

Oriola

Laaja raportti

5/2020

Positiivinen tulostukäänne tapahtuu vuonna 2020

Oriola kohtasi vuosien 2017-2019 aikana useita haasteita, jotka puolittivat yhtiön tuloksen ja osakekurssin. Osake on laskenut jo houkuttelevalle tasolle ottaen huomioon yhtiön hyvä markkina-asema sekä lähivuosien vahvan tuloskasvun ja kassavirran mahdollistamat korkeat osinkotuotot. Toistamme lisää-suosituksemme ja 2,3 euron tavoitehinnan.

Oriola toimii laaja-alaisesti Suomen ja Ruotsin terveyden ja hyvinvoinnin markkinoilla

Oriolan liikevaihto vuonna 2019 oli 1,7 miljardia euroa (71 % Ruotsista ja 24 % Suomesta). Yhtiöllä on vahva asema lääkkeiden tukkukaupassa (markkinaosuus Ruotsissa 44 % ja Suomessa 40 %). Ruotsissa Oriola myös operoi maan 3. suurinta apteekkiketjua (Kronans Apotek), jolla on 17 %:n osuus apteekkimarkkinoista. Tukku- ja vähittäiskaupan lisäksi Oriola tarjoaa asiantuntijapalveluita lääkeyrityksille, annosjakelu- ja henkilöstövuokrauspalveluita apteekeille ja yhtiöllä on myös laaja terveys- ja hyvinvointituotteiden valikoima. Oriolan ydinosaamista ovat lääke- ja terveydenhuoltoalan tuntemus, tuotteiden varastointi- logistiikka- ja muu osaaminen sekä tiiviit suhteet koko terveydenhuollon arvoketjuun.

Tuloskuunto on heikentynyt viime vuosina nopeasti ja erilaisia haasteita on tullut monesta suunnasta

Oriola teki 2014-2016 aikana 60 MEUR:n vuotuista liikevoittoa ja 0,25 euron EPS:iä. Vuonna 2019 oikaistu liikevoitto oli enää 21 MEUR ja EPS 0,04 euroa. Kannattavuushaasteet alkoivat syksyllä 2017, kun Suomessa tehty ERP-uudistus epäonnistui ja sekoitti Oriolan toiminnan. Vuonna 2018 Oriola ja Kesko perustivat terveys- ja hyvinvointiketju Hehkun, joka suljettiin 2019 merkittävien tappioiden jälkeen. Suomen haasteista on vihdoin päästy yli, mutta uusia haasteita on noussut Ruotsissa, missä apteekkimarkkina on alkanut osoittaa epäterveen hintakilpailun merkkejä ja tukkukaupan tehokkuus on kärsinyt Enköpingin uuden automatisoidun jakelukeskuksen ylösajon viivästyisestä.

Strategiset ohjelmat ja Enköpingin jakelukeskuksen ylösajo ovat avainasemassa tulosparrannuksessa

Oriolalla on käynnissä kaksi strategista ohjelmaa (Customer Experience ja 20By20 Excellence), joiden tarkoituksena on kohentaa asiakastytyvyyttä ja laskea kiinteitä kuluja 20 MEUR vuoden 2018 tasoon nähden. Tukku-toiminnan laatu ja tehokkuus on saatu Suomessa nostettua hyvälle tasolle, asiakkaiden NPS-tulokset ovat liikkuneet parempaan suuntaan ja säästöjä on saatu etenkin Suomen logistiikka- ja IT-kuluista. Oriolan Q1'20-raportissa nähtiin jo rohkaisevia signaaleja positiivisesta tulostukäänneestä ja Q1'20 EPS 0,03 euroa oli lähes saman verran kuin koko vuonna 2019 (0,04 euroa). Oriola ohjeistaa vertailukelpoisen liikevoiton paranevan vuodesta 2019 (20,5 MEUR). Meidän ennustemme oikaistulle liikevoitolle on 34 MEUR (+66 %). Päätekijät tuloskasvun taustalla ovat 1) heikko vertailuvuosi 2) vahva Q1 3) Enköpingin tämän vuoden ylösajosta saatavat tehokkuus- ja kulusäästöt sekä 4) strategisten ohjelmien läpiviennistä tulevat hyödyt.

Voimakas lähivuosien tuloskasvu ja hyvä osinkotuotto antavat osakkeelle positiiviset ajurit

Osakkeen positiivisia ajureita ovat vuosien 2020-2021 voimakas tuloskasvu ja ennustemme mukaiset 5,6 %:n ja 6,6 %:n osinkotuotot. Heikkoon vuoden 2019 tulokseen perustuva arvostus on korkea, joten osakkeen tuotto-odotus nojaa mielestämme tällä hetkellä paljon osinkoon. Osakekurssin nousu vaatii voimakasta tuloskasvua, sillä vasta se palauttaisi tulos pohjaisen arvostuksen hyväksyttävälle tasolle. Oriolan on pitkällä aikavälillä vaikeaa kasvattaa tulosta selvästi liikevaihdon kasvuvauhtia nopeammin, koska haastava paikka arvoketjussa (lääkepäämiesten, apteekkien ja kuluttajien välissä) sekä toimialan tiukka sääntely pitävät katteet ohuina. Arvioimme Oriolan keskipitkän aikavälin normalisoidun EPS:n olevan 0,15-0,20 euron tasolla, jolle nykyinen 2,3 euron tavoitehintamme tarkoittaisi noin 12-15x tasolla olevaa hyväksyttävää P/E-kerrointa. Vuosien 2020 ja 2021 EV/EBITDA-kertoimet ovat maltilliset 6x ja 5x.

Analytikot



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

Suositus ja tavoitehintaa

Lisää

(aik. Lisää)



2,30 EUR

(aik. 2,30 EUR)

Osakekurssi: 1,95 EUR

Potentiaali: 17,8 %

Ohjeistus

(Ennallaan)

Vuonna 2020 vertailukelpoisiin valuuttakursseihin lasketun oikaistun liikevoiton arvioidaan kasvavan vuoden 2019 tasosta (2019: 20,5 MEUR).

Avainluvut

	2019	2020e	2021e	2022e
Liikevaihto	1721	1813	1859	1907
kasvu-%	11 %	5 %	3 %	3 %
EBIT oik.	20,5	33,9	41,4	47,9
EBIT-% oik.	1,2 %	1,9 %	2,2 %	2,5 %
Nettotos	8,0	24,5	30,1	33,7
EPS (oik.)	0,07	0,13	0,17	0,19

P/E (oik.)	29,0	14,8	11,8	10,5
P/B	2,4	2,1	2,0	1,9
Osinkotuotto-%	4,3 %	5,6 %	6,7 %	7,7 %
EV/EBIT (oik.)	24,5	13,6	10,9	9,2
EV/EBITDA	8,3	5,7	5,0	4,6
EV/Liikevaihto	0,3	0,3	0,2	0,2

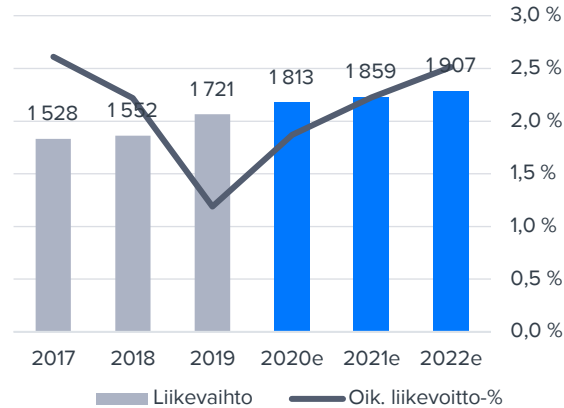
Lähde: Inderes

Osakekurssi



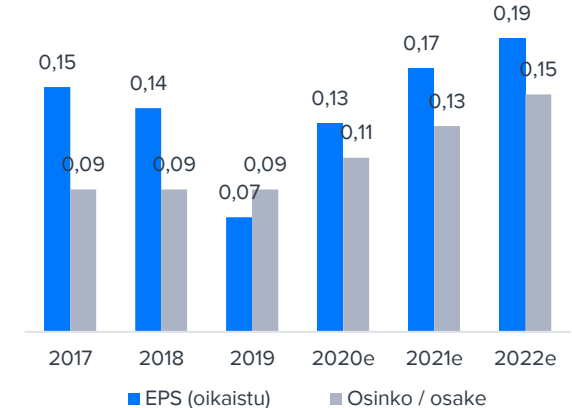
Lähde: Thomson Reuters

Liikevaihto ja liikevoitto-%

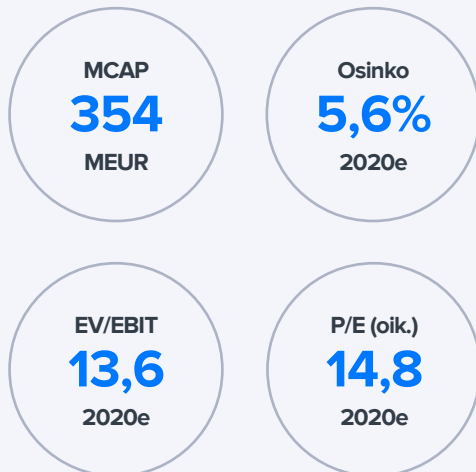


Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



Arvoajurit

- Vahva markkina-asema Suomen ja Ruotsin kasvavilla lääkemarkkinoilla
- Positiivinen kassavirta mahdollistaa liiketoiminnan kehittämisen ja tarvittavat investoinnit
- Monen vuoden heikon tuloskehityksen jälkeen yhtiöllä on runsaasti tuloksen parantamispotentiaalia
- Enköpingin jakelukeskuksen ylösajo ja strategisten ohjelmien läpivienti voivat tuoda merkittävät kulusäästöt



Riskitekijät

- Ruotsin apteekkimarkkinan kireä kilpailu (erityisesti kasvavassa verkkokaupassa) painaa tulosta
- Verkkokauppa vaatii panostusta, jotta kilpailijoiden etumatka kurotaan kiinni
- Logistiikkatoiminnan tehokkuushaasteet Ruotsissa
- Enköpingin jakelukeskuksen jatkuvat käynnistysongelmat
- Lääkemarkkinoiden sääntelyn lisääntymiseen liittyvät riskit
- Rönsyily ydinliiketoiminnan ulkopuolella



Arvostus

- Pitkään jatkuneet negatiiviset tulossyllätykset ovat painaneet markkinoiden luottamusta
- Osake on lähivuosien merkittävän tuloskasvun sisältävillä ennusteillamme hinnoiteltu verrokkiryhmän yläpuolelle
- Korkealle tasolle noussut osinkotuotto antaa tukea osakkeelle
- Parempaan suuntaan kääntyvä tulostrendi ja negatiivisten yllätysten loppuminen antavat tukea osakekurssille

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus	5-6
Pharma-liiketoiminta	7-9
Consumer-liiketoiminta	10-14
Retail-liiketoiminta	15-17
Liiketoimintamalli	18-21
Historiallinen kehitys	22-25
Strategia ja taloudelliset tavoitteet	26-28
Taloudellinen tilanne	29-30
Ennusteet	31-34
Osakkeen arvostus ja suositus	35-39
Sijoitusprofiili	40-43
Osaketuoton ajurit	44
Yhteenveto	45
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	46

Oriola lyhyesti

Oriola on lääkkeiden ja hyvinvointituotteiden tukku- ja vähittäiskauppaan erikoistunut yhtiö, jolla on vahva markkina-asema Suomen ja Ruotsin terveyden ja hyvinvoinnin markkinoilla.

1948

Perustamisvuosi

2006

Oriola irtautuu Orionista ja listautuu Helsingin pörssiin

1,7 miljardia euroa (+ 11 % vs. 2018)

Liikevaihto 2019

20,5 MEUR (1,2 % lv:sta)

Oikaistu liikevoitto 2019

~2 800

Henkilöstömäärä, FTE

>40 % markkinaosuus

Suomen ja Ruotsin lääkkeiden tukkukaupassa

17 % markkinaosuus

Ruotsin apteekkimarkkinoilla

~350 MEUR markkina-arvo

Osakekurssilla 1,95 euroa



Yhtiökuvaus

Terveyden ja hyvinvoinnin edistäjä

Oriola on lääkkeiden, terveys- ja hyvinvointituotteiden tukkukauppaan sekä vähittäismyyntiin erikoistunut yhtiö. Lisäksi yhtiö tarjoaa oman alansa asiantuntijapalveluita mm. lääkeyhtiöille ja apteekkeille. Oriolan liikevaihto vuonna 2019 oli 1721 MEUR, oikaistu liikevoitto 20,5 MEUR (EBIT 1,2 %) ja henkilöstön määrä noin 2 800 kpl. Oriolalle relevantit kohdemarkkinat ovat Suomen ja Ruotsin lääke-, terveys- ja hyvinvointituotteiden markkinat. Oriolan liikevaihdosta 71 % tulee Ruotsista ja 24 % Suomesta.

Kolme eri liiketoimintasegmenttiä

Oriolan liiketoiminta on jaettu 1.1.2019 alkaen kolmeen raportoivaan segmenttiin, jotka ovat Consumer, Pharma ja Retail.

Consumer tarjoaa terveyden ja hyvinvoinnin tuotteita ja palveluita asiakkaille Ruotsin 3. suurimman apteekkiketjun, Kronans Apotekin, kautta. Kronans Apotekilla oli Q1'20 lopussa 322 apteekkia ja oma verkkokauppa. Kronans Apotekin markkinaosuus Ruotsin apteekkimarkkinasta vuonna 2019 oli 17 %. Vuonna 2019 segmentin liikevaihto oli 750 MEUR (44 % konsernin liikevaihdosta) ja oikaistu liikevoitto 11,7 MEUR (EBIT 1,6 %).

Pharma tarjoaa logistiikka-, asiantuntija- ja konsultointipalveluja lääkeyhtiöille sekä toimittaa lääkevalmisteita apteekkeille, sairaala-apteekkeille ja eläinlääkäreille Suomessa ja Ruotsissa. Vuonna 2019 segmentin liikevaihto oli 918 MEUR, josta konsernin ulkoista liikevaihtoa oli 688 MEUR (40 % konsernin liikevaihdosta) ja oikaistu liikevoitto oli 17,7 MEUR (EBIT 1,9 %).

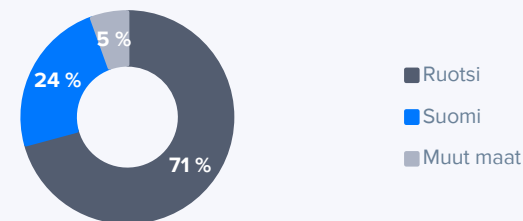
Retail myy ja markkinoi laajaa terveyden- ja hyvinvoinnin tuotevalikoimaa (mm. Gefilus, Lysi, Apteekkarin ja Dexal) apteekkeille, vähittäiskaupoille, eläinlääkäreille ja muille terveydenhuollon toimijoille. Retail tarjoaa myös annosjakelupalveluita ja henkilöstövuokrausta apteekkeille. Vuonna 2019 segmentin liikevaihto oli 456 MEUR, josta konsernin ulkoista liikevaihtoa oli 283 MEUR (16 % konsernin liikevaihdosta) ja sen oikaistu liikevoitto oli -0,9 MEUR (EBIT -0,2 %).

Kolmen liiketoimintasegmentin lisäksi yhtiöllä on keskitetty konsernitason toiminto Operations, joka sisältää logistiikkatoiminnot, operatiiviset ja epäsuorat hankinnat sekä annosjakelutuotannon. Logistiikkatoiminnot on keskitetty Suomessa Espooseen (jakelukeskus ja keskusvarasto) ja Ruotsissa Enköpingiin (jakelukeskus) ja Mölnlyckeeseen (keskusvarasto). Lisäksi osana Operationsia Oriolalla on lääkkeiden annosjakelun tuotantoa Helsingissä ja Uppsalassa. Oriolan konsernihallinnossa työskenteli vuoden 2019 lopussa 70 henkilöä ja konsernikulut olivat yhteensä 8,1 MEUR (2018: 8,9 MEUR).

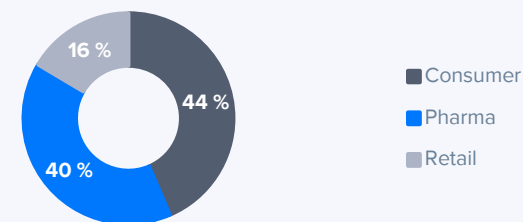
Markkina-arvo noin 360 MEUR

Oriolalla on kaksi osakesarjaa (A ja B), joista molemmat antavat samat oikeudet yhtiön omaisuuteen ja osingonjakoon. A-sarjan osakkeet oikeuttavat äänestämään yhtiökokouksessa 20 äänellä ja B-sarjan osakkeet yhdellä äänellä. Nykyisellä osakekurssilla (1,95 euroa), Oriolan markkina-arvo on noin 350 MEUR. Äänimäärällä mitattuna Oriolan suurimmat omistajat ovat Heikki Herlin (10,9 % äänistä), Keskinäinen työeläkevakuutusyhtiö Varma (7,3 %) ja Keskinäinen eläkevakuutusyhtiö Ilmarinen (6,1 %).

Liikevaihdon maantieteellinen jakauma

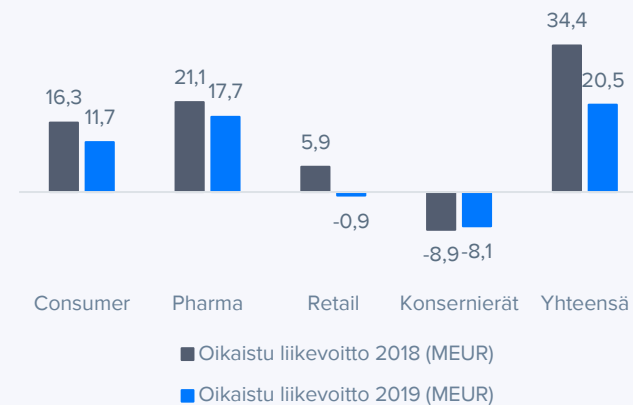


Liikevaihdon jakauma segmenteittäin*



* Konsernin ulkoisesta liikevaihdosta vuonna (2019)

Oriola-konsernin liikevoiton muodostuminen



Pharma-liiketoiminta 1/3

Pharma on Oriolan lääketukku liiketoimintaa

Pharma-liiketoiminta tarjoaa räätälöityjä logistiikka-, asiantuntija- ja konsultointipalveluita lääkeyhtiöille sekä laajan valikoiman lääkevalmisteita apteekkeille, sairaala-apteekkeille ja eläinlääkäreille. Liiketoiminta koostuu pääosin tukkutoiminnasta, missä Oriola toimii linkkinä lääkeyritysten ja lääkkeitä jakelevien tahojen välillä (tyypillisesti apteekit). Oriola tarjoaa myös erilaisia asiantuntija- tai konsultointipalveluja (liittyen mm. lääketurvaan, lääkkeiden myyntilupiin, klinisiin tutkimuksiin), jotka täydentävät yhtiön palvelutarjontaa ja lisäävät kiinnostavuutta lääkeyhtiöitä kohtaan. Arvioimme näiden korkean katteen asiantuntijapalveluiden kuitenkin muodostavan vain 1-2 % segmentin liikevaihdosta.

Pharma tuo 40 % konsernin liikevaihdosta

Pharma on laskutuksella mitattuna Oriolan suurin segmentti ja ulkoisella liikevaihdolla mitattuna 2. suurin segmentti (40 % konsernin liikevaihdosta). Vuonna 2019 segmentin laskutus oli 2911 MEUR, liikevaihto oli 918 MEUR (ulkoinen 688 MEUR) ja oikaistu liikevoitto oli 17,7 MEUR. Segmentissä työskenteli 468 henkilöä. Laskutus kuvaa toiminnan volyymia paremmin kuin liikevaihto erityisesti Pharma-segmentissä. Oriolalla on lääkeyhtiöiden kanssa tukkumyymisopimuksia, joissa Oriola ostaa tuotteet omaan varastoonsa, ja sopimuksia, joissa Oriola toimittaa tuotteet ns. "kaupintavarastosta". Laskutus mittaa molemmat myynnit samalla tavalla, mutta kaupintavarastosta Oriola kirjaa liikevaihtoon pelkästään myynnistä syntyvän katteen, eikä koko tukkumyymintä hintaa. Tästä syystä lääkeyhtiöiden kanssa tehdyt erilaiset sopimukset voivat heiluttaa merkittävästikin liikevaihtoa, vaikka laskutus pysyisi paikoillaan.

Liiketoiminta on matalakatteista tukkutoimintaa

Linkki lääkeyhtiöiden ja apteekkien välillä

Pharma-liiketoiminnan keskeisin tehtävä on toimia tukkuliikkeenä eri lääkeyrityksille ja hoitaa niiden tuotteiden varastointia ja jakelua luotettavasti eri kanaviin. Oriolan päämiehiä ovat lääkeyhtiöt kuten Orion ja MSD. Asiakkaat ovat apteekkeja, sairaala-apteekkeja ja eläinlääkäreitä. Oriola toimittaa lääkkeitä perille 24 h sisällä tilauksesta (Ruotsissa laki, Suomessa asiakaslupaus), joten sillä pitää olla iso varasto, toimiva tilausjärjestelmä ja tehokas logistiikkaketju. Nopea toimituslupaus tarkoittaa myös sitä, että yhtiön pitää olla varautunut isoihin kysynnän muutoksiin. Toiminta on matalakatteista, joten avainasemassa kannattavuuden näkökulmasta ovat isot volyymit, operaatioiden tehokkuus, virheiden minimointi ja toimitusvarmuus. Kaikkia näitä voidaan tehostaa hyvien IT-järjestelmien ja automaation kautta.

Kaksi jakelukeskusta ja kaksi keskusvarastoa

Suomessa Oriola toimittaa lääkkeitä Espoosta, missä Oriolan pääkonttorin yhteydessä sijaitsee Suomen keskusvarasto ja jakelukeskus. Ruotsissa keskusvarasto on Mölnlyckessä ja jakelukeskus Enköpingsissä. Yhtiö toteutti Suomen tukkutoiminnoissa ERP-uudistuksen 2017-2018 aikana ja Suomen tukkutoiminnan luotettavuus ja tehokkuus ovat yhtiön mukaan nyt hyvällä tasolla. Ruotsissa yhtiöllä on käynnissä uuden Enköpingsin automatisoidun jakelukeskuksen ylösajo, joka on edennyt odotettua hitaammin ja tuonut haasteita tehokkuuden ja kulujen osalta. Enköpingsin ylösajo toteutetaan vuoden 2020 loppuun mennessä, minkä jälkeen toiminnassa odotetaan merkittävää parannusta tehokkuuden ja kulujen osalta.

Avainluvut Pharma	2019	2018	Muutos-%
Laskutus (MEUR)	2911	2697	7,9 %
Liikevaihto (MEUR)	918	750	22,4 %
Ulkoinen liikevaihto (MEUR)	688	556	23,8 %
Oikaistu liikevoitto (MEUR)	17,7	21,1	-16,1 %
Oikaistu liikevoitto-%	1,9 %	2,8 %	
Liikevoitto (MEUR)	17,1	21,1	-19,0 %
Liikevoitto-%	1,9 %	2,8 %	
Henkilöstö vuoden lopussa	468	507	-7,7 %

Oriola toimii lääketukkurina mm. seuraaville yhtiöille:



Oriola hoitaa tukkutoimituksia eri puolella Suomea ja Ruotsia päivittäin 2500 asiakkaalle



Pharma-liiketoiminta 2/3

Markkina- ja kilpailuympäristö

Suomen lääketukkuamarkkinat

Suomessa lääkevalmisteiden tukkuhintainen myynti vuonna 2019 oli 2,7 miljardia euroa. Reseptilääkkeet muodostivat tästä 89 % ja itsehoitolääkkeet 11 %. Markkinakasvu vuonna 2019 oli 5 %, mikä johtui kasvaneista volyyymeista, sillä lääkkeiden tukkuhinnat laskivat 4 %. Vuosien 2009-2019 aikana Suomen lääketukkuamarkkinan kasvu on ollut 3 % vuodessa ja sitä on ajanut mm. väestön ikääntyminen. Kasvu on tullut täysin volyymin kautta, sillä tukkuhintojen kehitys on viimeiset kymmenen vuotta ollut trendinomaisessa laskussa. Tutkimusyhtiö IQVIA on ennustanut Suomen lääkemarkkinoiden vuosikasvun olevan 1,5 % välillä 2018-2022.

Tukkuamarkkina on keskittynyt kahdelle pelurille

Lääkemarkkinat ovat vahvasti säänneltyjä, mikä nostaa alalle tulon kynnystä. Suuret toimijat saavat huomattavia mittakaavaetuja ja pystyvät tarjoamaan monipuolisesti lääkeyhtiöiden vaatimia palveluita, mikä laskee uusien tulokkaiden uhkaa. Oriola ja saksalaiseen Phoenix-konserniin kuuluva Tamro jakavat Suomen lääketukkuamarkkinan lähes puoliksi. Tamron markkinaosuus on 53 % ja Oriolan 46 %. Markkinaosuudet ovat pysyneet jo vuosia melko vakaina ja ne vaihtelevat pääosin sen mukaan, miten lääkeyhtiöt välillä vaihtavat kilpailutuksen kautta tukkuriilta toiselle tai sen mukaan, miten kunkin tukkurin lääkepäämiesten omat tuoteportfoliot milloinkin menestyvät. Oriola ja Tamro ovat isoille lääkeyhtiöille käytännössä ainoat vartenotettavat lääketukkurit Suomessa, joten ne ovat saaneet toimia markkinoilla kahdestaan melko rauhassa jo pitkään.

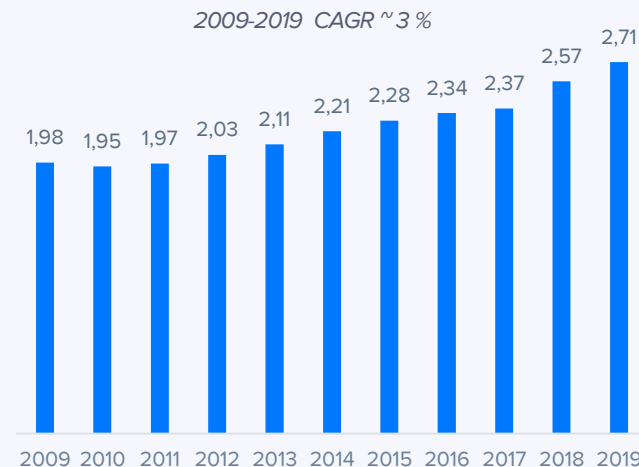
Apteekit ovat Oriolan tärkein asiakaskunta

Lääketeollisuus ry:n mukaan lääkevalmisteiden tukkumyynnistä noin 2/3 oli myyntiä apteekkeille ja 1/3 myyntiä muihin kanaviin (mm. sairaalat ja eläinlääkärit). Suomessa Lääkealan turvallisuus- ja kehittämiskeskus (Fimea) määrittää apteekkien lukumäärän ja sijainnin, ja apteekin omistajana voi toimia vain proviisori tai Itä-Suomen ja Helsingin yliopistot. Vuonna 2019 Suomessa oli 819 apteekkia. Sääntelyn ja laajan maantieteellisen peiton ansiosta apteekkien kokonaislukumäärä ei ole Suomessa olennaisesti kasvanut 2010-luvulla.

Yksikanavajärjestelmä

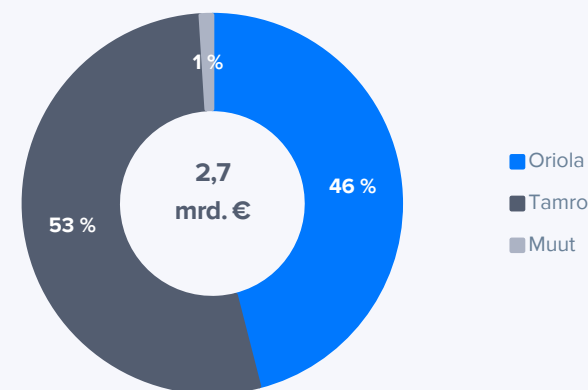
Suomessa lääkejaku toimii yksikanavamallilla, mikä tarkoittaa, että tietyin lääkeyhtiön tuotteet kulkevat asiakkaille vain yhden tukun kautta. Lääkeyhtiöt kilpailuttavat tukkurit tyypillisesti 2-3 vuoden välein normaalin kilpailutusrytmin mukaan ja valitsevat niistä sopivimman. Sopimukset ovat isoja ja pitkiä, palvelut ovat melko standardoituja ja erottautuminen on vaikeaa. Yksikanavamalli on markkinoiden muodostama käytäntö eikä sille ole lainsäädännöllistä perustetta. Kun Oriola syksyllä 2017 epäonnistui uuden ERP-järjestelmän käyttöönotossa Suomessa ja yhtiön kyky palvella asiakkaitaan heikkeni, Oriolan suurin päämies ja Suomen suurin lääkeyhtiö Orion siirsi silloin osan tuotteidensa jakelusta väliaikaisesti muille tukuille parantaakseen kriittisen lääkkeidensä saatavuutta ja lääketurvallisuutta. Arvioimme, että tämä kriisi osittain johti siihen, että Orion kilpailutti vuonna 2019 koko tuoteportfolionsa eri tukkureiden kesken ja yli 70 vuotta kestänyt eksklusiivinen suhde Orionin ja Oriolan välillä päättyi. Orionin lääkkeet jäivät Oriolan jakeluun, mutta muut apteekkituotteet siirtyivät Medifon Oy:n jaeltavaksi.

Lääkevalmisteiden tukkuhintainen kokonaismyynti (Suomi mrd. €)



Lähde: Lääketeollisuus ry

Lääkkeiden tukkuamarkkina 2019 (Suomi)



Pharma-liiketoiminta 3/3

Vaikka Orionin tuotteet kulkevat jatkossa eri tukkujen kautta, emme usko Suomessa nähtävän suurempaa siirtymää monikanavajärjestelmään päin. Yksikanavamallin on todettu olevan tehokas tapa toteuttaa lääkejakelu, ja Suomessa ja Ruotsissa lääketukkureille jäävä lääkejakelun kate on selvästi matalampi kuin muissa Euroopan maissa, missä on käytössä monikanavamalli.

Ruotsin lääkkeiden tukkumarkkina

Ruotsin lääketukkumarkkina on pääpiirteittäin samanlainen kuin Suomessa. Vuonna 2019 Ruotsin lääketukkumarkkina oli 4,4 miljardia euroa ja se kasvoi 7,6 % (2018: 8,7 %). Oriolan markkinaosuus vuonna 2019 oli 44 %. Ruotsissa tukkumarkkina jakautuu Suomen tavoin kahden suuren pelurin kesken ja markkinoiden suurin toimija on Tamro. Tutkimusyhtiö IQVIA on ennustanut Ruotsin lääkemarkkinoiden vuosikasvun olevan 5,0 % välillä 2018-2022

Enköpingin automatisoitu jakelukeskus on käynnistynyt tuskallisen hitaasti

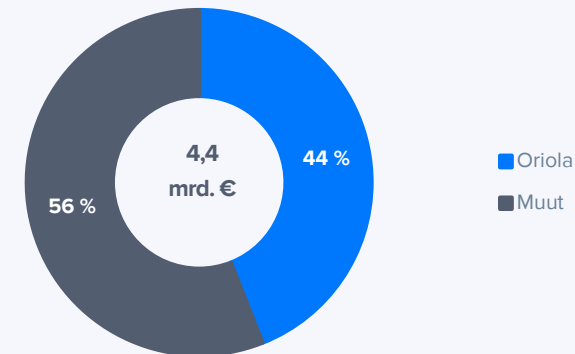
Ruotsin lääketukkumarkkina on kasvanut viimeiset kaksi vuotta vahvasti (CAGR ~8%) ja Oriola on kasvattanut hieman markkinaosuuttaan uusien lääkepäämiessopimusten avulla. Volyymikasvu ei ole kuitenkaan käänntynyt tuloskasvuksi, sillä toimintaa on rasittanut logistiikan tehottomuus ja korkea kulutaso, mikä on johtunut Enköpingin uuden automatisoidun jakelukeskuksen käyttöönoton viivästymisestä. Oriolan oli alun perin tarkoitus ottaa jakelukeskuksen laajennus ja automatisoitu varasto käyttöön vuonna 2018 ja sen arvioitiin tuovan merkittäviä kulusäästöjä ja tehokkuushyötyjä. Jakelukeskukseen oli tarkoitus ottaa käyttöön sama ERP-järjestelmä kuin

Suomessa syksyllä 2017 (SAP). Kun Suomessa tehty ERP-uudistus epäonnistui, meni myös Enköpingin suunnitelmat uusiksi ja ylösajoa jouduttiin lykkäämään.

Enköpingin jakelukeskuksen ylösajo on viivästynyt alkuperäisestä aikataulusta noin kaksi vuotta. Suomessa piti keskittyä toiminnan vakauttamiseen vuosien 2017-2018 aikana ja riskit Ruotsin toiminnassa haluttiin samaan aikaan minimoida. Enköpingin käyttöönotto aloitettiin 2019 helmikuussa ja toiminnan piti olla tehokasta 2019 lopussa. Projekti hidastui kesällä 2019 ja syksyllä kaikki muut paitsi lääkkeelliset tuotteet rullasivat uudessa systeemissä. Tammikuussa 2020 projekti oli sen verran hyvällä mallilla, että Oriola alkoi lisätä lääkkeitä uuteen systeemiin. Koko toiminta pitäisi olla siirretty automatisoituun keskukseen kesän 2020 aikana ja tehokkuuden pitäisi olla vuoden 2020 loppuun mennessä hyvällä tasolla. Ruotsissa päädyttiin pitämään kiinni vanhasta ERP-järjestelmästä toisin kuin alun perin oli suunniteltu. Käsityksemme mukaan yhtiöllä on edessään vielä uuden ERP-järjestelmän päivitys muutaman vuoden sisällä, kun tämä vaihe on ensin viety läpi.

Oriola on joutunut palkkaamaan kasvaneiden volyymien ja ylösajon viivästymisen takia noin 200 ylimääräistä vuokratyöntekijää Enköpingiin, joista on käsityksemme mukaan aiheutunut ~8 MEUR:n vuotuiset kulut (~40 000 euroa vuodessa per työntekijä). Kun linjasto saadaan toimimaan, suurta osaa näistä työntekijöistä ei enää tarvita ja kulutaso laskee merkittävästi. Enköpingin ylösajon onnistumisella on merkittävä rooli lähivuosien tulosparannuksessa, mutta erittäin heikkojen historiallisten näyttöjen takia suhtaudumme projektin sulavaan läpimenoon vielä varauksella.

Lääkkeiden tukkumarkkina 2019 (Ruotsi)



Consumer-liiketoiminta 1/4

Kronans Apotek -ketju Ruotsissa

Consumer-liiketoiminta tarjoaa terveyden ja hyvinvoinnin tuotteita ja palveluita kuluttajille Kronans Apotekin, Ruotsin 3. suurimman apteekkiketjun, kautta. Kronans Apotek -ketjulla oli Q1'20 lopussa 322 kivijalka-apteekkia ja oma verkkokauppa. Ketjulla on 17 %:n markkinaosuus Ruotsin apteekkimarkkinoista ja sen apteekeissa käy päivittäin 65 000 asiakasta. Ketjulla on 2,8 miljoonaa kanta-asiakasta.

Consumer tuo 44 % konsernin liikevaihdosta

Vuonna 2019 Consumer-segmentin liikevaihto oli 750 MEUR (44 % konsernin liikevaihdosta) ja oikaistu liikevoitto oli 11,7 MEUR (EBIT 1,6 %). Segmentissä työskenteli vuoden 2019 lopussa 1692 henkilöä.

Liiketoimintamalli

Toiminta on verrattavissa vähittäiskauppaan

Consumer-liiketoiminta on verrattavissa vähittäiskauppaan. Oriola operoi maanlaajuisia apteekkiketjua ja omaa verkkokauppaa Ruotsissa. Apteekit ostavat lääkkeet ja muut myynnissä olevat terveydenhuollon tuotteet joko Oriolan omalta tukkukaupalta tai muilta Ruotsissa toimivilta tukkukaupoilta. Tukusta ostettujen tuotteiden lisäksi suurimmat kuluerät liittyvät liiketilojen vuokriin ja apteekeissa työskentelevän henkilöstön palkkoihin.

Kate tehdään muilla kuin reseptilääkkeillä

Consumer-segmentin vuoden 2019 liikevaihdosta 75 % tuli reseptilääkkeistä ja 25 % reseptivapaista lääkkeistä ja terveydenhuollon kuluttajatuotteista.

Reseptilääkkeissä on tyypillisesti matalat myyntikatteet (<20 %) ja käsityksemme mukaan yksikään apteekkiketju Ruotsissa ei tekisi pelkillä reseptilääkkeillä voitollista tulosta. Kate on siis saatava aikaan muilla tuotteilla (kosmetiikka, ravintolisät, vitamiinit, suun- ja haavanhoito, jne.).

Reseptivapaiden lääkkeiden ja terveydenhuollon kuluttajatuotteiden myyntikatteet ovat arviomme mukaan keskimäärin 30-50 %, minkä takia näiden suhteellisen osuuden kasvattaminen myynnistä on ketjun kannattavuudelle hyvin tärkeää. Näiden hyväkatteisten tuotteiden osalta apteekit kilpailevat myös muiden terveyteen ja hyvinvointiin liittyvien vähittäiskauppojen sekä erilaisten verkkokauppojen kanssa, mikä tekee kilpailutilanteesta kireän.

Kiinteät kulut ja verkkokauppa ovat nyt iso rasite

Kivijalka-apteekin kiinteistä kuluista noin 80 % on vuokria ja henkilöstön palkkoja. Ketjun kannalta on erittäin tärkeää, että apteekit sijaitsevat hyvillä paikoilla, missä on asiakasvirtaa. Nämä paikat ovat kuitenkin haluttuja ja niissä on korkeat vuokrat. Vuokrat nousevat jatkuvasti ~2 %/v. samoin kuin ammattiliittoon kuuluvan henkilöstön palkat.

Consumer-segmentin liikevaihdon kasvu on ollut viime vuosina maltillista, minkä lisäksi myyntikate-% on ollut paineessa etenkin nopeasti markkinaa vallanneiden verkkoapteekkien tuoman hintakilpailun takia. Heikosti kehittynyt liikevaihto, paineessa oleva myyntikate-% ja nousevat kiinteät kulut ovat nyt iso rasite, minkä takia segmentin oikaistu liikevoittomarginaali jäi vuonna 2019 hyvin matalalle tasolle 1,6 %:iin (2018: 2,2 %).



322 apteekkia
ympäri Ruotsia



65 000 asiakasta
päivittäin

#3

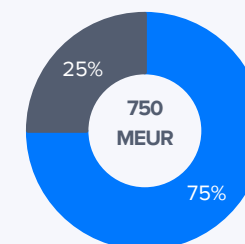
Ruotsin 3. suurin
apteekkiketju
markkinaosuus 17 %



2,8 miljoonaa
kanta-asiakasta

Avainluvut Consumer	2019	2018	Muutos-%
Laskutus (MEUR)	768,1	769,5	-0,2 %
Liikevaihto (MEUR)	750,1	751,9	-0,2 %
Oikaistu liikevoitto (MEUR)	11,7	16,3	-28,2 %
Oikaistu liikevoitto-%	1,6 %	2,2 %	
Liikevoitto (MEUR)	5,3	15,2	-65,2 %
Liikevoitto-%	0,7 %	2,0 %	
Henkilöstö vuoden lopussa	1692	1601	5,7 %

Consumer-segmentin liikevaihto 2019



■ Reseptilääkkeet

■ Reseptivapaat lääkkeet ja terveydenhuollon kuluttajatuotteet

Consumer-liiketoiminta 2/4

Doktor.se -yhteistyö

Kronans Apotek tekee yhteistyötä Doktor.se online-lääkäriaseman kanssa, josta Oriola osti 17 %:n osuuden vuonna 2018. Asiakkaille pyritään luomaan kivijalka-apteekeissa lisäarvoa erilaisilla terveydenhuollon palveluilla (mm. Drop In -klinikat).

Markkina- ja kilpailuympäristö

Ruotsin apteekkimarkkinan koko vuonna 2019 oli noin 4,5 miljardia euroa. Reseptilääkkeet ovat tästä 74 %, itsehoitolääkkeet 9 % ja terveydenhuollon kuluttajatuotteet 17 %. Kronans Apotek-ketjussa reseptilääkkeet tuovat 75 % liikevaihdesta, mikä on hieman enemmän kuin toimialalla keskimäärin. Q1'20 lopussa Ruotsissa oli yhteensä 1427 apteekkia (Q1'19: 1434). Kronans Apotek -ketjulla oli Q1'20 lopussa 322 apteekkia ja määrä laski viidellä edellisvuodesta (Q1'19: 327). Vuonna 2019 Kronans Apotekin markkinaosuus Ruotsin apteekkimarkkinasta oli 16,9 % (2018: 17,1 %).

Apteekkimarkkinan vapautus vuonna 2009

Suomen ja Ruotsin apteekkimarkkinoissa on merkittäviä lainsäädännöllisiä eroja. Suomessa apteekin omistajana voi toimia vain proviisori tai Itä-Suomen ja Helsingin yliopistot. Apteekkilupa on myös henkilökohtainen ja näin ollen Suomessa ei ole mahdollista rakentaa apteekkiketjua (pl. Yliopiston Apteekki). Ruotsissa valtion apteekkimonopoli purettiin vuonna 2009 ja markkina on sen jälkeen ollut vapaa kilpailulle. Suomessa lääkevalmisteita voi myydä vain apteekeissa, mutta Ruotsissa osaa reseptivapaista lääkkeitä voidaan myydä myös esim. päivittäistavarakaupoissa ja huoltoasemilla.

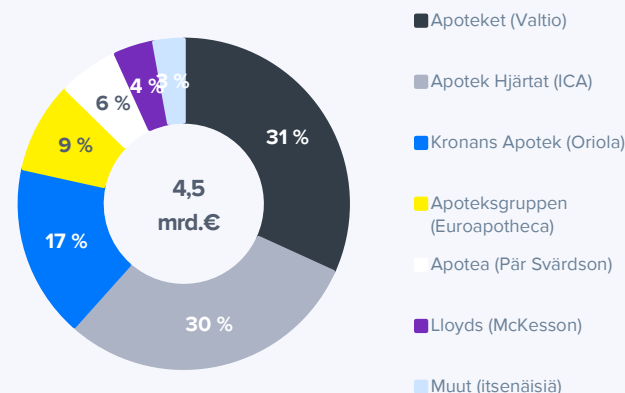
Apteekkien määrä kasvanut ja kilpailu kiristynyt

Vuonna 2009 Ruotsissa oli 929 apteekkia, jotka olivat valtion omistamia. Apteekkien lukumäärä on monopolin purkamisen jälkeen kasvanut yli 50 % ja kilpailukenttään on muodostunut isoja kansainvälisten toimijoiden operoimia ketjuja. Oriola laajensi toimintaansa Ruotsin apteekkimarkkinoille vuonna 2010 ostamalla valtakunnallisen ketjun, missä oli 190 apteekkia. Vuonna 2013 Oriola kasvatti apteekkitoimintojaan Ruotsissa ostamalla Medstop-apteekkiketjun, jolla oli 65 apteekkia.

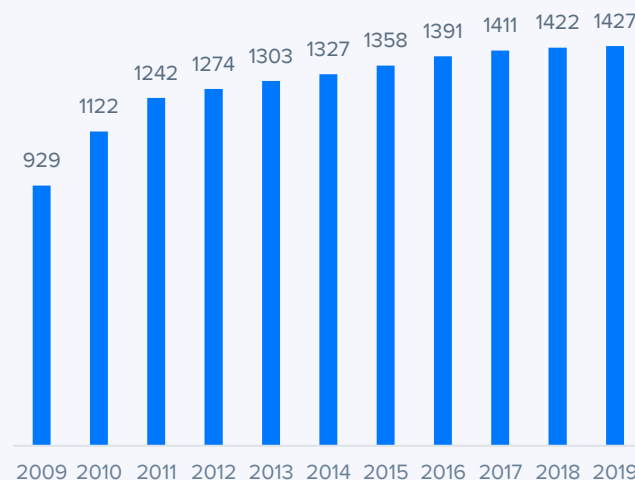
Ruotsin suurimmat apteekkiketjut vuonna 2019 olivat Ruotsin valtion omistama Apoteket AB (markkinaosuus 31 %), kauppakonserni ICA:n omistama Apotek Hjärtat (markkinaosuus 30 %) ja Oriolan omistama Kronans Apotek (markkinaosuus 17 %). Neljänneksi suurin toimija Apoteksgruppen on omista ja franchise-apteekeista muodostuva ketju (markkinaosuus 9 %). Viidenneksi suurin toimija on puhtaasti verkkoapteekkina toimiva Apotea, joka on kasvanut viime vuosina hyvin voimakkaasti ajamalla apteekkikaupan siirtymistä verkkoon. Apotea on nopeasti ottanut 6 %:n markkinaosuuden Ruotsin apteekkimarkkinoista ja sillä on noin 50 % markkinaosuus Ruotsin verkkoapteekkimarkkinoista.

Yhdysvaltalaisen pörssilistatun McKessonin omistama Lloyds Apotek -ketju on Ruotsin apteekkimarkkinoiden pienin ”iso” ketju (markkinaosuus 4 %). Apteekkiketjujen lisäksi markkinoilla toimii noin 50 itsenäistä apteekkia, joilla tulee arviomme mukaan olemaan jatkuvasti vaikeampaa pärjätä nykyisessä kilpailutilanteessa.

Ruotsin apteekkimarkkinan osuudet 2019



Kivijalka-apteekkien lukumäärä Ruotsissa



Consumer-liiketoiminta 3/4

Apteekkimarkkina siirtyy nopeasti verkkoon

Apteekkimarkkina siirtyy Ruotsissa nopeasti verkkoon. Verkkokauppa saavutti joulukuun 2019 loppuun mennessä jo 12 %:n osuuden markkinasta ja Q1'20 aikana osuus oli jo 14 %. Kun otetaan huomioon, että verkkokaupan osuus oli vuonna 2015 vain 3 %, niin kasvu on ollut todella nopeaa. Apteekkimarkkinan siirtymistä verkkoon on ollut kiihdyttämässä erityisesti kirjakauppa Adlibriksen perustajan Pär Svärdsonin uusi kasvuyhtiö Apotea. Myös kaikki suuret apteekkitketjut panostavat nyt omien verkkokauppojen kasvattamiseen, mutta Apotea on verkossa selvä markkinajohtaja.

Verkkokauppa aiheuttaa kiristyvää hintakilpailua

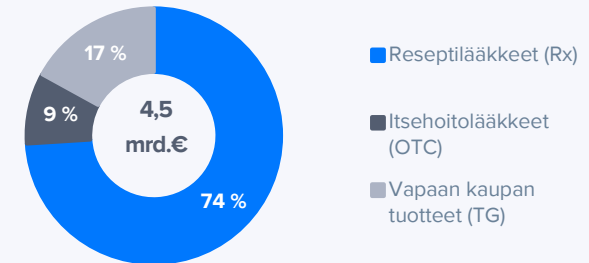
Verkkokauppa on kiristänyt apteekkimarkkinan kilpailua Ruotsissa viime vuosina, sillä perinteisesti hyväkatteiset tuotteet (kosmetiikka, vitamiinit, rasvat jne.) ovat siirtyneet verkkoon ja kivijalkaan on jäänyt suhteellisesti suurempi osa matalakatteisia reseptilääkkeitä. Oriola alkoi kehittää omaa verkkokauppaa kilpailijoita jäljessä. Consumer-segmentin liikevaihdosta vuonna 2019 vain 3,7 % tuli verkkokaupasta ja Q1'20 osuus oli 4,7 %. Hyvän katteen tuotteita myydään verkossa matalalla "sisäänheittöhinnoilla", mikä luo painetta myös kivijalka-apteekeille laskea omia hintojaan kilpailukykyiselle tasolle. Käsityksemme mukaan Ruotsissa ei yksikään apteekki tekisi voitollista tulosta pelkästään reseptilääkkeillä, joten kaikki pyrkivät pitämään muiden kuin reseptilääkkeiden osuuden myynnistä korkeana. Oriolalla reseptivapaiden lääkkeiden ja terveydenhuollon kuluttajatuotteiden osuus myynnistä on kuitenkin liikkunut väärän suuntaan, sillä vuonna 2016 se oli 27,1 % liikevaihdosta ja Q1'20 enää 24,2 %.

Kilpailu kiristyy ja ala konsolidoituu: Oriolan pitää miettiä, haluaako se jatkaa vähittäiskaupassa?

Oriola on viime vuosina kommentoinut, että Ruotsin apteekkimarkkinan kilpailutilanne on muuttunut hyvin haastavaksi. Verkkopapteekit ovat toimineet hintoja polkevin markkinahäirikköinä ja pakottaneet kivijalka-apteekit laskemaan omia hintojaan ja panostamaan omien verkkokauppojen kehittämiseen. Consumer-segmentin tulos on viime vuosina laskenut etenkin verkkokaupan tuoman hintakilpailun takia, mutta ketjun oma kulurakenne on ollut laajan kivijalkaverkoston takia myös turhan raskas. Oriola on joutunut samalla panostamaan voimakkaasti oman verkkokaupan kehittämiseen ettei se jää kilpailijoistaan jälkeen.

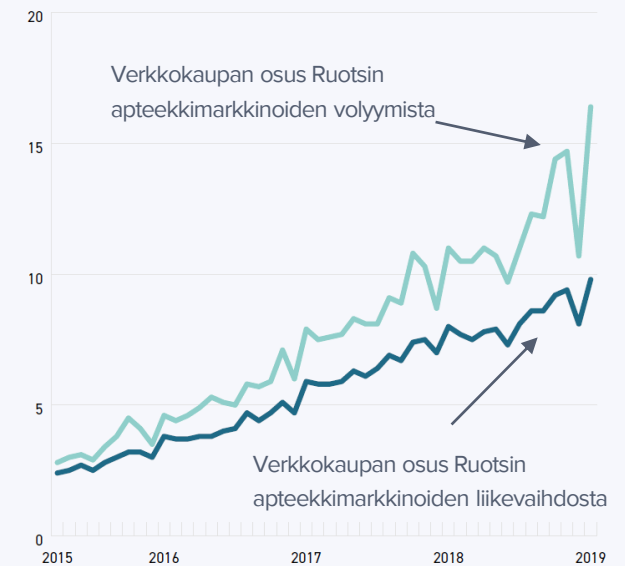
Oriola totesi vuonna 2019 arvioivansa tarpeita apteekkiverkoston rakenteen muokkaamiselle. Yhtiö kertoi harventavansa verkostoaan ja sulkevansa heikosti kannattavia apteekkejä. Ruotsin apteekkimarkkina on viime vuosina kasvanut hyvin (2019: +4 % ja 2018: +10 %), mutta Oriolan markkinaosuus ja kannattavuus ovat menneet alaspäin. Ruotsin apteekkimarkkina on alkanut osoittaa epäterveen kilpailutilanteen merkkejä, emmekä näe nopeaa elpymistä alan yleisessä (tai Oriolan) kannattavuudessa. Tilanne luultavammin purkautuu lähivuosina tapahtuvan konsolidaation kautta, jonka jälkeen arvioimme jäljelle jäävän kolme isoa ketjua. Jäljelle jäävät ketjut pystyvät paremmin panostamaan uusiin kyvykkyyksiin ja sopeuttamaan toimintaansa kiristyneen kilpailun vaatimalle tasolle. Oriolan pitää nyt miettiä onko sillä tarvittavat resurssit pärjätä tässä kilpailussa ja haluaako se ylipäätään jatkaa toimintaansa Ruotsin alati kiristyvässä apteekkimarkkinan ympäristössä.

Ruotsin apteekkimarkkina



Inderesin arvio keskimääräisistä myyntikatteista:

- Reseptilääkkeet (Rx) < 20 %
- Reseptivapaat lääkkeet (OTC) ~ 30-40 %
- Terveydenhuollon kuluttajatuotteet (TG) ~ 40-50 %



Lähde: Apoteksforening

Consumer-liiketoiminta 4/4

Ruotsin apteekkimarkkinan liikevoittomarginaali on ollut laskussa vuoden 2016 jälkeen

Ruotsin apteekkimarkkinan toimijoiden keskimääräinen liikevoittomarginaali on ollut vuosien 2012-2018 aikana noin 2,5 % (Lähde: Apoteksforening). Huippuvuoden 2016 jälkeen (EBIT 2016: 3,3 %) kannattavuustrendi on ollut laskeva. Emme löytäneet vuodelta 2019 koko markkinasta koostettuja lukuja, mutta ainakin Oriolan Consumer-segmentin, Apotek Hjärtatin ja Apoteket AB:n tulosten perusteella koko markkinan kannattavuus on vuonna 2019 jatkanut laskevaa trendiä. Arviomme mukaan alan keskimääräinen liikevoittomarginaali laski vuonna 2019 noin 2,0 %:n tasolle.

Apotek Hjärtat on isoista ketjuista kannattavin ja Oriolan kannattavuus on matalin

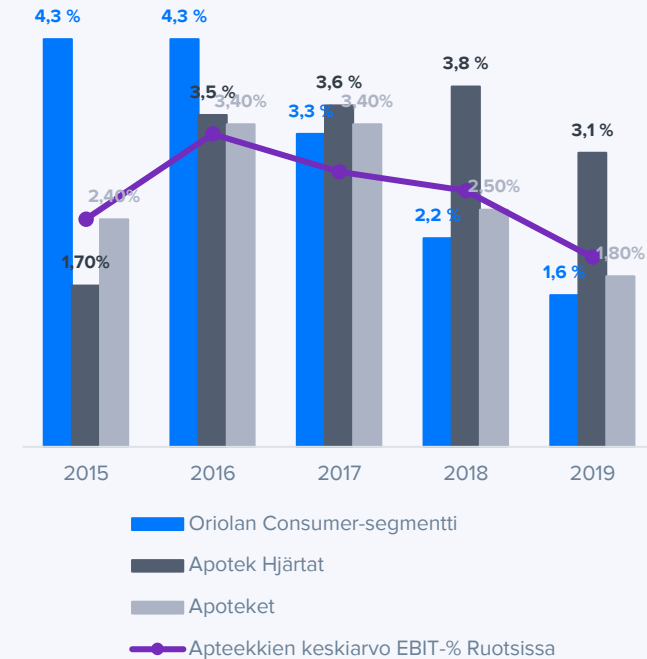
ICA:n omistama Apotek Hjärtät on mielestämme Oriolaan parhaiten verrattavissa oleva pörssiyhtiöomisteinen apteekkiketju, josta löytyy hyvin julkista tietoa. Apotek Hjärtät –ketju on hieman Kronans Apotekia isompi ja sillä oli vuoden 2019 lopussa 390 apteekkia (vs. Oriola 324 apteekkia).

Vuonna 2019 Apotek Hjärtät teki liikevoittomarginaalia 3,1 %, mikä oli lähes kaksi kertaa enemmän kuin Oriolan Consumer-segmentti (1,6 %), mutta vähemmän kuin mitä Apotek Hjärtät teki edellisvuonna (2018: 3,8 %). Apotek Hjärtatin liikevoittomarginaali on vuodesta 2016 lähtien ollut toimialan keskiarvon yläpuolella ja vuodesta 2017 lähtien myös Oriolan Consumer-segmentin yläpuolella.

Valtio-omisteinen Apoteket AB ilmoittaa myös julkisesti lukunsa ja vuonna 2019 Apoteketin liikevoittomarginaali oli 1,8 %. Sekin oli tullut alas selvästi edellisvuodesta, milloin Apoteketin liikevoittomarginaali oli 2,5 %. Apoteketilla on julkilausuttu tavoite tehdä 3,0 %:n liikevoittomarginaalia, mutta yhtiö on jäänyt viimeiset kaksi vuotta tästä tavoitteesta.

Oriolan Consumer-segmentin kannattavuus oli vielä vuosien 2015-2016 aikana selvästi toimialan keskiarvon, Apotek Hjärtatin ja Apoteket AB:n yläpuolella. Oriolan kannattavuus on kuitenkin viime vuosina pudonnut selvästi näistä ajoista ja se on nyt toimialan keskiarvon, Apotek Hjärtatin ja Apoteket AB:n alapuolella. Vuonna 2019 Oriolan Consumer-segmentin oikaistu liikevoitto oli enää 1,6 % (2018: 2,2 %), kun se vuosien 2015-2016 aikana oli 4,3 %:n tasolla.

Ruotsin apteekkimarkkinan kannattavuus (vertailukelpoinen EBIT-%)



Ruotsin apteekkimarkkinoiden kehitys

Ruotsin apteekkimonopoli purettiin vuonna 2009. Päätös johti yksityisten apteekkiketjujen syntymiseen ja apteekkien lukumäärän rajuun kasvuun. Apteekkien lukumäärä kasvoi 53 % vuosien 2009-2019 välillä (929 → 1427). Toimiala myös konsolidoitui vahvasti. Nykyään Ruotsissa toimii kaksi isoa noin 400 apteekin ketjua: Ruotsin valtion omistama **Apoteket AB** ja kauppakonserni ICA:n omistama **Apotek Hjärtat**. Kolmantena on Oriolan **Kronans Apotek**. Näiden lisäksi markkinoilla toimii osin omista apteekeista ja osin franchise-apteekeista koostuva latvialaisen Euroapothecan omistama **Apoteksgruppen**, yhdysvaltalaisen McKessonin omistama **Lloyds Apotek** ja noin 50 itsenäistä toimijaa. Apteekkimarkkina on siirtynyt vuoden 2015 jälkeen vahvasti verkkoon ja Ruotsissa toimii myös kolme puhdasta verkkoapteekkitoimijaa, **Apotea**, **Meds** ja **Apothem**, jotka ovat kasvaneet vauhdilla ja kiristäneet hintakilpailua.

Apteekkien lukumäärä	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	Omistaja
Apoteket AB	929	345	365	375	372	370	372	388	394	394	397	Ruotsin valtio
Apotek Hjärtat ICA*		30	42	48	58	67	391	385	386	388	390	Kauppakonserni ICA
Kronans Apotek**		189	209	219	300	305	309	323	325	327	324	Oriola
Apoteksgruppen		150	155	158	163	165	169	177	185	188	189	Latvialainen Euroapothea
Lloyds Apotek		50	81	77	79	83	80	79	78	78	78	Yhdysvaltalainen McKesson
Apotek Hjärtat*		256	270	277	306	307	-	-	-	-	-	
Medstop**		63	64	65	-	-	-	-	-	-	-	
Vårdapoteket***		24	24	27	-	-	-	-	-	-	-	
Muut toimijat		15	32	28	25	30	37	39	43	47	49	Yksittäisiä toimijoita
Yhteensä	929	1122	1242	1274	1303	1327	1358	1391	1411	1422	1427	
Uudet apteekit		193	120	32	29	24	31	33	20	11	5	

*ICA osti Apotek Hjärtat -ketjun vuonna 2015.

**Oriola osti Medstop-ketjun 2013.

***Apotek Hjärtat osti Vårdapotek-ketjun vuonna 2013.

Lähde: Apoteksförning

Ala tulee lähivuosina konsolidoitumaan lisää

Ruotsin apteekkimarkkina tarvitsee mielestämme konsolidaatiota. Arviomme mukaan kolme keskikokoista ketjua (Kronans Apotek, Apoteksgruppen ja Lloyds Apotek) ovat liian heikkoja toimimaan itsekseen ja ne ovat todennäköisesti konsolidaation seuraavia pelinappuloita. Pitkällä aikavälillä markkinoille muodostunee tilanne, missä on jäljellä kolme isoa ketjua. Oriolan pitää mielestämme lähiaikoina päättää haluaako se olla yksi näistä. Ruotsin apteekkimarkkina on ollut Oriolalle viime vuosina vaikea ja kannattavuus on heikentynyt. Kilpailussa pärjääminen vaatisi isoja investointeja verkkokauppaan ja uudelleenjärjestelyä ketjun toimintaan todennäköisesti edelleen kiristyvän kilpailutilanteen keskellä, mikä on mielestämme iso riski.

Isot ketjut, joilla on myös oma verkkokauppa



Puhtaasti verkossa toimivat apteekit



Apotealla > 50 %
markkinaosuus
apteekkiverkkokaupassa



Retail-liiketoiminta 1/3

Retail-liiketoiminta

Retail-segmentti muodostuu kolmesta hyvin erilaisesta liiketoiminnasta. Oriola 1) markkinoi terveys- ja hyvinvointituotteita apteekkeille, päivittäistavarakaupalle, eläinlääkäreille sekä yksityisille ja julkisille terveydenhuollon toimijoille. Yhtiö myös tarjoaa 2) henkilöstövuokrauspalveluja apteekkeille ja 3) lääkkeiden annosjakelupalveluja.

Retail tuo 16 % konsernin liikevaihdosta

Vuonna 2019 segmentin liikevaihto oli 456 MEUR, josta konsernin ulkoista liikevaihtoa oli 283 MEUR (16 % konsernin liikevaihdosta). Oikaistu liikevoitto oli -0,9 MEUR (EBIT -0,2 %). Segmentissä työskenteli 590 henkilöä.

Liiketoiminnot

Terveys- ja hyvinvointituotteiden myynti (~70 % liikevaihdosta)

Oriola myy ja markkinoi laajaa valikoimaa terveys- ja hyvinvointituotteita. Suurin osa näistä kulkee kuluttajille apteekkien kautta, mutta myös päivittäistavarakaupat ovat iso jakelukanava. Toiminta eroaa lääketukutoiminnasta siten, että tuotteita myydään myös apteekkien ulkopuolella, Oriola päättää tuoteportfolion koostumuksen ja markkinoi sitä, eikä toimi ”vain tukkurina” muille. Oriolan valikoimiin kuulu mm. Lysi (kalaöljy), Gefilus (maitohappobakteeri), Apteekkarin (mm. ravintolisät ja pastillit) ja Dexal (urheiluravinteet). Oriolalla ei ole omaa tuotantoa, vaan valmistus tapahtuu muiden toimesta. Oriola ei avaa Retail-segmentin liikevaihtoa eri toimintojen kesken, mutta arvioimme tämän toiminnan osuuden olevan noin 70 % ja kannattavuuspotentiaali on tukkutoiminnan tasolla (EBIT 1-3 %).

Oriolan tuoteportfolio- ja kategoria-ajattelu ei ole tämän liiketoiminnan osalta ollut viime aikoina kovin selkeä. Monissa tuotekategorioissa on valmiiksi kova kilpailu ja uusia tulokkaita on myös viime aikoina tullut haastamaan Oriolaa tyypillisesti vahvoissa tuotekategorioissa. Yhtiö on kertonut karsivansa ja järjeistävnsä tuoteportfoliotaan ja mm. vuonna 2019 yhtiö sanoi Retail-segmentin kannattavuuden kärsineen heikoista myyntikatteista Suomessa. Arvioimme tämän johtuneen siitä, että yhtiö pyrkii keskittymään jatkossa suuren volyymin ja hyvän katteen tuoteryhmiin ja/tai brändeihin, minkä takia varastoa myytiin tyhjäksi alhaisilla hinnoilla. Tämä toiminta oli arviomme mukaan viime vuonna tappiolla tai teki korkeintaan nollatulosta.

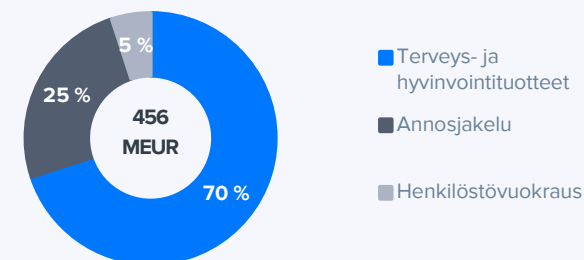
Annosjakelu (~25 % segmentin liikevaihdosta)

Vuonna 2016 Oriola osti 25 MEUR liikevaihtoa tekevän Svensk Dosin, jonka kautta yhtiö laajeni Ruotsin annosjakelumarkkinoille. Samana vuonna Oriola osti 14 MEUR liikevaihtoa tekevän Pharmaservice Oy:n, joka tarjoaa lääkkeiden koneellisen annosjakelun (Anja) palveluita apteekkeille. Oriolasta tuli yrityskauppojen ansiosta yksi johtavista toimijoista Suomen ja Ruotsin annosjakelumarkkinoilla.

Annosjakelutoiminnassa Oriola tarjoaa lääkkeitä ja annosjakelupalveluita yksityiselle ja julkiselle terveydenhuollolle. Asiakkaat saavat lääkkeensä koneellisesti pakattuna kerta-annospusseihin kahdeksi viikoksi kerrallaan. Annosjakelu sopii henkilöille, joilla on käytössään paljon lääkkeitä ja palvelu usein pienentää lääkehävikkiä ja lääkemenoja. Oriolalla on koneellista annosjakelua tekevät yksiköt Suomessa (Helsinki) ja Ruotsissa (Uppsala).

Avainluvut Retail	2019	2018	Muutos-%
Laskutus (MEUR)	457	431	6,0 %
Liikevaihto (MEUR)	456	430	6,0 %
Ulkoinen liikevaihto (MEUR)	283	245	15,8 %
Oikaistu liikevoitto (MEUR)	-0,9	5,9	-115,0 %
Oikaistu liikevoitto-%	-0,2 %	1,4 %	
Liikevoitto (MEUR)	-1,4	1,3	-208,5 %
Liikevoitto-%	-0,3 %	0,3 %	
Henkilöstö vuoden lopussa	590	530	11,3 %

Retail-segmentin liikevaihdon jakautuminen vuonna 2019 (Inderesin arvio)



Oriolan valikoimissa olevia terveys- ja hyvinvointituotteiden brändejä,



Retail-liiketoiminta 2/3

Arviomme mukaan annosjakelu tuo ~25 % Retail-segmentin liikevaihdosta. Toiminnan kannattavuus on arviomme mukaan Oriolalla tällä hetkellä matala ja annosjakelu muistuttaa toimintamalliltaan tukkutoimintaa. Markkinoilla on kuitenkin hyvin kannattavia toimijoita (Suomessa mm. Tamron ja eräiden apteekkarien omistama Pharmac Finland Oy), minkä takia arviomme tämän toiminnan kannattavuuspotentiaalin olevan tukkutoimintaa parempi (EBIT >5 %).

Henkilöstövuokraus (~5 % liikevaihdosta)

Oriola osti vuonna 2016 enemmistön (70,9 %) lääkealan palveluyritys Farenta Oy:stä, jonka kautta se laajentui henkilöstövuokraukseen. Ostohetkellä Farentan liikevaihto oli 15 MEUR ja kannattavuus hyvä. Oriola osti loput Farentasta vuonna 2018. Henkilöstövuokraus tarjoaa apteekeille mm. farmaseutteja tasoittamaan kausivaihteluita ja tuuraamaan sairauslomia. Vuoden 2019 aikana Suomen 819 apteekista noin 300 käytti Oriolan henkilöstövuokrauspalveluja. Henkilöstövuokraus tuo arviomme mukaan ~5 % Retail-segmentin liikevaihdosta, mutta se on arviomme mukaan hyvin kannattavaa (EBIT >10 %), joten sen tulosvaikutus on selvästi isompi. Oriola tarjoaa henkilöstövuokrausta vain Suomessa.

Markkinaympäristö

Ruotsin annosjakelumarkkina

Ruotsin annosjakelumarkkina on noin 245 MEUR ja se koostuu noin 225 000 annosjakelupotilaasta. Oriolan omistamalla Svensk Dosilla on 43 %:n markkinaosuus ja se palvelee noin 95 000 annosjakelupotilasta. Oriolalla on Ruotsissa kaksi suurta kilpailijaa: Apoteket ja Apotekstjänst. Ruotsissa annosjakelusopimuksia kilpailutetaan

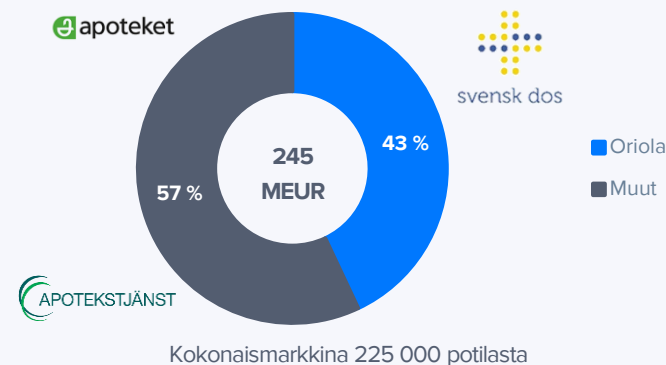
julkisesti lääneittäin ja lähes aina halvin tarjous voittaa, sillä laatukriteerejä ei kilpailutuksissa ole. Sopimusten voittaminen voi tuoda nopeasti isoa volyymikasvua, mutta kovan hintakilpailun takia tämä ei aina välttämättä tarkoita kovin kannattavaa kasvua.

Oriola voitti vuonna 2019 Tukholman läänin sopimuksen, mikä lähes kaksinkertaisti yhtiön silloisen 55 000 potilaan volyymin 95 000 potilaan tasolle. Näin suuria volyymimuutoksia varten joutuu tekemään paljon etukäteisvalmisteluita, jolloin kulut ovat korkealla. Kannattavuuden odotetaan tulevan perässä myöhemmin volyymikasvun ja jatkuvan parantamisen kautta. Oriola on pariin otteeseen todennut tulojulkistusten yhteydessä, että isojen annosjakelusopimusten ylösajovaiheen korkea kulutaso ja vaikeudet ovat laskeneet kannattavuutta. Arviomme mukaan Oriolan Ruotsin annosjakelun nykyinen tulostaso on heikko, eikä yhtiö ole tyytyväinen kannattavuuteen.

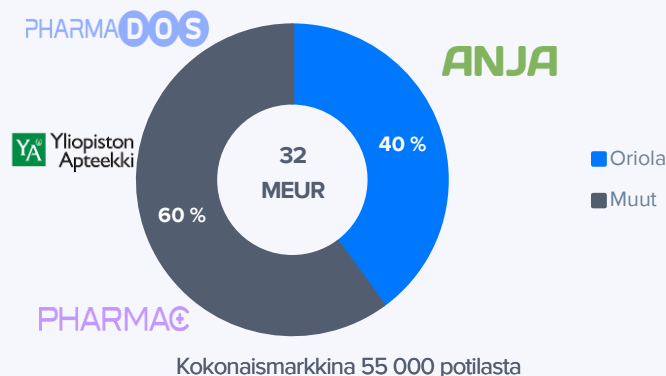
Suomen annosjakelumarkkina

Suomen annosjakelumarkkina on selvästi Ruotsia pienempi (~32 MEUR) ja se koostuu noin 55 000 annosjakelupotilaasta. Oriolan omistaman Pharmservicen Anja-palvelulla on Suomessa 22 000 annosjakelupotilasta ja markkinaosuus on noin 40 %. Tamron ja yksittäisten apteekkarien omistama Pharmac on markkinajohtaja. Pharmac Finland Oy:n liikevaihto vuonna 2019 oli 15,7 MEUR ja se on kasvanut 2016-2019 aikana ~40 % tehden hyvin kannattavaa 10-15 %:n liikevoittomarginaalia. Suomen annosjakelumarkkinoilla toimii myös oululainen Pharmados, Yliopiston Apteekki ja jotain yksittäisiä apteekkeja.

Ruotsin annosjakelumarkkina



Suomen annosjakelumarkkina



Retail-liiketoiminta 3/3

Henkilöstövuokraus (~5 % liikevaihdosta)

Oriola tarjoaa henkilöstövuokrausta apteekeille pelkästään Suomessa. Apteekkien henkilöstövuokrausmarkkinoista ei ole saatavilla tarkkoja tilastoja, mutta arvioimme Suomen markkinakoon olevan noin 10-20 MEUR.

Kun Oriola osti Farentan vuonna 2016, Farenta oli suvereeni vaihtoehto apteekeille tilata henkilöstöä tilapäiseen tarpeeseen ja joskus pidemmäksikin aikaa. Koska apteekeille ei käytännössä ollut muita varteenotettavia vaihtoehtoja, Farentalla oli hyvä neuvotteluasema ja yhtiö oli erittäin kannattava

Oriolan epäonnistuminen ERP-uudistuksessa syksyllä 2017 ja Keskon kanssa perustettu Hehku-ketju suututti monet apteekkarit ja vähensi niiden Farentan käyttöä. Sen jälkeen markkinoille on avautunut otollinen paikka muille toimijoille, ja arvioimme mukaan tämä on näkynyt Farentan markkinaosuuden laskuna ja hinnoittelutilanteen kiristymisenä.

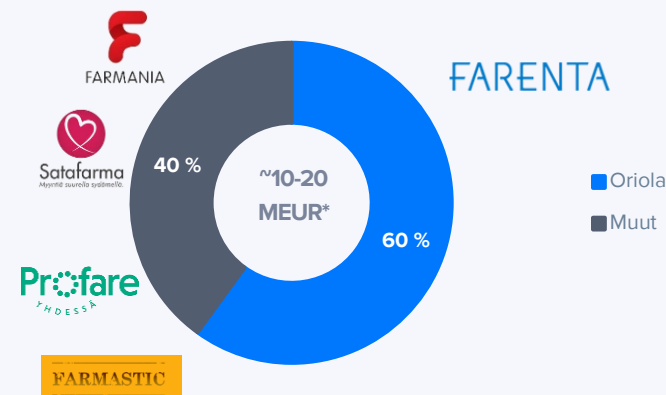
Arvoimme Farentan olevan vielä markkinajohtaja ja yhtiöllä todennäköisesti on vielä yli 50 %:n markkinaosuus Suomessa (Inderesin arvio ~60 %). Toiseksi suurin toimija on käsityksemme mukaan Farmania Oy. Farmanian liikevaihto on kasvanut viime vuosina nopeasti ja yhtiön liikevaihto on 3,6-kertaistunut vuosien 2017-2019 välillä. Farmanian liikevaihto vuonna 2019 oli 5,0 MEUR, kun se vuonna 2017 oli vain 1,4 MEUR. Arvioimme Farmanian kasvun johtuneen osittain siitä, että Suomen Apteekkariliitto osti Farmaniasta 25 %:n osuuden vuoden 2017 lopussa, kun apteekit halusivat alkaa etsiä vaihtoehtoja Farentalle.

Muita toimijoita henkilöstövuokrausalalla ovat mm. Satafarma, Farmastic ja Profare, joista kaikki ovat kasvaneet viime vuosina (2017-2019) vahvasti, mutta ovat vielä 1 MEUR:n liikevaihtoluokassa tai alle.

Henkilöstövuokraus on arviomme mukaan Oriolan kaikista toiminnoista kannattavimmasta päästä (EBIT yli 10 %), mutta sen kokoluokka sekä Retail-segmentin liikevaihtoon nähden että koko konsernin liikevaihtoon nähden on pieni.

Muuhun henkilöstövuokraukseen nähden apteekkien henkilöstövuokrauksen kannattavuus on ollut historiallisesti poikkeuksellisen kannattavaa. Yli 10 %:n liikevoittomarginaali on yli muun henkilöstövuokrauksen kannattavimpien toimijoiden tason (EBIT 7-8 %) ja selvästi yli samankokoisten toimijoiden keskimääräisen tason. Farentan historiallinen korkea kannattavuus ei välttämättä ole kestävä, etenkin nyt kun kilpailu apteekkien henkilöstövuokrauksessa on selkeästi kasvanut.

Apteekkien henkilöstövuokrausmarkkina Suomessa* (Inderesin arvio)



*Markkinan koko ja markkinaosuudet ovat Inderesin arvioita

Retail-segmentin liiketoimintojen kannattavuuspotentiaali (Inderesin arvio)

Liiketoiminta	EBIT-%
Terveys- ja hyvinvointituotteet	1-3 %
Annosjakelu	> 5%
Henkilöstövuokraus	~ 10%

Liiketoimintamalli

Liiketoimintamalli

Oriola on terveys- ja hyvinvointialan yritys, joka auttaa ihmisiä elämään terveemmin tuomalla vastuulliset terveyden ja hyvinvoinnin tuotteet ja palvelut heidän saatavilleen. Oriola toimii laaja-alaisesti terveys- ja hyvinvointimarkkinoilla tarjoamalla tuotteita ja palveluita pääasiassa kolmelle eri ryhmälle: 1) lääkeyritykset 2) apteekit 3) kuluttajat. Oriolan liikevaihdosta 790 MEUR on luonteeltaan tukkukauppaa (46 %), 750 MEUR on vähittäiskauppaa (44 %) ja 180 MEUR on palveluliiketoimintaa (10 %).

Tukkukauppa (46 % liikevaihdosta)

Oriolan ydinliiketoiminta on perustamisesta lähtien ollut lääkemarkkinoiden arvoketjun keskiössä lääkeyhtiöiden ja apteekkien välissä ns. lääketukkurina. Oriolalla ei ole omaa valmistustoimintaa ja sen jakeleamat tuotteet tulevat pääosin lääkeyhtiöiltä ja muilta terveystuotteiden valmistajilta. Tukkukauppiaat veloittavat päämiehiltään jakelupalkkion, joka on prosenttiosuus tuotteen hinnasta. Lisäksi tukkuyhtiöt perivät apteekkeilta toimitusmaksuja, joka on pieni kiinteä erä sekä matala prosenttiosuus toimituksen arvosta. Oriola toimittaa lääkkeitä ja muita terveyden ja hyvinvoinnin tuotteita Suomessa ja Ruotsissa pääasiassa apteekkeille, sairaala-apteekkeille, eläinlääkäreille ja vähittäiskauppaan. Tukkutoiminnassa jakelupalkkiot ja apteekkien toimitusmaksut muodostavat Oriolan tulovirran ja kyseessä on hyvin pienten katteiden liiketoiminta.

Tuloksen kannalta tukkutoiminnan keskiössä ovat suuret (ja mieluiten tasaiset) volyymit, keräilyyn tehokkuus sekä toimitusvarmuus. Marginaalit ovat

hyvin matalat, joten tehokkaan logistiikan ja nopean varastonkierron avulla voidaan kasvattaa liiketoimintaan sijoitetun pääoman tuottoa. Tehokkuuden kannalta keskeistä on yksikkökohtaiset kustannukset, mitä voidaan laskea automaatioastetta lisäämällä. Oriolan toiminnalle on ominaista selvästi negatiivinen käyttöpääoma, mikä johtuu suotuisista päämies- ja asiakassopimuksissa määritetyistä maksuajoista.

Vähittäiskauppa (44 % liikevaihdosta)

Oriola laajensi toimintaansa lääkemarkkinoiden arvoketjussa eteenpäin vuonna 2010 ostamalla Ruotsista oman apteekkiketjun. Vähittäiskaupassa kuluttajien ostot muodostavat Oriolan tulovirran ja nämä tapahtuvat yhtiön kivijalka-apteeekeissa tai verkkokaupassa. Verkkokauppa on Oriolalle vielä hyvin pienessä roolissa, mutta se kasvaa kovaa vauhtia ja yhtiö panostaa siihen voimakkaasti.

Lääkkeiden hinnat määrittelee paikallinen viranomais, joten myyntikatteet ovat matalat ja Oriolalla on hinnoittelussa liikkumavaraa vain pieneen osaan tuotevalikoimaa. Kannattavuuden osalta tärkeässä roolissa ovat matalat kiinteät kulut, tehokas osto- ja myyntiorganisaatio ja nopea varastonkierto. Perinteiset suuruuden ekonomiat auttavat isompia ketjua keskittämään hankintojaan ja neuvottelemaan parempia sopimuksia kolmansien osapuolten kanssa.

Oriolan oman apteekkiketjun takia iso osa Ruotsin tukkukaupan myynnistä näkyy konsernin sisäisenä laskutuksena. Käsitksemme mukaan Oriola ei saa erityisiä synergioita siitä, että sillä on oman tukkutoiminnan lisäksi myös oma apteekkiketju Ruotsissa. Varsinkin nyt, kun kilpailutilanne on viime vuosina kiristynyt merkittävästi ja Oriolan

kannattavuus on laskenut, voisi Oriola olla arviomme mukaan harkitsemassa Kronans Apotek -ketjun myyntiä ja vähittäiskaupasta vetäytymistä. Synergiat tukku- ja vähittäiskaupan välillä eivät ole niin isot, että tälle olisi taloudellisia esteitä, mutta vähittäiskaupasta irtautumisella voisi olla negatiivinen vaikutus mm. yhtiön oman terveys- ja hyvinvointituotteiden myyntiin, joille Kronans Apotek- on toiminut hyvänä myyntikanavana.

Palveluliiketoiminta (10 % liikevaihdosta)

Oriola on pyrkinyt viime vuosina kasvattamaan liiketoimintaportfoliotaan korkeamman lisäarvon palveluliiketoimintaa kohti, missä yhtiö tarjoaa erilaisia terveyteen ja hyvinvointialaan liittyviä palveluita apteekkeille, kuluttajille ja lääkeyrityksille. Koska tukkutoiminta ja vähittäiskauppa ovat ohuiden marginaalien toimintaa, on Oriola ostanut mm. henkilöstönvuokrausta ja lääkealan asiantuntijapalveluita harjoittavan Farentan, asiantuntijapalveluita tarjoavan ICHTS Health Supportin, annosjakelupalveluita tarjoavan Pharmaservicen ja Svensk Dosin. Oriola on myös sijoittanut ruotsalaiseen internet-lääkäriasemaan Doktor-se:hen, minkä kautta se pyrkii tuomaan uusia palveluelementtejä Kronans Apotek-ketjun apteekkeihin mm. Drop In -klinikoilla.

Palveluiden osalta liiketoimintamalli noudattaa tavanomaisen palveluyhtiön mallia, jossa Oriola vastaa palveluiden tuottamisesta sekä niiden markkinoinnista ja myynnistä. Näiden osuus konsernin liikevaihdosta on pieni, mutta näissä on selvästi korkeampi kannattavuuspotentiaali kuin tukku- ja vähittäiskaupassa, mikä selittää yhtiön viimeaikaiset laajentumiset yrityskaupoilla juuri palveluliiketoiminnan alueille.

Oriolan tarjoamat palvelut

Lääkeyrityksille

- Koko lääkeyhtiön tuoteportfolion varastointi, toimitusketju ja logistiikka
- Oriola tarjoaa koko lääkkeen elinkaaren kattavia konsultointi- ja asiantuntijapalveluita:
 - Kliiniset palvelut
 - Market access
 - Myyntiluvat
 - Lääketurva
 - Real World Evidence
 - Käännös- ja kielipalvelut
 - Maahantuonti
 - Business Intelligence
 - Myynti ja markkinointi
 - Lääkeinformaatio ja potilastukiohjelmät

Apteekeille

- Oriola toimittaa apteekkien tilaamat lääkkeet perille 24 tunnin kuluttua tilauksesta
- Asiantuntijapalveluita ja laadukas tuotevalikoima
- Erityislupavalmisteet
- Henkilöstövuokrauspalvelut
- Annosjakelupalvelut
- Tutkimusta apteekeissa

Kuluttajille

- Laadukas terveys- ja hyvinvointituotteiden valikoima
- Sekä Suomessa että Ruotsissa valikoimaa tarjotaan mm. apteekeissa, vähittäiskaupoissa ja muissa terveyteen ja hyvinvointiin liittyvissä kaupoissa
- Oriolan terveys- ja hyvinvointituotteiden valikoimaan kuuluvat mm. Gefilus, Lysi, Apteekkarin, Louis Widmer, Reformi, Dexal, Conderal, Pansuola, Siripiri, Silicea, Ironvital, Snooreze, Multi-Gyn, Pregcheck, IDUN Minerals ja omia private label -tuotesarjoja

- Lääkealan tuntemus ja suhteet koko terveydenhuollon arvoketjuun
- Terveydenhuollon tuotteiden varastointi-, logistiikka- ja muu osaaminen

Markkinat ja arvoketju

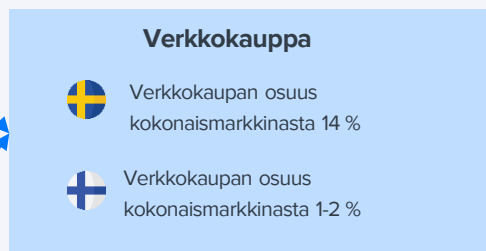
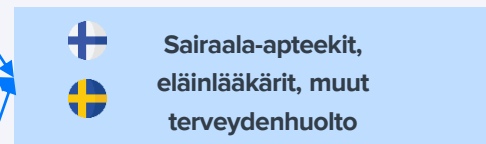
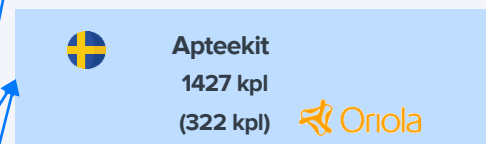
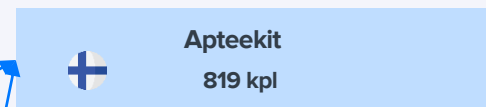
Tuotteiden valmistajat



Tukkukauppa



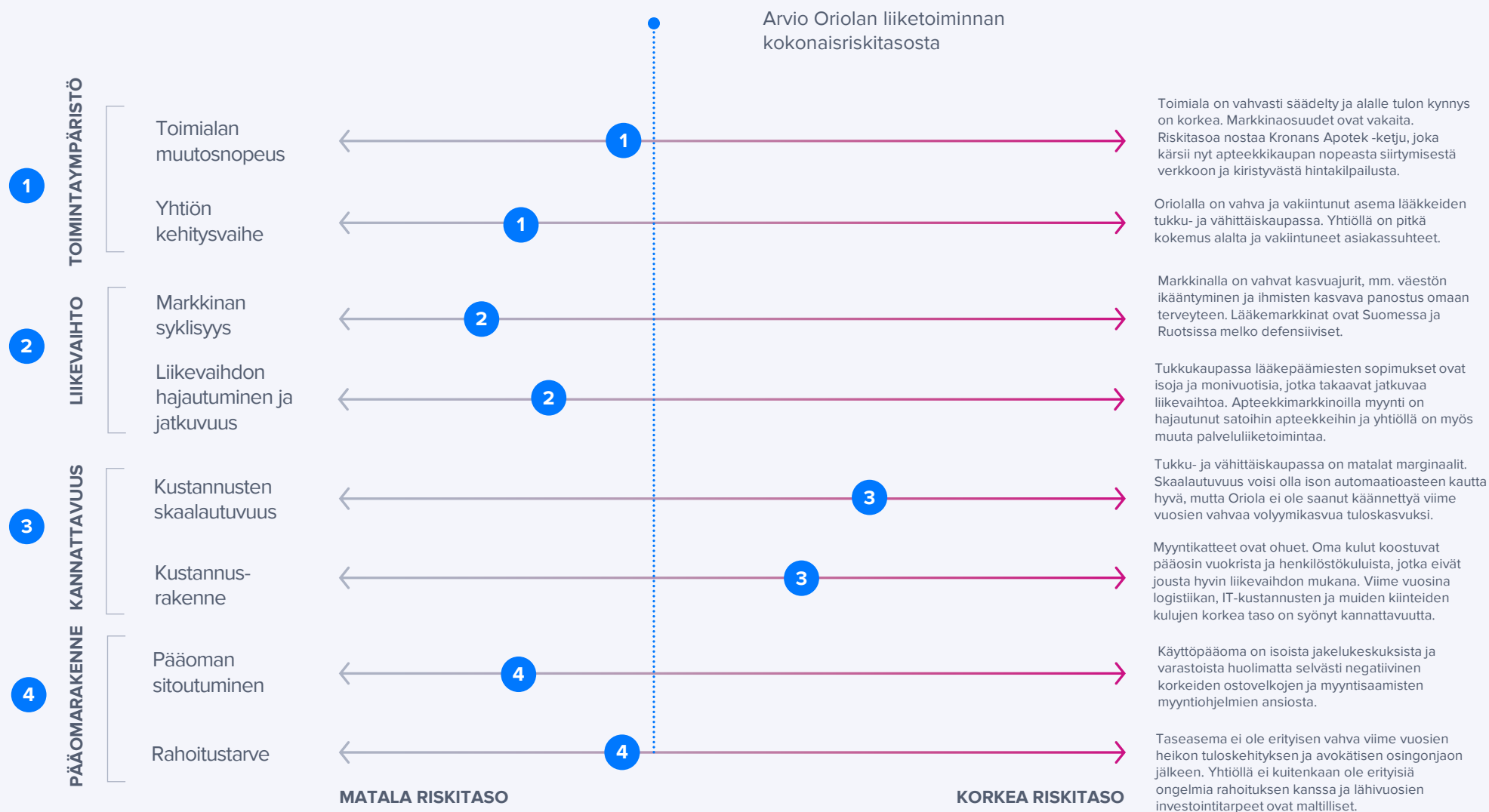
Jakelukanavat



* Ruotsin markkinakoko sisältää reseptivapaat lääkkeet ja muut terveyden ja hyvinvoinnin tuotteet (TG/OTC)

** Suomen markkinakoko sisältää vain apteekkikanavassa myytävät itsehoitotuotteet (Lähde: Pharmarket), kokonaisuudessaan markkinakoko on selvästi isompi.

Liiketoimintamallin riskiprofiili



Historiallinen kehitys



Historiallinen kehitys 1/3

Lyhyt historia Oriolan kehittymisestä

Oriola Apteekkitavarakauppa Oy perustettiin 1948 osaksi Orion-yhtymää. Oriola toi maahan, myi ja jakeli lääkkeitä ja muita tuotteita. 1990-luvulla Oriola laajensi lääkkeiden tukkukauppaa Viroon, Latviaan ja Liettuaan. Vuonna 2003 Oriola laajensi tukkutoimintaa Ruotsiin ostamalla maan toiseksi suurimman lääketukkurin Kronans Droghandelin. Vuonna 2006 Orion ja Oriola jakautuivat ja Oriola listautui Helsingin pörssiin nimellä Oriola-KD Oyj.

Oriola laajensi Venäjälle 2008 ostamalla apteekkiyhtiö Vitimin ja lääkkeiden tukkukauppa Moronin. Oriola osti vielä myöhemmin Moskovasta 03 Apteka- ketjun. Vuonna 2014 Oriola myi pitkään tappiota tehneet Venäjän toiminnot, kirjasi 148 MEUR:n myyntitappion ja järjesti 76 MEUR:n osakeannin taseen vahvistamiseksi. Oriola myi pari vuotta sen jälkeen myös Baltian liiketoiminnot ja yhtiö keskittyy nykyään Suomeen ja Ruotsiin.

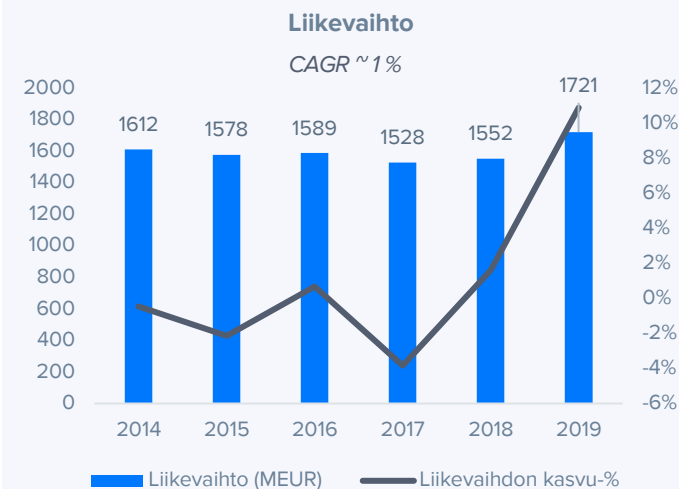
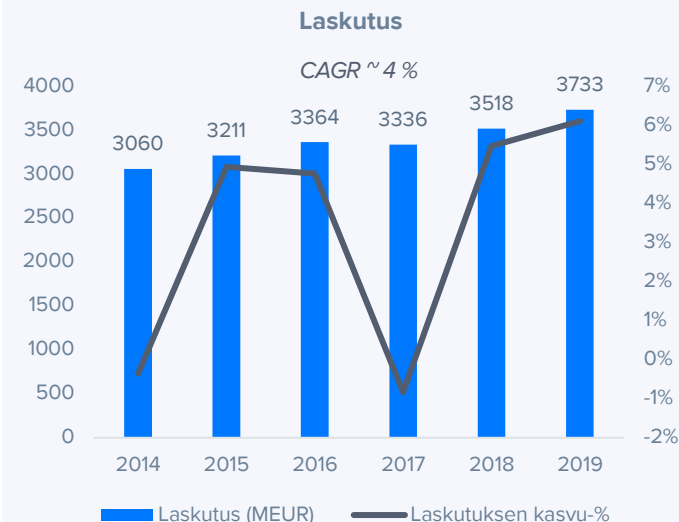
Oriola laajensi toimintaansa vuonna 2010 Ruotsin apteekkimarkkinoille sen jälkeen, kun Ruotsin apteekkimonopoli purettiin. Oriola osti ensin yhden maanlaajuisen apteekketjun, joka aloitti nimellä Kronans Droghandel ja vuonna 2013 Oriola osti Medstop-apteekketjun. Kronans Droghandel ja Medstop yhdistettiin Kronans Apotek -ketjuksi.

Vuonna 2015 Oriola osti annosjakeluyhtiö Svensk Dosin Ruotsista. Vuonna 2016 Oriola osti annosjakelua Suomessa tarjoavan Pharmaservicen ja lääkealan palveluyritys Farentan, joka tarjoaa mm. henkilöstöpalveluita apteekeille. Vuonna 2017 Oriola ja Kesko perustivat yhteisyritys Hehkun, josta oli tarkoitus tulla koko Suomen kattava terveys- ja hyvinvointiketju. Hehku oli selvä panostus Suomen apteekkimarkkinan

potentiaaliselle vapautumiselle. Syksyllä 2017 Oriola otti Suomessa käyttöön uuden ERP-järjestelmän, joka sekoitti yhtiön toiminnan ja Suomen lääkejakelelun pitkäksi aikaa. Oriolan pitkäaikainen toimitusjohtaja Eero Hautaniemi jätti tehtävänsä ja tilalle tuli nykyinen toimitusjohtaja Robert Andersson. Vuonna 2018 Oriola ja Kesko ilmoittivat sulkevansa Hehkun, koska se ei saavuttanut sille asetettuja tavoitteita, eikä Suomen apteekkimarkkinaa vapautettu toisin kuin yhtiöt olivat toivoneet. Vuonna 2019 Oriolan toiminta organisoitiin uusiin asiakaskeskeisiin liiketoiminta-alueisiin. Organisaatiota ja johtoa on uudistettu ja yhtiö on pyrkinyt aloittamaan ns. puhtaalta pöydältä erilaisten vaikeuksien jälkeen.

Toiminnan volyymi on kehittynyt positiivisesti

Oriolan laskutus on kehittynyt 2014-2019 aikana positiivisesti ja se on kasvanut 3060 MEUR:sta 3733 MEUR:oon. Keskimääräinen vuotuinen kasvu (CAGR) on ollut noin 4 %. Kasvun taustalla on ollut Suomen ja Ruotsin lääkemarkkinoiden kasvu, uudet lääkepäämiessopimukset sekä uusille palvelualueille laajentuminen yritysostojen kautta. Oriolan liikevaihto on 2014-2019 aikana kasvanut 1612 MEUR:sta 1721 MEUR:oon. Liikevaihto on kasvanut selvästi hitaammin kuin laskutus ja liikevaihdon keskimääräinen vuotuinen kasvu (CAGR) on ollut vain 1 %. Laskutuksen ja liikevaihdon kasvuerot johtuvat lääkepäämiesten kanssa tehtyjen sopimusten eroista, sillä toisissa sopimuksissa liikevaihtoon kirjataan koko tuotteen hinta (omistusvarasto) ja toisissa sopimuksissa liikevaihtoon kirjataan pelkästään myyntikate (kaupintavarasto). Tämän takia laskutus kuvaa Oriolan toiminnan volyymin kehitystä paremmin kuin liikevaihto (etenkin Pharma-segmentissä).



Historiallinen kehitys 2/3

Kannattavuus on heikentynyt jyrkästi

Kun Oriola sai myytyä tappiota tekevät Venäjän toiminnot vuonna 2014, toiminta näytti todella hyvältä vähän aikaa. Oriolan jatkuvat liiketoiminnot (pääasiassa Suomen ja Ruotsin tukku- ja vähittäiskauppa) tekivät vuosien 2014-2016 aikana tasaista noin 60 MEUR:n liikevoittoa ja oman pääoman tuotot pyörivät 20-30 %:n välillä. Oriola vaikutti olevan vakaalla defensiivisellä toimialalla oleva, hyvän markkina-aseman omaava kassavirtakone ja vakaa osinkoyhtiö.

Suomen ERP-ongelmat alkoivat syksyllä 2017

Oriolan ERP-ongelmat alkoivat syksyllä 2017, kun uuden toiminnan- ja varastonohjausjärjestelmän käyttöönotto Suomessa epäonnistui ja yhtiön kyky palvella sen asiakkaita ja täyttää rooli Suomen lääkejakeleussa heikkeni huomattavasti. Tämä aiheutti Oriolalle merkittäviä mainehaittoja sen asiakkaiden (apteekit ja lääkeyhtiöt) keskuudessa. Yhtiö kamppaili pitkään uuden ERP-järjestelmän käyttöönoton ja toiminnan vakauttamisen kanssa, mikä aiheutti ylimääräisiä kuluja ja tehokkuuden menetystä. Tänä aikana yhtiö joutui myös toimialaa valvovien viranomaisten tarkkaan syyniin. Vuonna 2017 oikaistu liikevoitto laski ~40 MEUR:n tasolle ja pääoman tuotot putosivat ~10 %:n tasolle.

ERP-ongelmat jatkuvat ja Hehku tuo päänaivaa

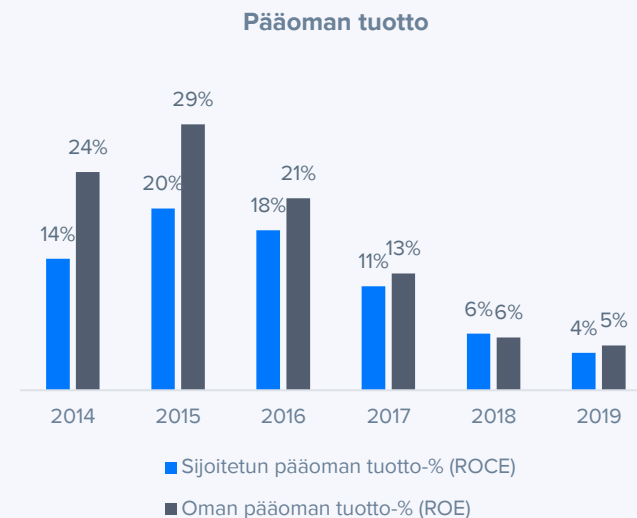
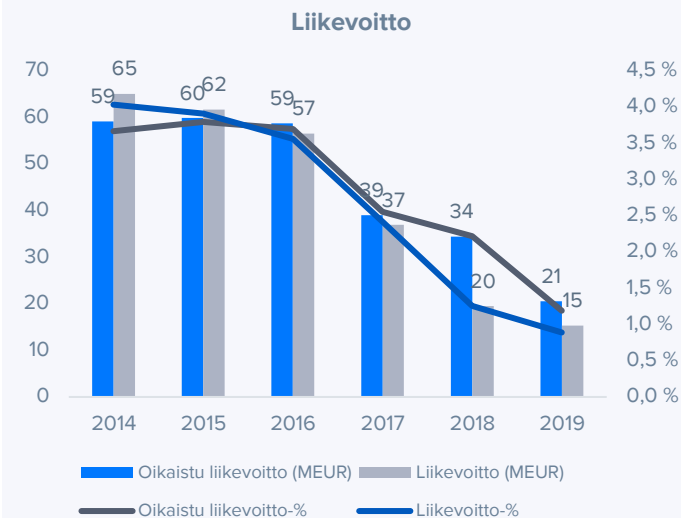
ERP-ongelmat vaikuttivat vielä vuonna 2018 tulokseen heikentävästi, sillä yhtiö joutui palkkaamaan ongelmien selvittämiseksi merkittävästi lisäresursseja. Samalla Oriola ja Kesko ajoivat Suomessa ylös tappiota tekevää Hehku-ketjua vauhdilla. Hehku suututti Oriolan suurimman asiakaskunnan eli apteekkarit, sillä ne

näköivät Hehkun uhkana heidän liiketoiminnalleen ja panostuksena Suomen apteekkimarkkinan vapauttamiselle. Oriolan astuminen sen suurimman asiakasryhmän varpaille alkoi näkyä negatiivisesti kysynnässä monella palvelualueella Hehkun lanseeraamisen jälkeen. Hehkun alasajosta kirjattiin vuodelle 2018 noin 14 MEUR:n kulut, mikä painoi 2018 raportoidun liikevoiton 20 MEUR:oon. Oikaistu 2018 liikevoitto oli 34 MEUR, mikä sisälsi 9 MEUR:n korvauksen ERP-ratkaisun toimittajalta. Pääoman tuotot laskivat matalalle 6 %:n tasolle.

Enköpingin ylösajo viivästyy ja Ruotsin apteekkimarkkinan kilpailutilanne kiristyy

Oriola suunnitteli ottavansa Enköpingin uudessa automatisoidussa jakelukeskuksessa käyttöön saman ERP-järjestelmän kuin Suomessa (SAP), mutta suunnitelmat menivät ongelmien takia uusiksi ja Enköpingin ylösajo lykkääntyi. Enköpingiä on jouduttu siitä lähtien pyörittämään kasvavien volyymien aikana ylimääräisellä vuokratyövoimalla (~200 hlö), mikä on yhtiön mukaan aiheuttanut miljoonien ylimääräiset kustannukset per kvartaali. Samalla Ruotsin apteekkimarkkinoiden kiristynyt kilpailutilanne ja verkkokaupan nopean kasvun tuoma hintakilpailu ovat painaneet Kronans Apotekin kannattavuutta. Nopeasti muuttunut markkinatilanne on pakottanut Oriolan investoimaan omaan verkkokauppaan ja sopeuttamaan kivijalka-apteekkien kulurakennetta.

Oriolan johto totesi Suomen tukkutoiminnan olleen vuonna 2019 jo hyvällä tasolla, mutta ongelmat ovat siirtyneet Ruotsiin. Liikevoitto vuonna 2019 laski 15 MEUR:oon ja oikaistu liikevoitto oli 20,5 MEUR, mikä oli kolmasosa vuoden 2016 tasosta.



Historiallinen kehitys 3/3

EPS ja osinko

Oriolan EPS on laskenut liikevoiton mukana rajusti. Vuosien 2014-2016 aikana yhtiö teki keskimäärin 0,25 euron osakekohtaista tulosta, mutta vuonna 2019 EPS oli enää 0,04 euroa (2018: 0,06 euroa). Oriola ei maksanut vuodelta 2014 osinkoa, sillä yhtiö hankkiutui silloin eroon Venäjän toiminnoista, teki suuret tappiot ja järjesti merkintäoikeusannin tervehdyttämään tasettaan. Sen jälkeen yhtiö on ollut avokätinen osingon maksussa, vaikka kannattavuus ja näkymät ovat heikentyneet nopeasti vuodesta 2017 alkaen. Vuosien 2018 ja 2019 heikosta tuloskehityksestä huolimatta Oriola on pitänyt viimeiset kolme vuotta kiinni 0,09 euron osingosta. Osinko on kahtena viime vuotena ollut enemmän kuin yhtiö on tehnyt tulosta. Oriolan johto on perustellut tuloksen ylittävää osinkoa hyvällä kassavirralla, vahvalla taseella ja paremmalta näyttävällä tulevaisuudella.

Osakekurssi on laskenut tuloksen mukana

Oriolan osake oli vuonna 2016 noin 4,0-4,5 euron tasolla, kun yhtiö teki tasaisesti noin 60 MEUR:n liikevoittoa ja keskimäärin 0,25 euron osakekohtaista tulosta. Vuonna 2017 alkaneiden haasteiden jälkeen osake on laskenut negatiivisen tuloskehityksen mukana noin 50 % nykyiselle noin 2,0 euron tasolle. Arviomme mukaan Oriolan markkinatilanne on muuttunut selvästi kireämmäksi viime vuosina varsinkin Ruotsin apteekkimarkkinoiden hintakilpailun takia, joten entiselle tulostasolle palaaminen on mielestämme aiempaa haastavampaa. Emme odota yhtiön palaavan yli 0,20 euron EPS-tasolle vielä ainakaan vuosien 2020-2023 ennusteissamme, mikä rajaa osakkeen nousuvaraa entisille tasoille.

Kulurakenne

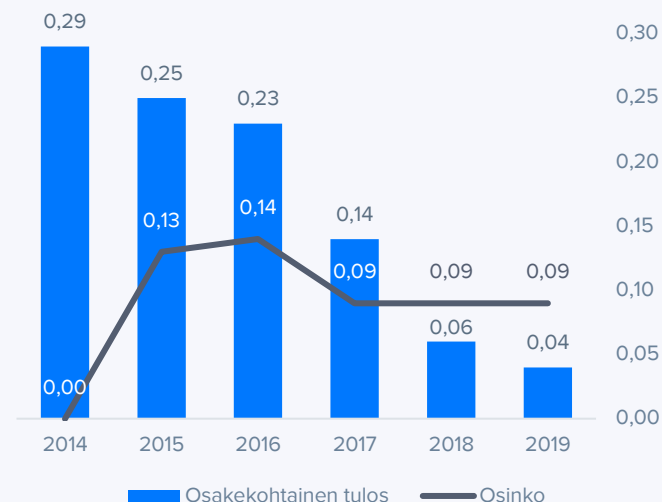
Oriolalla kolme merkittävää kuluerää 1) materiaalit ja tarvikkeet, 2) henkilöstökulut ja 3) liiketoiminnan muut kulut.

Materiaalit ja tarvikkeet -erä on vuosien 2015-2019 aikana ollut keskimäärin 79 % liikevaihdosta eli käänteisesti myyntikate on 21 %. Myyntikatteen tarkastelua heikentää se, että yhtiöllä on hyvin erilaisia liiketoimintoja ja erilaisia tukkusopimuksia lääkeyhtiöasiakkaidensa kanssa (kaupintavarasto ja oma varasto), joissa toisessa liikevaihtoon kirjataan pelkkä myyntikate ja toisessa koko tuotteen hinta. Oriolalla on myyntikatteeseen muutenkin hyvin pieni kontrolli, sillä viranomaiset määrittelevät lääkkeiden hinnat, eikä yhtiöllä ole mahdollisuuksia vaikuttaa myyntihintoihin ja -katteisiin oikeastaan muualla kuin vapaan kaupan tuotteissa ja palveluliiketoiminnassa.

Toiseksi suurin kuluerä on henkilöstökulut, jotka ovat 2015-2019 välillä olleet keskimäärin 10 % liikevaihdosta. Henkilöstökulut ovat nousseet liikevaihtoa nopeammin, mikä on nakertanut kannattavuutta. Huolimatta Oriolan pyrkimyksistä lisätä tukkutoiminnan automaatiota, toiminta sitoo edelleen turhan paljon työvoimaa ja palkat nousevat liian nopeasti suhteessa toiminnan volyymiin ja katteisiin. Automaation nostolla voitaisiin saavuttaa merkittäviä hyötyjä ja siinä isossa roolissa on Enköpingin ylösajo.

Kolmas pääkustannuserä eli liiketoiminnan muut kulut koostuu useista eristä, kuten rahdin, markkinoinnin, tietohallinnon ja toimitilojen kuluista. Liiketoiminnan muut kulut ovat olleet keskimäärin 8 % liikevaihdosta.

EPS ja osinko



Osakekurssi (Oriola B)



Strategia ja taloudelliset tavoitteet 1/3

Toiminnan tarkoitus "Health for life"

Oriola on Pohjoismaissa toimiva terveys- ja hyvinvointialan yritys, jonka toiminnan tarkoitus on "Health for life". Yhtiö mahdollistaa terveemmän huomisen vastuullisten terveyden ja hyvinvoinnin tuotteiden ja palveluiden avulla.

Oriola yhdistää terveyden ja hyvinvointialan yritykset ja kuluttajat

Oriola toimii linkkinä terveyden ja hyvinvointialan yritysten ja kuluttajien välillä. Oriola tarjoaa lääkeyrityksille, apteekkeille ja muille alan toimijoille kattavan palvelukokonaisuuden. Oriola edistää ihmisten ja eläinten hyvinvointia varmistamalla, että sekä lääkkeet että terveyden ja hyvinvoinnin tuotteet toimitetaan turvallisesti ja asiakasystävällisesti. Oriola tarjoaa myös lääke- ja annosjakelupalveluita terveydenhuollon tarpeisiin. Ruotsissa Oriola tarjoaa omissa apteekkeissaan (ja verkossa) laajan valikoiman tuotteita ja myös terveys- ja hyvinvointineuvontaa.

Strategian painopisteet lähivuosina

Oriola uudisti strategiaansa vuonna 2019. Yhtiö on asettanut strategisiksi tavoitteiksi toiminnan laadukkuuden ja tehokkuuden sekä erinomaisen asiakaskokemuksen. Nämä painopistealueet ovat ymmärrettäviä valintoja, sillä Oriolalla on ollut viime vuosina haasteita oman toiminnan laadun ja tehokkuuden kanssa (Suomen ERP-ongelmat ja Enköpingin ylösajon pitkittyminen), minkä lisäksi yhtiössä on näiden koettujen haasteiden lisäksi tehty erikoisia strategisia valintoja mm. Hehku-ketjun lanseeraus, minkä takia yhtiöllä meni suksat ristiin tärkeimpien asiakkaidensa kanssa.

Näiden lisäksi lähivuosien strategisena tavoitteena on kuluttajaliiketoiminnan transformaatio. Oriola pyrkii vahvistamaan digitalisaatiota ja kehittämään yhä kattavampia apteekkipalveluita. Ruotsin kivijalka-apteekkien asema on horjunut kaupan siirtyessä nopeasti verkkoon. Oriolan pitää pystyä kehittämään omaa verkkokauppaa ja tarjoamaan uusia lisäarvopalveluita, jotta toiminnan kannattavuus saadaan käännettyä viime vuosina nähdyn heikon kehityksen jälkeen nousuun.

Yhdeksi strategian keskeiseksi kysymykseksi nousee mielestämme Oriolan asema Ruotsin apteekkimarkkinan mahdollisessa konsolidaatiossa. Ruotsin apteekkimarkkina on mielestämme alkanut viime vuosina osoittaa epäterveen kilpailutilanteen merkkejä ja toimialan keskimääräinen kannattavuus on laskenut. Oriolan pitää mielestämme miettiä haluaako se lisätä panoksia Ruotsin apteekkimarkkinoilla, jotta siitä tulisi yksi kolmesta suuresta ketjusta, vai voisiko Kronans Apotek –ketjun potentiaalisesta myynnistä saadut rahat sijoittaa edelleen paremman kannattavuuspotentiaalin toimintoihin.

Strategiset ohjelmat

Oriolalla on käynnissä kaksi konsernin laajuista strategista ohjelmaa, jotka keskittyvät 1) toiminnan tehokkuuteen ja kannattavuuteen sekä 2) asiakaskokemuksen vahvistamiseen ja kehittämiseen.

20by20 Excellence -ohjelma keskittyy Oriolan tehokkuuteen ja kannattavuuteen. Tavoitteena on 20 MEUR:n säästöt vuotuisiin kustannuksiin vuoden 2018 kustannustasoon verrattuna. Säästöjen odotetaan toteutuvan täysimääräisesti

vuoden 2020 loppuun mennessä. Ohjelmassa käydään läpi toiminnot ja resurssit tehokkaiden ja laadukkaiden toimintojen varmistamiseksi sekä kulujen vähentämiseksi. Toimet kattavat logistiikan tehostamisen, säästöt suorissa ja epäsuorissa hankinnoissa, tuote- ja palveluportfolion optimoinnin sekä virtaviivaistetut ja yksinkertaistetut prosessit kaikkialla konsernissa.

Vuoden 2019 aikana säästöjä on kertynyt erityisesti Suomen logistiikan kustannuksista sekä IT-kustannuksista. Osana ohjelmaa Oriola ilmoitti kesäkuussa 2019 aloittavansa yt-neuvottelut, jotka saatiin päätökseen syyskuussa. Prosessin aikana tarkasteltiin myös Ruotsin apteekkiverkostoa ja yhdeksän apteekkia päätettiin sulkea. Näistä viisi suljettiin vuoden 2019 aikana ja loput suljetaan alkuvuonna 2020. Uudelleenjärjestelyllä arvioidaan saavutettavan 4,5 MEUR:n vuotuiset säästöt henkilöstökuluissa. Säästöjen odotetaan toteutuvan täysimääräisesti vuonna 2020.

Customer Experience -ohjelma kehittää ja vie käytäntöön asiakaskeisimpiä prosesseja ja työkaluja sekä organisaatiota ja kulttuuria. Ohjelman tavoitteena on vahvistaa asiakkaiden luottamusta ja asiakastytyväisyyttä, mikä juontaa juurensa arviomme mukaan etenkin Suomen ERP-ongelmien ja Hehku-ketjun lanseeraamisen aiheuttamiin mainehaittoihin yhtiön asiakkaiden keskuudessa. Vuonna 2019 Oriolan NPS (Net Promoter Score) kehittyi positiivisesti, erityisesti Suomessa. NPS-mittarin positiivinen kehitys antaa lupaavaa kuvaa luottamuksen palauttamisesta asiakkaiden keskuudessa, mutta tämä on arviomme mukaan pitkä prosessi.

Strategia ja taloudelliset tavoitteet 2/3

Pitkän aikavälin taloudelliset tavoitteet

Oriolan hallitus vahvisti vuonna 2018 yhtiön pitkän aikavälin taloudelliset tavoitteet. Tavoitteet ovat pysyneet samoina vuodesta 2015 lähtien lukuun ottamatta nettovelkaantumistavoitteen muutosta vuonna 2018 alle 70 %:iin (aik. 30-60 %). Pitkän aikavälin taloudelliset tavoitteet ovat seuraavat:

1. **Markkinakasvun mukainen liiketoiminnan kasvu** (2019: laskutuksen kasvu vertailukelpoisin valuutoin +8,4 %)
2. **Osakekohtaisen tuloksen kasvu yli 5 % vuosittain** (2019 EPS: -25 %).
3. **Sijoitetun pääoman tuotto yli 20 %** (2019 ROCE: 4,1 %, ilman IFRS16-muutosta 4,4 %)
4. **Oikaistu nettovelkaantumisaste alle 70 %** (2019 gearing ilman IFRS16-vaikutusta ja mukaan lukien myydyt myyntisaamiset: 124 %)

Inderesin arvio taloudellisista tavoitteista

Markkinakasvun mukainen liiketoiminnan kasvu

Markkinakasvun mukainen kasvu on mielestämme perusteltu ja realistinen tavoite Oriolalle. Yhtiöllä on Suomen ja Ruotsin lääketukkukaupassa vahva markkina-asema, markkinaosuudet ovat pitkään olleet sementoituneet, kilpailu päämiehistä on kovaa ja alalle tulon kynnyks on korkea. Arviomme mukaan markkinaosuuden kasvattaminen olisi tukkukaupassa Oriolalle pitkällä aikavälillä vaikeaa, eikä kilpailuviranomainen todennäköisesti hyväksyisi epäorgaanista kasvua.

Ruotsin apteekkimarkkina on osoittanut viime vuosina epäterveen kilpailutilanteen merkkejä ja Oriolan markkinaosuutta on hieman päässyt

nakertamaan etenkin vahvasti kasvavat ja kireää hintakilpailua lietsovat verkkoapteekit. Tilanne ei näytä Oriolan silmissä tällä hetkellä helpolta ja markkinakasvun mukainen kasvu olisi Ruotsin apteekkikaupassa mielestämme hyvä suoritus.

Palvelutarjontaa laajentavat yritysostot voisivat olla Oriolalle otollinen keino kasvaa pitkällä tähtäimellä markkinoita nopeammin. Tätä keinoa yhtiö on viime vuosina toteuttanut tekemällä Suomessa ja Ruotsissa yrityskauppoja (esim. Farenta, Svensk Dos, Pharmaservice, ICTHS, Doktor.se).

Vuotuinen EPS-kasvu yli 5 %

Kun osakekohtaisen tuloksen kasvutavoite alun perin julkistettiin vuonna 2015, oli Oriolan EPS 0,25 euroa. Kun tavoite vahvistettiin 2018, oli EPS 0,06 euroa. EPS on laskenut 84 % siitä, kun alkuperäinen tavoite asetettiin ja 25 % siitä, kun tavoite vahvistettiin. Nykyinen tulostaso (2019: EPS 0,04 euroa) on niin matala, että 5 %:n kasvutavoite on mielestämme aivan liian konservatiivinen. Tavoitteen uskottavuutta laskee myös se, ettei tavoitteen asetantaa olla missään vaiheessa muutettu, vaikka tulos on sukeltanut rajusti.

Pitkällä aikavälillä Oriolan tulospääasenne linkittyy kiinteästi volyymikasvuun. Matalan myyntikatteen ja tasaisesti kasvavien kiinteiden kulujen vuoksi (vuokrat ja henkilöstökulut) yhtiön on vaikea tehostaa toimintaa riittävästi yli ajan yltääkseen yli 5 %:n vuotuiseseen EPS-kasvuun ilman yli 5 %:n vuotuista volyymikasvua. Lyhyellä aikavälillä strategiset ohjelmat ja Enköpingsin ylösajosta saatava kulusäästö ajavat tulospääasennetta arviomme mukaan selvästi yli 5 %:n vuosivauhtia, joten tavoitteen pitäisi ylittyä helposti.

Sijoitetun pääoman tuotto (ROCE) yli 20 %

Oriolan sijoitetun pääoman tuotto (ROCE) on viiden vuoden ajalta ollut keskimäärin 12 % eli selvästi alle tavoitetason. Luku on laskenut negatiivista tuloskehitystä heijastellen noin 20 %:sta (2015) noin 4 %:iin (2019). Oriolan sijoitettu pääoma (taseen loppusumma – koroton vieras pääoma) on 2018-2019 aikana ollut ~300-350 MEUR ja raportoitu liikevoitto ~15-20 MEUR. Sijoitetun pääoman tuottoa voi vahvistaa joko liikevoittoa parantamalla ja/tai sijoitettua pääomaa pienentämällä. Nykyisen sijoitetun pääoman pohjalta yhtiön pitäisi pystyä nostamaan liikevoitto noin 60-70 MEUR:n tasolle yltääkseen 20 %:n sijoitetun pääoman tavoitteeseen. Tavoite ei mielestämme ainakaan nykyisellä taserakenteella ja liiketoimintaportfoliolla ole kovin realistinen.

Nettovelkaantumisaste alle 70 %

Oriolan raportoitu gearing vuoden 2019 lopussa oli 76 % (2018: 36 %). Lukua nostaa IFRS 16 -standardin myötä 84 MEUR kasvaneet korolliset nettovelat. Ilman IFRS 16 -muutosta gearing olisi ollut 22 %. Oriolalla on käytössä Ruotsissa myyntisaamisten myyntiohjelmia ja vuoden 2019 lopussa myyntisaamisia oli myyty yhteensä 167 MEUR. Kun nämä otetaan huomioon, on taloudellisten tavoitteiden mukainen oikaistu nettovelkaantumisaste ml. myydyt myyntisaamiset korkea 124 % (2018: 115 %) eli selvästi tavoitetason yläpuolella. Liiketoiminnan matalat marginaalit huomioiden, pidämme tuntuvaan velkavipuun perusteltuna oman pääoman tuoton nostamiseksi. Yhtiöllä vaikuttaa kuitenkin olevan haasteita saavuttaa pääoman tuottotavoitetta, vaikka velkavipu on viritetty yli yhtiön oman tavoitetason.

Strategia ja taloudelliset tavoitteet 3/3

Voitonjakopolitiikka

Oriolan tavoitteena on jakaa vuosittain osinkoina noin 50 prosenttia osakekohtaisesta tuloksesta. Vuosittaiseen osinkoon vaikuttaa lisäksi yhtiön strategia ja taloudellinen asema.

Vuosina 2015-2019 yhtiön osingonjakosuhte on noussut 53 %:n tasolta (2015) vuoden 2019 selvästi korkeampaan 205 %:iin. Yhtiön tulokunto on laskenut ajanjaksolla merkittävästi, mutta yhtiö on leikannut osinkoaan huomattavasti tuloksen heikentymistä maltillisemmin. Pitkässä juoksussa tämä ei luonnollisesti ole kestävää ja ilman tuntuva tulostason vahvistumista yhtiön on leikattava osinkoaan nykytasolta.

Liiketoiminnan näkyvissä oleva hyvä kannattavuusparannus ja maltilliset investointitarpeet huomioiden arvioimme, että yhtiöllä on edellytykset maksaa lähivuosina osinkoa noin 80 % osakekohtaisesta tuloksesta, mikä tarkoittaa vuosilta 2020 ja 2021 osakekohtaisen osingon nostamista 0,11 euroon ja 0,13 euroon, kun vuodelta 2019 osinkoa jaettiin 0,09 euroa per osake.

Taloudellinen tilanne 1/2

Taseasemassa on parantamisen varaa

Oriolan taseen loppusumma 31.12.2019 oli 1031 MEUR, josta oli omaa pääomaa 157 MEUR, pitkäaikaista velkaa 156 MEUR ja lyhytaikaista velkaa 718 MEUR. Omavaraisuusaste oli 16 %.

Pitkäaikaiset varat

Pitkäaikaiset varat olivat 510 MEUR. Suurin erä liittyy liikearvoon (271 MEUR), jota on syntynyt yrityskaupoista. Liikearvon määrä on selvästi omaa pääomaa suurempi ja se kohdistuu pääosin Consumer-segmenttiin. Vaikka liikearvoon ei kohdistunut viime testauksessa alaskirjauspaineita, liikearvon suuri määrä kuitenkin nostaa taseen riskiprofiilia varsinkin, kun tuloskehitys on viime vuosina ollut heikkoa ja jäänyt useasti johdon omista arvioista. Toiseksi suurin erä pitkäaikaisissa varoissa on aineelliset käyttöomaisuushyödykkeet (158 MEUR), jotka liittyvät rakennuksiin, koneisiin ja kalustoon, joita yhtiö käyttää logistiikkakeskuksissa ja apteekeissa. Muut aineettomat hyödykkeet (67 MEUR) liittyvät mm. myyntilupiin, tavaramerkkeihin, ohjelmistolisensseihin sekä tuote- ja markkinointioikeuksiin.

Lyhytaikaiset varat

Lyhytaikaiset varat olivat 521 MEUR, jotka muodostuvat vaihto-omaisuudesta (234 MEUR) ja myyntisaamisista (187 MEUR). Oriolalla on Ruotsin tukku- ja vähittäiskaupassa käytössään myyntisaamisten myyntiohjelmia, jotta rahat tulisivat kassaan nopeammin. Vuoden 2019 lopussa myyntisaamisia oli myyty yhteensä 167 MEUR. Kassa oli vuoden 2019 lopussa 71 MEUR, mikä on hyvä taso toiminnan kokoon nähden.

Nettovelka

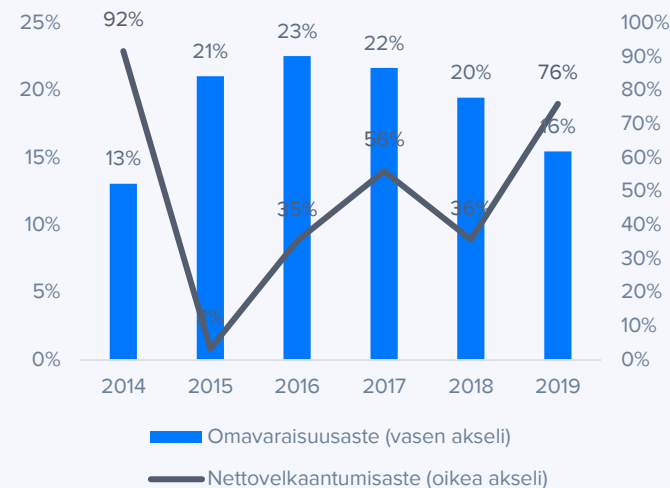
Vuoden 2019 lopussa Oriolalla oli korollista velkaa 190 MEUR (2018: 129 MEUR). Korollisen velan nousu johtuu vuonna 2019 käyttöön otetun IFRS16-standardin takia kirjatusta vuokrasopimusveloista, joita sisältyi tähän 84 MEUR. Pitkäaikaiset korolliset velat koostuvat lainoista rahoituslaitoksilta (58 MEUR) ja pitkäaikaisista vuokrasopimusveloista (66 MEUR). Lyhytaikaiset korolliset velat koostuivat pääasiassa liikkeeseen lasketuista yritystodistuksista (35 MEUR), suomalaisilta apteekeilta saaduista hankintaennakoista (13 MEUR) ja lyhytaikaisista vuokrasopimusveloista (19 MEUR). Korollisten velkojen keskikorko oli 1,0 %.

Kun huomioidaan iso kassa, oli vuoden 2019 lopun korolliset nettovelat 120 MEUR (raportoitu gearing 76 %). Ilman IFRS16-muutoksia gearing olisi 22 %. Jos Oriolan myydyt myyntisaamiset otetaan huomioon korollisiin nettovelkoihin (niin kuin taloudellisissa tavoitteissa on ilmoitettu) on Oriolan oikaistu nettovelkaantumisaste 182 %. Tämä luku oikaistuna IFRS16-muutoksilla on 124 %.

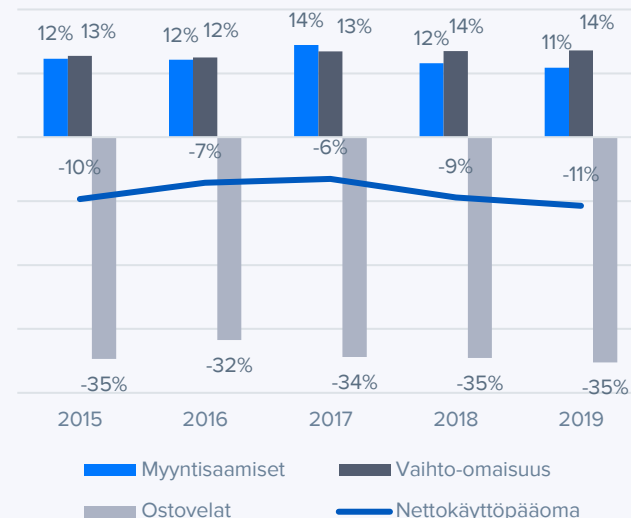
Nettokäyttöpääoma on selvästi negatiivinen

Oriolan nettokäyttöpääoma oli vuoden 2019 lopussa -185 MEUR (-11 % liikevaihdesta). Negatiivinen käyttöpääoma johtuu päämies- ja asiakassopimuksissa määritetyistä maksuajoista sekä käytössä olevasta myyntisaamisten myyntiohjelmista. Negatiivisen käyttöpääoman isoin tekijä on erittäin suuret ostovelat, jotka olivat vuoden 2019 lopussa 607 MEUR (35 % liikevaihdesta). Vaihto-omaisuus oli vuoden lopussa 234 MEUR (14 % liikevaihdesta) ja myyntisaamiset 187 MEUR (11 % liikevaihdesta).

Taseen tunnusluvut



Nettokäyttöpääoma (% liikevaihdesta)



Taloudellinen tilanne 2/2

Investoinnit ovat olleet viime vuosina poikkeuksellisen korkealla tasolla

Oriolan vuotuiset bruttoinvestoinnit ovat viime vuosina vaihdelleet 20-90 MEUR:n välillä. Vuosina 2014-2019 ne ovat olleet keskimäärin 40 MEUR per vuosi ja ylittäneet selvästi poistotason, joka on ollut noin 26 MEUR. Oriolan investointitaso on ollut viime vuosina poikkeuksellisen korkea ja erityisesti 2016-2018 aikana yhtiö teki useita yrityskauppoja (Svensk Dos, Farenta, Pharmaservice, ICTHS Health Support ja Doktor.se). Yhtiö myös investoi tällä välin uuteen ERP-järjestelmään, Enköpingin jakelukeskukseen ja Hehku-ketjuun.

Arvioimme Oriolan nykyisen liiketoimintaportfolion investointitarpeen olevan selvästi pienempi kuin mitä viime vuosina on nähty. Yhtiö itse ohjeisti tilinpäätöksessään vuoden 2020 investointien ilman yrityshankintoja olevan noin 35 MEUR, mutta tätä arviota oli laskettu Q1'20-raportissa koronaviruksen puhkeamisen takia 25 MEUR:oon joidenkin projektien lykkääntymisen takia.

Oriolan vuotuiset investoinnit koostuvat mm. investoinneista logistiikan tehostamiseen, tietojärjestelmiin, uusien apteekkien perustamiseen, verkkokauppaan jne. Nykyiseen tulostasoon ja taseasemaan peilattuna yhtiöllä ei ole varaa investoida seuraavan viiden vuoden aikana yhtä isoja summia kuin mitä edellisen viiden vuoden aikana on nähty, joten arvioimme yhtiön laittavan lähivuosina painoa enemmän kannattavuuden ja kassavirran parantamiselle kuin voimakkaalle investointipanostuksille. Nykyisen liiketoimintaportfolion vuotuiset investointitarpeet ovat arviomme mukaan pitkällä aikavälillä noin 20-30 MEUR vuosi.

Rahavirralla on tapana vaihdella voimakkaasti

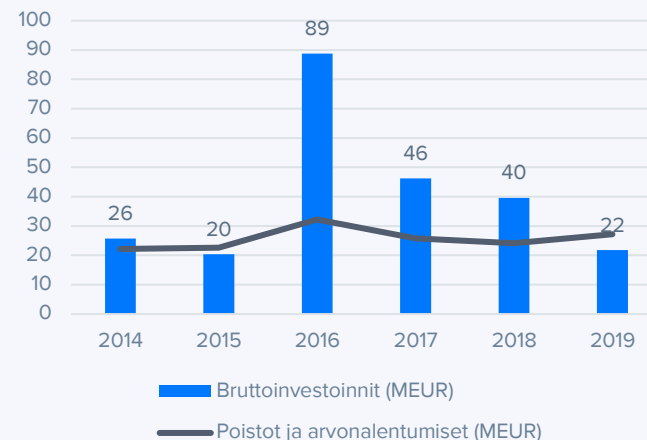
Oriolan liiketoiminnan nettorahavirta on viiden vuoden aikana ollut keskimäärin 67 MEUR per vuosi. Parhaimmillaan se oli vuonna 2018 (103 MEUR) ja heikoimmillaan vuonna 2017 (24 MEUR). Vaikka tulos on laskenut vuoden 2016 jälkeen voimakkaasti, liiketoiminnan nettorahavirta on pysynyt haasteista huolimatta joka vuosi selvästi positiivisena. Vuotuiset vaihtelut ovat kuitenkin olleet voimakkaita. Liiketoiminnan nettorahavirta on pysynyt 2018-2019 aikana vahvana etenkin käyttö pääomaa vapauttamalla. Isossa roolissa on ollut myydyt myyntisaamiset, jotka ovat kasvaneet 95 MEUR:sta (v. 2017) 167 MEUR:oon (v. 2019).

Investointien nettorahavirta on ollut tarkastelujaksolla keskimäärin -40 MEUR per vuosi. Lukuisat yritysostot 2016-2018 aikana näkyivät investointien rahavirrassa selvinä poikkeuksina.

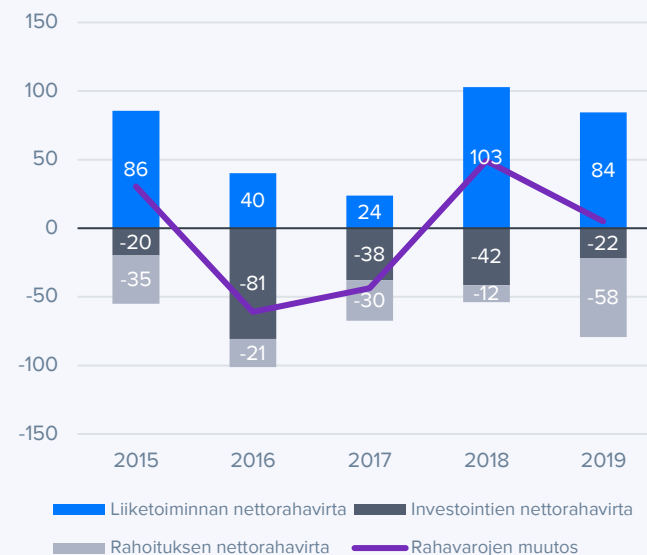
Rahoituksen rahavirta on ollut keskimäärin -31 MEUR per vuosi. Tässä ryhmässä suurin tekijä on osinko, jota on maksettu 2018 ja 2019 noin 16 MEUR per vuosi. Näitä edeltäviltä vuosilta Oriola maksoi osinkoa 25 MEUR ja 24 MEUR.

Voimakkaasti vaihteleva liiketoiminnan rahavirta, isot investoinnit ja avokäiset osingot ovat vieneet rahavarojen muutoksen muutamana vuonna joko selvästi negatiiviseksi tai lähelle nollaa. Koko tarkastelujakson 2015-2019 aikana yhteenlaskettu rahavarojen muutos on -20 MEUR eli -4 MEUR per vuosi. Tämä kertoo, että Oriolan liiketoiminnassa on joko nostettava kannattavuutta, leikattava osinkoa tai pienennettävä investointitasoa, sillä tällä tahdilla yhtiöstä lähtee vuosittain rahaa ulos enemmän kuin sitä tulee sisään.

Bruttoinvestoinnit ja poistot



Rahavirrat ja rahavarojen muutos



Ennusteet 1/2

Ohjeistus ja ennusteet vuodelle 2020

Oriolan 24.4. julkistettu Q1-raportti ylitti selvästi ennusteemme. Liikevaihto kasvoi Q1:llä 16 % ja oli 460 MEUR. Oikaistu liikevoitto kasvoi 87 % ja oli 6,9 MEUR. Yhtiö osoitti kauan kaivattuja signaaleja positiivisesta tuloskäänteestä, jota tuki Covid-19 – pandemiasta johtuva voimakas lääkemarkkinoiden kasvu. Yhtiö toisti vuoden 2020 ohjeistuksen, jonka mukaan vertailukelpoisin valuuttakurssein lasketun oikaistun liikevoiton arvioidaan kasvavan vuoden 2019 tasosta (2019: 20,5 MEUR).

Meidän ennusteemme vuoden 2020 liikevaihdolle on 1813 MEUR (+5 %) ja oikaistulle liikevoitolle 34 MEUR (+66 %). Päätekijät voimakkaan tulospainotuksen taustalla ovat 1) heikko vertailuvuosi 2) vahvat Q1-luvut 3) Enköpingin jakelukeskuksen ylösajosta saatavat tehokkuus- ja kulusäästöt sekä 4) strategisten ohjelmien (20By20 Excellence ja Customer Experience) läpivienti. Yhtiön mukaan tulospainotus painottuu H2:lle, kun Enköpingin ja strategisten ohjelmien hyödyt alkavat lyödä läpi.

Kasvuennusteet ovat maltillisia

Oriolan tavoite on pitkällä aikavälillä kasvaa markkinakasvun mukaisesti. Tutkimusyhtiö IQVIA:n mukaan Suomen lääkemarkkinoiden vuotuinen kasvuennuste 2018-2022 aikana on keskimäärin 1,5 % ja Ruotsin lääkemarkkinan 5,0 %. Meidän ennusteissamme liikevaihto kasvaa lähivuosina keskimäärin 2-3 %:n vauhtia, mikä heijastelee yhtiön liiketoimintaportfolion painottumista Ruotsin markkinoille. Markkinakasvua ajavat ikääntyvän väestön kasvava tarve lääkille sekä kasvava terveys- ja hyvinvointitrendi. Oriola ei arvioimme mukaan tule tekemään lähivuosina monia uusia

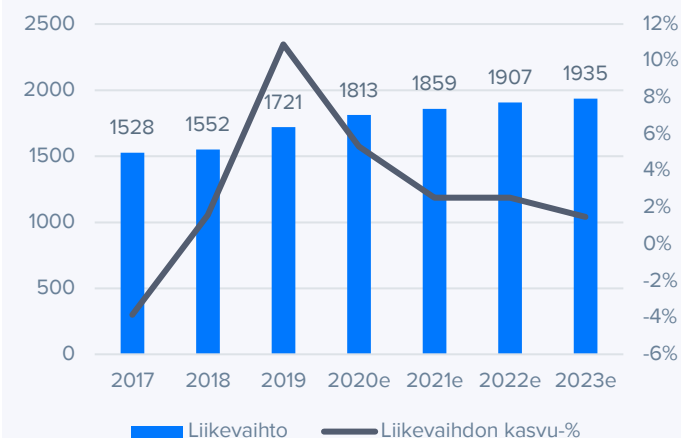
kasvuavauksia tai yritysostoja (kuten edellisinä vuosina), vaan yhtiön fokus tulee olemaan enemminkin nykyisissä toiminnoissa ja niiden kannattavuuden tervehdyttämisessä.

Kannattavuusparannus nojaa oman toiminnan tehokkuuden ja laadun parantamiseen

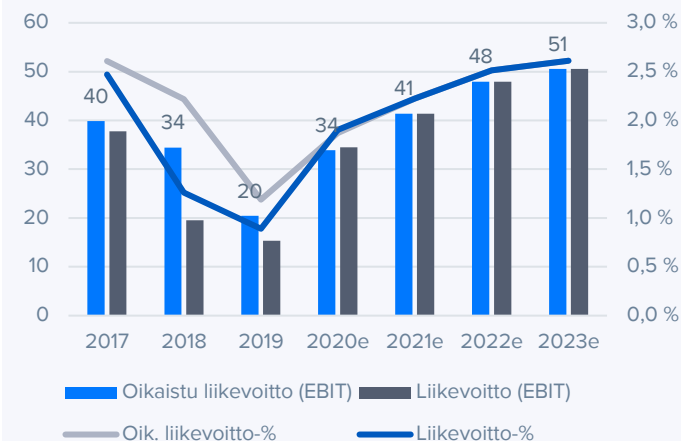
Oriolan tulos on ollut vuodesta 2017 lähtien laskutrendillä. Tulokuntoa ovat haitanneet jatkuvat liiketoiminnan haasteet, jotka ovat liittyneet osittain markkinatilanteeseen ja osittain yhtiön itse tekemiin virheisiin. Emme näe markkinatilanteesta tulevan lähivuosien kannattavuudelle vetoapua, vaan päinvastoin näemme etenkin Ruotsin apteekkimarkkinan kilpailun olevan menossa yhä kireämpään suuntaan ja aiheuttavan lisähaasteita. Tämän takia lähivuosien tulospainotuksessamme nojaavat hyvin pitkälti yhtiön oman toiminnan tehostamiseen ja laadun nostamiseen.

Meidän ennusteissamme Oriolan 2020 liikevoitto kasvaa 66 % heikosta vertailuvuodesta 34 MEUR:oon ja vuonna 2021 liikevoitto kasvaa vielä 22 % tasolle 41 MEUR (EBIT 2,2 %). Tämä tarkoittaa oikaistun liikevoiton kaksinkertaistamista kahdessa vuodessa, mikä on iso hyppy. Kannattaa kuitenkin huomioida, että vuoden 2019 tulos oli todella heikko ja 100 %:n tulospainotuksen jälkeen yhtiö olisi vasta palannut vuoden 2017 tasolle, jolloin yhtiö kärsi noin 10 MEUR:n ylimääräiset kulut Suomen ERP-kriisistä. Lähivuosien tulospainotuksen kannalta merkittävimmät ajurit ovat Enköpingin jakelukeskuksen ylösajosta saatavat kulusäästöt ja tehokkuushyödyt sekä ja strategisten ohjelmien (20By20 Excellence ja Customer Experience) läpivienti.

Liikevaihtoennusteet (MEUR)



Liikevoittoennusteet (MEUR)



Ennusteet 2/2

EPS ja osinkoennusteet

Oriola teki vakuuttavan tulospaarannuksen Q1'20 aikana ja osakekohtaista tulosta syntyi 0,03 euroa, mikä on lähes saman verran kuin koko edellisvuoden aikana (2019: 0,04 euroa). Vuodelle 2020 ennustamamme positiivinen tuloskäänne on ainakin alkanut lupaavasti ja yhtiön mukaan selkein kannattavuusparannus tullaan näkemään vasta H2:lla, kun Enköpingin ylösajo on saatu toteutettua ja kulusäästöt alkavat realisoitua.

Meidän 2020 ennusteissamme osakekohtainen tulos nousee 0,13 euroon (2019: 0,04 euroa), mikä antaa tilaa myös kasvattaa osinkoa kolme vuotta kestäneestä 0,09 euron putkesta. Meidän ennusteissamme Oriola kasvattaa vuodelta 2020 maksettavaa osinkoa 0,11 euroon ja vuodelta 2021 maksettavaa osinkoa 0,13 euroon. Ennustamamme osingonjakosuhteet ovat noin 80 %:n tasolla.

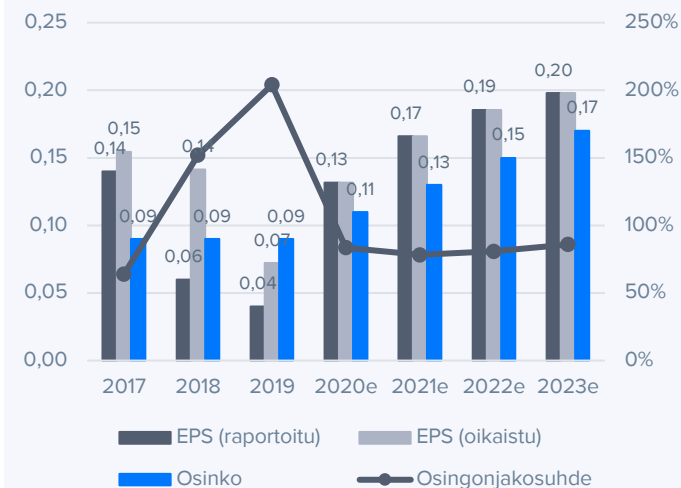
Oma pääoma ja ROE-%

Oriolan viime vuosien heikko tuloskehitys ja avokätinen osingonjako ovat johtaneet yhtiön oman pääoman määrän laskuun. Oriolan oma pääoma oli vuoden 2019 lopussa 157 MEUR (2018: 178 MEUR), mikä on 0,87 euroa per osake (2018: 1,07 euroa). Kun yhtiön oma pääoma on viime vuosina supistunut, on positiivisella kannattavuuskäänteellä nopea vaikutus myös oman pääoman tuottoon.

Meidän ennusteissamme Oriolan oman pääoman tuotto (ROE) nousee lähivuosina 15-19 %:n tasolle, mikä jää kuitenkin aiempina vuosina 2014-2016 nähtyjen 20-30 %:n tasojen alapuolelle. Koska arvioimme osingonjakosuhteen jäävän selvästi alle

100 %:n, tulee yhtiön oma pääoma myös kasvamaan lähivuosina, ja arvioimme sen palaavan vuonna 2023 samalle tasolle, mikä yhtiöllä oli vuonna 2017 (1,07 euroa per osake).

EPS- ja osinkoennusteet



Oma pääoma ja ROE-%



Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2018	Q1'19	Q2'19	Q3'19	Q4'19	2019	Q1'20	Q2'20e	Q3'20e	Q4'20e	2020e	2021e	2022e	2023e
Liikevaihto	1552	397	448	429	447	1721	460	453	440	460	1813	1859	1907	1935
Consumer	752	188	189	183	191	750	202	191	186	195	774	789	805	817
Pharma	750	200	245	231	242	918	244	247	238	252	982	1011	1042	1057
Retail	430	112	116	114	114	456	121	119	116	116	472	481	491	498
Segmenttien välinen liikevaihto	-379	-102	-101	-99	-101	-403	-108	-103	-101	-103	-415	-423	-431	-438
Liikevoitto ilman kertaeriä	34,4	3,7	5,6	9,0	2,1	20,5	6,9	7,4	11,0	8,7	33,9	41,4	47,9	50,6
Liikevoitto	19,5	3,7	7,1	3,6	0,8	15,3	7,5	7,4	11,0	8,7	34,5	41,4	47,9	50,6
Consumer	16,3	2,8	2,9	4,9	1,1	11,7	5,4	3,2	5,0	2,5	16,2	17,4	19,3	20,4
Pharma	21,1	3,5	4,7	5,2	4,2	17,7	3,6	5,4	6,9	7,6	23,5	28,3	30,2	30,7
Retail	5,9	-0,6	0,2	0,3	-0,8	-0,9	0,2	0,5	0,6	0,6	1,8	2,4	5,4	6,5
Konsernihallinto ja muut	-8,9	-2,0	-2,2	-1,4	-2,5	-8,1	-2,3	-1,8	-1,5	-2,0	-7,6	-6,7	-7,0	-7,0
Kertaluonteiset erät	-14,9	0,0	1,5	-5,4	-1,2	-5,1	0,6	0,0	0,0	0,0	0,6	0,0	0,0	0,0
Nettorahoituskulut	-3,0	-1,4	-1,4	-1,3	-1,1	-5,2	-0,9	-0,9	-0,8	-0,8	-3,3	-3,0	-5,1	-4,8
Tulos ennen veroja	16,6	2,3	5,8	2,4	-0,3	10,1	6,6	6,5	10,3	7,9	31,2	38,4	42,9	45,7
Verot	-5,8	-0,6	-1,4	-0,3	0,1	-2,1	-1,4	-1,4	-2,2	-1,7	-6,7	-8,3	-9,2	-9,8
Nettotulos	10,8	1,7	4,4	2,0	-0,2	8,0	5,2	5,1	8,1	6,2	24,5	30,1	33,7	35,9
EPS (oikaistu)	0,14	0,01	0,02	0,04	0,01	0,07	0,03	0,03	0,04	0,03	0,13	0,17	0,19	0,20
EPS (raportoitu)	0,06	0,01	0,02	0,01	0,00	0,04	0,03	0,03	0,04	0,03	0,14	0,17	0,19	0,20

Tunnusluvut	2018	Q1'19	Q2'19	Q3'19	Q4'19	2019	Q1'20	Q2'20e	Q3'20e	Q4'20e	2020e	2021e	2022e	2023e
Liikevaihdon kasvu-%	1,6 %	2,3 %	12,3 %	15,9 %	13,2 %	10,9 %	15,8 %	1,0 %	2,5 %	3,1 %	5,3 %	2,5 %	2,5 %	1,5 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	-13,6 %	-36,0 %	-14,7 %	-47,1 %	-58,2 %	-40,6 %	84,7 %	30,9 %	22,2 %	314,8 %	65,9 %	22,0 %	15,8 %	5,5 %
Käyttökate-%	3,4 %	3,6 %	3,9 %	3,5 %	3,1 %	3,5 %	4,2 %	4,3 %	5,2 %	4,5 %	4,6 %	4,8 %	5,0 %	5,1 %
Oikaistu liikevoitto-%	2,2 %	0,9 %	1,3 %	2,1 %	0,5 %	1,2 %	1,5 %	1,6 %	2,5 %	1,9 %	1,9 %	2,2 %	2,5 %	2,6 %
Nettotulos-%	0,7 %	0,4 %	1,0 %	0,5 %	0,0 %	0,5 %	1,1 %	1,1 %	1,8 %	1,4 %	1,4 %	1,6 %	1,8 %	1,9 %

Lähde: Inderes

Tase

Vastaavaa	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Pysyvät vastaavat	440	510	513	515	519
Liikearvo	274	271	271	271	271
Aineettomat hyödykkeet	75,1	66,9	68,9	70,7	72,5
Käyttöomaisuus	77,2	158	160	160	162
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset varat	9,7	9,7	9,7	9,7	9,7
Laskennalliset verosaamiset	3,7	4,5	4,5	4,5	4,5
Vaihtuvat vastaavat	484	521	549	564	579
Vaihto-omaisuus	210	234	247	253	259
Muut lyhytaikaiset varat	28,6	28,3	28,3	28,3	28,3
Myyntisaamiset	180	187	199	206	213
Likvidit varat	65,8	70,8	74,6	76,5	78,4
Taseen loppusumma	924	1031	1062	1079	1099

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Oma pääoma	178	157	165	176	186
Osakepääoma	36,2	36,2	36,2	36,2	36,2
Kertyneet voittovarot	76,3	59,7	67,9	78,0	88,1
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	-28,6	-32,9	-32,9	-32,9	-32,9
Muu oma pääoma	94,0	94,2	94,2	94,2	94,2
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	89,5	156	139	133	128
Laskennalliset verovelat	15,6	14,3	14,3	14,3	14,3
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lainat rahoituslaitoksilta	59,1	124	106	100	95,7
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	14,8	17,8	17,8	17,8	17,8
Lyhytaikaiset velat	657	718	758	771	785
Lainat rahoituslaitoksilta	70,3	66,8	74,8	71,6	69,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	537	607	639	655	672
Muut lyhytaikaiset velat	49,9	44,2	44,2	44,2	44,2
Taseen loppusumma	924	1031	1062	1079	1099

Osakkeen arvostus ja suositus 1/2

Markkina-arvo noin 350 MEUR

Oriolan markkina-arvo 1,95 euron osakekurssilla on noin 350 MEUR. Markkina-arvo on vaihdellut pörssitaipaleella (2006-2020) välillä 300-800 MEUR. Viime vuosien heikot suoritukset ja avokätinen osingonjako ovat laskeneet markkina-arvon lähelle kaikkien aikojen alinta tasoa. Yhtiöllä oli Q1'20 lopussa noin 120 MEUR:n nettovelat, mikä nostaa velattoman yritysarvon (EV) selvästi markkina-arvon yläpuolelle.

Tulospohjainen arvostus

Heikolla vuoden 2019 tuloksella laskettu raportoitu P/E-luku on 48x ja kertaeristä oikaistu P/E-luku 29x.. Oikaistu liikevoitto paranee arviomme mukaan tänä vuonna yli 60 % ja on 34 MEUR (2019: 20,5 MEUR). Vuonna 2021 tuloksessa on vielä varaa nousta, kun Enköping pyörii tehokkaasti ja loput säästöohjelman vaikutuksista tulevat läpi. EPS-ennustemme vuosille 2020 ja 2021 ovat 0,14 ja 0,17 euroa (2019: 0,04 euroa). Vuosien 2020 ja 2021 P/E-luvut ovat 15x ja 12x. Vastaavat EV/EBITDA-kertoimet ovat 6x ja 5x. Molemmat arvostuskertoimet ovat lähellä Oriolan pitkän aikavälin keskiarvoa/hieman alapuolella ja mielestämme ne ovat Oriolan kasvu- ja kannattavuusprofiiliin nähden neutraalilla tasolla.

Tasepohjainen arvostus

Oriolan oma pääoma oli 2019 lopussa 157 MEUR eli 0,87 euroa per osake. Oman pääoman tasearvon ja markkina-arvon suhdetta kuvaava P/B-luku on vuoden 2020 ennusteillamme 2,1x. Jos yhtiö onnistuu pääsemään taloudellisten tavoitteidensa mukaiselle yli 20 %:n ROCE-tasolle, on nykyinen tasepohjainen arvostus hyväksyttävissä. Jos käy niin, että viime vuosina nähdyt alle 10 %:n pääoman tuotot jäävät pidemmäksi aikaa voimaan, olisi tasepohjaisella arvostuksella vielä painetta joustaa selvästi alaspäin.

Oriolan tasepohjaisessa arvostuksessa kannattaa huomata se, että taseessa on liikearvoa enemmän kuin omaa pääomaa ja siten alaskirjausriski voisi realisoituessaan laskea merkittävästi Oriolan oman pääoman arvoa.

Liikevaihtopohjainen arvostus

Oriolan liikevaihtopohjainen arvostus (P/S 0,2x) on erittäin matala. Tämä johtuu yhtiön suuren volyymin ja matalan katteen liiketoiminnoista, minkä takia arvostuksen kuuluukin olla matala. Se tarjoaa kuitenkin merkittävää vipua osakkeelle, jos suhteellista kannattavuutta pystytään parantamaan.

Osinkopohjainen arvostus

Oriola on viime vuosina muistanut omistajiaan avokätisellä osingolla. Kun tulokunto on viime vuosina notkahtanut, on osakekurssille haettu tukea osinkotuotosta. Oriola on tulosnotkahduksesta huolimatta pitänyt viime vuosina kiinni 0,09 euron osakekohtaisesta osingostaan. Oriola on viimeiset kaksi vuotta jakanut osinkoa enemmän kuin se on tehnyt tulosta (osingonjakosuhde 2018: 152 % ja 2019: 204 %). Näin korkea osingonjakosuhde ei kuitenkaan ole mahdollista pitkässä juoksussa ja osingon pitäminen nykytasolla vaatii merkittävää tulosparannusta.

Odotamme Oriolan tulokunnon parantuvan selvästi käynnissä olevien tehostamistoimenpiteiden ja Enköpingin automatisoidun jakelukeskuksen ylösajon johdosta. Vuosien 2020-2021 ennusteissamme Oriolan osinko nousee 0,11 euroon ja 0,13 euroon, mikä tarkoittaa 82 %:n ja 78 %:n osingonjakosuhdetta. Ennusteidemme mukaiset osinkotuotot lähivuosille ovat 5,6 % ja 6,7 %, mitkä ovat nykyisessä markkinaympäristöllä houkuttelevalla tasolla ja antavat jo selvää tukea osakekurssille.

Arvostustaso	2020e	2021e	2022e
Osakekurssi	1,95	1,95	1,95
Osakemäärä, milj. kpl	181,5	181,5	181,5
Markkina-arvo	354	354	354
Yritysarvo (EV)	461	450	440
P/E (oik.)	14,8	11,8	10,5
P/E	14,5	11,8	10,5
P/Kassavirta	11,1	10,6	9,6
P/B	2,1	2,0	1,9
P/S	0,2	0,2	0,2
EV/Liikevaihto	0,3	0,2	0,2
EV/EBITDA (oik.)	5,7	5,0	4,6
EV/EBIT (oik.)	13,6	10,9	9,2
Osinko/tulos (%)	81,5 %	78,2 %	80,8 %
Osinkotuotto-%	5,6 %	6,7 %	7,7 %

Lähde: Inderes

Osakkeen arvostus ja suositus 2/2

Arvostus verrokkiryhmään nähden

Käytämme Oriolan verrokkiryhmässä pääosin suuria apteekkiketjuja tai lääketukureita, jotka ovat listattuna USA:ssa (CVS Health, Walgreens Boots Alliance, Cardinal Health, McKesson ja AmerisourceBergen). Verrokkiryhmästä esim. McKessonin, CVS:n ja AmerisourceBergenin liikevaihdot ovat noin 200 miljardia dollaria (~100 kertaa isompia kuin Oriola) ja esim. Walgreens Bootsilla on omia myymälöitä noin 20 000 kpl (~60 kertaa enemmän kuin Oriolalla). Oriola on näihin verrattuna hyvin pieni ja se toimii selvästi pienemmillä ja keskittyneemmällä markkinoilla, missä alalle tulon kynnyks on mielestämme korkeampi, eikä kilpailuympäristö ole siten aivan yhtä raaka. Arvostusten vertaaminen toisiinsa ei ole siten aivan suoraviivaista, mutta se antaa jotain osviittaa kansainvälisten apteekki- ja lääketukureiden yleisestä arvostustasosta.

Tulospohjainen arvostus on verrokkiryhmän yläpuolella

Oriolan 2020-2021 tulospohjainen arvostus (P/E- ja EV/EBIT-luvuilla mitattuna) on 30-50 % verrokkiryhmän yläpuolella. Kuitenkin käyttökatepohjaisella EV/EBITDA-mittarilla, Oriola on arvostettu noin 30 % verrokkiryhmän alapuolelle. Verrokkiryhmän arvostus on kaikin puolin mielestämme hyvin matala (mediaani P/E 2020 ja 2021 ovat 10x ja 9x). Oriolan markkina-asema ja pidemmän aikavälin kasvu- ja kannattavuusprofiilit huomioiden, mielestämme verrokkiryhmän tasoinen arvostus nykyisellä Oriolan heikolla tuloksella olisi yhtiölle selvästi liian matala, emmekä siten karsasta verrokkiryhmää korkeampaa arvostusta.

Osinkotuotot ovat selvästi verrokkiryhmää paremmat

Oriolalla on mielestämme paranevan tulokskunnon kautta hyvät edellytykset pitää nykyistä osinkotasoa yllä (0,09 euroa) ja alkaa kasvattaa sitä lähivuosina tulokskasvun mukana. Nykyisen heikon tulokskunnon aikana, mielestämme Oriolan osakkeelle on järkevää hakea tukea kestäväen osinkotason ja siitä laskettavan osinkotuoton kautta. Oriolan lähivuosien osinkotuotot ovat ennusteillamme 5,6 % ja 6,7 %, mitkä ovat lähes kaksinkertaiset verrokkiryhmään nähden. Ennustemme Oriolan lähivuosien osingonjakosuhteesta on noin 80 %, mikä jättää riittävästi pelivaraa liiketoiminnan vaatimien investointien ja muiden vastuiden hoitoon, joten pidämme tätä osinkotasoa kestäväenä ja se antaa selvää tukea osakekurssille nykyisessä nollakorkomaailmassa.

DCF-arvonmääritys

Kassavirtoihin perustuva DCF-mallimme antaa Oriolan oman pääoman arvoksi 425 MEUR eli 2,3 euroa per osake. Tämä tarkoittaa noin 18 %:n nousuvaraa nykyiseen osakekurssiin (1,95 euroa) nähden. Vakaan toimialan, tasaisen kasvun ja melko hyvin ennustettavan liiketoiminnan takia DCF-malli on mielestämme Oriolalle relevantti arvonmääritysmenetelmä. Se ottaa myös huomioon yhtiön liiketoiminnan kannalta arvokkaan negatiivisen käyttö pääoman.

DCF-mallissamme liikevaihdon kasvuennuste on keskimäärin 2-3 % ennustejakson (2020-2027) ajan, liikevoittomarginaali on 2,0-2,5 %:n tasolla ja ROCE noin 10-15 %. Lähivuosien ennusteissamme vuotuiset investoinnit laskevat selvästi

edellisvuosien korkealta tasolta ja ovat linjassa poistojen kanssa. Käyttöpääomaa pysyy ennusteissamme negatiivisena (noin -10 % liikevaihdosta) ja yhtiö pystyy arviomme mukaan tekemään liiketoiminnan nettorahavirtaa investointien jälkeen noin 30-40 MEUR vuodessa. Terminaaliennusteissamme liikevaihdon kasvu on 1,5%. Mallissa käyttämämme keskimääräinen pääoman kustannus (WACC) on 7,2 % ja terminaali jakson paino kassavirtojen arvosta 55 %.

Tavoitehintaa ja suositus

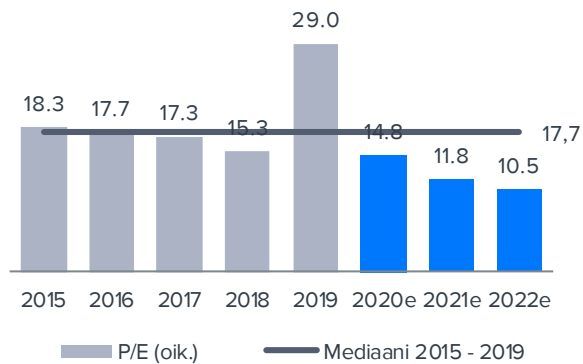
Toistamme Oriolan lisää-suosituksen ja 2,3 euron tavoitehinnan, mikä pohjautuu DCF-mallimme arvoon ja hyväksyttiin arvostuskertoimiin. Osakkeen positiivisia ajureita ovat 2020-2022 aikana nähtävä voimakas tulokskasvu, vakaasti kasvava osinko ja hyvällä tasolla oleva osinkotuotto. Yhtiön toteutuneeseen tulokseen perustuva arvostus on korkea, joten osakkeen tuotto-odotus nojaa mielestämme tällä hetkellä paljon osinkotuottoon. Osakekurssin nousu vaatii voimakasta tulokskasvua, sillä vasta se palauttaisi tulospohjaisen arvostuksen hyväksyttävämälle tasolle. Jos Oriolan tulokskunto jäisi pidemmäksi aikaa toteutuneelle tasolle, olisi osakkeessa vielä laskuvaraa nykytasolta. Oriolan on mielestämme pitkällä aikavälillä hyvin vaikeaa kasvattaa tulostaan selvästi liikevaihdon tai laskutuksen kasvuvauhtia nopeammin. Vaikea paikka arvoketjussa (lääkepäämiesten, apteekkien ja kuluttajien välissä) ja toimialan tiukka sääntely pitävät katteet ohuina. Tästä syystä arvioimme Oriolan lähivuosien normalisoidun EPS:n olevan 0,14-0,20 euron tasolla, jolle nykyinen 2,3 euron tavoitehintamme tarkoittaisi keskimäärin 12-15x tasolla olevaa hyväksyttävää P/E-kerrointa.

Arvostustaulukko

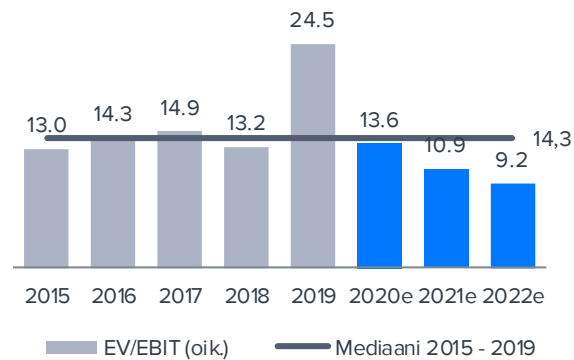
Arvostustaso	2015	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e	2023e
Osakekurssi	4,32	4,31	2,67	2,17	2,10	1,95	1,95	1,95	1,95
Osakemäärä, milj. kpl	181,5	181,5	181,5	181,5	181,5	181,5	181,5	181,5	181,5
Markkina-arvo	784	782	485	393	381	354	354	354	354
Yritysarvo (EV)	791	854	595	456	501	461	450	440	432
P/E (oik.)	18,3	17,7	17,3	15,3	29,0	14,8	11,8	10,5	9,9
P/E	17,6	18,7	18,7	36,6	47,8	14,5	11,8	10,5	9,9
P/Kassavirta	12,2	neg.	neg.	5,0	neg.	11,1	10,6	9,6	9,0
P/B	4,0	3,8	2,5	2,2	2,4	2,1	2,0	1,9	1,8
P/S	0,5	0,5	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
EV/Liikevaihto	0,5	0,5	0,4	0,3	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2
EV/EBITDA (oik.)	9,3	9,5	9,2	8,6	8,3	5,7	5,0	4,6	4,4
EV/EBIT (oik.)	13,0	14,3	14,9	13,2	24,5	13,6	10,9	9,2	8,5
Osinko/tulos (%)	53,0 %	60,8 %	63,0 %	151,9 %	204,5 %	81,5 %	78,2 %	80,8 %	85,9 %
Osinkotuotto-%	3,0 %	3,2 %	3,4 %	4,2 %	4,3 %	5,6 %	6,7 %	7,7 %	8,7 %

Lähde: Inderes

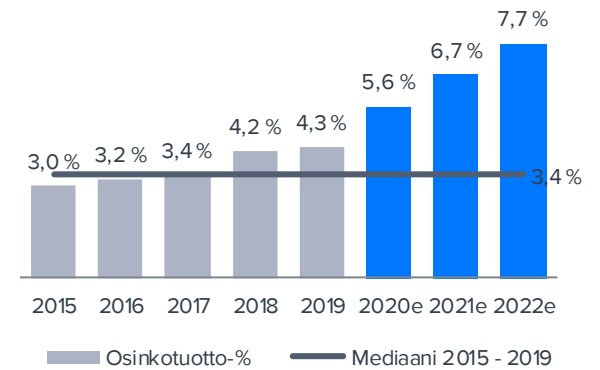
P/E(oik.)



EV/EBIT



Osinkotuotto-%



Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus	Osakekurssi	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
Yhtiö		MEUR	MEUR	2020e	2021e	2020e	2021e	2020e	2021e	2020e	2021e	2020e	2021e	2020e
CVS Health Corp	63,61	76133	130559	9,1	8,9	8,0	7,8	0,5	0,5	8,9	8,4	3,1	3,2	1,1
Walgreens Boots Alliance Inc	39,77	31945	47395	8,5	8,0	6,8	6,4	0,4	0,4	7,3	6,7	4,7	4,9	1,4
Cardinal Health Inc	51,56	13785	18305	8,6	8,4	7,2	7,1	0,1	0,1	9,7	9,3	3,8	3,9	14,4
McKesson Corp	144,63	21389	29989	9,0	9,5	7,9	8,1	0,1	0,1	9,8	9,4	1,1	1,2	3,8
AmerisourceBergen Corp	89,63	16694	17213	9,1	8,5	7,8	7,4	0,1	0,1	12,0	11,0	1,9	1,9	4,7
Oriola (Inderes)	1,95	354	461	13,6	10,9	5,7	5,0	0,3	0,2	14,8	11,8	5,6	6,7	2,1
Keskiarvo				8,9	8,7	7,6	7,4	0,3	0,2	9,5	9,0	2,9	3,0	5,1
Mediaani				9,0	8,5	7,8	7,4	0,1	0,1	9,7	9,3	3,1	3,2	3,8
Erotus-% vrt. mediaani				51 %	27 %	-27 %	-32 %	77 %	74 %	53 %	26 %	79 %	109 %	-43 %

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

DCF-laskelma

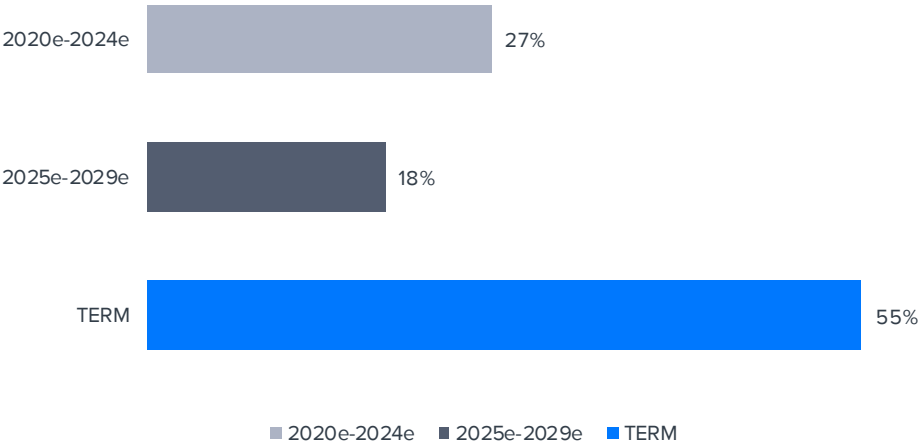
DCF-laskelma	2019	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	TERM
Liikevoitto	15,3	34,5	41,4	47,9	50,6	49,1	47,8	46,5	45,2	43,8	44,4	
+ Kokonaispoistot	45,3	46,2	47,9	48,0	48,6	48,8	48,9	49,0	49,2	49,3	50,0	
- Maksetut verot	-4,3	-6,7	-8,3	-9,2	-9,8	-9,5	-9,3	-9,0	-8,7	-8,4	-8,6	
- verot rahoituskuluista	-1,1	-0,7	-0,6	-1,1	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	33,0	8,1	3,1	3,1	1,1	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	3,1	
Operatiivinen kassavirta	88,2	81,4	83,4	88,7	89,4	88,4	87,5	86,6	85,6	84,6	88,0	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	3,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoninvestoinnit	-114,4	-49,5	-50,0	-51,9	-50,2	-50,3	-50,5	-50,6	-50,7	-52,9	-53,7	
Vapaa operatiivinen kassavirta	-23,2	31,9	33,5	36,8	39,2	38,0	37,0	36,0	34,9	31,7	34,3	
+/- 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	-23,2	31,9	33,5	36,8	39,2	38,0	37,0	36,0	34,9	31,7	34,3	606
Diskontattu vapaa kassavirta		30,5	29,9	30,6	30,4	27,5	25,0	22,7	20,5	17,4	17,5	309
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		561	531	501	470	440	412	387	364	344	327	309
Velaton arvo DCF		561										
- Korolliset velat		-190,4										
+ Rahavarat		70,8										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		-16,3										
Oman pääoman arvo DCF		425										
Oman pääoman arvo DCF per osake		2,3										

Pääoman kustannus (wacc)

Vero-% (WACC)	22,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	20,0 %
Vieraan pääoman kustannus	4,0 %
Yrityksen Beta	0,90
Markkinoiden riski-premio	4,75 %
Likviditeettipremio	0,00 %
Riskitön korko	4,0 %
Oman pääoman kustannus	8,3 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	7,2 %

Lähde: Inderes

Rahavirran jakauma jaksoittain



Sijoitusprofiili 1/3

Sijoitusprofiili

Vahva markkina-asema ja lääkealan tuntemus Suomen ja Ruotsin kasvavilla lääkemarkkinoilla

Oriolalla on vahva markkina-asema Suomen ja Ruotsin lääkkeiden tukkumarkkinoilla ja yhtiön markkinaosuus on molemmissa maissa yli 40 %. Oriolalla on myös Ruotsin kolmanneksi suurin apteekkiketju Kronans Apotek, jolla on 17 %:n markkinaosuus Ruotsin apteekkimarkkinoista. Annosjakelumarkkinoilla Oriolalla on Suomessa ja Ruotsissa noin 40 %:n markkinaosuudet. Yhtiön ydinosaamiseen kuuluu lääkealan tuntemus ja suhteet koko arvoketjuun. Terveystuotteiden varastointi-, logistiikka- ja muu osaaminen ovat myös tässä mittakaavassa hyvin harvinaista, mikä tarjoaa Oriolalle kilpailuedun.

Korkea alalle tulon kynnys ja pitkät sopimukset tuovat liiketoimintaan vakautta

Oriola toimii lääkkeiden vähittäis- ja tukkukaupassa, mitkä ovat tiukasti säänneltyjä. Alalle tulon kynnys on korkea ja markkinaosuudet ovat säilyneet yli ajan suhteellisen vakaina. Vakiintunut asema toimialalla ja pitkät sopimukset asiakkaiden kanssa tuovat liiketoimintaan vakautta ja tasaisen tulovirran, mitä sijoittajat arvostavat.

Potentiaalinen käänne- ja osinkoyhtiö

Oriolan viimeiset vuodet (2017-2019) ovat olleet vaikeita. Yhtiön tuloksesta ja markkina-arvosta on haihtunut tänä aikana karkeasti puolet pois. Syitä heikkoon tulos- ja kurssikehitykseen ovat olleet Suomen epäonnistunut ERP-uudistus, Hehku-ketjun perustamisesta ja alasajosta syntyneet tappiot, Enköpingin jakelukeskuksen

viivästyminen, Ruotsin apteekkimarkkinan kilpailutilanteen kiristyminen, kaikkien näiden yhteenlasketut maineongelmat, tulosvaroitukset ja sijoittajien luottamuksen rapistuminen.

Suomen ERP-ongelmat ja Hehku ovat nyt takana päin, johtoryhmä on lähes kokonaan vaihtunut ja toiminta on saatu vakautettua. Enköpingin ylösajo toteutuu tänä vuonna samoin kuin 20 MEUR:n kustannussäästöohjelma. Ruotsin apteekkimarkkinoilla on edelleen edessä haasteita, ja näemme asiakkaiden ja sijoittajien luottamuksen palautumisen viedän aikaa.

Oriolassa on mielestämme ainekset potentiaalisesti käänneyhtiöksi, sillä monet viime vuosien vaikeudet ovat olleet itseaiheutettuja, eivätkä nähdyt suoritukset ole siten kuvanneet sitä tulokuntoa, mitä yhtiöstä olisi mielestämme näillä omaisuuserillä ja markkina-asemalla mahdollista saada irti. Liiketoiminnan hyvän kassavirtaprofiilin, vakiintuneen ja vahvan markkina-aseman ja suhteellisen matalan investointitarpeen ansiosta, yhtiöllä on mielestämme edellytykset tehdä tulevina vuosina selvästi nykyistä tasoa parempaa tulosta ja jakaa siitä merkittävä osuus ulos osinkona. Käänteeseen onnistuessa yhtiöllä on mielestämme edellytykset profiloitua jälleen vakaaksi ja arvostetuksi osinkoyhtiöksi.

Potentiaali

Suotuisat megatrendit ajavat markkinakasvua

Megatrendit, kuten väestön ikääntyminen ja ihmisten kasvava kiinnostus hyvinvointiin toimivat Oriolan päämarkkinoiden kasvuajureina. Lääkemarkkinoiden odotetaan kasvavan vuosien

2018-2022 aikana Suomessa 1,5 % ja Ruotsissa 5,0 % (lähde: IQIVA)

Enköpingin automatisoidun jakelukeskuksen käyttöönotto tehostaa toimintaa

Enköpingin jakelukeskuksen käyttöönotto tarjoaa yhtiölle merkittävää tehokkuuden ja tuloksen parantamispotentiaalia. Pitkän odotuksen jälkeen, automatisoidun jakelukeskuksen pitäisi olla käytössä vuoden 2020 loppuun mennessä. Arvioimme yhtiön säästävän noin 8 MEUR vuodessa sillä, ettei sen tarvitse enää pyörittää päällekkäin kahta eri järjestelmää ja pitää töissä noin 200 "ylimääräistä" vuokratyöläistä sen jälkeen kun ylösajovaihe on toteutettu.

Pitkän heikon tuloskehityksen jälkeen yhtiöllä on runsaasti tuloksen parantamispotentiaalia

Iso osa viime vuosien heikosta tuloskehityksestä on ollut itseaiheutettua. ERP-ongelmat, Enköpingin viivästyminen, Hehkon tappiot ja turhan raskas kulurakenne ovat kaikki tekijöitä, joihin yhtiö voi omilla toimillaan vaikuttaa. Markkinoilta on tullut myös kiristyneestä kilpailusta aiheutuvaa kannattavuuspainetta (erityisesti Ruotsin apteekkimarkkina), mutta uskomme Oriolalla olevan itsellään merkittävät avaimet käsissä kannattavuuden parantamisessa nykyiseltä erittäin heikolta tasolta.

Negatiivinen käyttöpääoma ja hyvä kassavirta ovat positiivinen yhdistelmä

Oriolan liiketoiminnalle ominainen selvästi negatiivinen käyttöpääoma ja hyvä liiketoiminnan kassavirta mahdollistavat liiketoiminnan tehokkaan operoinnin ja tarvittavat investoinnit.

Sijoitusprofiili 2/2

Ruotsin apteekkimarkkinan konsolidointi

Ruotsin apteekkimarkkina on jo pitkään näyttänyt epäterveen kilpailutilanteen merkkejä ja koko alan kannattavuustrendi on ollut verkkoapteekkien tuoman kilpailupaineen takia negatiivinen. Oriolan Consumer-segmentin heikko kehitys on ollut iso tekijä konsernin viime vuosien tuloshaasteissa. Ruotsin apteekkimarkkina tarvitsee mielestämme kipeästi konsolidaatiota ja uskomme tilanteen purkautuvan lähivuosina siten, että markkinoille jää jäljelle kolme isoa ketjua (Apoteket, Apotek Hjärtat ja joku muu). Verkkoapteekkien asema tulee myös kasvamaan merkittävästi lähivuosina ja nykyinen Covid-19 –pandemia vaan kiihdyttää tätä kehitystä.

Oriola on Ruotsin 3. suurimpana apteekkiketjuna ns. ”väliinputoajien” joukossa, jotka eivät ole yksin riittävän isoja pärjäämään markkinoilla. Kronans Apotek voisi mielestämme olla olennainen osa tulevaa konsolidaatiota. Oriolalla on käsissään arvokas omaisuuserä (Kronans Apotek), mutta emme ole aivan vakuuttuneita siitä, että yhtiö saa siitä tällä hetkellä irti parasta suoritusta. Kronans Apotekilla voisi olla selvästi paremmat mahdollisuudet onnistua markkinoilla, jos se olisi osa jotain isompaa kokonaisuutta. Mielestämme Oriolan kannattaa tutkia vaihtoehtoa, missä se luopuisi Kronans Apotekista, sillä ketjun arvo voisi olla konsolidaation pelinappulana selvästi arvokkaampi kuin mitä se tällä hetkellä on Oriolan käsissä. Näkisimme sen suurena riskinä, jos Oriola alkaisi lisätä panoksia Ruotsissa toimimalla itse konsolidaation kuskin paikalla, sillä yhtiön taseasema ei ole riittävän vahva tähän ja taustalla on heikot näytöt kilpailussa pärjäämisessä.

Arviomme mukaan Oriolan vetäytyminen viime vuosina isoja tulospettymyksiä aiheuttaneelta Ruotsin apteekkimarkkinalta voisi olla yhtiön kannalta positiivista (riippuu tietysti hinnasta). Tase vahvistuisi ja yhden merkittävän tulevaisuuden riskitekijän poistuminen voisi tehdä myös Oriolan markkina-arvolle hyvää. Yhtiö voisi uudelleen rauhassa miettiä, mihin yritysjärjestelystä saadut varat allokoitaisiin, sillä nykyinen Consumer-segmentin kannattavuustaso ei täytä yhtiön taloudellisia tavoitteita. Näistä syistä näemme tämän yritysjärjestelykortin arvon olevan Oriolan omistajien kannalta selvästi positiivinen.

Riskit

Ruotsin apteekkimarkkinoiden kilpailutilanne kiristyy entisestään

Oriolan kannattavuuteen vaikuttaa negatiivisesti Ruotsin apteekkimarkkinoilla tapahtuva murros, jossa kuluttajien ostokäyttäytyminen siirtyy perinteisestä apteekkiasioinnista verkkoasiointiin. Verkkokaupassa lisääntyvä voimakas hintakilpailu laskee marginaaleja niiltä tuotteilta, jotka ovat tyypillisesti olleet apteekkeille kannattavimpia (ei-lääkinnälliset tuotteet). Kivijalka-apteekkien myynti painottuu yhä enemmän matalakatteisiin reseptilääkkeisiin ja verkkokaupan hinnat laittavat painetta myös kivijalka-apteekeissa myytävien tuotteiden hintoihin. Ruotsin apteekkimarkkinasta jo noin 14 % tapahtui verkossa Q1'20 aikana ja tämä osuus on ollut viime vuosina kovassa nousussa. Oriola lähti verkkokauppaan kilpailijoitaan myöhemmin ja yhtiö joutuu nyt panostamaan sen nopeaan kehitykseen samalla, kun kivijalka-apteekkien kannattavuus laskee.

Kronans Apotekin kuluista suurin osa on apteekkihenkilöstön palkkoja ja vuokria. Nämä nousevat vuosittain ~2 %, mikä tekee kannattavuuden ylläpitämisestä yhä vaikeampaa marginaalipaineiden keskellä. Näemme riskin sille, että Ruotsin apteekkimarkkinan kilpailutilanne kiristyy entisestään ja epäterve kilpailutilanne ajaa heikoimmat toimijat pois markkinoilta joko yritysjärjestelyjen tai konkurssien kautta.

Enköpingin jakelukeskuksen pitkittyneet käynnistysongelmat

Enköpingin uuden jakelukeskuksen käyttöönotto alkoi helmikuussa 2019. Alkuperäisen suunnitelman mukaan jakelukeskus piti rakentaa saman SAP-järjestelmän pohjalle, mikä Suomeen tuli syksyllä 2017, mutta sen mentyä pieleen, yhtiön piti vaihtaa järjestelmää ja Enköpingin käyttöönotto viivästyi. Yhtiö on nyt alkuperäistä aikataulua noin 2 vuotta myöhässä. Kesällä 2019 Enköpingin jakelukeskuksen ylösajoa lykättiin, koska yhtiö ei ollut vielä valmis siirtämään lääkkeitä uuteen järjestelmään ja tilanne oli liian herkkä sille, että uusia virheitä olisi päässyt syntymään. Oriola aloitti lääkkeiden lisäämisen järjestelmään tammikuussa 2020 ja kesällä suurin osa/kaikki lääkkeet tulisi olla lisätty uuteen automatisoituun jakelukeskukseen. Sen jälkeen yhtiö voi lopettaa kahden päällekkäisen järjestelmän samanaikaisen ajon, mikä laskee kustannuksia erityisesti tilapäisen vuokratyövoiman osalta. Enköpingin pitäisi toimia tehokkaasti vuoden 2020 loppuun mennessä. Yhtiö ei ole vakuuttanut aiemmilla toimillaan näiden käyttöönottojen kanssa, joten näemme riskin, että Enköpingin käynnistysongelmat voivat jatkua vielä tämän vuoden jälkeenkin.

Sijoitusprofiili 3/3

Monimutkaisen IT-järjestelmäinfrastruktuurin selvittäminen ja laittaminen täyteen iskukuntoon

Oriolan toiminnassa on erittäin tärkeää, että IT-järjestelmät toimivat moitteettomasti ja automaatioaste on korkea. Matalan katteen tukkutoiminnassa tehokkuus kärsii heti, jos toiminta keskeytyy tai sitä joudutaan paikkaamaan manuaalisella työllä. Oriolalla vaikuttaa viime vuosina olleen haasteita tässä ja yhtiö on joutunut käyttämään asioiden korjaamiseen ylimääräisiä käsipareja. IT-järjestelmäongelmista on kertynyt huonoja kokemuksia sekä Suomen ERP-järjestelmän että Ruotsin ERP-järjestelmän osalta jo aiemmin. Tuorein esimerkki IT-järjestelmien uudistamistarpeista oli vuoden 2019 lopussa Ruotsin apteekkiverkkokaupan vanhoihin IT-järjestelmiin tehdyt alaskirjaukset, koska yhtiö päätti nopeutetulla aikataululla uudistaa järjestelmiään parantaakseen kilpailukykyään ja tehostaakseen monikanavamyyntiä.

Käsityksemme mukaan Oriolalla on vielä monia vanhoja päällekkäisiä IT-järjestelmiä ja IT-infrastruktuurissa on vielä paljon selvitettävää. Tämä ongelma ei tule poistumaan aivan nopeasti ja ennen tätä yhtiön on vaikea saada toiminnoistaan täysiä tehoja irti. Ruotsissa Enköpingin jakelukeskus rakennetaan käsityksemme mukaan noin 20 vuotta vanhalle toiminnanohjausjärjestelmälle sen takia, että toiminta saadaan nyt ajettua kovan tarpeen vuoksi ylös, mutta Enköpingissä on vielä edessä ERP-järjestelmän päivitys uudempaan versioon lähivuosina.

Lääkemarkkinasääntelyn lisääntymisen riskit

Lääkemarkkinat ovat erittäin tarkasti säännellyt. Lääkehoidon kustannuksista pyritään jatkuvasti hakemaan kansantalouksille säästöjä ja tämä on näkynyt esim. Suomessa lääkkeiden hintoihin useina viime vuosina tehtyinä hinnanalennuksina, mitkä ovat haitanneet toimialan kannattavuutta. EU-tasolta on tullut viime vuosina myös erilaisia direktiivejä mm. lääkevääreennysdirektiivi (FMD), mitkä vaativat muutoksia lääkejakeluketjun prosesseihin ja lisäävät kustannuksia.

Taseasema on tyydyttävä

Oriolan omavaraisuusaste oli 2019 lopussa 15,5 % (2018: 19,5 %) ja nettovelkaantumisaste 76,1 % (2018: 35,8 %). Ilman IFRS16-muutoksia luvut olivat 17,3 % ja 21,9 %. Luvuissa kannattaa huomata, että Oriolalla on käytössä Ruotsissa myyntisaamisten myyntiohjelmia. Nettovelkaantumisaste sisältäen myydyt myyntisaamiset (ilman IFRS16-muutoksia) on selvästi korkeampi 124 % (2018: 115 %). Oriolan taseasema ei kestäisi uusia liiketoiminnan kannattavuutta merkittävästi heikentäviä ongelmia, minkä takia tällä hetkellä on erittäin tärkeää, että yhtiö saa palautettua toiminnan kannattavuuden hyvälle tasolle ja sitä kautta myös tervehdytettyä tasettaan, jotta sen kanssa on enemmän taloudellista liikkumavaraa operoida tulevina vuosina.

Rönsyily ydinliiketoiminnan ulkopuolelle

Oriola on ollut historiallisesti tehokas toimija lääkkeiden tukku- ja vähittäiskaupassa. Yhtiö on kuitenkin viime vuosina hakenut kasvua useilta

uusilta alueilta, joiden kannattavuuspotentiaalista emme ole aivan vakuuttuneita. Erikoisia kasvuhairahduksia ovat olleet mm. Venäjälle laajentuminen, Hehku-ketjun perustaminen, annosjakelu jne. jotka ovat kaikki tähän mennessä tuottaneet tappiota tai ainakin heikkoa kannattavuutta. Meidän mielestämme yksi yhtiön tulevien strategiakausien tärkeimpiä kysymyksiä pitäisi olla se, että missä liiketoiminnoissa yhtiöllä oikeasti on kilpailuetua ja missä sen kannattaa pitkällä aikajänteellä olla mukana, sillä rönsyily ydinliiketoiminnan ulkopuolelle on ainakin sijoittajien näkökulmasta ollut viime vuosina riski.

Sijoitusprofiili



1.

Vahva markkina-asema Ruotsin ja Suomen kasvavilla lääkemarkkinoilla

2.

Korkea alalle tulon kynnys ja pitkät asiakassopimukset tuovat liiketoimintaan vakautta

3.

Pitkään jatkuneiden haasteiden jälkeen yhtiö on tekemässä tuloskäännettä, mikä alkaa tukea osakekurssia

4.

Ruotsin apteekkimarkkinan murros tekee toimintaympäristöstä haastavan

5.

Negatiivinen käyttöpääoma ja positiivinen kassavirta ovat toiminnalle hyviä piirteitä

6.

Viime vuosien tulokunnolla osakkeen nykyarvostusta ei voida perustella, joten tuloskäänteeseen on onnistuttava

Potentiaali

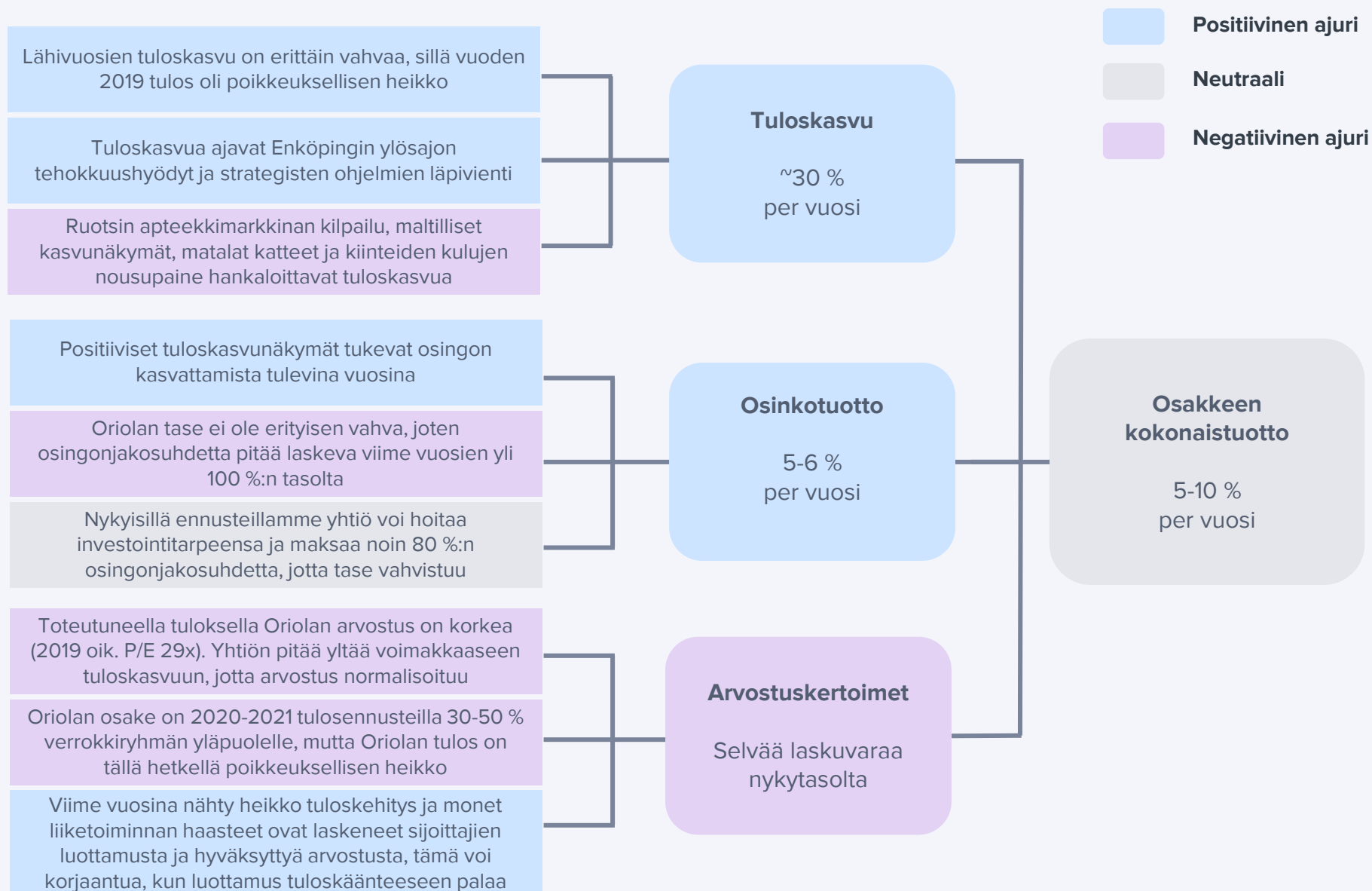
- Vahva ja vakaa markkina-asema Suomen ja Ruotsin kasvavilla lääkemarkkinoilla
- Hyvä liiketoiminnan kassavirta mahdollistaa liiketoiminnan kehittämisen ja tarvittavat investoinnit
- Monen vuoden heikon tuloskehityksen jälkeen yhtiöllä on runsaasti kannattavuuden parantamispotentiaalia ja tähän tähtäävät toimenpiteet ovat jo käynnissä
- Enköpingin uuden jakelukeskuksen ylösajo voi tuoda merkittävät kulusäästöt ja tehokkuusparannuksen koko konserniin
- Suuri alalle tulon kynnys ja pitkät jatkuvat sopimukset tuovat liiketoimintaan vakautta ja ennustettavuutta
- Ruotsin apteekkimarkkinoilla mahdollisesti tapahtuva konsolidaatio

Riskit



- Ruotsin apteekkimarkkinoiden kireä kilpailu (erityisesti verkkokaupassa) vaikuttaa negatiivisesti kannattavuuteen
- Logistiikkatoiminnan tehokkuushaasteet Ruotsissa ja Enköpingin jakelukeskuksen pitkittyneet käynnistysongelmat
- Oriolan monimutkaisen IT-järjestelmäinfrastruktuurin selvittäminen ja laittaminen täyteen iskukuntoon
- Lääkemarkkinoiden sääntelyn lisääntymisen riskit
- Taseasema on heikon tuloskehityksen jälkeen tyydyttävä
- Rönsyily kannattavan ydinliiketoiminnan ulkopuolelle

Osaketuoton ajurit 2020e-2022e



Yhteenveto

Tuloslaskelma	2017	2018	2019	2020e	2021e
Liikevaihto	1527,7	1552,2	1721,3	1813,2	1859,3
Käyttökate	64,6	53,3	60,6	80,7	89,3
Liikevoitto	37,8	19,5	15,3	34,5	41,4
Voitto ennen veroja	33,9	16,6	10,1	31,2	38,4
Nettovoitto	25,9	10,8	8,0	24,5	30,1
Kertaluontoiset erät	-2,1	-14,9	-5,1	0,6	0,0

Tase	2017	2018	2019	2020e	2021e
Taseen loppusumma	922,4	924,2	1030,6	1062,0	1079,2
Oma pääoma	197,8	177,9	157,2	165,4	175,5
Liikearvo	282,7	274,3	270,5	270,5	270,5
Nettovelat	110,3	63,6	119,6	106,6	95,5

Kassavirta	2017	2018	2019	2020e	2021e
Käyttökate	64,6	53,3	60,6	80,7	89,3
Nettokäyttöpääoman muutos	-22,7	61,2	33,0	8,1	3,1
Operatiivinen kassavirta	32,1	106,9	88,2	81,4	83,4
Investoinnit	-35,2	-26,9	-114,4	-49,5	-50,0
Vapaa kassavirta	-1,2	79,0	-23,2	31,9	33,5

Suurimmat omistajat	%-osakkeista
Heikki Herlin	11,0 %
Wipunen varainhallinta Oy	4,9 %
Varma Mutual Pension Insurance Company	4,2 %
Ilmarinen Mutual Pension Insurance Company	3,3 %
Triton	3,2 %
Norges Bank	2,7 %

Lähde: Inderes

Osakekohtaiset luvut	2017	2018	2019	2020e	2021e
EPS (raportoitu)	0,14	0,06	0,04	0,13	0,17
EPS (oikaistu)	0,15	0,14	0,07	0,13	0,17
Operat. kassavirta / osake	0,18	0,59	0,49	0,45	0,46
Vapaa kassavirta / osake	-0,01	0,44	-0,13	0,18	0,18
Omapääoma / osake	1,09	0,98	0,87	0,91	0,97
Osinko / osake	0,09	0,09	0,09	0,11	0,13

Kasvu ja kannattavuus	2017	2018	2019	2020e	2021e
Liikevaihdon kasvu-%	-4 %	2 %	11 %	5 %	3 %
Käyttökateen kasvu-%	-28 %	-17 %	14 %	33 %	11 %
Liikevoiton oik. kasvu-%	-33 %	-14 %	-41 %	66 %	22 %
EPS oik. kasvu-%	-36 %	-9 %	-49 %	82 %	26 %
Käyttökate-%	4,2 %	3,4 %	3,5 %	4,5 %	4,8 %
Oik. Liikevoitto-%	2,6 %	2,2 %	1,2 %	1,9 %	2,2 %
Liikevoitto-%	2,5 %	1,3 %	0,9 %	1,9 %	2,2 %
ROE-%	12,9 %	5,7 %	4,8 %	15,2 %	17,7 %
ROI-%	11,4 %	6,2 %	4,7 %	9,9 %	11,9 %
Omavaraisuusaste	21,4 %	19,3 %	15,3 %	15,6 %	16,3 %
Nettovelkaantumisaste	55,8 %	35,8 %	76,1 %	64,5 %	54,4 %

Arvostuskertoimet	2017	2018	2019	2020e	2021e
EV/Liikevaihto	0,4	0,3	0,3	0,3	0,2
EV/EBITDA (oik.)	9,2	8,6	8,3	5,7	5,0
EV/EBIT (oik.)	14,9	13,2	24,5	13,6	10,9
P/E (oik.)	17,3	15,3	29,0	14,8	11,8
P/B	2,5	2,2	2,4	2,1	2,0
Osinkotuotto-%	3,4 %	4,2 %	4,3 %	5,6 %	6,7 %

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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 suosituksin 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 arvonmääritysmenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF) ja lisäärvo-malli (EVA), arvostuskertoimet, vertailuryhmä-analyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmääritysmenetelmät 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:

Osta >15 %

Lisää 5-15 %

Vähennä -5-5 %

Myy < -5 %

Inderesin tutkimusta laatiineilla 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 laatiineen 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, sijoittajaviestintään liittyvä neuvonanto, sijoitustutkimusraporttien laatiminen.

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
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 €
30.4.2018	Vähennä	2,50 €	2,54 €
18.7.2018	Myy	2,50 €	2,97 €
3.11.2018	Myy	2,50 €	2,69 €
22.11.2018	Vähennä	2,30 €	2,38 €
24.2.2019	Lisää	2,50 €	2,20 €
28.4.2019	Vähennä	2,40 €	2,47 €
13.6.2019	Lisää	2,20 €	1,93 €
24.6.2019	Lisää	2,10 €	1,92 €
17.7.2019	Lisää	2,10 €	2,01 €
28.10.2019	Vähennä	2,10 €	2,08 €
9.2.2020	Vähennä	2,10 €	2,09 €
25.4.2020	Lisää	2,30 €	2,08 €
20.5.2020	Lisää	2,30 €	1,95 €



Inderes on alusta, joka yhdistää pörssiyhtiöt ja sijoittajat. Tuotamme laadukasta analyysia ja sisältöä yli 60 000 aktiiviselle Inderes-yhteisön jäsenelle.

Me uskomme, että avoin tieto on jokaisen sijoittajan perusoikeus. Takaamme sijoittajille vapaan pääsyn palkitun analyysin, näkemyksellisten videosisältöjen ja interaktiivisen yhteisön pariin. Yhteisömme tukee jäseniensä kasvua paremmiksi sijoittajiksi.

Pörssiyhtiöille varmistamme, että yhtiöstä on jatkuvasti sijoittajien ja omistajien saatavilla laadukasta tietoa päätöksentekoon, ja että sijoittajilta kerätty tieto on yhtiöiden hyödynnettävissä.

Jo yli 100 suomalaista pörssiyhtiötä haluaa palvella omistajiaan ja sijoittajia kauttamme hyödyntämällä tarjoamiamme yhtiöseurantapalveluita, datapohjaisia sijoittajaviestinnän palveluita, sisältötuotantoa ja konsultointia.

Inderes Oy

Itämerentori 2
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

Palkittua analyysiä osoitteessa www.inderes.fi

Palkinnot



**STARMINE
ANALYST AWARDS
FROM REFINITIV**



**THOMSON REUTERS
ANALYST AWARDS
WINNER**



**2012, 2016, 2017, 2018,
2019**

Suositus- ja
ennustetarkkuus



2014, 2016, 2017, 2019

Suositusarkkuus



**2014, 2015, 2016, 2018,
2019**

Suositus- ja
ennustetarkkuus



2012, 2016, 2018, 2019

Suositusarkkuus



2015, 2018

Suositus- ja
ennustetarkkuus



2017, 2019

Suositusarkkuus



2017

Suositusarkkuus



2018

Ennustetarkkuus



2019

Suositusarkkuus

**Analyysi kuuluu
kaikille.**