

ORIOLA

31.10.2025 7.30 EET



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

INDERESIN YHTIÖASIAKAS
YHTIÖRAPORTTI



Uskomme tulokasvun jatkuvan

Oriolan Q3-tulos oli hieman odotuksiamme parempi, ja ohjeistus tulokasvusta toistettiin odotetusti. Oriola on hitaalla positiivisella tulostrendillä, jonka odotamme jatkuvan. Yhtiössä on mielestämme potentiaalia parempaan ja arvoa, mutta etenkin yhteisyrityksen taseriski painaa negatiivisella puolella. Näemme kuitenkin edelleen tuotto-riskisuhteen kohtuullisena ja toistamme lisää-suosituksen sekä 1,25 euron tavoitehinnan.

Q3-tulos oli hieman odotuksiamme parempi ja kasvoi

Oriolan oik. käyttökate parani 9,6 MEUR:oon vertailukauden 8,4 MEUR:sta ja ylitti ennusteemme (8,9 MEUR). Tulosparrannusta veti odotuksiemme mukaisen tuloksen tehnyt Distribution-segmentti. Wholesale-segmentin tulos jäi liikevaihdon kasvusta huolimatta vertailukauden tasoon, mikä kuitenkin ylitti odotuksemme. Oriolan Ruotsin apteekkiyhteisyrityksen liikevaihto kasvoi 6 %. Yhteisyrityksen oik. EBITA oli 4 MEUR, mikä oli tappiolliseen Q2:een nähden hyvä parannus ja ylitti hieman odotuksemme (3 MEUR). Yhteisyrityksen tulos on kuitenkin ollut ailahteleva ja oik. EBITA-marginaali oli edelleen heikko, 1,4 %. Raportoitu osakkuusyhtiötulos oli ensimmäistä kertaa lähes nolla (-0,1 MEUR, Inderes: -1 MEUR), kun se on tähän asti ollut tappiollinen ja painanut Oriolan nettotulosta.

Koko vuoden ohjeistus toistettiin odotetusti, ennusteisiin hienoista nousua

Oriola toisti ohjeistuksensa ja odottaa vuoden 2025 oik. käyttökateen kasvavan. Ensimmäisen yhdeksän kuukauden ajalta yhtiö on 1 MEUR vertailukautta edellä. Nostimme lievästi ennusteitamme ja odotamme nyt oik. käyttökateen olevan 35 MEUR, kun se vertailukaudella oli 33 MEUR. Uskomme tulosparrannuksen siten jatkuvan Q4:llä. Vuosille 2026-27 nostimme ennusteitamme hieman Wholesale-segmentin lupaavan kehityksen myötä.

Yhtiö on hitaalla tulokasvutrendillä, mutta riskejäkin on useammalla suunnalla

Oriolan ydinliiketoiminta eli lääkkeiden jakelu ja tukkukauppa on defensiivistä ja kasvavaa liiketoimintaa. Mielestämme yhtiön pitäisi pystyä korkeampaan tulostasoon, mutta sen suoriutuminen on vuosia ollut heikkoa. Ennusteemme odottavat positiivisen tulostrendin jatkumista lähivuosina sekä myös osakkuusyhtiöirvillä raportoitavan yhteisyrityksen tuloksen parantumista, jotka johtavat nettotuloksen selvään paranemiseen. Näemme kuitenkin riskejä etenkin yhteisyrityksen tuloskehityksessä, sekä sen tasearvossa, johon mielestämme kohdistuu merkittävä alaskirjausriski. Erinäiset alaskirjaukset ja kertaerät ovat painaneet Oriolan omavaraisuusasteen jo varsin matalalle 12 %:n tasolle, ja näemmekin mahdollisena, että yhtiön pitää vahvistaa tasettaan esim. hybridilainalla tai osakeannilla.

Oriola on myös tekemässä vuosikymmenen loppuun mennessä konserninlaajuisen tietojärjestelmäinvestoinnin ja todennäköisesti uusimassa Suomen logistiikkakeskuksensa. Nämä voivat aiheuttaa investointikulujen lisäksi lyhyellä aikavälillä häiriöitä ja tehottomuutta toimintaan. Pidemmällä aikavälillä uudistusten on luonnollisesti tarkoitus lisätä tehokkuutta ja siten tulosta.

Näemme arvoa yhtiössä

Arvostuskertoimien osalta Oriolan arviointia vaikeuttaa useampi seikka, emmekä näekään konsernin tulostekijöitä, etenkin EV-pohjaisia, suoraan käyttökelpoisina. Osien summa -arvomme on 1,5 euroa ja DCF-arvomme noin 2 euroa. Nämä nojaavat kuitenkin etenkin yhteisyrityksen tuloksen parantumiseen nykytasolta, jonka vuoksi (sekä ym. riskien) tavoitehinta on matalampi. Tavoitehinta pohjautuu lähinnä osien summa – arvostukseen. Oriolassa voidaan nähdä rakennejärjestelyjä lähivuosina, jotka voivat myös toimia arvon kirkastajina ja vapauttajina. Keväällä tehty osakesarjojen yhdistäminen tukee mielestämme mahdollisuuksia rakennejärjestelyihin tai osakeannin järjestämiseen.

Suositus

Lisää
(aik. Lisää)

Tavoitehinta:

1,25 EUR
(aik. 1,25 EUR)

Osakekurssi:
1,19 EUR

Liiketoimintariski



Arvostusriski



	2024	2025e	2026e	2027e
Liikevaihto	1680	1892	1992	2084
kasvu-%	12 %	13 %	5 %	5 %
EBIT oik.	21,7	23,3	25,6	26,7
EBIT-% oik.	1,3 %	1,2 %	1,3 %	1,3 %
Nettotulos	-20,1	-6,8	9,9	18,8
EPS (oik.)	-0,08	0,04	0,09	0,12

P/E (oik.)	neg.	28,2	13,7	10,1
P/B	1,2	1,9	2,0	1,9
Osinkotuotto-%	7,7 %	5,9 %	5,9 %	5,9 %
EV/EBIT (oik.)	4,7	4,9	5,0	4,7
EV/EBITDA	3,7	5,1	4,4	3,6
EV/Liikevaihto	0,1	0,1	0,1	0,1

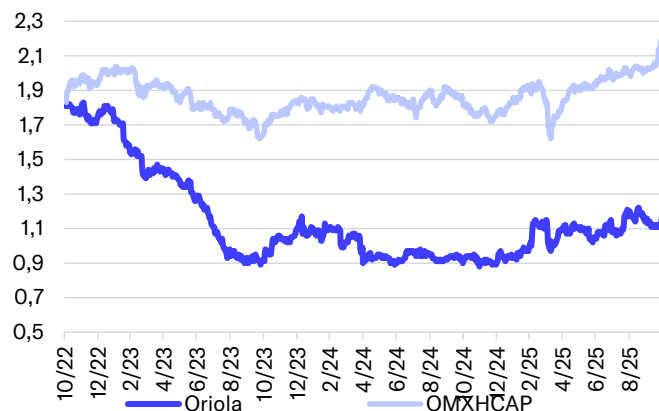
Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

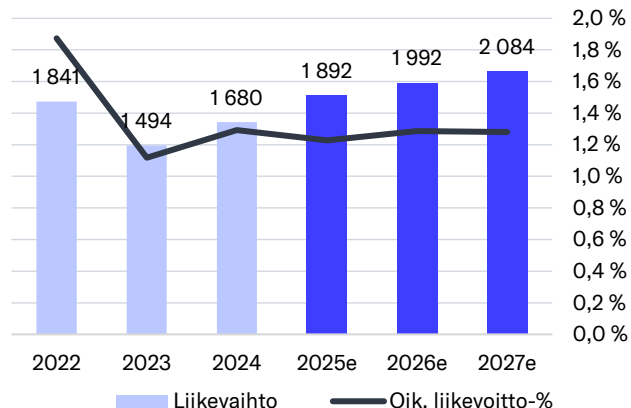
Vuonna 2025 Oriola odottaa oikaistun käyttökateen kasvavan edellisvuodesta (2024: 33,4 MEUR).

Osakekurssi



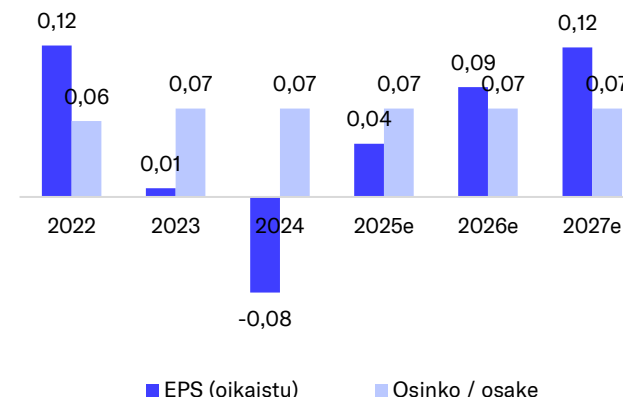
Lähde: Millistream Market Data AB

Liikevaihto ja liikevoitto-% (oik.)



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes

Arvoajurit

- Hyvä markkina-asema Suomen ja Ruotsin lääkemarkkinoilla
- Marginaalitason palautuminen lähemmäs historiallisia (2015-16) tasoja toimintaa tehostamalla
- Ruotsin apteekkiliiketoiminnan positiivinen kehitys yhteisyrityksessä ja potentiaalinen myynti aikanaan

Riskitekijät

- Toistuvien operatiivisten haasteiden jatkuminen
- Lääkemarkkinoiden sääntelyn lisääntymiseen liittyvät riskit
- Isommat yritysostot, etenkin uusille markkinoille ja/tai liiketoimintoihin

Arvostustaso	2025e	2026e	2027e
Osakekurssi	1,19	1,19	1,19
Osakemäärä, milj. kpl	185,3	185,3	185,3
Markkina-arvo	221	221	221
Yritysarvo (EV)	115	128	127
P/E (oik.)	28,2	13,7	10,1
P/E	neg.	22,4	11,7
P/B	1,9	2,0	1,9
P/S	0,1	0,1	0,1
EV/Liikevaihto	0,1	0,1	0,1
EV/EBITDA	5,1	4,4	3,6
EV/EBIT (oik.)	4,9	5,0	4,7
Osinko/tulos (%)	neg.	132 %	69 %
Osinkotuotto-%	5,9 %	5,9 %	5,9 %

Lähde: Inderes

Tulos parani odotuksiamme enemmän

Liikevaihto kasvoi hieman odotuksia vähemmän

Oriolan liikevaihto kasvoi Q3:lla 9 %, hieman 11 %:n ennustettamme vähemmän. Yhtiön laskutus kasvoi suunnilleen saman verran eli 10 %. Distribution-segmentti kasvoi 6 %, jossa sekä nykyisten asiakkaiden kasvu että uudet asiakkaat tukivat kasvua. Markkina on jatkanut kasvua Ruotsissa, Suomen kasvun ollessa nollassa. Oriolan markkinaosuus kuitenkin vahvistui Suomessa Q3:lla. Wholesale-segmentti kasvoi 23 % erityisesti Ruotsin lääkkeiden rinnakkaistuonnin tukemana.

Tulos ylitti ennusteet ja parani vertailukaudesta

Oriolan oik. käyttökate parani 9,6 MEUR:oon vertailukauden 8,4 MEUR:sta ja ylitti ennusteemme (8,9 MEUR). Oik. liikevoitto oli 6,6 MEUR, kun se ilman Ruotsin annosjakelua oli vertailukaudella 5,4 MEUR. Ruotsin annosjakelun myynti toteutui huhtikuun 2025 alussa, eikä siten ole enää mukana Oriolan luvuissa. Tulosparannusta

veti odotuksiemme mukaisen tuloksen tehnyt Distribution-segmentti. Wholesale-segmentin tulos jäi liikevaihdon kasvusta huolimatta vertailukauden tasoon, mikä kuitenkin ylitti odotuksemme, sillä alkuvuonna Wholesalen tulos oli vertailukautta heikompi. Yhtiö on tehnyt Wholesalessa panostuksia kasvuun, mikä näkyy kuluissa, muttei vielä liikevaihdossa. Toisaalta kasvu on tullut matalakatteisista tuotteista, mikä painaa marginaalia.

Yhteisyrityksen raportoitu tulos nollassa, ylittäen ennusteemme

Oriolan Ruotsin apteekkiyhteisyrityksen liikevaihto kasvoi 6 %, osin Ruotsin kruunun vahvistumisen tukemana, mikä oli suunnilleen odotustemme mukaista. Kronansin markkinaosuus pysyi vakaana, mitä voi pitää hyvänä asiana, yhtiön viime vuosien negatiivisen kehityksen jälkeen. Oik. EBITA oli 4 MEUR, mikä oli tappiolliseen Q2:een nähden hyvä parannus ja ylitti hieman odotuksemme (3 MEUR). Yhteisyrityksen tulos on kuitenkin ollut ailahteleva, eikä

yhden kvartaalin tulos anna selvää kuvaa. Oik. EBITA-marginaali on edelleen heikko, 1,4 %. Raportoitu osakkuusyhtiötulos oli ensimmäistä kertaa lähes nolla (-0,1 MEUR), kun se on tähän asti ollut tappiollinen ja painanut Oriolan nettotulosta.

Kronansin tietojärjestelmäprojekti ja siten myös koko integraatioprosessi on lähestymässä loppuaan. Tämän pitäisi tarkoittaa integraatioon liittyvien kertakulujen loppumista sekä raportoidun että operatiivisen tuloksen parantumista, kun yhtiö pääsee tehostamaan toimintaansa. Oriola odottaa Kronansin yltävän toimialan kannattavuustasolle vuoteen 2027 mennessä. Tämäkin viittaa ja vaatii tuloksen selvää paranemista jo ensi vuoden aikana. Tulosparannus olisi tärkeää, sillä muuten Oriolan pitäisi mielestämme tehdä yhteisyrityksen arvoon merkittävä alaskirjaus, mitä tase ei nykyisellään kestäisi. Raportoidun yhteisyrityksen tuloksen kääntyminen plussalle tukisi myös yhtiön nettotulosta.

Ennustetaulukko	Q3'24	Q3'25	Q3'25e	Q3'25e	Konsensus	Erotus (%)	2025e
MEUR / EUR	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Tot. vs. inderes
Liikevaihto	424	463	471	464			-2 %
Käyttökate (oik.)	8,4	9,6	8,9	-			8 %
EPS (raportoitu)	-0,01	0,01	0,01	0,00			67 %
Liikevaihdon kasvu-%	18,6 %	9,2 %	11,0 %	9,3 %			-1,8 %-yks.
Liikevoitto-% (oik.)	1,3 %	1,4 %	1,3 %				0,2 %-yks.

Lähde: Inderes & Bloomberg, 3-4 analytiikka (konsensus)

Oriola Q3'25: Positiivista kehitystä (eng.)



Ennusteisiin pieniä nostoja

Koko vuoden ohjeistus toistettiin

Oriola toisti ohjeistuksensa ja odottaa vuoden 2025 oik. käyttökatteen kasvavan. Ensimmäisen yhdeksän kuukauden ajalta yhtiö on 1 MEUR vertailukautta edellä. Nostimme lievästi ennusteitamme ja odotamme nyt oik. käyttökatteen olevan 35 MEUR, kun se vertailukaudella oli 33 MEUR. Uskomme tulosparannuksen siten jatkuvan Q4:llä. Q4 on tyypillisesti kausiluonteisesti yhtiön paras kvartaali ja vertailukausi oli melko normaali siinä suhteessa. Siten Q4’25:lle ennustamamme taso olisi Oriolan paras kvartaalitulo vuosiin. Vuosille 2026-27 nostimme ennusteitamme hieman Wholesale-segmentin lupaavan kehityksen myötä.

Omavaraisuusaste matala

Vaikka Oriolan operatiivinen toiminta tuottaa kelpoista tulosta ja kassavirtaa, sen ERP-investoinnista syntyvät kertaerät sekä yhteisyrityksen tähän mennessä

negatiivisena pysynyt tulos painavat sen nettotulosta. Q3:n nettotulos tosin nousi lievästi plussalle, mikä on positiivinen merkki. Omavaraisuusaste on kuitenkin edelleen hyvin alhainen, 12 %. Siten Oriola voi tarvita oman pääomansa vahvistamista. Yhtiö kuitenkin näkee tason yhä riittävänä ja huomauttaa, että ERP-investoinnin kirjautuessa suoraan tuloslaskelmaan kertakuluna, siitä ei enää käyttöönoton jälkeen tule tuloslaskelmaan vaikutusta (eli poistoja kuten normaalista investoinnista). Investointi kuitenkin painaa raportoituja lukuja vielä pari vuotta, joten nopeaa apua tästä ei ole tulossa. Edellisellä sivulla mainittu yhteisyrityksen tuloksen kääntyminen voisi kuitenkin jo yksinään kääntää yhtiön nettotuloksen plussan puolelle. Tähän mennessä Oriola on kuitenkin maksanut myös suurta osinkoa, mikä vähentää omaa pääomaa. Osinkotason kestävyys onkin mielestämme epävarmaa.

Velkaongelmaa Oriolalla ei kuitenkaan ole, sillä sen nettovelka oli Q3:n lopussa noin 35 MEUR negatiivinen.

Tämä luo hieman erikoisen tilanteen, jossa yhtiö voisi joutua keräämään rahaa vahvistaakseen omavaraisuutta, vaikka se ei itse rahaa ainakaan tällä hetkellä tarvitse. Kuten olemme aiemminkin tuoneet esiin, mielestämme Oriolan yhteisyrityksen tasearvo on liian korkea ja sen alaskirjaus aiheuttaisi viimeistään tarpeen vahvistaa tasetta. Jos yhteisyrityksen arvoa ei alaskirjata, yhtiö voi mielestämme odottaa taseen vahvistumista asteittain tuloksen mukana lähivuosina.

Ennustemuutokset	2025e	2025e	Muutos	2026e	2026e	Muutos	2027e	2027e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	1896	1892	0 %	1992	1992	0 %	2084	2084	0 %
Käyttökate	22,3	22,6	1 %	29,0	29,4	1 %	34,0	34,7	2 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	22,4	23,3	4 %	25,3	25,6	2 %	26,3	26,7	1 %
Liikevoitto	4,6	4,9	7 %	17,3	17,6	2 %	22,3	22,7	2 %
Tulos ennen veroja	-7,3	-5,9	19 %	12,3	12,6	3 %	21,9	22,3	2 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,03	0,04	27 %	0,09	0,09	2 %	0,12	0,12	1 %
Osakekohtainen osinko	0,07	0,07	0 %	0,07	0,07	0 %	0,07	0,07	0 %

Lähde: Inderes

Oriola, Webcast, Q3'25



Arvostuksessa potentiaalia, taseessa riskiä

Osien summa -arvostus

Osien summa -arvostuksessa käytämme Oriolan omille toiminnoille EV/EBIT-perusteista arvostusta. Jatkuvien toimintojen arvostamiseen käytämme vuoden 2025 EV/EBIT-kerrointa 10x (verrokkiryhmän heikompien yhtiöiden suuntaisesti), jolla päädymme noin 230 MEUR:n yritysarvoon.

Ruotsin apteekkien Oriolan taseessa oleva kirjanpitoarvo on reilut 200 MEUR. Sekä nykyisen että mielestämme potentiaalisen tuloksen valossa tämä arvo on kuitenkin erittäin korkea. Mikäli yhteisyritys tekisi suunnilleen Ruotsin apteekkialan keskimääräistä noin 2 %:n liikevoittomarginaalia (tai yhteisyrityksen tapauksessa EBITA-marginaali), sen tulos olisi reilut 20 MEUR. Jos arvostamme tämän EV/EBIT(A)-kertoimella 10x ja huomioimme noin 90 MEUR:n velat, saamme Oriolan 50 % omistusosuuden arvoksi noin 75 MEUR. Mikäli tulos paranee synergioiden myötä alan suurimpien toimijoiden tasolle (2,5-4 %) kuten Oriola tavoittelee, arvossa on nousuvaraa. Mielestämme nykyinen tasearvo olisi perusteltavissa noin 3,5 %:n kannattavuudella. Tämän hetken tulostaso on kuitenkin erittäin heikko (viimeiset 12 kk oik. EBITA-% vain 0,2 %). Mikäli yhtiö alaskirjaisi omistuksensa meidän arvion mukaiseksi, sen oma pääoma painuisi noin nolnaan. Tätä pitäisi paikata esim. osakeannilla ja/tai hybridilainalla. Tämä kertoo yhteisyrityksen tuomasta merkittävästä taseriskistä, joka on mielestämme realistinen 1-3 vuoden horisontilla, mikäli yhteisyrityksen tulostaso ei nouse odotuksiamme korkeammalle.

Lisäksi erittelemme doktor.se:n omistuksen arvon. Kun vähennämme tästä arvioimamme factoring-velat ja nettovelat tämän vuoden lopussa, päädymme 1,5 euron

osakekohtaiseen käypään arvoon.

Hyväksytty arvostus

Tavoitehintamme pohjautuu osien summa arvostukseemme, DCF-arvoon ja hyväksyttyihin arvostuskertoiimiin (P/E). Näemme hyväksyttävän tason olevan noin 12-14x. Tätä tulee tosin soveltaa joko vain Oriolan omien toimintojen tulokselle ja/tai yhteisyrityksen aineettomista poistoista oikaistulle tulokselle. Yhteisyrityksen osalta meillä ei ole tarkkoja lukuja rahoituskuluista ja veroista, mikä entisestään vaikeuttaa ennustamista ja arvostusta. Verrokkiryhmä ei ole mielestämme erityisen hyvä arvostustapa Oriolalle verrokkien huomattavasti suuremman koon ja eri markkinoiden/liiketoimintamallien takia.

Jos annamme Oriolan omille toiminnoille P/E-kertoimen 13x, päädymme vuoden 2025 tuloksella noin 160 MEUR:n arvoon (osakepääomalle eli tämä eroaa osien summa laskelmasta). Lisäämällä tähän aiemmin mainittu 75 MEUR:n arvo yhteisyritykselle, päästään noin 235 MEUR:n tasoon eli noin 1,3 euroon osakkeelta.

Kannattavuustavoite on erittäin korkealla

Osakkeen positiivisia ajureita ovat (toistaiseksi) vakaa osinko ja hyvä osinkotuotto sekä tulokasvu (sekä omien toimintojen että yhteisyrityksen osalta). Mikäli yhtiö pääsisi edes lähelle kannattavuustavoitettaan (yli 3 % liikevoittomarginaali), Oriolan arvo olisi nähdäksemme moninkertainen esim. osakkeen nykyiseen hintaan nähden. Emme kuitenkaan arvosta Oriolaa tämän perusteella, koska näemme tavoitteiden toteutumisen hyvin epätodennäköisenä.

Arvostustaso	2025e	2026e	2027e
Osakekurssi	1,19	1,19	1,19
Osakemäärä, milj. kpl	185,3	185,3	185,3
Markkina-arvo	221	221	221
Yritysarvo (EV)	115	128	127
P/E (oik.)	28,2	13,7	10,1
P/E	neg.	22,4	11,7
P/B	1,9	2,0	1,9
P/S	0,1	0,1	0,1
EV/Liikevaihto	0,1	0,1	0,1
EV/EBITDA	5,1	4,4	3,6
EV/EBIT (oik.)	4,9	5,0	4,7
Osinko/tulos (%)	neg.	132 %	69 %
Osinkotuotto-%	5,9 %	5,9 %	5,9 %

Lähde: Inderes

	Arvo	per osake
Jatkuvat toiminnot	233	1,3
Ruotsin apteekki JV	76	0,4
Doktor.se	14	0,1
Yhteensä	322	1,8

Nettovelat taseessa, 2025 loppu	59	0,3
Factoring velat	-103	-0,6

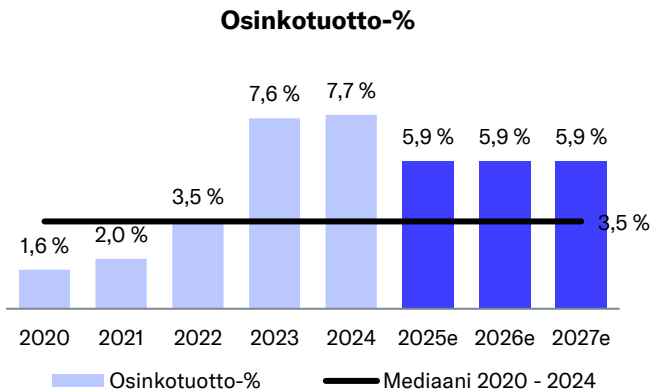
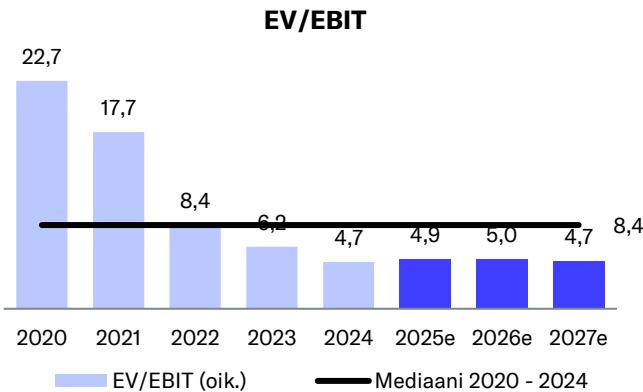
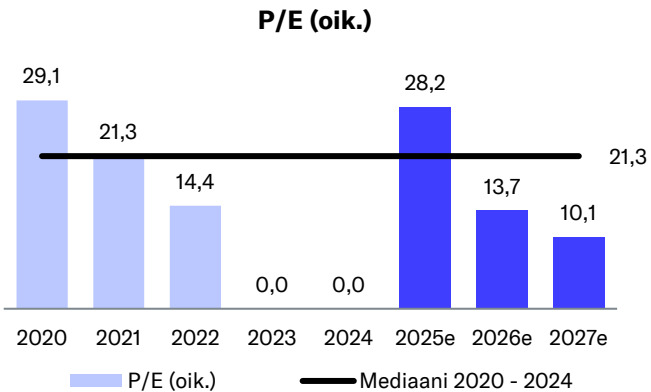
Osakepääoman arvo	278	1,5
-------------------	-----	-----

Lähde: Inderes

Arvostustaulukko

Arvostustaso	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	2028e
Osakekurssi	1,90	2,01	1,72	0,92	0,91	1,19	1,19	1,19	1,19
Osakemäärä, milj. kpl	181,3	181,3	181,3	181,3	181,3	185,3	185,3	185,3	185,3
Markkina-arvo	349	363	312	167	164	221	221	221	221
Yritysarvo (EV)	476	464	288	103	101	115	128	127	122
P/E (oik.)	29,1	21,3	14,4	>100	neg.	28,2	13,7	10,1	9,2
P/E	30,6	32,3	11,4	neg.	neg.	neg.	22,4	11,7	9,2
P/B	2,1	1,7	1,4	1,0	1,2	1,9	2,0	1,9	1,7
P/S	0,2	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
EV/Liikevaihto	0,3	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
EV/EBITDA	7,6	7,1	4,2	3,4	3,7	5,1	4,4	3,6	3,1
EV/EBIT (oik.)	22,7	17,7	8,4	6,2	4,7	4,9	5,0	4,7	4,2
Osinko/tulos (%)	48,2 %	64,2 %	39,7 %	neg.	neg.	neg.	131,6 %	69,0 %	53,9 %
Osinkotuotto-%	1,6 %	2,0 %	3,5 %	7,6 %	7,7 %	5,9 %	5,9 %	5,9 %	5,9 %

Lähde: Inderes



Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
Yhtiö	MEUR	MEUR	2025e	2026e	2025e	2026e	2025e	2026e	2025e	2026e	2025e	2026e	2025e
CVS Health Corp	87721	132703	11,1	10,2	9,6	8,7	0,4	0,4	12,5	11,3	3,3	3,5	1,3
Cardinal Health Inc	33501	37616	15,7	13,7	13,4	11,9	0,2	0,2	20,1	17,4	1,3	1,3	
McKesson Corp	86127	90846	19,6	17,0	18,2	16,0	0,3	0,3	24,7	21,1	0,3	0,4	
Cencora	55380	60495	16,7	15,5	15,0	13,9	0,2	0,2	20,9	19,0	0,7	0,7	26,7
Oriola (Inderes)	221	115	4,9	5,0	5,1	4,4	0,1	0,1	28,2	13,7	5,9	5,9	1,9
Keskiarvo			15,8	14,1	14,1	12,6	0,3	0,3	19,5	17,2	1,4	1,5	14,0
Mediaani			16,2	14,6	14,2	12,9	0,3	0,2	20,5	18,2	1,0	1,0	14,0
Erotus-% vrt. mediaani			-70 %	-66 %	-64 %	-66 %	-76 %	-73 %	38 %	-25 %	513 %	506 %	-86 %

Lähde: Refinitiv / Inderes

Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	Q1'24	Q2'24	Q3'24	Q4'24	2024	Q1'25	Q2'25	Q3'25	Q4'25e	2025e	2026e	2027e	2028e
Liikevaihto	375	440	424	441	1680	447	494	463	488	1892	1992	2084	2180
Distribution	294	358	351	362	1365	359	398	373	398	1528	1609	1689	1773
Wholesale	81,1	81,7	73,7	79,1	316	88,1	96,1	90,7	90,0	365	383	395	406
Käyttökate	6,7	8,6	4,9	7,0	27,2	5,9	1,6	7,0	8,1	22,6	29,4	34,7	39,6
Poistot ja arvonalennukset	-3,0	-2,9	-4,7	-3,0	-13,6	-8,7	-3,0	-3,0	-3,0	-17,7	-11,8	-12,1	-10,4
Liikevoitto ilman kertaeriä	4,0	5,7	5,6	6,4	21,7	4,5	5,1	6,6	7,1	23,3	25,6	26,7	29,2
Liikevoitto	3,7	5,7	0,2	4,0	13,6	-2,8	-1,5	4,0	5,1	4,9	17,6	22,7	29,2
Distribution (oik. EBITDA)	6,3	6,1	7,1	8,1	27,6	7,1	8,3	8,4	9,0	32,8	34,5	35,0	35,0
Wholesale (oik. EBITDA)	3,6	3,1	3,1	2,7	12,5	2,4	2,1	3,0	3,1	10,6	11,0	12,0	13,0
Konsernierät	-2,2	-1,1	-1,8	-1,6	-6,7	-2,0	-2,3	-1,8	-2,0	-8,1	-8,1	-8,3	-8,4
Kertaluonteiset erät	-1,0	0,6	-3,5	-2,4	-6,3	-7,3	-6,5	-2,6	-2,0	-18,4	-8,0	-4,0	0,0
Nettorahoituskulut	-2,2	-1,5	-1,9	-1,7	-7,3	-1,6	-1,3	-1,8	-1,5	-6,2	-5,0	-4,4	-4,4
Tulos ennen veroja	-2,0	2,9	-2,3	-17,2	-18,6	-5,4	-5,7	2,1	3,1	-5,9	12,6	22,3	28,8
Verot	-0,3	-0,9	0,2	-0,5	-1,5	0,0	0,0	-0,5	-0,7	-1,2	-2,8	-3,5	-4,7
Nettotulos	-2,3	2,0	-2,1	-17,7	-20,1	-5,4	-5,7	1,6	2,4	-7,0	9,9	18,8	24,1
EPS (oikaistu)	-0,01	0,01	0,01	-0,09	-0,08	0,00	0,00	0,02	0,02	0,04	0,09	0,12	0,13
EPS (raportoitu)	-0,01	0,01	-0,01	-0,10	-0,11	-0,03	-0,03	0,01	0,01	-0,04	0,05	0,10	0,13

Tunnusluvut	Q1'24	Q2'24	Q3'24	Q4'24	2024	Q1'25	Q2'25	Q3'25	Q4'25e	2025e	2026e	2027e	2028e
Liikevaihdon kasvu-%	4,1 %	13,0 %	18,6 %	14,0 %	12,4 %	19,2 %	12,4 %	9,2 %	10,7 %	12,6 %	5,3 %	4,6 %	4,6 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	14,3 %	66,5 %	30,2 %	17,1 %	29,9 %	12,5 %	-10,8 %	17,9 %	10,2 %	7,1 %	10,3 %	4,1 %	9,3 %
Käyttökate-%	1,8 %	1,9 %	1,2 %	1,6 %	1,6 %	1,3 %	0,3 %	1,5 %	1,7 %	1,2 %	1,5 %	1,7 %	1,8 %
Oikaistu liikevoitto-%	1,1 %	1,3 %	1,3 %	1,5 %	1,3 %	1,0 %	1,0 %	1,4 %	1,5 %	1,2 %	1,3 %	1,3 %	1,3 %
Nettotulos-%	-0,6 %	0,5 %	-0,5 %	-4,0 %	-1,2 %	-1,2 %	-1,1 %	0,3 %	0,5 %	-0,4 %	0,5 %	0,9 %	1,1 %

Lähde: Inderes

Vastaavaa	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Pysyvät vastaavat	348	314	302	298	305
Liikearvo	35,2	35,1	29,4	29,4	29,4
Aineettomat hyödykkeet	16,0	10,5	10,5	10,5	10,5
Käyttöomaisuus	45,0	45,2	39,2	34,4	41,7
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	235	211	211	211	211
Muut sijoitukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset varat	15,5	11,7	11,7	11,7	11,7
Laskennalliset verosaamiset	0,4	0,6	0,6	0,6	0,6
Vaihtuvat vastaavat	587	562	629	644	672
Vaihto-omaisuus	163	176	189	199	208
Muut lyhytaikaiset varat	26,2	24,8	5,0	5,0	5,0
Myyntisaamiset	260	247	303	339	354
Likvidit varat	138	114	132	101	104
Taseen loppusumma	935	876	932	941	976

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Oma pääoma	171	133	114	111	116
Osakepääoma	36,2	36,2	36,2	36,2	36,2
Kertyneet voittovarot	50,8	18,2	-1,3	-4,4	1,4
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	-16,7	-18,4	-18,4	-18,4	-18,4
Muu oma pääoma	101	97,3	97,3	97,3	97,3
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	24,2	54,8	29,5	20,1	21,1
Laskennalliset verovelat	2,9	0,8	0,8	0,8	0,8
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Korolliset velat	7,1	39,7	14,4	5,0	6,0
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	14,2	14,3	14,3	14,3	14,3
Lyhytaikaiset velat	739	688	788	811	839
Korolliset velat	111	36,4	58,7	50,0	50,9
Lyhytaikaiset korottomat velat	608	626	700	731	758
Muut lyhytaikaiset velat	21,0	25,0	30,0	30,0	30,0
Taseen loppusumma	935	876	932	941	976

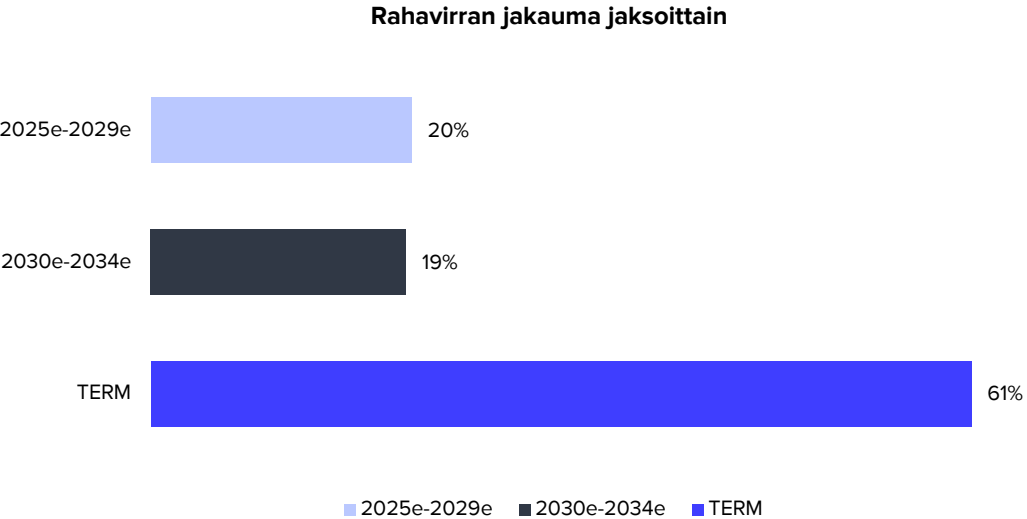
DCF-laskelma

DCF-laskelma	2024	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	2034e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	12,4 %	12,6 %	5,3 %	4,6 %	4,6 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	2,5 %	2,5 %
Liikevoitto-%	0,8 %	0,3 %	0,9 %	1,1 %	1,3 %	1,2 %	1,2 %	1,2 %	1,2 %	1,2 %	1,2 %	1,2 %
Liikevoitto	13,6	4,9	17,6	22,7	29,2	26,9	27,8	28,6	29,4	30,3	31,1	
+ Kokonaispoistot	13,6	17,7	11,8	12,1	10,4	11,5	11,9	11,6	10,7	10,4	10	
- Maksetut verot	-3,8	-1,2	-2,8	-3,5	-4,7	-4,3	-4,4	-4,6	-4,8	-4,9	-5,3	
- verot rahoituskuluista	-1,8	-1,6	-1,1	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8	-0,6	
+ 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	23,1	29,8	-15,0	2,6	2,5	-0,8	-1,0	-1,3	-1,5	-1,8	4,8	
Operatiivinen kassavirta	44,7	49,5	10,5	33,1	36,5	32,6	33,3	33,5	33,1	33,2	40,1	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-4,4	-6,0	-7,0	-19,3	-19,3	-13,4	-6,8	-8,5	-9,9	-9,5	-11	
Vapaa operatiivinen kassavirta	40,4	43,5	3,5	13,8	17,2	19,2	26,5	24,9	23,1	23,7	28,6	
+/- Muut	0,0	-10,0	0,0	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0	
Vapaa kassavirta	40,4	33,5	3,5	17,8	21,2	23,2	30,5	28,9	27,1	27,7	32,6	558
Diskontattu vapaa kassavirta		33,0	3,2	14,9	16,4	16,5	20,0	17,5	15,1	14,2	15,5	264
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		431	398	395	380	363	347	327	309	294	280	264
Velaton arvo DCF		431										
- Korolliset velat		-179										
+ Rahavarat		114										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		-12,7										
Oman pääoman arvo DCF		353										
Oman pääoman arvo DCF per osake		1,9										

Pääoman kustannus (WACC)

Vero-% (WACC)	19,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	5,0 %
Vieraan pääoman kustannus	5,0 %
Yrityksen Beta	1,10
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	1,00 %
Riskitön korko	2,5 %
Oman pääoman kustannus	8,7 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	8,5 %

Lähde: Inderes



Yhteenveto

Tuloslaskelma	2022	2023	2024	2025e	2026e
Liikevaihto	1841,4	1493,8	1679,7	1892,2	1991,6
Käyttökate	68,6	30,1	27,2	22,6	29,4
Liikevoitto	40,2	-5,3	13,6	4,9	17,6
Voitto ennen veroja	35,4	-17,6	-18,6	-5,7	12,6
Nettovoitto	27,4	-20,7	-20,1	-6,8	9,9
Kertaluontoiset erät	5,7	-22,0	-8,1	-18,4	-8,0

Tase	2022	2023	2024	2025e	2026e
Taseen loppusumma	961,0	934,5	875,7	931,7	941,3
Oma pääoma	225,7	171,2	133,3	113,8	110,7
Liikearvo	61,1	35,2	35,1	29,4	29,4
Nettovelat	-23,7	-20,6	-37,4	-59,3	-46,0

Kassavirta	2022	2023	2024	2025e	2026e
Käyttökate	68,6	30,1	27,2	22,6	29,4
Nettokäyttöpääoman muutos	8,6	-20,1	23,1	29,8	-15,0
Operatiivinen kassavirta	13,9	4,3	44,7	49,5	10,5
Investoinnit	329,2	30,6	-4,4	-6,0	-7,0
Vapaa kassavirta	12,1	36,6	40,4	33,5	3,5

Arvostuskertoimet	2022	2023	2024	2025e	2026e
EV/Liikevaihto	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1
EV/EBITDA	4,2	3,4	3,7	5,1	4,4
EV/EBIT (oik.)	8,4	6,2	4,7	4,9	5,0
P/E (oik.)	14,4	>100	neg.	28,2	13,7
P/B	1,4	1,0	1,2	1,9	2,0
Osinkotuotto-%	3,5 %	7,6 %	7,7 %	5,9 %	5,9 %

Lähde: Inderes

Osakekohtaiset luvut	2022	2023	2024	2025e	2026e
EPS (raportoitu)	0,15	-0,11	-0,11	-0,04	0,05
EPS (oikaistu)	0,12	0,01	-0,08	0,04	0,09
Operat. Kassavirta / osake	0,08	0,02	0,25	0,27	0,06
Operat. Vapaa kassavirta / osake	0,07	0,20	0,22	0,18	0,02
Omapääoma / osake	1,24	0,94	0,74	0,61	0,60
Osinko / osake	0,06	0,07	0,07	0,07	0,07

Kasvu ja kannattavuus	2022	2023	2024	2025e	2026e
Liikevaihdon kasvu-%	-2 %	-19 %	12 %	13 %	5 %
Käyttökatteen kasvu-%	5 %	-56 %	-10 %	-17 %	30 %
Liikevoiton oik. kasvu-%	31 %	-52 %	30 %	7 %	10 %
EPS oik. kasvu-%	27 %	-94 %	-1179 %	-156 %	106 %
Käyttökate-%	3,7 %	2,0 %	1,6 %	1,2 %	1,5 %
Oik. Liikevoitto-%	1,9 %	1,1 %	1,3 %	1,2 %	1,3 %
Liikevoitto-%	2,2 %	-0,4 %	0,8 %	0,3 %	0,9 %
ROE-%	12,4 %	-10,4 %	-13,2 %	-5,5 %	8,8 %
ROI-%	10,2 %	-3,1 %	-4,5 %	0,2 %	10,0 %
Omavaraisuusaste	23,5 %	18,3 %	15,2 %	12,2 %	11,8 %
Nettovelkaantumisaste	-10,5 %	-12,0 %	-28,1 %	-52,2 %	-41,6 %

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

Raporteilla esitettävä informaatio on hankittu useista eri julkisista lähteistä, joita Inderes pitää luotettavina. Inderesin pyrkimyksenä on käyttää luotettavaa ja kattavaa tietoa, mutta Inderes ei takaa esitettyjen tietojen virheettömyyttä. Mahdolliset kannanotot, arviot ja ennusteet ovat 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.

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 tulevast. 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 sijoituspäätöstensä tekemisestä ja niiden taloudellisesta tuloksesta.

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

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen 12 kuukauden kokonaistuotto-odotukseen (sis. kurssinousu ja osingot) ja huomioi Inderesin näkemyksen tuotto-odotukseen liittyvästä riskistä. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituskin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitusuusituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään 2-4 kertaa vuodessa yhtiöiden osavuosikatsausten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvion mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmäärittämis menetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmäärittämis menetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

Inderesin suosituspolitiikka perustuu seuraavaan jakaumaan suhteessa osakkeen 12 kuukauden riskikorjattuun kokonaistuotto-odotukseen.

Osta Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on erittäin houkutteleva

Lisää Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on houkutteleva

Vähennä Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on heikko

Myy Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on erittäin heikko

Osakkeen 12 kuukauden riskikorjatun kokonaistuotto-odotuksen yllä esitettyjen määritelmien mukainen arviointi on yhtiökohtaista ja subjektiivista. Siten eri osakkeilla samansuuruiset 12 kk kokonaistuotto-odotukset voivat johtaa eri suosituksiin eikä eri osakkeiden suosituksia ja 12 kk kokonaistuotto-odotuksia tule verrata keskenään. Tuotto-odotuksen vastapuolena toimii sijoittajan Inderesin näkemyksen mukaan ottama riski, joka vaihtelee voimakkaasti eri yhtiöiden ja tilanteiden välillä. Korkea tuotto-odotus ei siis välttämättä johda positiiviseen suositukseen riskien ollessa poikkeuksellisen suuria, eikä matala tuotto-odotus johda vastaavasti negatiiviseen suositukseen riskien ollessa Inderesin näkemyksen mukaan maltillisia.

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

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

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

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

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

Suositus historia (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
28/10/2019	Vähennä	2,10 €	2,08 €
09/02/2020	Vähennä	2,10 €	2,09 €
25/04/2020	Lisää	2,30 €	2,08 €
20/05/2020	Lisää	2,30 €	1,95 €
20/07/2020	Lisää	2,10 €	1,88 €
26/10/2020	Lisää	2,00 €	1,87 €
22/02/2021	Lisää	2,00 €	1,95 €
27/04/2021	Vähennä	1,90 €	2,01 €
21/07/2021	Vähennä	1,90 €	1,92 €
28/10/2021	Lisää	2,20 €	1,91 €
21/01/2022	Lisää	2,40 €	2,21 €
Analyytikko vaihtuu			
21/02/2022	Vähennä	2,30 €	2,20 €
29/04/2022	Lisää	2,30 €	2,00 €
Analyytikko vaihtuu			
25/07/2022	Lisää	2,30 €	2,10 €
08/08/2022	Lisää	2,30 €	2,02 €
28/10/2022	Lisää	2,10 €	1,86 €
31/01/2023	Lisää	2,00 €	1,72 €
17/02/2023	Vähennä	1,70 €	1,62 €
28/04/2023	Vähennä	1,50 €	1,45 €
24/07/2023	Vähennä	1,25 €	1,19 €
30/08/2023	Lisää	1,05 €	0,94 €
01/11/2023	Lisää	1,05 €	0,92 €
19/02/2024	Lisää	1,20 €	1,05 €
26/04/2024	Lisää	1,10 €	0,98 €
02/05/2024	Lisää	1,00 €	0,92 €
19/07/2024	Lisää	1,05 €	0,96 €
31/10/2024	Lisää	1,00 €	0,90 €
17/12/2024	Lisää	1,00 €	0,91 €
04/03/2025	Lisää	1,05 €	1,00 €
03/04/2025	Lisää	1,25 €	1,13 €
30/04/2025	Lisää	1,25 €	1,09 €
21/07/2025	Lisää	1,25 €	1,12 €
31/10/2025	Lisää	1,25 €	1,19 €



TIETO ON SJOITTAJAN PERUSOIKEUS

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

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

Inderes Oyj

Porkkalankatu 5
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

Inderes Ab

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

Palkittua analyysia osoitteessa **inderes.fi**

inderes.se

**inde
res.**