q1'16	Q2'16	Q3'16	Q4'16	2016	Q1'17e	Q2'17e	Q3'17e	Q4'17e	2017e	2018e	2019e
Liikevaihto	1626,3	401,3	420,2	395,8	424,8	1642,1	418,9	438,2	406,2	432,0	1695,2	1742,4	1761,7
<i>Kuluttaja</i>	777,1	199,2	208,0	191,1	194,2	792,5	201,2	210,1	193,0	196,1	800,4	816,4	832,8
<i>Palvelut</i>	1183,4	289,1	300,1	278,5	308,1	1175,8	289,1	303,1	281,3	311,2	1184,7	1196,5	1208,5
<i>Terveystenhoito</i>	0,0	5,0	8,1	10,7	12,4	36,2	12,5	12,9	13,4	14,9	53,7	64,4	70,9
<i>Segmenttien välinen liikevaihto</i>	-334,2	-91,9	-96,0	-84,6	-89,9	-362,4	-83,8	-87,9	-81,6	-90,2	-343,6	-335,0	-350,5
<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	20,1	20,5	29,7	20,7	91,0	22,8	22,9	24,0	23,3	92,9	96,8	100,1
<i>Poistot ja arvonalennukset</i>	-22,6	-6,2	-6,5	-12,9	-6,6	-32,2	-8,0	-8,0	-8,0	-8,0	-32,0	-31,3	-31,5
Liikevoitto ilman kertaeriä	60,8	13,9	14,8	17,0	15,3	61,1	14,8	14,9	16,0	15,3	60,9	65,5	68,7
Liikevoitto	62,6	13,9	14,0	16,8	14,1	58,8	14,8	14,9	16,0	15,3	60,9	65,5	68,7
<i>Kuluttaja</i>	33,7	7,7	8,4	9,5	7,3	32,8	7,8	8,4	8,3	7,6	32,2	34,3	36,6
<i>Palvelut</i>	32,2	8,5	7,8	8,8	8,6	33,6	8,4	7,9	8,7	9,0	34,0	35,9	36,3
<i>Terveystenhoito</i>	0,0	-0,6	-0,7	-6,4	0,0	-7,6	0,1	0,1	0,1	0,1	0,5	1,3	1,8
<i>Konsernihallinto ja muut</i>	-3,4	-1,6	-1,5	5,0	-1,8	0,1	-1,6	-1,5	-1,2	-1,5	-5,8	-6,0	-6,0
<i>Nettorahoituskulut</i>	-6,5	-1,0	-1,5	-1,3	-1,0	-4,7	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	-4,0	-4,5	-4,5
Tulos ennen veroja	56,1	12,9	12,5	15,6	13,2	54,1	13,8	13,9	15,0	14,3	56,9	61,0	64,2
<i>Verot</i>	-11,5	-2,8	-2,9	-3,3	-2,4	-11,3	-2,9	-2,9	-3,1	-3,0	-12,0	-12,8	-13,5
<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	10,1	9,6	12,3	10,8	42,8	10,9	11,0	11,8	11,3	45,0	48,2	50,7
EPS (oikaistu)	0,24	0,06	0,06	0,07	0,07	0,25	0,06	0,06	0,07	0,06	0,25	0,27	0,28
EPS (raportoitu)	0,29	0,07	0,06	0,08	0,07	0,24	0,07	0,06	0,07	0,06	0,25	0,27	0,28

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

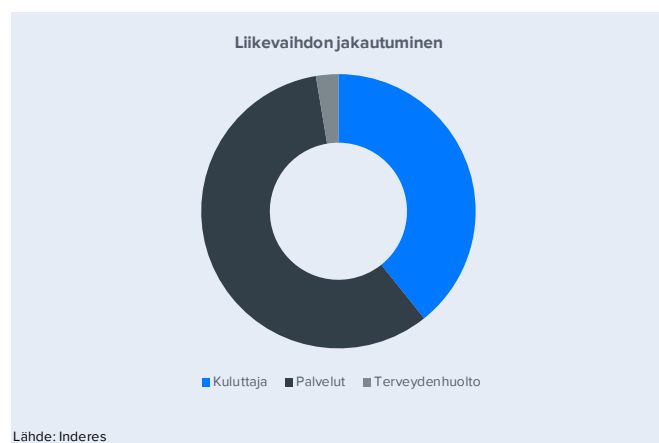
Lähde: Inderes



Lähde: Inderes



Lähde: Inderes



Lähde: Inderes

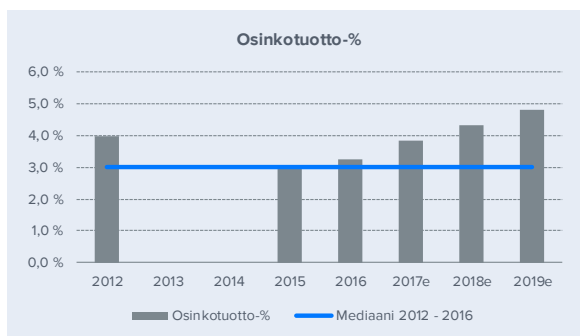
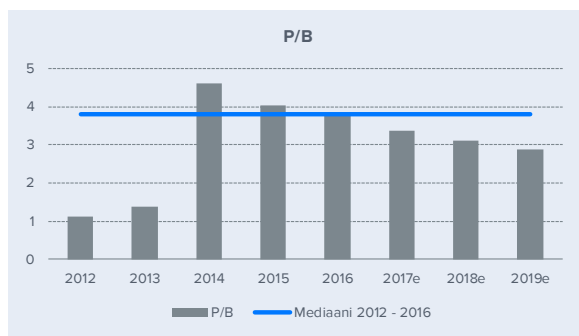
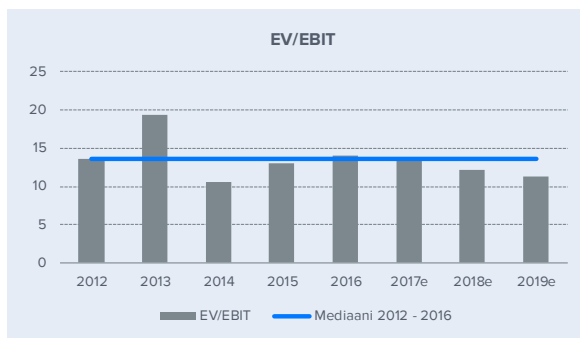
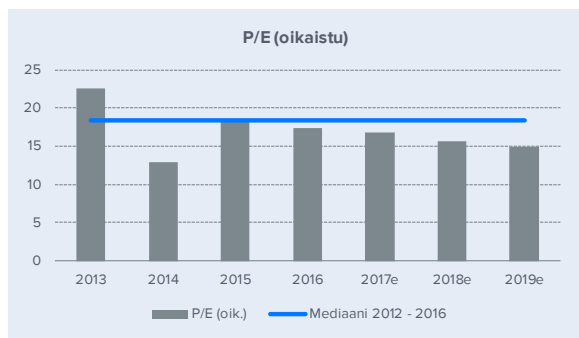


Lähde: Inderes

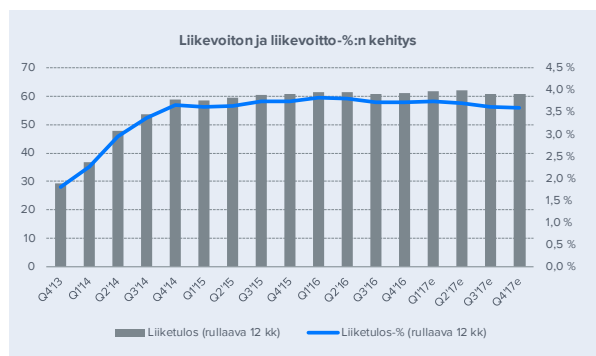
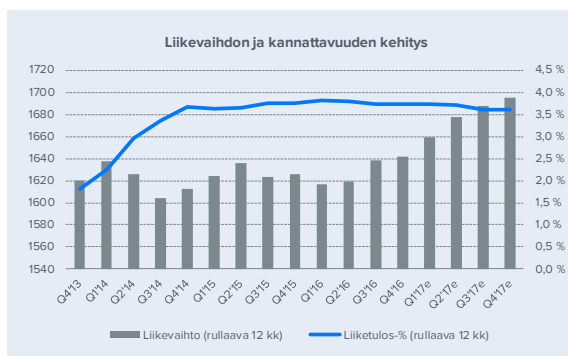
Arvostus

Arvostustaso	2012	2013	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e
Osakekurssi	2,27	2,55	3,47	4,32	4,31	4,17	4,17	4,17
Markkina-arvo	343	386	525	784	782	757	757	757
Yritysarvo (EV)	350	567	627	791	854	816	797	779
P/E (oik.)	21,0	22,5	12,9	18,3	17,4	16,8	15,7	14,9
P/E	21,0	22,5	11,3	17,6	18,3	16,8	15,7	14,9
P/Kassavirta	15,6	-3,3	1,8	12,2	-26,4	18,4	14,5	14,1
P/B	1,1	1,4	4,6	4,0	3,8	3,4	3,1	2,9
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	0,5	0,4
EV/EBITDA	7,9	11,4	7,7	9,5	9,2	8,8	8,2	7,8
EV/EBIT	13,6	19,4	10,6	13,0	14,0	13,4	12,2	11,3
Osinko/tulos (%)	83,2 %	0,0 %	0,0 %	53,0 %	59,3 %	64,5 %	67,8 %	71,6 %
Osinkotuotto-%	4,0 %	0,0 %	0,0 %	3,0 %	3,2 %	3,8 %	4,3 %	4,8 %

Lähde: Inderes



Tulostrendi (rullaava 12 kk)

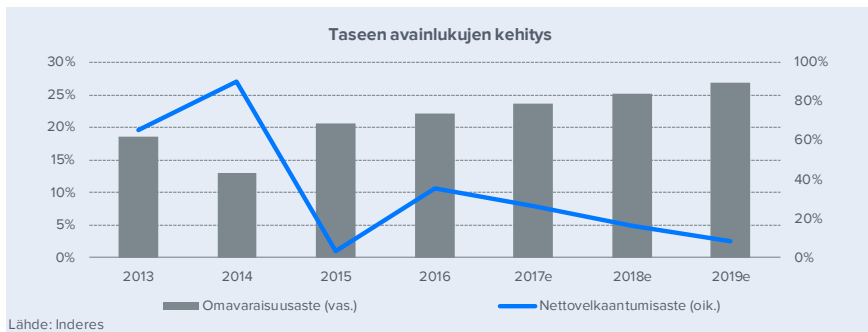


Tase ja kassavirtalaskelma

Tase

Vastaavaa (MEUR)	2014	2015	2016	2017e	2018e
Pysyvät vastaavat	391	396	437	449	452
Liikearvo	251	257	287	287	287
Aineettomat oikeudet	61	63	76	85	87
Käyttöomaisuus	75	73	72	75	75
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	502	515
Varastot	185	201	199	205	211
Muut lyhytaikaiset varat	0	0	35	35	35
Myyntisaamiset	207	227	193	198	204
Likvidit varat	91	122	61	63	64
Taseen loppusumma	874	947	925	950	966

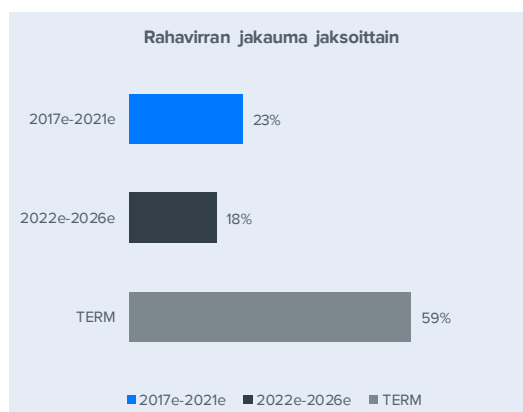
Vastattavaa (MEUR)	2014	2015	2016	2017e	2018e
Oma pääoma	114	195	205	225	244
Osakepääoma	36	36	36	36	36
Kertyneet voittovarot	22	65	84	103	123
Omat osakkeet	0	0	0	0	0
Uudelleenarvostusrahasto	-3	0	-9	-9	-9
Muu oma pääoma	59	94	94	94	94
Vähemmistöosuus	0	0	0	0	0
Pitkäaikaiset velat	129	95	115	99	87
Laskennalliset verovelat	13	16	16	16	16
Varaukset	1	0	0	0	0
Lainat rahoituslaitoksilta	99	67	85	68	57
Vaihtovelkakirjalainat	0	0	0	0	0
Muut pitkäaikaiset velat	17	12	14	14	14
Lyhytaikaiset velat	632	658	605	627	635
Lainat rahoituslaitoksilta	95	62	48	54	48
Lyhytaikaiset korottomat velat	536	548	504	520	535
Muut lyhytaikaiset velat	0	48	53	53	53
Taseen loppusumma	874	947	925	950	966



DCF-laskelma

Kassavirtalaskelma (MEUR)	2016	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	TERM
Liikevoitto	58,8	60,9	65,5	68,7	70,1	69,0	70,0	69,2	70,2	71,3	72,3	
+ Kokonaispoistot	32,2	32,0	31,3	31,5	31,8	32,3	31,2	31,7	32,2	32,6	33,1	
- Maksetut verot	-9,6	-12,0	-12,8	-13,5	-14,1	-13,9	-14,3	-14,2	-14,5	-14,7	-15,0	
- verot rahoituskuluista	-1,0	-0,8	-0,9	-0,9	-0,7	-0,6	-0,4	-0,4	-0,3	-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	-37,7	4,7	3,3	1,3	1,8	1,9	1,9	1,9	1,9	2,0	2,0	
Operatiivinen kassavirta	42,8	84,8	86,3	87,0	89,1	88,6	88,4	88,2	89,6	90,9	92,3	
+ 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	-74,3	-43,6	-34,0	-33,3	-34,3	-34,8	-33,7	-34,3	-34,8	-35,3	-35,8	
Vapaa operatiivinen kassavirta	-29,6	41,2	52,3	53,8	54,8	53,8	54,6	54,0	54,8	55,6	56,5	
+/- 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	-29,6	41,2	52,3	53,8	54,8	53,8	54,6	54,0	54,8	55,6	56,5	1028,2
Diskontattu vapaa kassavirta	39,2	46,5	44,7	42,5	39,0	37,0	34,1	32,3	30,7	29,1	27,9	529,2
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta	904,1	864,9	818,4	773,8	731,3	692,3	655,3	621,2	588,9	558,2	529,2	
Velaton arvo DCF	904,1											
- Korolliset velat		-133,1										
+ Rahavarat		60,8										
- Vähemmistöosuus		0,0										
- Osinko/pääomapalautus		0,0										
Oman pääoman arvo DCF	831,9											
Oman pääoman arvo DCF per osake	4,58											

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	1642,1	1695,2	1742,4
EBITDA	87,2	85,1	91,0	92,9	96,8
EBITDA-marginaali (%)	5,4	5,2	5,5	5,5	5,6
EBIT	65,0	62,6	58,8	60,9	65,5
Voitto ennen veroja	57,1	56,1	54,1	56,9	61,0
Nettovoitto	46,5	44,5	42,8	45,0	48,2
Kertaluontoiset erät	5,9	1,8	-2,2	0,0	0,0

Tase	2014	2015	2016	2017e	2018e
Taseen loppusumma	874,0	946,9	925,4	950,5	966,1
Oma pääoma	113,6	194,6	205,2	224,7	243,9
Liikearvo	250,9	256,5	286,8	286,8	286,8
Korolliset velat	193,9	128,6	133,1	122,4	104,5

Kassavirta	2014	2015	2016	2017e	2018e
EBITDA	87,2	85,1	91,0	92,9	96,8
Nettokäyttöpääoman muutos	70,7	23,0	-37,7	4,7	3,3
Operatiivinen kassavirta	145,7	97,9	42,8	84,8	86,3
Vapaa kassavirta	296,4	64,5	-29,6	41,2	52,3

Yhtiökuvaus
Oriola-KD 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	0,24	0,25	0,27
EPS oikaistu	0,27	0,24	0,25	0,25	0,27
Operat. kassavirta per osake	0,96	0,54	0,24	0,47	0,48
Tasearvo per osake	0,75	1,07	1,13	1,24	1,34
Osinko per osake	0,00	0,13	0,14	0,16	0,18
Voitonjako, %	0	53	59	65	68
Osinkotuotto, %	0,0	3,0	3,2	3,8	4,3

Tunnusluvut	2014	2015	2016	2017e	2018e
P/E	11,3	17,6	18,3	16,8	15,7
P/B	4,6	4,0	3,8	3,4	3,1
P/Liikevaihto	0,3	0,5	0,5	0,4	0,4
P/CF	3,6	8,0	18,3	8,9	8,8
EV/Liikevaihto	0,4	0,5	0,5	0,5	0,5
EV/EBITDA	7,2	9,3	9,4	8,8	8,2
EV/EBIT	9,7	12,6	14,5	13,4	12,2

Suurimmat omistajat	%-osakkeista
Mariatorp Oy	9,3 %
Keskinäinen työeläkevakuutusyhtiö Varma	4,2 %
Keskinäinen Eläkevakuutusyhtiö Ilmarinen	4,2 %
Wipunen varainhallinta Oy	4,9 %
Solero Luxco S.A.R.L	3,5 %
Maa- ja Vesitekniiikan Tuki ry.	1,1 %

Suosituksistoria

Päivämäärä	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
14.2.2013	Vähennä	2,30 €	2,40 €
25.3.2013	Vähennä	2,40 €	2,51 €
2.5.2013	Vähennä	2,20 €	2,32 €
9.10.2013	Myy	2,20 €	2,38 €
25.10.2013	Myy	2,20 €	2,37 €
10.2.2014	Myy	2,20 €	2,38 €
25.4.2014	Vähennä	2,30 €	2,39 €
6.6.2014	Lisää	2,50 €	2,34 €
16.7.2014	Lisää	2,50 €	2,41 €
13.10.2014	Lisää	2,60 €	2,41 €
24.10.2014	Lisää	2,60 €	2,50 €
8.12.2014	Lisää	3,60 €	3,25 €
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 €

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 omistusosuuksia missään tutkimuksen kohteena olevissa yhtiössä. Inderes Oy voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoittavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oy:n omistukset esitetään yksilöitynä mallisalkussa. Inderes Oy:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin laatineen analyytikon palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oy:llä ei ole investointipankkiliiketoimintaa.

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