

Pihlajalinna

Laaja raportti

05.09.2024 07.35 EEST



Roni Peuranheimo
+358 505610455
roni.peuranheimo@inderes.fi

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde
res.

Lupaavia askeleita kohti potentiaalia

Pihlajalinnan kannattavuuskäännös on edennyt vahvasti tänä vuonna ja yhtiö on tällä hetkellä ottamassa asteittain askeleita kohti potentiaaliensa. Tulevaisuudessa yhtiön tuloskehitys tulee olemaan entistä enemmän yksityisen verkoston varassa, sillä tiettyjen julkisen sektorin ulkoistussopimusten asteittainen päättymisen lähivuosina tulee aiheuttamaan loven yhtiön liiketoimintaan. Näihin liittyvää epävarmuutta on mielestämme kuitenkin hinnoiteltu osakkeeseen jo tuntuvasti ja pidämme osakkeen riski/tuotto-suhdetta nykyarvostuksella (2024e oik. P/E 10x) houkuttelevana. Toistamme 11,0 euron tavoitehintamme ja lisää-suosituksemme.

Yksityinen verkosto kasvattanut merkitystään

Pihlajalinnalla on yksi Suomen johtavista yksityisistä sosiaali- ja terveyspalveluiden tuottajista. Pääasiassa yritys- ja vakuutusyhtiöasiakkaita sekä yksityishenkilöitä palvelevan Yksityiset terveyspalvelut –segmentin (2023: 58 % lv:sta) tarjoama koostuu lääkärikeskus-, diagnostiikka-, sairaala-, työterveys-, etä- ja liikuntakeskuspalveluista. Yksityisten palveluiden rooli koko konsernin kannalta on kasvanut merkittävästi viime vuosina yhtiön investoitua merkittävästi pääomia verkostonsa rakentamiseen erityisesti vuosina 2018-2022. Julkiset palvelut –segmentti (2023: 42 % lv:sta) tarjoaa julkiselle sektorille sosiaali- ja terveyspalveluita, jotka koostuvat ulkoistus- ja asumispalveluista, vastuulääkäripalveluista sekä työvoima- ja rekrytointipalveluista. Koon puolesta näistä erottautuu etenkin ulkoistukset, jotka ovat olleet yhtiölle historiassa tärkeä ja pääomakevyt kasvumoottori. Tulevina vuosina segmentin kokoluokka kuitenkin pienenee merkittävästi päättyvien ulkoistussopimusten (Jämsän Terveys, Jokilaakson sairaala ja Kuusiolinna Terveys) myötä.

Kannattavuuskäännös on edennyt vahvasti, mutta jatkossa tuloskasvu on tiukemmassa

Pihlajalinnan kannattavuus romahti vuonna 2022 muiden toimialan yhtiöiden tapaan, minkä jälkeen käänne käynnistyi vuonna 2023 ja on jatkunut vahvasti vuoden 2024 puolella. Avainasemassa kannattavuuskäänteessä on ollut muun muassa ulkoistusten sopeutustoimet sekä erikoissairaanhoidon kustannusvastuiden siirtyminen hyvinvointialueille, hinnan korotukset, aiempien yritysostojen synergiahyötyjen ulosmittaaminen sekä yleinen kulukontrolli. Tulevina vuosina operatiivinen tuloskasvu tulee arviomme mukaan olemaan tiukassa, kun päättyvät ulkoistukset vievät tuloskuormaa mennessään. Samalla odotamme kuitenkin Yksityiset terveyspalvelut –segmentin jatkavan reipasta tuloskasvuun paikat ulkoistuksista syntyvää kuoppaa. Yksityisessä verkostossa tapahtuvan lisämyynnin pitäisi myös tukea kannattavuuden kehitystä käyttöasteiden kohentuessa. Segmentin vastuu konsernin tuloksesta tulee kasvamaan pitkällä aikavälillä entisestään.

Ulkoistuksiin liittyvästä epävarmuudesta huolimatta tuotto/riski-suhde hyvällä tasolla

Pihlajalinnan kannattavuuskäännös on heijastunut osakkeen kurssiin, mutta se on pitkälti noussut linjassa tulosennusteiden kanssa. Luottamuksemme kannattavuuskäänteeseen on vuoden edetessä vahvistunut, mutta kurssinousun myötä myös arvostuksen asettama rima luonnollisesti kasvaa. Mielestämme yhtiön arvostus on kuitenkin edelleen hyvinkin maltillinen, mikäli yhtiö saa nostettua yksityisen verkostonsa kannattavuutta odotustemme mukaisesti. Toisaalta on myös hyvä huomioida, että päättyvät ulkoistussopimukset ja sen myötä haastava tuloskasvunäkymä rajaavat hyväksyttävää arvostuskertoimia. Pihlajalinnan vuosien 2024-25 oikaistut P/E-luvut ovat 10x-8x ja vastaavat IFRS 16 -oikaistut EV/EBIT-kertoimet 9x-8x. Yhtiön suunta on tällä hetkellä oikea ja rohkaiseva, mihin peilaten osakkeen riski/tuotto-suhde on mielestämme houkutteleva.

Suositus

Lisää

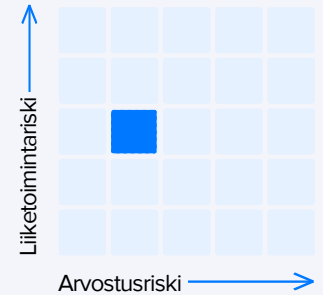
(aik. Lisää)

11,00 EUR

(aik. 11,00 EUR)

Osakekurssi:

9,68



Avainluvut

	2023	2024e	2025e	2026e
Liikevaihto	720	688	681	623
kasvu-%	4 %	-4 %	-1 %	-8 %
EBITA oik.	37,8	49,5	50,6	46,6
EBITA-% oik.	5,3 %	7,2 %	7,4 %	7,5 %
Nettotulos	4,1	21,1	25,6	24,6
EPS (oik.)	0,56	1,01	1,20	1,15
P/E (oik.)	12,6	9,6	8,1	8,4
P/B	1,1	1,3	1,2	1,2
Osinkotuotto-%	1,0 %	2,9 %	3,5 %	3,9 %
EV/EBIT (oik.)	17,5	12,9	11,8	12,5
EV/EBITDA	7,3	6,0	5,6	5,7
EV/Liikevaihto	0,7	0,8	0,8	0,9

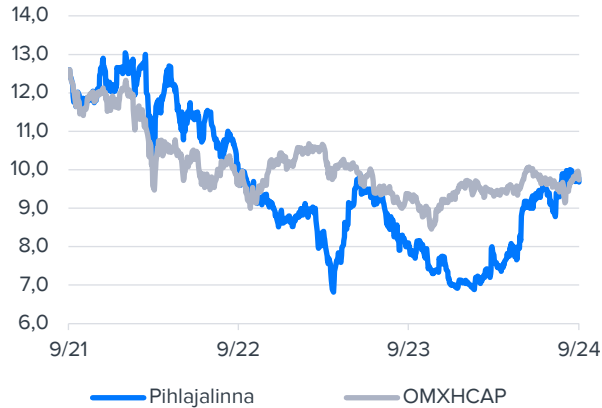
Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

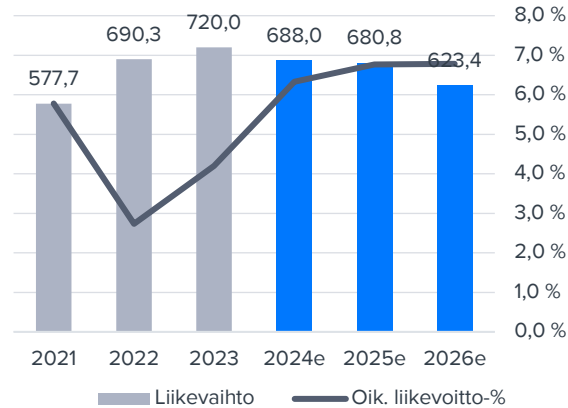
Pihlajalinnalla arvioi, että sen liikevaihto laskee edellisen vuoden tasosta (2023: 720 MEUR) ja oikaistun liikevoiton ennen aineettomien hyödykkeiden poistoja ja arvonalentumisia (EBITA) ylittävän 48 MEUR (2023: 37,8 MEUR).

Osakekurssi



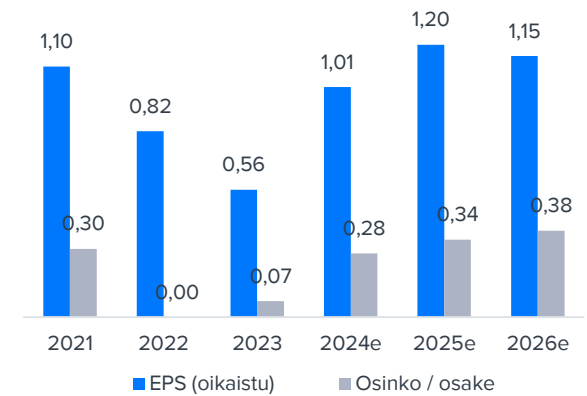
Lähde: Millistream Market Data AB

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



Arvoajurit

- Alueellisesti vahva asema ja kattava maakunnallinen sairaalaverkosto
- Julkisen puolen haasteet hoitojonojen purussa
- Vahva asema vakuutusyhtiöiden kumppanina
- Toimipisteiden parantuvien käyttöasteiden myötä paraneva kannattavuus
- Väestön ikääntyminen toimialan pitkäaikainen kasvuajuri



Riskitekijät

- Lähivuosina päättyvien ulkoistusten tulosvaikutukseen liittyvä epävarmuus
- Verkoston laajentaminen on pääomaintensiivistä sekä orgaanisesti että epäorgaanisesti
- Digi-investointien kilpailijoita pienempi rahallinen arvo
- Tietojärjestelmärisikit
- Ammattilaisten määrä rajallinen markkinalla
- Palkkainflaation mahdollinen kiihtyminen korkeassa kysynnässä
- Kilpailutilanteen kiristyminen
- Taloustilanteen kehitys

Arvostustaso	2024e	2025e	2026e
Osakekurssi	9,68	9,68	9,68
Osakemäärä, milj. kpl	22,4	22,4	22,4
Markkina-arvo	217	217	217
Yritysarvo (EV)	562	543	530
P/E (oik.)	9,6	8,1	8,4
P/E	10,3	8,5	8,8
P/B	1,3	1,2	1,2
P/S	0,3	0,3	0,3
EV/Liikevaihto	0,8	0,8	0,9
EV/EBITDA	6,0	5,6	5,7
EV/EBIT (oik.)	12,9	11,8	12,5
Osinko/tulos (%)	29,8 %	29,8 %	34,6 %
Osinkotuotto-%	2,9 %	3,5 %	3,9 %

Lähde: Inderes

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	s. 6-12
Sijoitusprofiili	s. 13-14
Strategia ja taloudelliset tavoitteet	s. 15-19
Toimiala ja kilpailukenttä	s. 20-28
Taloudellinen tilanne ja historiallinen kehitys	s. 29-33
Ennusteet	s. 34-39
Arvonmääritys	s. 40-46
Vastuuvapauslauseke	s. 47
Ilmastotavoite ja taksonomia	s. 48

Pihlajalinna lyhyesti

Pihlajalinna on yksi Suomen johtavista yksityisistä sosiaali- ja terveydenhuoltopalveluiden tuottajista. Yhtiö tuottaa mm. lääkärinvastaanottopalveluita ja erikoissairaanhoidon, työterveyden palveluita hyvinvointipalveluita ja ulkoistuspalveluita.

2001

Perustamisvuosi

2015

Listautuminen

720 MEUR (kasvu +4,3 %)

Liikevaihto 2023

37,8 MEUR (5,2 % liikevaihdosta)

EBITA (oik.) 2023

>280 000

Työterveyden loppuasiakasta vuonna 2023

60 % / 40 %

Fyysisten palveluiden / etäpalveluiden osuus 2023

6880 / 2208

Henkilöstö + ammatinharjoittajat 2023 lopussa

-2018

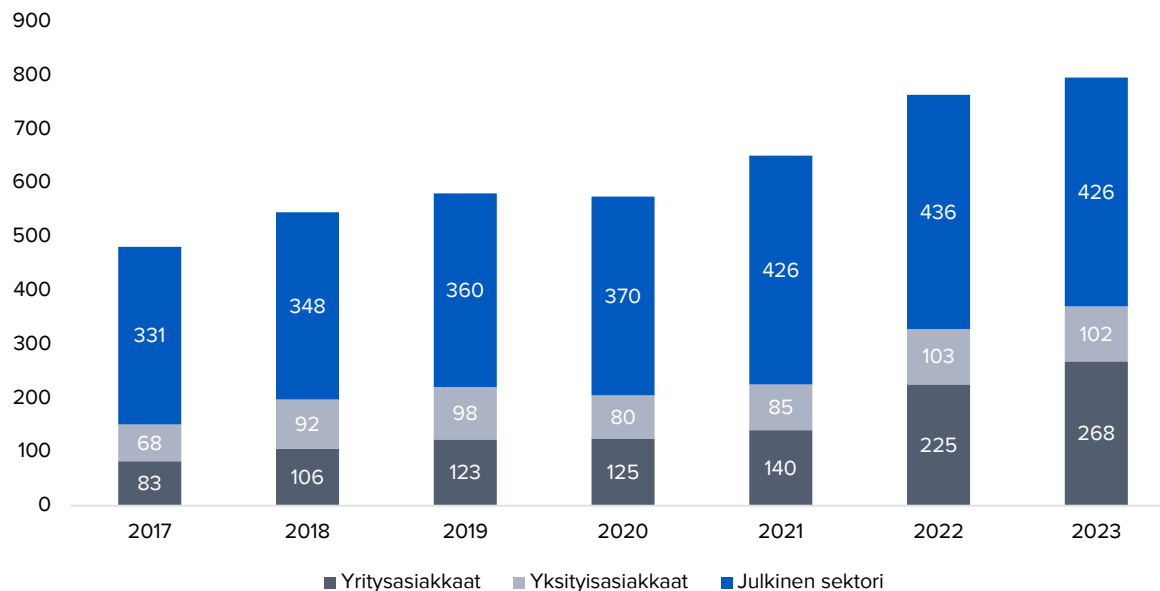
- Vahva kasvu ulkoistuksissa etenkin vuosina 2015-2018
- Lukuisia yritysostoja tukemassa kasvua
- Kannattavuus vielä vaisulla tasolla

2018-2021

- 2019 tehostamisohjelma yksityisessä verkostossa ja organisaatiouudistus
- Mehiläinen tekee Pihlajalinnasta julkisen ostotarjouksen loppuvuonna 2019, mutta ostotarjous kaatuu vuonna 2020 kilpailuviranomaisen toimesta
- Vuonna 2021 huipputulos koronatestien siivittämänä

2022-

- Pohjola Sairaalan hankinta sekä useita muita yritysostoja vuonna 2022
- Kannattavuus heikkenee selvästi vuonna 2022 yritysostojen, inflaation kiihtymisen ja koronatestien loppumisen myötä
- Fokus vahvasti kannattavuuteen - käänne käynnistyy vahvasti vuonna 2023 ja jatkuu vuonna 2024
- Yksityiset palvelut jatkaneet kasvussa 2023-2024, mutta ulkoistusten liikevaihto supistunut siirtyneiden erikoissairaanhoidovastuiden myötä



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli (1/6)

Yhtiökuvaus ja lyhyt historia

Pihlajalinna on yksi Suomen johtavista yksityisistä sosiaali- ja terveydenhuoltopalveluiden tuottajista. Yhtiö tuottaa mm. lääkärikeskus- ja sairaalapalveluita sekä työterveys- ja vakuutusyhteistyöpalveluita. Lisäksi yhtiö tarjoaa hyvinvointialueille sosiaali- ja terveydenhuollon ulkoistuspalveluita. Pihlajalinnan asiakkaita ovat yksityishenkilöt, yritykset, vakuutusyhtiöt ja hyvinvointialueet. Pihlajalinnalla oli vuonna 2023 1,8 miljoonaa käyntiä sen yksityisten terveystalveluiden vastaanotoilla. Yhtiöllä on yhteensä 160 toimipistettä.

Pihlajalinna perustettiin Parkanossa vuonna 2001 Mikko Wirénin toimesta tarjoamaan ratkaisuja perusterveydenhuollon lääkäripulaan ja kuntasektorin haasteisiin erikoissairaanhoidossa. Alkuaikoina Pihlajalinnan palveluntuotanto käsitti pääosin terveydenhuollon ammattihenkilöiden vuokrauspalveluita kunnille. Ensimmäisen lääkärikeskuksen yhtiö perusti vuonna 2005 Ylöjärvelle ja leikkaustoiminta aloitettiin samana vuonna Nokialla. Tämän jälkeen yhtiö laajensi toimintaa asteittain muun muassa työterveyshuoltoon ja hoivapalveluihin.

Orgaanisesti merkittävä osa kasvusta on historiassa tullut ulkoistusliiketoiminnasta, mikä on ollut pääomakevyt tapa kasvaa. Merkittäviä kasvuharppauksia ulkoistuksissa oli muun muassa Suomen ensimmäisen julkisen ja yksityisen toimijan yhdessä omistaman Jokilaakson Terveys Oy:n toiminnan aloitus vuonna 2010, Mänttä-Vilppulan kaupungin ulkoistuksen käynnistyminen vuoden 2012 lopussa, Kolmostien terveyden sekä Jämsän terveyden toiminnan käynnistyminen

vuonna 2015 ja yhtiön suurimman kuntaulkoistuksen käynnistyminen Kuusiokunnissa vuonna 2016.

Yksityisten palveluiden osalta yritysostot ovat olleet tärkeässä roolissa yhtiön kasvutarinassa. Merkittäviä yritysostoja on ollut muun muassa Dextra (2012), Doctagon (2018), Verso ja Foreverliikuntakeskus (2018), Työterveys Virta (2021) ja Pohjola Sairaala (2022). Näiden lisäksi yhtiö on tehnyt ison määrän pienempiä yrityskauppoja, joilla yhtiö on laajentanut verkostonsa maantieteellistä peittoa.

Pihlajalinna listautui Helsingin pörssiin vuonna 2015. Vuonna 2023 Pihlajalinna teki 720 MEUR liikevaihtoa ja 37,8 MEUR oikaistua EBITAa (5,2 % lv:sta).

Raportointisegmentit

Pihlajalinna raportoi liikevaihtoaan ja operatiivista tulostaan (oikaistu EBITA) kahdessa segmentissä vuodesta 2024 alkaen: Yksityiset terveystalvelut sekä Julkiset palvelut. Segmentti-jako on ns. ”tuotantokoneisto”-kohtainen ja yhtiö raportoi myös liikevaihtoa kolmesta eri asiakassegmentistä (yrityisasiakkaat, yksityisasiakkaat ja julkinen sektori) sekä tiettyjä liikevaihtoeriä näiden sisällä.

Pihlajalinnan **Yksityisen terveystalvelut** –segmentti koostuu lääkärikeskus-, diagnostiikka-, sairaala-, työterveys-, etä- ja liikuntakeskuspalveluista. Pihlajalinna tarjoaa näitä palveluita yrityksille, vakuutusyhtiöille, julkiselle sektorille (työterveys sekä mm. leikkauspalveluita) ja yksityisasiakkaille valtakunnallisen toimipisteverkostonsa ja digitaalisten kanaviensa välityksellä.



Pihlajalinna

Historian avaintapahtumia:

- Työvoimapalvelut (2001)
- Lääkärikeskukset (2005)
- Leikkaustoiminta (2005)
- Työterveyshuolto (2005)
- Terveysasemaulkoistukset (2007)
- Hoivapalvelut (2008)
- Diagnostiikka- ja kuvantamispalvelut
- Jokilaakson sairaalan ulkoistus (2010)
- Useita kuntien kokonaisulkoistuksia (2012-2016)
- Liikuntakeskuspalvelut (2018)
- Vastuulääkäripalvelut (2018 Doctagon hankinnan myötä)
- Lääkäriverkoston merkittävä laajentuminen 2018-2020
- Mehiläisen ostoparjous (2019) ja sen kaatuminen (2020)
- Pohjola Sairaalan hankinta (2022)

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli (2/6)

Segmentti palvelee pääasiassa yrityksiä ja yksityisasiakkaita, mutta myös julkisen sektorin työterveysasiakkaat kuuluvat kyseiseen segmenttiin. Segmentin sisällä vakuutusyhtiöasiakkaat ovat tällä hetkellä suurin liikevaihtoerä asiakasryhmän viime vuosien vahvan kasvun myötä.

Segmentti on nähdäksemme kohtuullisen hyvin vertailukelpoinen Terveystalon Terveystalon palvelut -segmentin kanssa, vaikka tiettyjä eroja palvelumixissä myös on. Vuonna 2023 Yksityiset terveyspalvelut tekivät 407,8 MEUR liikevaihtoa ja 27,5 MEUR oikaistua EBITAa (6,5 % lv:sta). Segmentti vastasi siten 57 % konsernin liikevaihdosta ja 73 % oikaistusta EBITAsta. Yksityiset terveyspalvelut ovat siten yhtiön tuloksenteon kannalta Julkiset palvelut -segmenttiä merkittävämmässä roolissa, joskin tämä suhde on tänä vuonna liikkumassa eri suuntaan. Myös kannattavuuspotentiaali on mielestämme Julkiset palvelut -segmenttiä korkeampi ja nykyistä korkeammalla tasolla.

Pihlajalinnan **Julkiset palvelut – segmentti** koostuu lähinnä julkiselle sektorille tuotetuista sosiaali- ja terveyspalveluista, jotka koostuvat ulkoistus- ja asumispalveluista, pääasiassa etänä tuotetuista vastuulääkäripalveluista sekä työvoima- ja rekrytointipalveluista. Segmentti on siten laajempi kuin yhtiön aiemmin raportoimat luvut kokonais- ja osaulkoistuksista, joskin kokonais- ja osaulkoistukset ovat segmentin selkeästi suurin liikevaihtoerä.

Segmentti teki vuonna 2023 312,2 MEUR liikevaihtoa vastaten 43 % konsernin liikevaihdosta. Segmentin liikevaihdosta suurin osa koostuu kokonais- ja osaulkoistuksista. Oikaistua

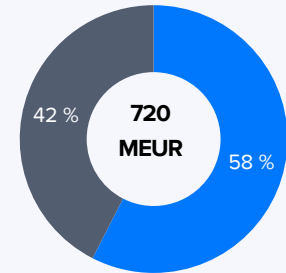
EBITAA segmentti teki 10,3 MEUR vastaten 27 % oikaistusta EBITAsta. Tuloksellisesti segmentti on siten yksityisiä palveluita vähäpätöisempi, muttei missään nimessä merkityksetön. Viime vuosina segmentin tuloskontribuutio on myös kasvanut (aiemmin tiedossa vain kokonais- ja osaulkoistusten tulos) sopeutus- ja hinnoittelutoimien sekä hyvinvointialueille siirtyneiden kannattavuutta heikentävien pääasiassa tappiota aiheuttaneiden erikoissairaanhoidon kustannusvastuiden myötä. Etenkin vuonna 2024 kehitys on ollut vahvaa. Segmentin osalta on hyvä huomioida, että sen liikevaihto ja arviomme mukaan myös absoluuttinen tulostaso tulee laskemaan selvästi tulevina vuosina päättyvien ulkoistussopimusten myötä.

Julkinen sektori edelleen suurin asiakasryhmä

Koko konsernin tasolla julkinen sektori on asiasegmenteistä edelleen suurin (2023: 426 MEUR, 53 % lv:sta), mutta sen osuus tulee ennusteissamme laskemaan selvästi tulevina vuosina päättyvien ulkoistussopimusten myötä. Toisaalta julkisen sektorin kysyntä tulee arviomme mukaan kasvamaan tulevina vuosina pitkien hoitojonojen vuoksi, joskin tämä voi myös heijastua yksityisen verkoston kysyntään.

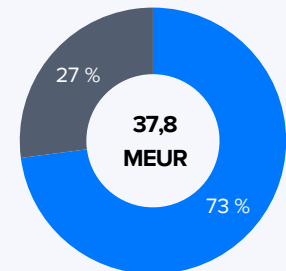
Yrityisasiakkaat ovat toiseksi suurin asiakassegmentti (2023: 268 MEUR, 34 % lv:sta) konsernin liikevaihdosta, josta vakuutusyhtiö- sekä muut yritysasiakkaat olivat suurin piirtein samaa kokoluokkaa. Etenkin vakuutusyhtiöasiakkaissa on nähty viime vuosina erittäin vahvaa kasvua, mitä on selittänyt etenkin Pohjola Sairaalan hankinta vuonna 2022.

Liikevaihdon jakauma segmenteittäin 2023



■ Yksityiset terveydenhuoltopalvelut ■ Julkiset palvelut

Operatiivisen tuloksen (oik. EBITA) jakauma segmenteittäin 2023



■ Yksityiset terveydenhuoltopalvelut ■ Julkiset palvelut

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli (3/6)

Kasvu on ollut myös orgaanisesti vahvaa, mitä on selittänyt onnistuneet kumppanuudet vakuutusyhtiöiden kanssa sekä liikevaihdon siirtymä yksityisasiakkaista sairaskuluvakuutusten merkittävän yleistymisen myötä. Myös muut yritysasiakkaat ovat kasvaneet viime vuosina työterveyshuollettavien kasvun myötä.

Yksityisasiakkaat (2023: 102 MEUR, 13 % lv:sta) koostuvat itse maksavista yksityishenkilöistä, jotka saattavat hakea myöhemmin korvausta vakuutusyhtiöiltä. Asiakassegmentin liikevaihtokehitys on ollut viime vuosina suhteellisen hidasta, mutta tätä selittää osaltaan suun terveyden myynti ja se että lisääntyneiden sairaskuluvakuutusten myötä liikevaihtoa on siirtynyt vakuutusyhtiöasiakkaisiin mm suoraveloituspöytäkehityksen myötä.

Yksityinen toimipisteverkosto ja palvelutuotanto

Pihlajalinnalla oli vuoden 2023 lopussa yhteensä 160 yksikköä pitäen sisällään yksityisiä lääkärikeskuksia, sairaaloita, liikuntakeskuksia ja tehostetun palveluasumisen yksiköitä. Verkosto on laajentunut viime vuosina selvästi, sillä vuonna 2018 yksiköitä oli 110.

Yksityisessä verkostossa Pihlajalinna tuottaa yleis- ja erikoislääkäripalvelut, diagnostiikkapalvelut, kirurgiset palvelut, työterveyspalvelut sekä mm. fysioterapia ja psykologien palvelut ja hedelmöityshoidot. Suunterveyshuollon palvelut Pihlajalinna myi vuonna 2023.

Kunkin toimipisteen palvelutarjonta vaihtelee niiden koon ja tarkoituksen mukaan. Pihlajalinnan suurimmat täyden palvelun toimipisteet ovat Koskiklinikka (Tampere) ja Munkkivuori (Helsinki). Pohjola Sairaala -yritysoston myötä yhtiö sai viisi

uutta sairaalayksikköä (Helsinki, Turku, Tampere, Kuopio, Oulu). Monesti muu lääkäriasematoiminta on kytketty sairaalan yhteyteen. Suhteellisesti yhtiön asema on vahvimmillaan maakunnissa etenkin Pirkanmaan alueella.

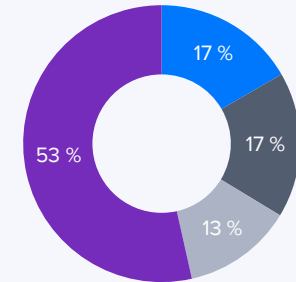
Yksityisen verkoston toimipisteissä tuotetaan palveluita myös julkisille asiakkaille, kun hyvinvointialueet tilaavat Pihlajalinnalta toimenpiteitä ostopalveluina. Esimerkiksi lonkkaleikkaukset ovat tyypillinen julkisen sektorin asiakkaiden Pihlajalinnalta tilaama palvelu. Pihlajalinna tuottaa näissä toimipisteissään myös työterveyden palveluita julkisille asiakkaille.

Liikuntakeskukset ovat 2018 alkaen täydentäneet hoitoketjua etenkin ennaltaehkäisevässä toiminnassa ja asiakkaiden kuntoutumisessa erikoissairaanhoidon toimenpiteiden jälkeen. Liikuntakeskusten osalta yhtiö ei ole kuitenkaan käsityksemme mukaan löytänyt merkittäviä synergiahyötyjä.

Ulkoistukset tuotetaan pääosin hyvinvointialueiden tiloissa

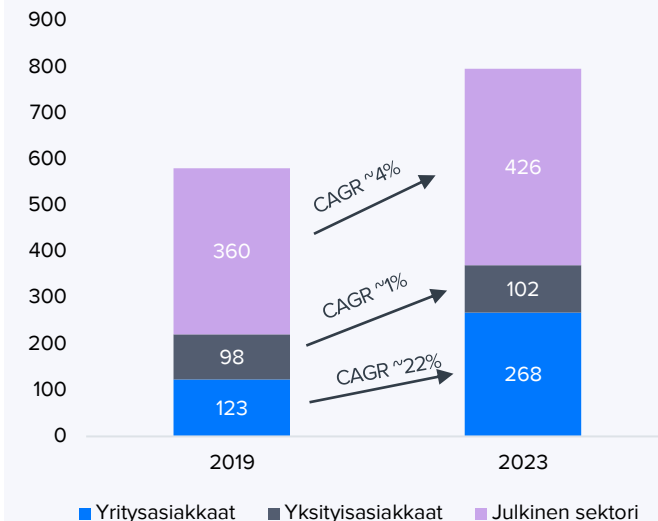
Kokonaisulkoistukset ovat olleet historiassa Pihlajalinnalle merkittävä kasvulähde ja nämä ovat vielä liikevaihdollisesti yhtiölle merkittävää liiketoimintaa. Yhtiö tuottaa kokonaisulkoistuksia yhteensä kuuden yhteisyrityksen kautta Keski-Suomen, Etelä-Pohjanmaan ja Pirkanmaan hyvinvointialueilla. Suurin ulkoistussopimus eli Kuusio-linna Terveiden operoima ulkoistus Etelä-Pohjanmaalla tulee päättymään vuoden 2025 lopussa. Myös Keski-Suomessa operoima Jämsän Terveys ja Jokilaakson sairaala tulee päättymään viimeistään vuonna 2025. Ulkoistusliiketoiminta tuleekin supistumaan lähivuosina merkittävästi.

Liikevaihdon jakauma asiakassegmenteittäin 2023



■ Vakuutusyhtiöasiakkaat ■ Muut yritysasiakkaat
■ Yksityisasiakkaat ■ Julkinen sektori

Asiakasryhmien liikevaihdon muutos



Lähde: Inderes, Pihlajalinna

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli (4/6)

Ulkoistuksissa on arviolta yhteensä noin 60 toimipistettä (mm. terveyskeskuksia, neuvoloita, tehostetun palveluasumisen yksiköitä ja päivätoimintakeskuksia). Näissä tilaajan omistamissa tiloissa tuotetaan suurin osa yhtiön julkisesta tuotannosta. Palvelut hyvinvointialueille tuotetaan pääasiassa niiden osoittamissa tiloissa, minkä vuoksi ulkoistusliiketoiminnan kasvattaminen on ollut yhtiölle pääomakevyt tapa kasvaa. Vastineeksi ulkoistusten kannattavuus on ollut historiallisesti varsin vaisulla tasolla, joskin viime vuosina trendi on ollut parempaan päin. Kokonaisulkoistusten lisäksi yhtiö tuottaa tällä hetkellä Espoon Piispanportin ja Hangon terveysaseman palveluita sekä Kristiinankaupungin osaulkoistusta.

Pääosin osana ulkoistuksia Pihlajalinna tuottaa myös hoiva- ja asumispalveluita. Pienessä mittakaavassa yhtiö tuottaa näitä myös yksityisesti.

Palveluita tuotetaan sekä hyvinvointialueen tiloissa että yhtiön omissa hoivapalveluyksiköissä. Pihlajalinnalla on tällä hetkellä 8 omaa tehostetun palveluasumisen Ikipihlaja-kotia. Asiakkaat Ikipihlajissa ovat pääsääntöisesti myös hyvinvointialueita, sillä harva henkilö maksaa hoivansa itse omavastuuosuutta lukuun ottamatta.

Työvoimapalvelut julkisille asiakkaille

Pihlajalinnan työvoimapalvelut käsittävät sekä julkisyhteisöille että Pihlajalinnan muille palvelualueille tuotetut ostolääkäri-, vuokralääkäri- ja päivystyspalvelut. Tyypillinen tarve työvoimapalvelujen käytölle on kilpailutettu lääkäri työvoiman toimitus terveysasemalle tai päivystykseen. Työvoimapalveluita käytetään

etenkin syrjäseuduilla, jonne hyvinvointialueen on itse vaikea saada lääkäreitä vakituisen työhön. Henkilöstöpalvelut ovat monen nuoren lääkärin ensimmäisiä työpaikkoja ja ne toimivat myös hyvänä porttina uran edetessä siirtyä ammatinharjoittajaksi Pihlajalinnalle.

Ulkoisille asiakkaille tuotettujen palvelujen lisäksi Työvoimapalveluilla on myös tärkeä rooli osana yhtiön omaa resurssienhallintaa. Palvelualueella on tärkeä merkitys Pihlajalinnan sisäisenä tukifunktiona osa- ja kokonaisulkoistuksissa.

Vastuulääkäripalvelut ikäihmisten hoidossa

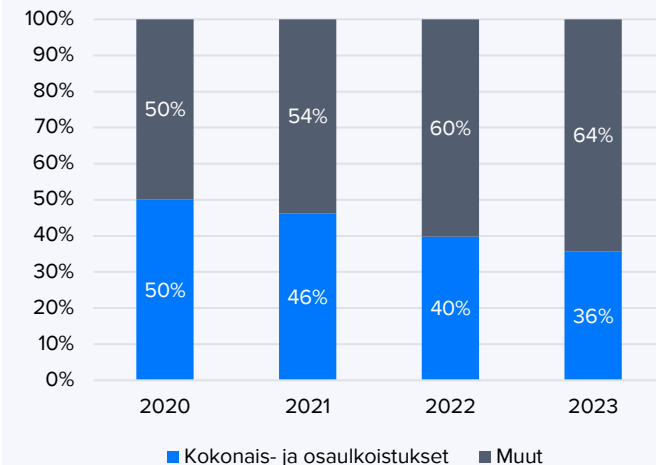
Pihlajalinnan tuottama merkittävä palvelu julkiselle sektorille on ikäihmisten hoidossa käytetty vastuulääkäripalvelu. Vastuulääkäripalveluja tuotetaan eri puolella Suomea painottuen länsirannikolle ja niitä tarjotaan yli viidennekselle suomalaisista asumispalveluasiakkaista. Palvelu on myös saanut Lääkäriliiton laatupalkinnon.

Vastuulääkäripalvelumallin lähtökohta on potilaan yksilöllisen hoidon tarpeen huomiointi. Siinä lääkärit tekevät potilaalle kokonaisvaltaisen arvion ja hoitosuunnitelman. Samat lääkärit vastaavat myös potilaan päivittäisestä hoidosta yhdessä kotihoidon tai hoivakodin henkilökunnan kanssa. Lääkäripalvelu on saatavilla ympäri vuorokauden, kun potilaan oma lääkäri voidaan tavoittaa digikanavien kautta joustavasti. Näin tyypillisesti vain hoitajan pitää olla ikäihmisen luona ja alan niukkaa resurssia eli lääkärin työaikaa voidaan hyödyntää erittäin tehokkaasti, kun potilas on lääkärille entuudestaan tuttu. Vastuulääkäripalvelut sisältyvät julkisen sektorin liikevaihdossa ”työterveys ja muut palvelut” alle.

Pihlajalinnan voimassa olevat ulkoistukset*:

Palvelun tuottaja	Palvelun tilaava hyvinvointialue	Sopimuksen alkamisvuosi	Sopimuksen päättymisvuosi	Liikevaihto (2023)*
Jämsän Terveys	Keski-Suomi	2015	2025	69,2
Kuusiolinna Terveys	Etelä-Pohjanmaa	2016	2025	101,8
Mäntänvuoren Terveys	Pirkanmaa	2016	2031	40,8
Kolmostien Terveys	Pirkanmaa	2015	2030	31,8
Selkämeren Terveys (osaulkoistus)	Pohjanmaa	2021	2036-2041	6,0

Liiketoimintarakenteen muutos (%-osuus lv:sta)



* Luvut Finderistä

Lähde: Inderes, Pihlajalinna

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli (5/6)

Integroitu hoitoketju liiketoiminnan ytimessä

Yhtiön keskeinen arvolutaus kaikille asiakassegmenteille on kyky tarjota loppuasiakkaalle nopea hoitoon pääsy ja koko hoitoketjun palvelut. Integroitu hoitoketju tarkoittaa esimerkiksi potilaan ohjaamista perusterveyden ensihoidosta, diagnostiikkapalveluiden kautta edelleen omien sairaalayksiköiden kirurgisiin palveluihin ja siitä vielä kuntoutukseen.

Hoitoketjuajattelun myötä potilaan toipumisaikaa kyetään minimoimaan. Tämä parantaa loppuasiakkaan kokemaa arvoa, mutta samalla vähentää hoidon tuottamisen kustannuksia, kun ongelmat eivät pääse syvenemään.

Etenkin koronapandemian jälkeen etäpalvelujen osuus hoitoketjuissa on korostunut. Kaikista Vuonna 2023 Pihlajalinnan asioinnista 40 % (2022: 38 %) toteutui etäkanavissa (video, chat, puhelin, s-posti).

Sekä asiakkaita että lääkäreitä pitää houkutella

Pihlajalinnan liiketoimintamallin erityispiirteenä on, että yhtiölle on erittäin tärkeää olla kilpailukykyinen asiakkaiden lisäksi myös lääkärien suuntaan. Lääkärit ovat liiketoimintamallin tärkein yksittäinen tuotantotehtävä, sillä etenkin yksityis- ja yritysasiakas hakeutuu hoitoon tyypillisesti juuri lääkärinvastaanoton kautta.

Merkittävä osa yksityisen verkoston lääkäreistä työskentelee ammatinharjoittajina ja heillä ei ole kilpailullisia esteitä vaihtaa eri työnantajien välillä. Ammatinharjoittajina työskentelevien lääkärien

palkka on muuttuva kustannus. Se perustuu tulojakomalliin ja näkyy tuloslaskelmassa materiaalit ja palvelut rivillä. Yhtiöllä on myös kiinteällä palkalla toimivia sote-ammattilaisia (osa lääkäreistä, sairaanhoitajat, vastaanottoapulaiset yms.) ja etenkin ulkoistuksissa lääkärit ovat tyypillisesti työsuhteissa.

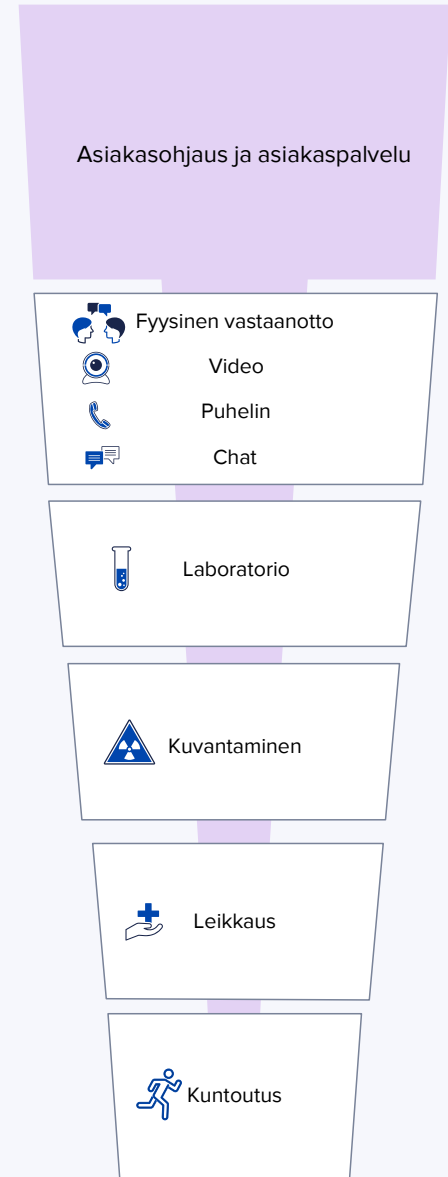
Kyky tarjota lääkäreille tasaista ja omaan osaamiseen relevanttia asiakasvirtaa on näkemyksemme mukaan tärkein yksittäinen tekijä lääkärin valitessa työpaikkaansa. Myös integroitu hoitoketju ja tehokas sisäinen lähetejärjestelmä sekä hyvä työympäristö ovat näkemyksemme mukaan lääkärien arvostamia tekijöitä.

Kiinteään hintaan perustuva liiketoimintamalli

Reilu puolet koko Pihlajalinnan myynnistä muodostuu kiinteähintaisesta laskutuksesta. Kannattavuuden selkeimmät ajurit kiinteähintaisissa sopimuksissa ovat toiminnan tehokkuus, ennaltaehkäisy ja hoitoon pääsy ilman suurta viivettä, jotta ongelmat eivät pahene.

Suurin osa-alue tässä ovat sosiaali- ja perusterveydenhuollon ulkoistukset. Ne on saatu aikoinaan julkisen kilpailutuksen kautta, missä kunta (nykyisin hyvinvointialue) on määrittänyt tarvittavan palvelutason, hinnan ja muita vaatimuksia. Kokonaisulkoistussopimukset ovat pitkiä ja hinnoittelua tarkastetaan sopimuskauden aikana vuosittain sote-indeksiin, väestön määrän ja ikääntyneen väestön määrän muutosten perusteella.

Integroitu hoitoketju yksinkertaistettuna:



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli (6/6)

Ulkoistusten kannattavuuteen on historiassa aiheuttanut merkittävää heiluntaa vaativa erikoissairaanhoidon, josta on tullut ajoittain yllättäviä suurempia kustannuksia. Nykyään erikoissairaanhoidon vastuut ovat kuitenkin siirtyneet hyvinvointialueille (viimeisimpänä Etelä-Pohjanmaan ESH-vastuu vuoden 2024 alusta), mikä laskee ulkoistusten liikevaihtoa, mutta tuo tulokseen ja kannattavuuteen tasaisuutta.

Yhtiö hoitaa omissa leikkausyksiköissä osaa ulkoistusten potilaista ja etenkin Jokilaaksoon tulee asiakasvirtaa tätä kautta.

Kiinteästi hinnoiteltuun laskutukseen kuuluvat myös liikuntakeskuspalvelut, rekrytointipalvelut, vastuulääkäripalvelut ja osa työterveyspalveluista. Kiinteästi hinnoiteltujen työterveyspalveluiden osuus on tällä hetkellä käsityksemme mukaan noin neljännes kaikista työterveyden sopimuksista. Myös vastuulääkäripalvelut tuotetaan käytännössä kiinteähintaisena palveluna. Kiinteähintaisessa mallissa myös monikanavaisella palvelun tuotannolla on keskeinen rooli kustannusten tehostajana ja hoitoon pääsyn varmistajana.

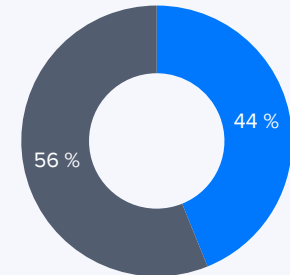
Käytön mukaan laskutettava liiketoimintamalli

Yksityisellä puolella sekä osittain Jokilaakson sairaalassa (ulkoistus) on käytössä liiketoimintamalli, jossa yhtiö laskuttaa asiakasta käytön mukaan (laskutus per tapahtuma). Tässä liiketoimintamallissa yhtiön kannattavuuden keskeisin ajuri ovat palveluiden käyttöasteet. Suuri osa toiminnan pyörittämisen kustannuksista on kiinteitä (vuokrat, osa henkilöstöstä) ja käyttöasteet

heijastuvatkin vivulla molempiin suuntiin. Myös hoitoketjujen pituus on ratkaisevaa, sillä diagnostiikkamyynnissä ja leikkauksissa kiinteiden kustannusten osuus on suuri ja lisämyynnin marginaali siten korkea. Yhtiö on viime aikoina kommentoinut onnistuneensa parantamaan vastaanottokäytien konversiota diagnostiikkaan, jolla on ollut kannattavuuteen positiivinen vaikutus.

Yhtiön tärkein tehtävä käytön mukaan laskutettavissa palveluissa on onnistua kysynnän (asiakasvirran) ja tarjonnan (palveluntuotannon) tasapainottamisessa. Käyttöasteita ei pyritä kuitenkaan optimoimaan täyteen palveluiden saatavuuden kustannuksella, sillä tämä heikentäisi keskeistä arvolupausta eli nopeaa hoitoon pääsyä.

Liikevaihdon jakauma laskutustyyppin mukaan 2023



- Yhtenä ajankohtana (laskutus käytön mukaan)
- Ajan kuluessa (kiinteä laskutus)

Pihlajalinnan liiketoimintamalli

Konsernitoiminnot

(HR, rekrytointi, markkinointi, myynti, digitaalinen kehitys, taloushallinto, hankinta, kiinteistöt)



Yksityiset terveydenhuollon palvelut

Liikevaihto 2023: 424,3 MEUR (58 % lvs:sta)
Oik. EBITA 2023: 27,5 MEUR (73 % konsernista)

Lääkärikeskus-, diagnostiikka-, sairaala-, työterveys-, etä- ja liikuntakeskuspalvelut

Julkiset palvelut

Liikevaihto 2023: 313,0 MEUR (42 % lvs:sta)
Oik. EBITA 10,2 MEUR (27 % konsernista)

Ulkoistus- ja asumispalvelut, etänä tuotetut vastuulääkäripalvelut sekä työvoima- ja rekrytointipalvelut

Valtakunnallinen toimipisteverkosto sekä digitaaliset kanavat
(160 toimipistettä)

Toiminnot pääasiassa hyvinvointialueiden tiloissa
(40 kpl yhtiölle osoitettuja hyvinvointialueiden tiloja)

Lääkärit toimivat pääasiassa itsenäisinä ammatinharjoittajina, hoitajat
työsuhteisia työntekijöitä

Lääkärit toimivat sekä työsuhteessa että ammatinharjoittajina, hoitajat
työsuhteisia työntekijöitä

Pääasiassa käytön mukaan laskutettava liiketoimintamalli

Pääasiassa kiinteään hintaan perustuva liiketoimintamalli

Yritykset, vakuutusyhtiöt, julkinen sektori
(työterveys) ja yksityisasiakkaat

Julkinen sektori (hyvinvointialueet)

Sijoitusprofiili

1.

Alueellisesti vahva brändi ja tarjooma

2.

Päätyvät ulkoistukset varjostavat tulevien vuosien kasvunäkymää

3.

Kannattavuuskäännne käynnistynyt vahvasti, mutta potentiaalia parempaan on vielä

4.

Poliittiset riskit ja markkinan osaajapula luovat toimialalla epävarmuutta

5.

Taseasema tervehtynyt kannattavuuskäänteen myötä

Potentiaali



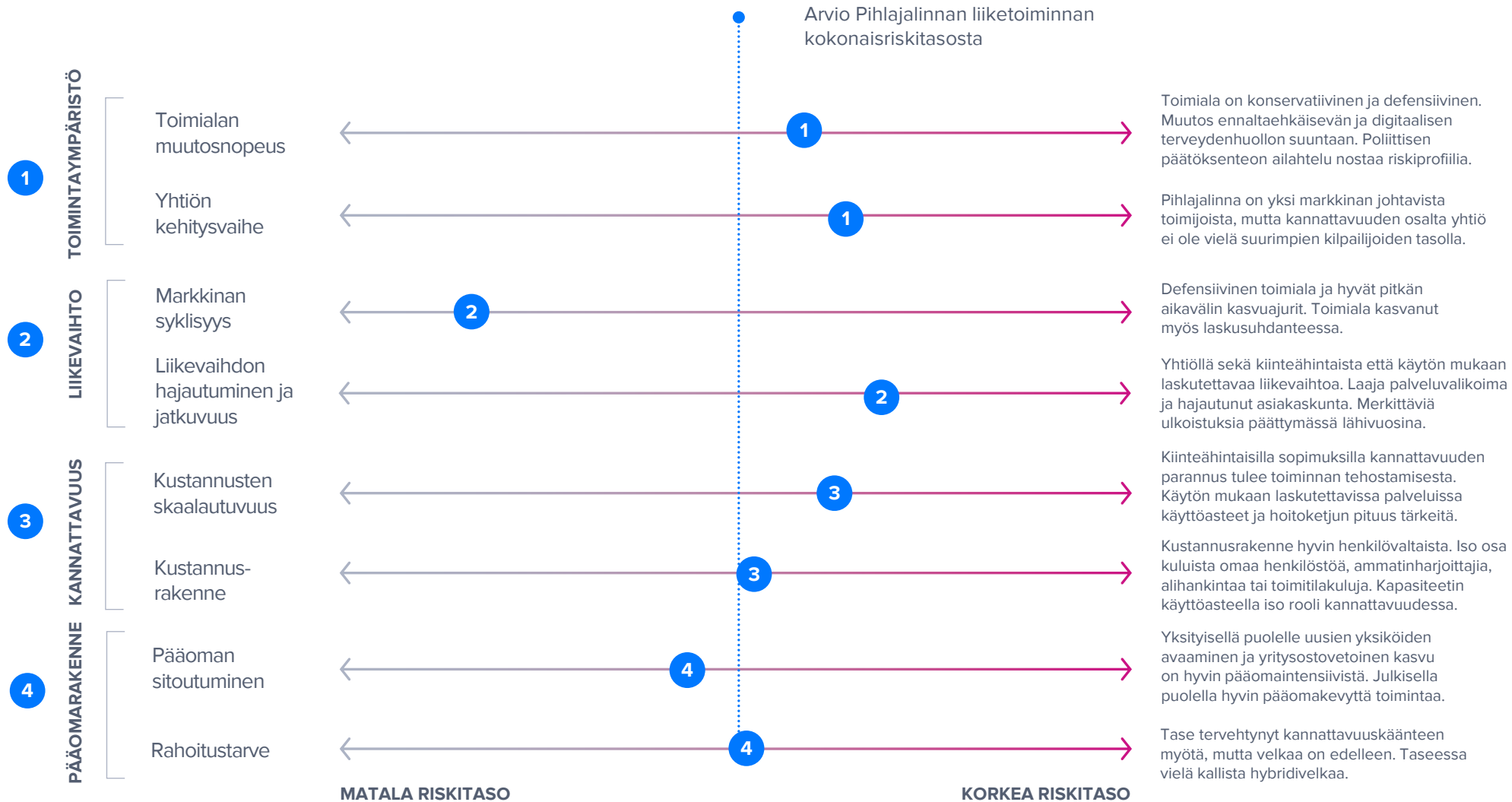
- Yksityisen verkoston kannattavuudessa edelleen merkittävää parannuspotentiaalia toimipisteiden käyttöasteiden paranemisen myötä
- Hyvä asema vakuutusyhtiöiden kumppanina
- Väestön ikääntyminen ja julkisen terveydenhuollon hoitojonot tukevat pidemmän aikavälin kasvunäkymää
- Vahvistuva tase ja rahavirta tuo joustavuutta pääoman allokointiin

Riskit



- Vuoden 2025 loppuun päätyvät ulkoistukset tulevat rasittamaan liikevaihtoa ja haastamaan tulokasvua lähivuosina
- Kasvu toimialalla suhteellisen pääomaintensiivistä (sekä orgaaninen verkosto että yritysostot)
- Digi-investointien kilpailijoita pienempi rahallinen arvo
- Ammattilaisten määrä on rajallinen markkinalla (palkkainflaatio pidempiaikainen haaste)
- Kilpailutilanteen ja taloustilanteen kehitys

Liiketoimintamallin riskiprofiili



Strategia (1/4)

Strategiaa ja tavoitteita tullaan todennäköisesti tarkentamaan lyhyellä aikavälillä

Pihlajalinnan strategia ja taloudelliset tavoitteet ovat päivitetty viimeksi vuonna 2022 ja strategiakausi kestää vuoteen 2025 asti. Monet strategian pääpiirteistä on vielä ajankohtaisia, mutta päivitettävää on ja etenkin taloudelliset tavoitteet ovat osaltaan vanhentuneet kokonaisulkoistusten kehittyessä vastoin yhtiön alkuperäisiä odotuksia. Uuden toimitusjohtajan, ulkoistusten osalta muuttuneen pelikentän sekä vanhan strategiakauden lähestyessä loppuaan pidämme todennäköisenä, että Pihlajalinnalla tulee tarkentamaan strategiaansa lähiaikoina.

Strategian ytimessä tehokkaat toimintamallit

Isossa kuvassa Pihlajalinnan strategia perustuu laajan ja monikanavaisen palvelutarjonnan tarjoamiseen sekä yksityisen että julkisen sosiaali- ja terveydenhuollon markkinalla. Palvelutuotannon toimintamalleja pyritään myös jatkuvasti kehittämään panostamalla hoitopolkuihin ja palveluketjuihin. Kehitystyötä tehdään yhdessä asiakaskumppanien kanssa. Tämän avulla palveluiden oikea-aikainen saatavuus, hyvä asiakaskokemus sekä potilaan hoidon kustannustehokkuus varmistetaan. Etenkin digitaalisuuden roolin lisääminen perinteisellä toimialalla mahdollistaa hoitopolun sujuvoittamista.

Henkilöasiakkaan palveluiden uudistaminen

Pihlajalinnan strategian ensimmäisenä painopistealueena on henkilöasiakkaiden palvelukokemuksen uudistaminen. Painopistealue viestii siitä, että palvelut yksityiselle sektorille

(yritykset, vakuutusyhtiöt ja yksityisasiakkaat) ovat jatkossa entistä enemmän yhtiön strategian ytimessä. Etenkin Pohjola-Sairaalan hankinnan myötä korkean jalostusasteen sairaalapalveluiden tarjoaminen on noussut strategiassa keskeiseen rooliin. Käsityksemme mukaan yhtiön markkinaosuus yksityisen puolen leikkauksissa on noussut viime vuosina ja se on aiempaa selvästi relevantimpi palveluntuottaja volyymivetoisessa leikkaustoiminnassa. Yrityskaupan myötä Pihlajalinnalla vahvistikin palvelutarjoamaansa useilla osa-alueilla ja nykyään se kattaa suurimman osan terveydenhuollon erikoisaloista. Pihlajalinnan palvelutarjoamassa korostuu kuitenkin ortopedia sekä yleisesti tuki- ja liikuntaelinsairaudet, missä yhtiöllä on vahva markkina-asema.

Työterveydessä asiakasmäärät ovat myös kehittyneet hyvin viime vuosina ja niissä toimipisteverkoston kasvattaminen on ollut keskeistä, sillä se on edesauttanut asiakkuuksien palvelemista maantieteellisesti laajemmilla alueilla. Tällä hetkellä yhtiö ei näe kuitenkaan suurempia tarpeita toimipisteverkoston kasvattamisen osalta. Yhtiö kehittää jatkuvasti myös verkkosivustoaan ja terveyssovellustaan palvelualustana, joiden kautta henkilöasiakas pääsee ketterästi suoraan asiantuntijan luo.

Digitalisaation hyödyntäminen avainasemassa

Digitalisaation vahvistaminen eri tavoin on olennaisessa roolissa henkilöasiakkaiden palvelukokemuksen uudistamisesta. Panostuksilla on mahdollista vaikuttaa palveluiden saatavuuteen ja resurssien tuottavuuteen.

Digitalisaation kautta vahvistetaan myös yhtiön omaa operatiivista toimintaa. Yhtiössä on viime

vuosina alettu kiinnitetään yhä enemmän huomiota tiedolla johtamiseen, mikä on tukenut liiketoiminnan ennustettavuutta ja toisaalta tukenut myös kannattavuuskäännettä.

Ammattilaisten osalta digipanostuksia on kohdennettu etenkin etävastaanottotyökaluihin. Tämä on tärkeää, jotta yhtiön vetovoima lääkärien parissa säilyy ja hoitotyön tehokkuudella per ammattilainen on edellytyksiä nousta. Yleisesti digi-investointeja kohdennetaan paljon myös mm. ajanvarausjärjestelmien integrointiin esimerkiksi vakuutusyhtiökumppaneiden kanssa.

Digitaalisuuden edut ja lyhyen tähtäimen haitat

Etäpalveluiden etuna on, että niitä voidaan tarjota, vaikka yhtiöllä ei olisi fyysistä toimipistettä alueella. Monikanavaisten asiakaskohtaamisten lisääntymisellä on edellytyksiä mahdollistaa enemmän käyntimääriä per ammattilainen. Tämä edellyttää kuitenkin sitä, että potilaat ohjautuvat oikeaan asiointikanavaan, jotta hoidon tehokkuus, nopeus ja vaikuttavuus eivät kärsi.

Yksityisellä terveysalalla pandemian myötä moninkertaistuneen etäasioinnin huonona puolena on ollut se, että kynnys hoitopolulla etenemiseen mm. diagnostiikan osalta on korkeampi kotoa käsin asioidessa kuin lääkärikeskuksessa. Pihlajalinnalla pyrkii kuitenkin jatkuvasti parantamaan asiakkaan ohjautumista paitsi oikealle ammattilaiselle niin myös oikeaan kanavaan mm. hoidontarpeen arvioinnista vastaavien hoitajapuhelinpalveluiden kautta. Pandemian jälkeen etäkäynneissä on yleisesti kuitenkin nähty rauhoittumista.

Strategia (2/4)

Digistrategia poikkeaa kilpailijoista

Kokonaisuutena digitaaliset terveydenhuollon palvelut ja työkalut ovat kasvattaneet rooliaan. Kilpailijoihin nähden Pihlajalinnan digitaalsiin palveluihin tekemät investoinnit ovat olleet matalammalla tasolla. Yhtiön digistrategia poikkeaa pääkilpailijoista (Terveystalo, Mehiläinen), sillä yhtiö pyrkii hyödyntämään markkinoilta saatavia valmiita ratkaisuja kilpailijoiden investoidessa enemmän omaan digikehitykseen. Yhtiön mielestä teknologian kehitys on niin nopeaa, että valmiiden ratkaisujen ja ulkoisen kehittämisen hyödyntäminen on järkevämpi tapa. Käätöpuolella on, että tuotteiden räätälöintimahdollisuudet jäävät samalla rajallisiksi.

Pitkällä aikavälillä digipanostuksissa ja asiakasohjauksessa onnistuminen on arviomme mukaan tärkeää kilpailukyvyyn kehittymisen osalta.

Ammattilaisten houkuttelevuus tärkeä osa kilpailukykyä

Pihlajalinnan toimintamallissa ominaista on, että loppuasiakkaan houkuttelevuus ei kuitenkaan riitä, sillä myös osaajat voivat muodostaa pullonkauloja ja vastataksien kysyntään myös tarjonnan tulee olla kunnossa.

Tavoitteiden saavuttamista mitataan asiakaskokemusta (NPS) ja työntekijäkokemusta mittaavilla (eNPS) suositteluindeksillä. Pihlajalinnan asiakastytyväisyys Yksityiset terveyspalvelut -segmentissä oli Q2'24-raportissa 84 (vertailun vuoksi Terveystalon vastaanottojen NPS oli 86 ja Mehiläisen 90) ja Julkiset palvelut -

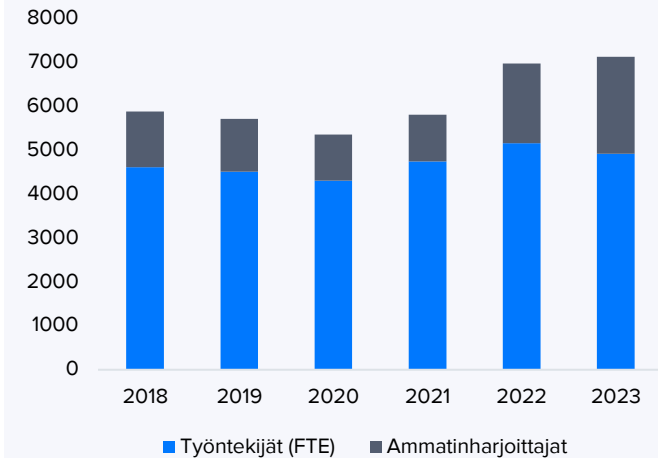
segmentissä 78. Henkilökunnan työtyytyväisyyden osalta yhtiön 2023 eNPS lukema oli kuitenkin matalahko +4 (vrt. Terveystalo 10) ulkoistusten vasisujen lukemien (-4) painamana. Pihlajalinnan yksityisen puolen lukema oli kuitenkin +10, mikä on mielestämme kohtuullinen.

Oman henkilöstön määrä on historiassa kasvanut varsin tasaisesti. Vuosi 2023 muodosti tässä poikkeuksen pääasiassa yhtiön tekemien sopeutustoimien (muutosneuvottelut) vuoksi ja erikoissairaanhoidon vastuiden siirtyessä hyvinvointialueille. Näiden vaikutus sekä Jämsän Terveystalon toiminnan siirtyminen HVA:lle on näkynyt myös vuoden 2024 puolella.

Yhtiö on viime vuosina onnistunut kasvattamaan ammatinharjoittajien määrää merkittävästi. Iso hyppy tässä tapahtui vuonna 2022, jota kuitenkin selittää pääasiassa yritysostot. Vuonna 2023 ammatinharjoittajien määrää onnistuttiin kasvattamaan vahvasti myös orgaanisesti etenkin julkiselta sektorilta. Tarjonta ja kysyntä liikkuvat osittain käsi kädessä, sillä hyvällä tasolla oleva asiakasvirta myös houkuttelee ammatinharjoittajia.

Pihlajalinnan oman henkilöstön sairauspoissaolot olivat vuonna 2023 5,7 % (vrt. Terveystalo Suomessa 4,0 %) ja ne ovat olleet etenkin ulkoistustoiminnassa korkeita. Nämä rauhoittuvat vuoden 2022 tasoilta (6,7 %), mitä selitti infektio-poissaolojen lasku. Taso on jatkanut laskussa vuoden 2024 puolella (H1'24: 4,9 %), mutta sairauspoissaolot ovat edelleen jossain määrin koholla.

Henkilöstön ja ammatinharjoittajien määrän kehitys



Strategia (3/4)

Yhtiö on viime aikoina pyrkinyt panostamaan selvästi henkilöstön tyytyväisyyteen ja ainakin suunta sairaspaihojen osalta on tällä hetkellä oikea. Näiden vähenemisellä olisi Pihlajalinnan tulokseen selvä positiivinen vaikutus vähentyvien tuuraustarpeiden ja parempien laskutusasteiden myötä.

Verkosto on kasvanut historiassa vauhdilla

Yhtiö käynnisti valtakunnallisen laajentumisen vuonna 2017, ja vuosina 2018-2019 uusia yksiköitä on tullut etenkin Länsirannikolle ja Etelä-Suomeen. Verkoston kasvatusta on tehty sekä yritysostoin että orgaanisesti. Tällä hetkellä fokus on siirtynyt nykyisen verkoston käyttöasteiden kasvattamiseen. Yhtiön laajentumistarpeet ovat nähdäksemme enää rajalliset ja etäpalveluiden merkityksen kasvun myötä fyysisen verkoston rooli on jossain määrin laskenut. Myös tase ajautui vuonna 2022 kannattavuuden heikentymisen ja verkoston orgaanisen ja epäorgaanisen kasvattamisen vuoksi suhteellisen heikkoon asemaan. Verkoston laajentaminen on ollut kallista, mutta strategisesti järkevää, sillä se tekee yhtiöstä houkuttelevamman kumppanin vakuutusyhtiöiden suuntaan. Se on myös edesauttanut työterveyshuoltosopimusten solmimista suurten yritysten kanssa.

Laajentuminen yritysostoilla

Yrityskaupoin tehtävä laajentuminen on alalla orgaanista laajenemista jossain määrin riskittömämpää, sillä silloin myös asiakaskanta ja ammattilaiset saadaan valmiina ja toiminnan kasvattamista alueella ei tarvitse polkaista käyntiin tyhjältä. Vastapuolena on kuitenkin toimialan

yritysjärjestelyiden suhteellisen korkeat arvostusastot. Yhtiö on tehnyt historiassa myös palvelutarjontaa vahvistavia yritysostoja. Näin se vahvistaa sen integroitua hoitoketjua ja synergioita voidaan saavuttaa ristiin myynnillä eri palveluiden välillä.

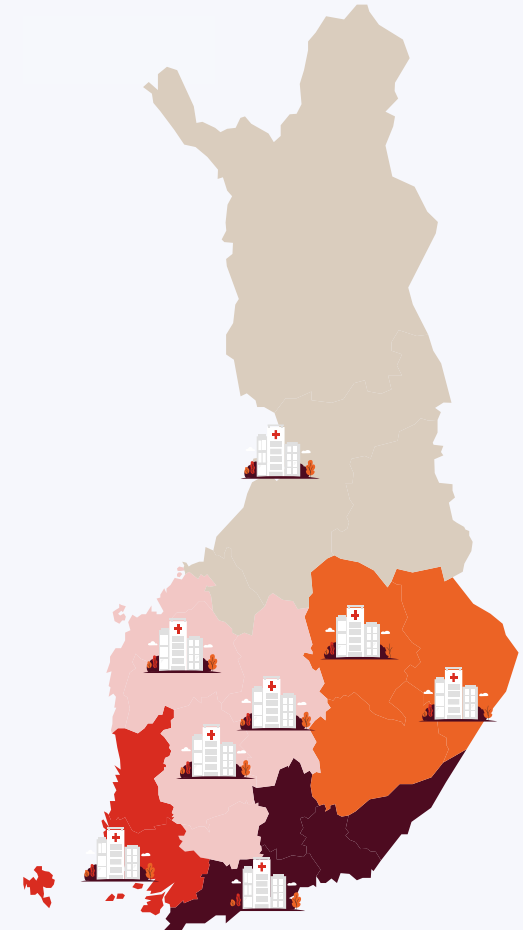
Tällä hetkellä yhtiön halukkuus tehdä yritysostoja on nähdäksemme selvästi historiaa matalampi, sillä tällä hetkellä yhtiön pääfokus onkin kannattavuuden kohentamisessa ja taseaseman parantamisessa. Vuonna 2022 yhtiö teki lukuisia yritysostoja ja yhtiön mukaan näistä on vielä jäänyt realisoimatta tiettyjä synergioita, mihin yhtiö tällä hetkellä keskittyy. Yhtiö on viime aikoina keskittynyt muun muassa hankintojen skaalaetuihin. Ostokohteet on myös tuotu aiempaa tiiviimmin osaksi muun organisaation käyttämiä tietojärjestelmiä.

Laajentuminen orgaanisesti

Orgaaninen laajentuminen on varteenotettava vaihtoehto silloin, kun sopivia ostokohteita ei alueella ole tarjolla järkevällä hinnalla. Täysin uudella paikkakunnalla toimipisteen ylösajo on kuitenkin kallista ja se vie aikaa johtuen alueellisista verkostovaikutuksista.

Ylösajoa helpottaa se, että Pihlajalinnalla on usein uudella alueella jo valmiiksi työterveyden asiakkaita, joiden palvelussa on aiemmin hyödynnetty alihankkijoita. Täten lääkäreille on heti tarjolla asiakasvirtaa, mikä helpottaa heidän rekrytointiaan ja tukee keskuksen käyttöasteita. Uuden keskuksen palvelutarjontaa kasvatetaan myös asteittain sitä mukaan kun asiakasvirrat edelleen vahvistuvat.

Pihlajalinnan sairaalaverkosto



Strategia (4/4)

Yksiköiden orgaaninen ylösajovaihe on ollut hyvin kallista, mutta suurempia laajennustarpeita yhtiöllä ei nähdäksemme tällä hetkellä ole.

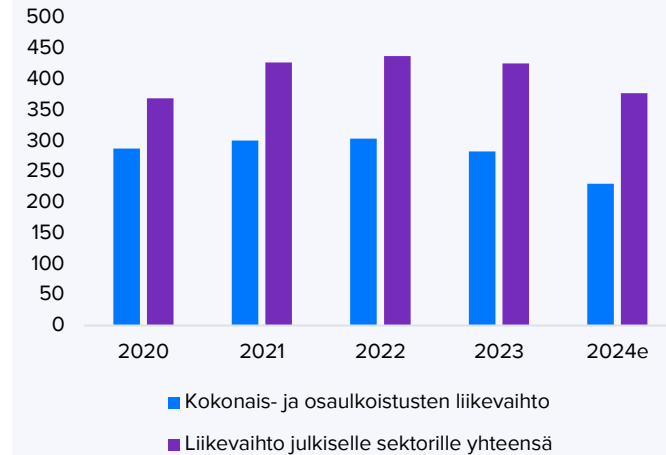
Liiketoiminta julkisen sektorin kanssa on murroksessa

Pihlajalinnan strategian toinen painopistealue on sote-yhteistyö, jonka mukaisesti yhtiö pyrkii tekemään tiivistä yhteistyötä hyvinvointialueiden kanssa. Tämä strategian osa-alue on kokenut kuitenkin merkittäviä muutoksia strategiakauden aikana yhtiön olemassa olevien ulkoistusten sopimusmuutosten myötä. Merkittävä muutos on ollut erikoissairaanhoidon vastuiden siirtyminen hyvinvointialueille, mikä on liikevaihdollisesti laskenut Pihlajalinnan ulkoistusliiketoiminnan kokoluokkaa. Tuloksenteon kannalta tällä on ollut positiivinen vaikutus kannattavuuteen ja ulkoistusliiketoiminnan tuloksen ennustettavuuteen. Toinen merkittävä muutos on myös ollut Etelä-Pohjanmaalla Kuusioliina Terveyden ulkoistuksen päättyminen ennen aikaisesta vuoden 2026 alussa. Myös Keski-Suomessa Jämsän Terveyden tuottama ulkoistus on päätymässä vuonna 2025 aiempien odotusten mukaisesti. Myös Keski-Suomessa toimivan Jokilaakson Sairaalan toiminta päättyy vuonna 2025, kunhan se saa luvan jatkaa toimintaa vielä silloin (tällä hetkellä lupa vuoden 2024 loppuun asti). Siten ulkoistusliiketoiminta tulee supistumaan merkittävästi vuosina 2025-2026. Jäljelle jää vielä kokonaan Pirkanmaan hyvinvointialueelle tehtävä ulkoistustoiminta, joissa sopimuskautta on 2030-luvulle asti. Ulkoistusliiketoiminta ei siis ole

loppumassa täysin vielä hetkeen.

Nykyinen sotelainsäädäntö ei suhtaudu myönteisesti isompiin ulkoistuskokonaisuuksiin, emmekä odota, että Pihlajalinna tulee enää jatkossa solmimaan historian kaltaisia ulkoistuksia. Huolimatta päättyvistä ulkoistussopimuksista yhteistyö hyvinvointialueiden kanssa tulee olemaan jatkossakin tärkeätä julkisen terveydenhuollon pitkien hoitojonojen vuoksi. Hoitojonot tukevat siten tämän asiakasryhmän kysyntää ja vaikka entisen kaltaisia suurempia ulkoistussopimuksia tuskin nähdään jatkossa enää tulee osa hoitojonoista arviomme mukaan kuitenkin purkautumaan yksityisen sektorin kautta. Tulevien yhteistyökuvioiden lopullinen rakenne on vielä jossain määrin avoin. Pihlajalinnan fokus on kuitenkin siirtynyt enenevässä määrin julkisen puolen palvelumarkkinaan. Siten voi olla, että jatkossa osa julkisen sektorin kysynnästä tuleekin heijastumaan Pihlajalinnan Yksityiset terveydenhuoltopalvelut –segmentissä, kun potilaita ohjataan tänne muun muassa korotettujen Kela-tukien ja palvelusetelien avulla.

Kokonais- ja osaulkoistusten liikevaihto on laskusuunnassa



Taloudelliset tavoitteet

Taloudelliset tavoitteet (strategiakausi 2021-2025)

250 MEUR:n liikevaihdon kasvu vuodesta 2021

- Kasvutavoite on vanhentunut ja ei enää realistinen, sillä erikoissairaanhoidon vastuiden siirtyminen hyvinvointialueille on aiheuttanut merkittävää painetta yhtiön ulkoistusten liikevaihtoon

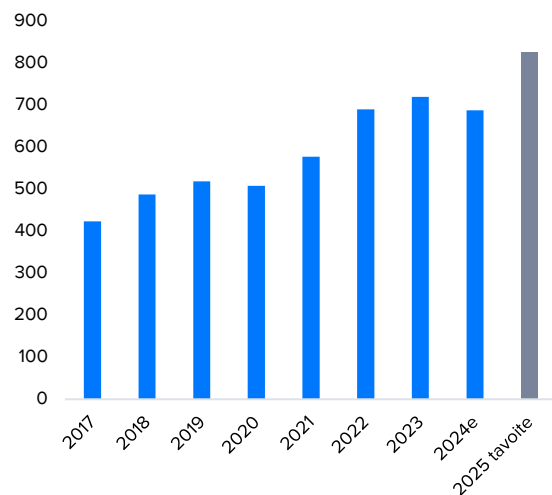
Oikaistu EBITA-marginaali pitkällä aikavälillä yli 9 %

- Tavoite vaikuttaa kunnianhimoiselta yhtiön historian valossa
- Tällä hetkellä suunta on oikea, kun matalamman kannattavuuden ulkoistusliiketoiminnan osuus supistuu ja korkeamman kannattavuuspotentiaalin Yksityiset terveystalot –segmentti kasvaa
- Pidemmällä aikavälillä tavoite on mahdollista saavuttaa, mutta vaatii hyvää operatiivista suoriutumista sekä kasvua, jolloin yhtiön liiketoiminnassa syntyy hyvä operatiivinen vipuvaikutus

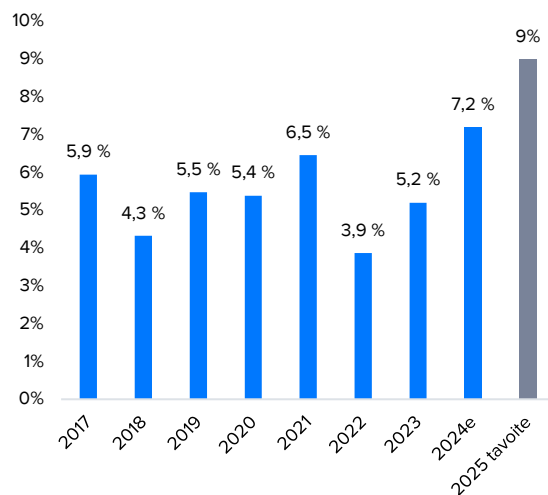
Nettovelka / oikaistu käyttökate <3,0x

- Vuonna 2022 yhtiö ylitti tavoitteen useiden yritystalojen (etenkin Pohjola Sairaala) sekä heikentyneen kannattavuuden takia
- Velkavivun käyttö on perusteltua toimialan defensiivisyys ja liiketoimintamalli huomioiden, mutta historiassa vipua on käytetty mielestämme liikaa volatiili kannattavuus huomioiden
- Kannattavuuden elpymisen myötä velkaantuminen on kohtuullisella tasolla (Q2'24: 3,6x, IFRS16 oik. 2,0x), mutta ei kestä merkittävää kannattavuuden romahdusta

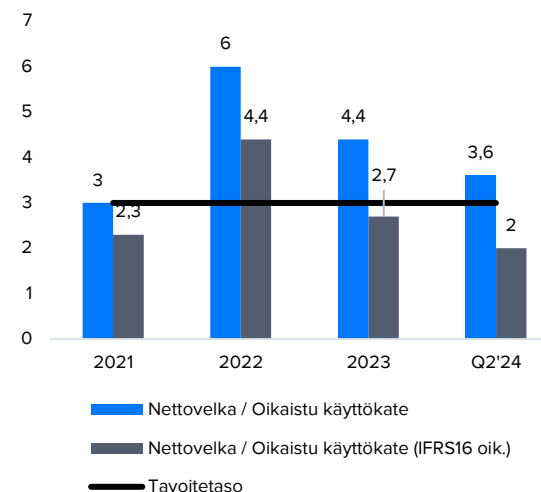
Liikevaihtotavoite



Kannattavuustavoite



Taseen velkaantuneisuus



Sosiaali- ja terveydenhuoltomarkkina (1/6)

Terveydenhuoltomarkkinoiden jakautuminen

Pihlajalinnalla toimii pääasiassa Suomen vajaa 16 mrd. euron terveydenhuollon markkinoilla. Yksityisesti tuotettu terveydenhuollon markkina on noin 4,4 mrd. euroa ja se pitää sisällään työterveyshuollon, perusterveydenhuollon, suunterveydenhuollon, erikoissairaanhoidon sekä lastensuojelun. On kuitenkin hyvä huomioida, että suun terveys ei ole yhtiölle relevantti markkina. Pihlajalinnan osuus markkinasta on arviomme mukaan noin 10-15 % (ulkoistusten sosiaalipalvelut vaikeuttavat osaltaan laskemista). Yhtiön markkinaosuus on noin hieman vajaa 5 %, kun myös julkisesti tuotettu terveydenhuolto huomioidaan.

Markkina on defensiivinen

Vuosien 2015-2022 välillä Suomen yksityisesti tuotettu terveydenhuolto on kasvanut vain noin 2 %:n vuotuista vauhtia. Pihlajalinnan kilpailija Terveystalo on arvioinut, että markkina tulee jatkossa kasvamaan noin 3-4 % vuodessa 2022-2028. Historiassa etenkin julkisesti rahoitettu yksityinen tuotanto on kasvanut markkinan sisällä keskimääräistä selvästi nopeammin. Terveystalon ennusteiden mukaan tämä osa-alue myös jatkossa kasvaa selvästi muuta markkinaa nopeammin (2022-2028e: 6 % CAGR), mitä tukee etenkin julkisen terveydenhuollon pitkät hoitojonot. Julkisen sektorin rahoittamassa yksityisessä tuotannossa painopiste siirtyy mm. erilaisten osulkoistusten ja vastuulääkäri-mallien varaan. Nämä uudet mallit korvaavat aiemmin voimassa ollutta kokonaisulkoistusmarkkinaa, jossa lainsäädäntö on pitkälti estänyt uusien sopimusten synnyn. Osa-alue pitää myös sisällään ns. ”spot-kaupan”, jossa yksityisten

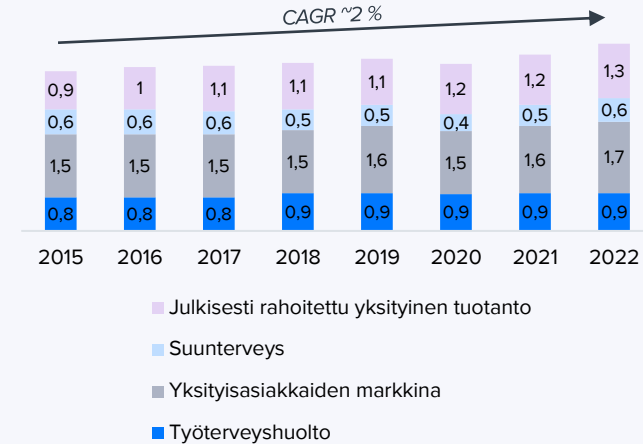
yhtiöiden olemassa olevaan verkostoon myydään esimerkiksi leikkauksia.

Samojen ennusteiden mukaan työterveysmarkkinan on arvioitu kasvavan tulevina vuosina (2022-2028e: +3 % CAGR). Historiassa työterveys on kasvanut pitkälti hinnankorotusten turvin, minkä uskomme olevan kasvun tärkein ajuri myös jatkossa. Työterveysmarkkinan kasvu on riippuvainen maan työllisten määrästä, ja tämän osalta kasvunäkymä ei ole pitkällä tähtäimellä kummoinen. Ennusteet odottavat myös yksityisasiakkaiden markkinan kasvavan selvästi tulevina vuosina (2022-2028e: +3 % CAGR), jossa ajurina toimii julkisen terveydenhuollon kasvaneiden hoitojonojen myötä lisääntyneet yksityishenkilöiden terveysvakuutukset.

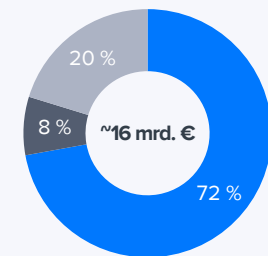
Osaltaan viime vuosina yksityisten terveyspalveluyhtiöiden kasvua on rajoittanut tarjonta, ja siten kysynnän voimistuminen ei aina myös automaattisesti näy yksityisten yhtiöiden kasvussa samassa mittakaavassa. Tämän luoma pullonkaula kasvuun on kuitenkin helpottanut, mikä osaltaan viestii osaajien siirtymästä julkiselta puolelta yksityiselle puolelle.

Yleisesti viime vuonna voimaan astuneella sote-uudistuksella ja sillä, missä määrin hyvinvointialueet tulevat hyödyntämään yksityisiä toimijoita palvelutuotannossaan tulee olemaan merkittävä vaikutus yksityisen markkinan kasvuvauhtiin. Nykyinen hallitusohjelma vaikuttaa suotuisalta yksityisille terveyspalveluyhtiöille, mutta hyvinvointialueiden tiukkojen rahoitustilanteiden vuoksi myynti hyvinvointialueille on ollut varsin tahmeaa sote-uudistuksen alkuvaiheessa.

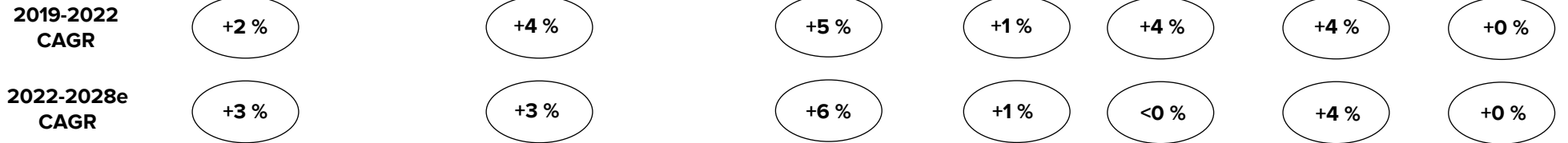
Suomen yksityisen terveydenhuollon kohdemarkkina (mrd. euroa)



Terveydenhuollon markkinoiden jakautuminen (2022)

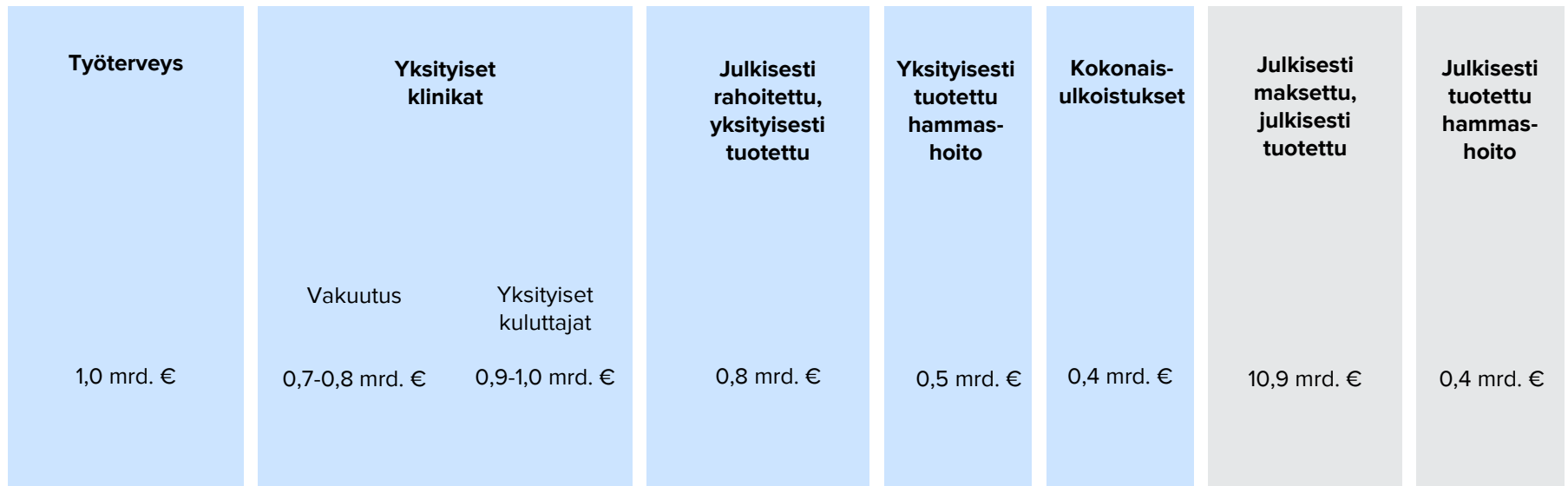


Suomen terveydenhuollon markkina



Suomen noin 4,5 miljardin euron yksityinen terveydenhuollon markkina

Suomen noin 11,3 miljardin euron julkisen terveydenhuollon markkina*



Lähde: Terveystalo, Inderes. Pihlajalinna ei ole julkaissut erillisiä markkinaennusteita.
* Ei mittasuhteessa

Sosiaali- ja terveydenhuoltomarkkina (2/6)

Julkisen markkina kasvanut hieman yksityistä nopeammin

THL julkistaa laajempaa dataa julkisen ja yksityisen terveydenhuollon menoista, jotka sisältävät myös mm. lääkkeet ja hoivan. Nämä terveydenhuollon käyttömenot ovat kasvaneet 2000-2021 keskimäärin noin 3 % vuodessa reiluun 25 mrd euroon. Käyttömenojen kasvu on johtunut etenkin erikoissairaanhoidon kasvaneista kustannuksista.

Terveydenhuoltomarkkinoiden kasvun ajurit

Suomen terveydenhuollon markkinan kasvua tukee useampi megatrendi, joista suurin on arviomme mukaan ikääntyvä väestö. Yli 65 vuotiaiden terveydenhuoltopalveluiden kulutus on moninkertainen tätä nuorempien kulutukseen. Suomessa on jo nyt Eurostatin mukaan maailman kolmanneksi vanhin väestö (yli 65 vuotiaiden osuudella mitattuna) Japanin ja Italian jälkeen ja vanhusten (erityisesti yli 75-vuotiaiden) osuus tulee tulevina vuosikymmeninä kasvamaan entisestään. Tämä tulee väistämättä aiheuttamaan selvää nousupainetta terveydenhuollon menoilte. Historiassa tämä on näkynyt enemmän julkisen terveydenhuollon menojen kasvuna, mutta julkisen terveydenhuollon kantokyvyn ollessa rajallinen ja hoitajajonon erittäin pitkiä tulee tämä väkisin toimimaan kasvuajurina myös yksityiselle terveydenhuollolle. Osittain vanhenevaan väestöön liittyvien elintapasairauksien yleistyminen on myös selkeä markkinaa ohjaava megatrendi. Nämä kasvattavat myös työikäisen väestön terveydenhuoltopalveluiden kysyntää ja korostavat myös ennaltaehkäisevän terveydenhuollon merkitystä.

Pula terveydenhuollon ammattilaisista on myös selkeä toimialaan vaikuttava trendi. Suomessa on arvioitu, että seuraavan 15 vuoden aikana alalle tarvitaan jopa 200 000 uutta osaajaa korvaamaan nykyisten ammattilaisten eläköitymistä ja vastaamaan kasvavaan palvelutarpeeseen. Tähän digitaaliset ratkaisut voivat tuoda helpotusta, sillä nämä mahdollistavat niukkojen resurssien tehokkaamman käytön tuoden apua henkilöstöpulaan.

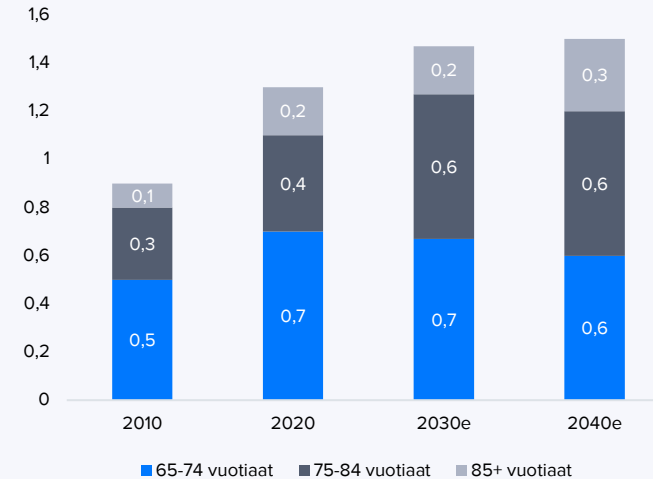
Yleisenä trendinä voi myös mainita lisäksi ihmisten lisääntyneen kiinnostuksen omaa terveyttä ja hyvinvointia sekä niiden mittaamista kohtaan. Tämän trendi pitäisi näkyä muun muassa erilaisten hyvinvointipalveluiden (esimerkiksi hieronta, fysioterapia, liikuntapalvelut, ravitsemusneuvonta) kysynnän kasvussa pidemmällä aikavälillä.

Kela-korvaukset muuttuneet useaan kertaan

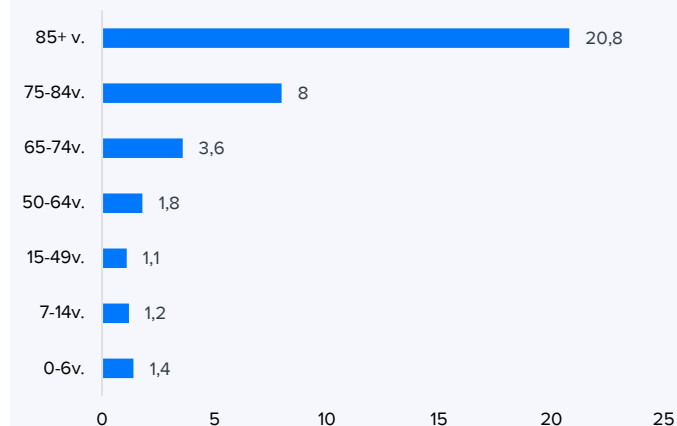
Vuoden 2023 alusta yksityisten terveystalvelujen Kela-korvauksia leikattiin yksityisasiakkaiden osalta. Yksityiset terveydenhuoltoyhtiöt arvioivat tuolloin, että leikkauksilla voi olla negatiivinen vaikutus vastaanottojen sekä kuvantamistutkimusten kysyntään. Suurempaa negatiivista vaikutusta kysyntään ei kuitenkaan ilmennyt.

Vuonna 2023 valittu Petteri Orpon hallitus sen sijaan päätti nostaa Kela-tukia vuoden 2024 alusta alkaen. Tässä tarkoituksena on tukea yksityishenkilöitä turvautumaan yksityisten terveystalveluiden pariin helpottamaan julkisen terveydenhuollon hoitajajonon.

Yli 65-vuotiaat Suomessa (milj. ihmistä)



Perus- ja erikoissairaanhoidon kustannukset ikäryhmittäin suurissa kaupungeissa 2018 (TEUR/asukas)



Sosiaali- ja terveydenhuoltomarkkina (3/6)

Kokonaisuudessaan Kela-tukia on tarkoitus nostaa vuosien 2024-2027 välillä 500 MEUR:lla, josta valtion rahoitusosuus on 335 MEUR. Summa on siten varsin merkittävä suhteutettuna yksityisasiakkaiden 1,7 mrd. euron markkinaan.

Pihlajalinna on kommentoinut, että Kela-tukien noston odotetaan lisäävän yksityisten terveyspalveluiden kysyntää mm. palveluseleiden ja muiden ostopalveluiden kysynnän kasvuna. Tähän asti Kela-tukien nostolla ei ole käsityksemme mukaan kuitenkaan ollut suurta positiivista vaikutusta yhtiön kysyntään. Myös kilpailijan Terveystalon kommentit ovat olleet samansuuntaisia. Osaltaan korotukset ovat kuitenkin voineet helpottaa hinnankorotusten läpiviemistä yksityisasiakkaille.

Hoivamarkkinalla yksityisten rooli korkea

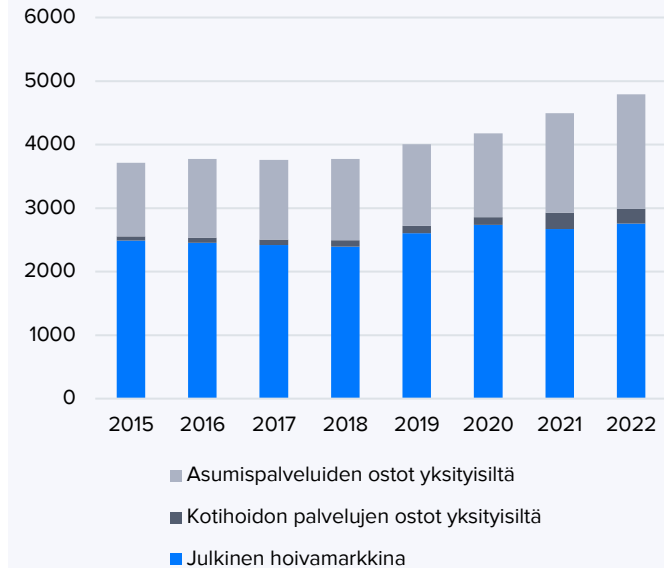
Pihlajalinna toimii myös Suomen hoivamarkkinalla, mutta varsinainen fokusalue se ei ole. Hoivaa tarjotaan osana ulkoistusten sosiaalipalveluita, mutta yhtiöllä on myös näistä erillisiä hoivayksiköitä. THL:n datan mukaan vuosien 2015-2022 välillä ikääntyneiden ja vammaisten pitkäaikaishoidon sekä kotihoidon kustannusten arvo on kasvanut noin 4 %:lla (CAGR) 4,8 mrd. euroon. Samalla yksityisten osuus palveluntuotannosta on kasvanut noin 43 %:iin (2015: 33 %) ja yksityinen markkina on kasvanut siten yleistä markkinaa nopeammin. Erityisesti vuodesta 2019 alkaen sekä julkinen että yksityinen markkina on kääntynyt selvään kasvuun. Osaltaan tähän on vaikuttanut arviomme mukaan hoivakohu ja nousseet hoitajamitoitukset, koronapandemia sekä viime

vuosina kustannusinflaatio. Pidempiaikaisena trendinä väestön vanheneminen ajaa myös markkinan kasvua taustalla.

Hoivakohun seurauksena hoitajamitoitusvaatimusta kasvatettiin, jolla onkin ollut vaikutusta kaikille alan toimijoille. Vaatimus oli tarkoitus nostaa portaittain 0,5:sta hoitajasta per asiakas lopulta 0,7 tasolle. Lopullisen tason oli määrä tulla voimaan jo 2023. Tätä on nyt lykätty peräti vuoteen 2028 asti, sillä sekä julkisilla että yksityisillä toimijoilla on ollut vaikeuksia löytää näin paljon hoitajia vanhuspalveluihin. Tällä hetkellä mitoitus on 0,65 hoitajaa ja hallituksen on tarkoitus laskea sitä 0,6:een vuonna 2025.

Yksityisille hoivapalveluiden tuottajille (Attendo, Mehiläinen, Esperio) tuli hoivakohusta selviä negatiivisia vaikutuksia katteisiin näiden sopimusten ollessa pääasiassa kiinteähintaisia. Tämän jälkeen yhtiöt ovat irtisanoneet niille epäedullisia sopimuksia ja tätä kautta hintataso on alkanut hiljalleen tervehtyä. Pihlajalinnan kokonaisulkoistussopimuksissa on yhtiön mukaan määritelty, että tilaaja vastaa viranomaismääräyksistä johtuvista kustannustasojen korotuksista. Sen pitäisi siten kyetä vyyryttämään näissä nousseita kustannuksia tilaajille. Näiden kustannusten maksajiin on silti liittynyt historiassa kiistaa kuntien ja Pihlajalinnan välillä.

Hoivapalveluiden markkina (MEUR)



Sosiaali- ja terveydenhuoltomarkkina (4/6)

Vakuutusyhtiöohjauksella merkittävä rooli

Vakuutusyhtiöiden merkitys hoidonmaksajina kasvaa jatkuvasti sosiaali- ja terveydenhuoltomarkkinoilla suomalaisten yksityisten sairauskuluvakuutusten määrän jatkaessa kasvua. Vuoden 2023 lopussa sairauskuluvakuutus oli jo noin 1,3 miljoonalla suomalaisella. Erityisesti leikkaustoiminnassa vakuutusyhtiöohjauksella on merkittävä rooli, kun vakuutusyhtiö ostaa terveystalvuyhtiöltä toimenpiteitä yleensä isommissa erissä ja ohjaa potilaitaan vahinkojen sattuessa hyväksymilleen palveluntuottajille.

Viime vuosina vakuutusyhtiöiden monituottajamallit ovat lisääntyneet ja asiakas voi valita itse listalta haluamansa palveluntarjoajan. Erityissuhteita vakuutusyhtiöiden ja palveluntuottajien välillä silti on edelleen. Tästä esimerkkinä Pihlajalinna tuottaa asiakkaan hoidontarpeen arviointiin hoitajapuhelinpalvelua Fennialle sekä Pohjolalle. Toimintamalli mahdollistaa asiakkaalle nopean hoitoon pääsyn ja hoitoketjun virtaviivaistamisen, mikä säästää myös vakuutusyhtiön kustannuksia. Se mahdollistaa myös asiakkaille vakuutusasioiden hoidon ja hoitoon hakeutumisen samanaikaisesti. Terveystalvuyhtiöiden tuottajat ohjaavat käsityksemme mukaan palvelun kautta potilaita mielellään myös omiin lääkärikeskuksiinsa, mikäli vapaita aikoja on paikkakunnalla saatavilla.

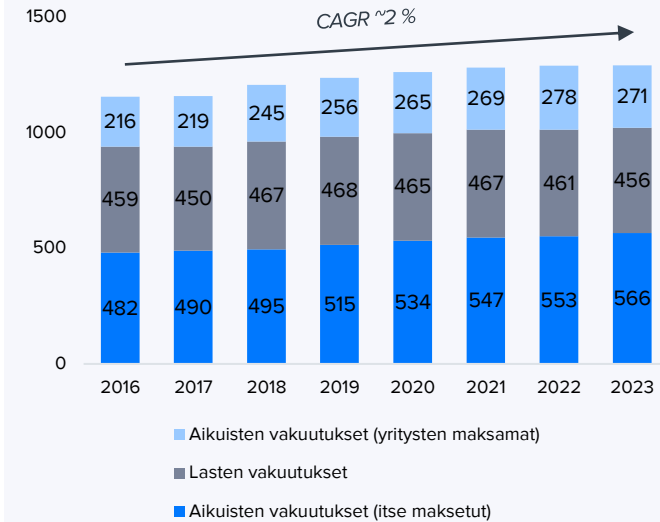
Sote-uudistuksen tarve ja tavoitteet

Sote-uudistus on yksi suurimpia Suomessa tehtyjä julkisen sektorin organisaatiomuutoksia, ja sitä valmisteltiin yhteensä yli 10 vuotta. Uudistuksen tarve on syntynyt Suomen väestön ikääntyessä nopeaa tahtia aiheuttaen merkittäviä painetta Suomen julkiselle taloudelle nousseiden terveydenhuoltomenojen vuoksi. Tästä syystä syntyikin tarve järjestää julkinen terveydenhuolto niin, että kustannusten merkittävää kasvua onnistuttaisiin hillitsemään samalla turvaten yhdenvertaiset palvelut koko maassa.

Uudistuksen yleisluontoisina tavoitteina on turvata yhdenvertaiset ja laadukkaat palvelut, parantaa palvelujen saatavuutta, kaventaa terveyseroja, turvata ammattitaitoisen työvoiman saanti sekä hillitää kustannusten kasvua. Lyhyemmällä aikavälillä uudistuksen tavoitteena on erityisesti julkisen puolen pitkien hoitoketjujen purkaminen. THL:n mukaan huhtikuussa 2024 lopussa 162 000 potilasta odotti pääsyä kiireettömään erikoissairaanhoidon. Hyvinvointialueiden välisissä hoitoketjuissa on kuitenkin merkittäviä eroja, mikä kielii hoitoonpääsyn yhdenvertaisuuden haasteista.

Nykyinen sote-uudistus tavoittelee myös kustannusten hillitsemistä, mutta aiemman Sipilän hallituksen sote-mallin tiukasta kustannusleikkurista on luovuttu. Myös valinnan vapaudesta, jossa asiakas olisi itse voinut valita nykyistä vapaammin palveluntuottajansa on nykyisessä sote-uudistuksessa luovuttu.

Sairaskuluvakuutusmäärien kehitys



Sosiaali- ja terveydenhuoltomarkkina (5/6)

Sote-uudistuksen yhteydessä toteutui myös maakuntauudistus, kun vuoden 2023 alussa sote-palveluiden järjestämisvastuu siirtyi noin 300 kunnalta 21 hyvinvointialueelle sekä Helsingille. Vastuun siirtämistä hyvinvointialueille perustellaan sillä, että suurilla maakunnilla olisi taloudellisesti parempi kantokyky. Mallissa on myös viisi yhteistoiminta-aluetta erityistason palveluita varten.

Vaikutukset yksityisille yhtiöille

Nykyisessä sote-mallissa päävastuu palveluiden tuottamisesta säilyy julkisilla toimijoilla. Nykyinen hallitusohjelma sisältää kuitenkin useita kirjauksia, joissa pyritään lisäämään yksityisen ja julkisen terveydenhuollon yhteistyötä. Yksi esimerkki tästä on mm. Kela-tukien nosto. Uusi hallitusohjelma myös mahdollistaa yksityisille toimijoille laajemman palveluvalikoiman (esim. matalan kynnyksen mielenterveyspalvelut). Lisäksi pidemmällä aikavälillä alan toimijoiden kustannusten ja vaikuttavuuden läpinäkyvyyden lisääminen pitäisi antaa lisätietoa eri toimijoiden toiminnan tehokkuudesta.

Myös uudessa sote-mallissa hyvinvointialueet voivat hankkia yksityisiltä palveluntuottajilta kaikkia niitä ostopalveluita, joita ei ole erikseen laissa kielletty. Isompia uusia vanhalla mallilla solmittuja ulkoistushankkeita ei kuitenkaan käytännössä enää tehdä, ja hyvinvointialueiden järjestämisvastuun (tarpeeksi omaa tuotantoa) pitää toteutua. Useiden hyvinvointialueiden rahoitustilanne on myös hyvin kireä, minkä vuoksi näiden ostot ovat olleet viime ja tänä vuonna

pitkälti jäissä. Se miten yksityisten yhtiöiden ja hyvinvointialueiden yhteistyö tulee jatkossa toteutumaan on edelleen jossain määrin hämärän peitossa. Pihlajalinna näkee kuitenkin mahdollisuuksia uudelaississa sopimuksissa sekä ns. ”spot-kaupan” kasvussa.

Hyvinvointialueilla oli syksyllä 2023 mahdollisuus irtisanoa sellaiset nykyiset ulkoistussopimukset, joissa järjestämisvastuu ei toteudu hyvinvointialueen kokonaisarvion perusteella. Mehiläisen suuri Länsi-Pohjan kokonaisulkoistussopimus sai jatkoa, joskin sopimuksen vastuunjakoja muutettiin hieman aiemmasta. Sen sijaan Pihlajalinnan merkittävä Etelä-Pohjanmaan ulkoistussopimus (Kuusiolinnassa Terveys) irtisanottiin hyvinvointialueen toimesta. Myös Pihlajalinnan Jämsän Terveys ja Jokilaakson Sairaalan sopimukset ovat päätymässä vuonna 2025. Pirkanmaan kokonaisulkoistukset ovat sen sijaan jatkumassa aiempien sopimusten mukaisesti. Kilpailija Terveystalo on tietoisesti luopumassa asteittain nykyisestä ulkoistusliiketoiminnasta tulevina vuosina päättyvien sopimusten myötä.

Poliittinen epävarmuus kasvattaa toimialariskiä

Pihlajalinnan ja muiden toimialan yhtiöiden kasvunäkymät ovat osittain linkitetty siihen, mikä yksityisten palveluntuottajien rooli tulee jatkossa olemaan ja kuinka laajasti ne otetaan mukaan osaksi uudistunutta sosiaali- ja terveydenhuoltomarkkinaa. Nykyinen hallitus ja sen linjaukset vaikuttavat yleisesti olevan suotuisia yksityisille yhtiöille. Tämä ei kuitenkaan poista

poliittisia riskejä, sillä hallitus vaihtuu neljän vuoden välein. Poliittiset riskit ovatkin toimialalla jatkuvasti läsnä. Poliittisesti epävarmat näkymät vaikeuttavat yhtiöiden omien suunnitelmien laatimista ja nostavat riskiprofiilia pääomamarkkinoilla. Pihlajalinna on sen mittavien ulkoistusten vuoksi herkempi poliittisille päätöksille, mutta tulevina vuosina herkkyys tulee kuitenkin jossain määrin laskemaan kun ulkoistuksia tulee päättymään.

Toisaalta poliittisten päätöksien vaikutuksia ei pidä myöskään yliarvioida. Tästä esimerkkinä toimii Kela-tukien muutokset, joilla ei lopulta ole ollut erityisen suurta vaikutusta yhtiön kysyntään.

Sosiaali- ja terveydenhuoltomarkkina (6/6)

Kilpailuympäristö

Yleiskatsaus kilpailuympäristöön

Pihlajalinna kilpailee Suomen sosiaali- ja terveydenhuoltomarkkinoiden asiakkaista niin muiden yksityisten palvelutuottajien kuin julkisen sektorin ja kolmannen sektorin kanssa (yhdistykset, osuuskunnat ja säätiöt). Sosiaali- ja terveystaloiden tuotanto on usein paikkaan ja kieleen sidottua, joskin alalla nopeasti yleistyvät digitaaliset palvelut ovat kasvattaneet myös etälääkäripalveluiden tarjontaa. Terveydenhuolto on Suomessa pääosin julkisesti tuotettua ja yksityisillä palveluntuottajilla on noin 25-30 %:n osuus kokonaismarkkinasta. Sote-uudistus vaikutti tapaan, jolla julkisia sosiaali- ja terveydenhuoltopalveluita tuotetaan.

Mehiläinen suurin sote-toimija

Suomen suurin sosiaali- ja terveystalouden toimija 2023 liikevaihdolla mitattuna oli Mehiläinen (1850 MEUR). Mehiläinen toimii laajalla palveluvalikoimalla terveydenhuollon palveluiden (64 % liikevaihdosta) lisäksi myös vanhusten-, vammaisten-, mielenterveys- ja päihdehoidon puolella. Mehiläinen kannattavuus heikkeni vuonna 2022 (oik. EBITA-% 8,4 %) elpyen kuitenkin vahvasti vuonna 2023 (oik. EBITA-% 11,7 %). Vuonna 2023 sillä oli työterveyshuollettavia 620 000.

Terveystalo oli vuoden 2023 luvuilla mitattuna Suomen 2. suurin toimija 1286 MEUR:n liikevaihdolla. Terveystalolla on yritysasiakkaissaan työterveyshuollettavia noin 680 000. Terveystalo teki vuonna 2023 9,8 %:n oikaistun EBITA-marginaalin (2022: 8,4 %).

Sote-toimijoista 3. suurin on Attendo, joka toimii käytännössä puhtaasti hoivassa. Terveystaloiden tarjoamista yhtiöistä Pihlajalinna on liikevaihdolla mitattuna Suomen 3. suurin yksityinen toimija. Kilpailijoihin (Mehiläinen ja Terveystalo) verrattuna Pihlajalinnan kannattavuus on historiassa heilunut selvästi enemmän. Tämä on nähdäksemme osittain seurausta siitä, että ulkoistuksen ovat olleet yhtiön liiketoimintaportfoliossa kilpailijoita selvästi suuremmissa roolissa. Toisaalta myös yksityisen verkoston kannattavuus on ollut historiassa ailahtelevaa. Pihlajalinnalla oli vuonna 2023 reilu 280 000 loppuasiakasta työterveyshuollettavissa ja vakuutusyhtiöasiakkuuksissa.

Konsolidaation suurin aalto on jo nähty

Suomen sosiaali- ja terveydenhuoltomarkkinat ovat 2000-luvulla konsolidoituneet yritysostojen seurauksena. Suuret yhtiöt hyötyvät mittakaavaeduista laajemman verkoston tuomana kilpailuetuna, kehittäessään digitaalisia työkaluja, henkilöstöhallintoa, laatua ja brändiä. Nähdäksemme suurin konsolidaatioaalto on jo takanapäin ja tällä hetkellä Terveystalo, Mehiläinen ja Pihlajalinna ovat ainoat toimijat, joilla on tarjota laajan palvelutarjonnan kattava toimipisteverkosto integroidulla hoitoketjulla. Pihlajalinna on kasvattanut verkostoaan maantieteellisesti viime vuosina, mutta on verkoston osalta kahta isointa kilpailijaa jäljessä. Yhtiöt kohtaavat kilpailua myös alueellisesti vahvoilta toimijoilta (Aava pääkaupunkiseudulla).

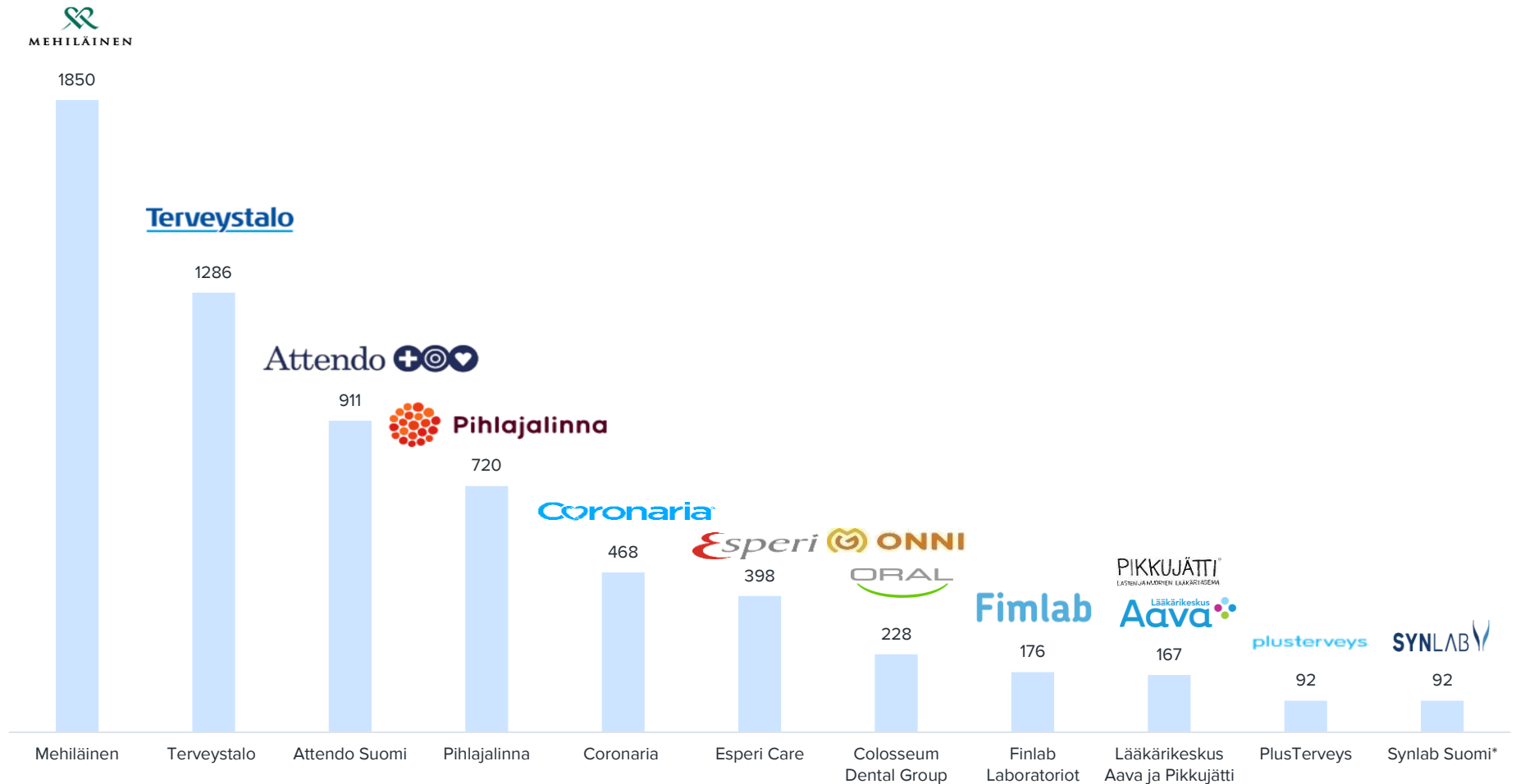
Myös pienemmät erikoistuneet toimijat ovat vahvoja suunterveydessä ja hyvinvointipalveluissa. Vaikka erikoistuneet toimijat eivät kykene

tarjoamaan integroitua hoitoketjua asiakkaille, pitää erikoistuminen niiden brändin ja tarjoaman selkeänä ja niiden on mahdollista saada tehokkuushyötyjä keskittymällä tiukasti ydinosaamiseensa. Suunterveyden puolella vahvoja erikoistuneita toimijoita ovat Colosseum Dental Group (Oral ja Onni) sekä PlusTerveystalo. Hoiva-alaan fokuoituvat isoimmat pelurit ovat Attendo ja Espero Care. Laboratoriopalveluiden tuottamiseen fokuoituvat Synlab, Fimlab ja Vita Laboratoriot, jota Pihlajalinna hyödyntää keskuslaboratoriona. Ne ottivat isot kasvuharppaukset koronatestaamisen myötä.

Fysioterapian osalta vahva toimija on ollut Fysios, joka oli itsenäisenä yhtiönä hyvin aggressiivinen yritysostoissa. Mehiläinen osti sen kuitenkin vuonna 2022. Mielenterveydessä Vastaamo oli kasvanut vahvasti, mutta sen tarina sai päätöksen 2020 potilastietovuodosta ja jäljelle jäänyt psykoterapiatoiminta myytiin Vervelle. Myös Coronaria on ollut (2023: 468 MEUR) aktiivinen yrityskaupoissa etenkin terapiapuolella. Coronaria on myös silmäleikkauksissa markkinajohtaja ostettuaan Silmäseuran vuonna 2020. Alalla on edelleen runsaasti pieniä alueellisia toimijoita tarjolla ostokohteiksi. Tänä vuonna merkittävin yrityskauppa oli kun Mehiläinen tiedotti Docrates syöpäsairaalan ostamisesta toukokuussa 2024 Aava Terveystalolta.

Markkina on jo konsolidoitunut sen verran pitkälle, että suurempien yritysostojen toteuttaminen on kilpailulainsäädännön kannalta haastavaa. Joka tapauksessa toimialan suurimmat Terveystalo, Mehiläinen ja Pihlajalinna ovat nähdäksemme liian isoja ollakseen ostokohteita muille.

Suurimpia sote-toimijoita 2023 liikevaihto (MEUR)



Lähde: Inderes, yhtiöiden tilinpäätökset. Yhtiöiden liikevaihdot tilikaudelta 2023 (Synlabin osalta vuosi 2022). Osassa kyseessä on Inderesin arvio, jos konserni muodostuu useasta yhtiöstä.

Pihlajalinnan kilpailijoita eri segmenteissä

		Perusterveydenhuolto ja työterveys	Erikoissairaanhoido	Leikkaukset	Laboratoriot	Kuvantaminen
Integroitu yksityinen terveydenhuolto	Työterveys (0,9 mrd. €)					
	Yksityisesti rahoitettu, yksityisesti tuotettu (0,8 mrd. €)					
	Julkisesti rahoitettu, yksityisesti tuotettu (0,9 mrd. €)					
Alueellinen työterveys	Työterveys (0,1 mrd. €)					
Erikoistuneet diagnostiikan toimijat	Yksityisesti rahoitettu (0,3 mrd. €)					
Yhteen tai useampaan alaan erikoistuneet toimijat	Yksityisesti rahoitettu (0,5 mrd. €)					

Taloudellinen tilanne ja historiallinen kehitys (1/5)

Liikevaihdon kasvu ollut voimakasta

Pihlajalinnan liikevaihto on kasvanut vuoden 2001 perustamisesta erittäin vauhdikkaasti 720 MEUR:oon vuonna 2023. Edellisen kymmenen vuoden aikana liikevaihto on kasvanut keskimäärin noin 28 % vuodessa.

Historiassa yritysostot ovat muodostaneet merkittävän lisän yhtiön liikevaihdon kasvuun. Liikevaihdolla mitattuna merkittävimmät ostokohteet ovat olleet Pohjola Sairaala (59 MEUR), Dextra Oy (28 MEUR), Forever (18 MEUR), Doctagon (17 MEUR), Tampereen Lääkärikeskus (15 MEUR), Työterveys Virta (14 MEUR), Etelä-Savon Työterveys sekä Lääkärikeskus Ikioma (12 MEUR) ja Laser Tiikka (10 MEUR). Yhtiö on myös hankkinut useita pienempiä kohteita aikavälillä.

Toinen merkittävä kasvun lähde on ollut kuntien sote-palveluiden ulkoistusliiketoiminta. Kokonais- ja osaulkoistukset tekivät vuonna 2023 yhteensä noin 283 MEUR liikevaihtoa laskien kuitenkin vuodesta 2022 (304 MEUR) hyvinvointialueille siirtyneiden erikoissairaanhoidon vastuiden myötä. Historiassa ulkoistukset ovat olleet erittäin pääomatehokas kasvuajuri, mutta tulevana vuosina liikevaihto näissä jatkuu laskussa.

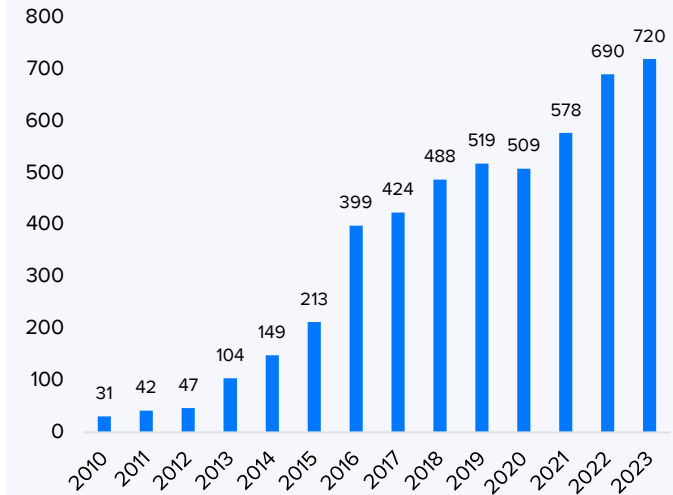
Vuosien 2017-2020 välillä yhtiön orgaaninen kasvu oli vain lievästi positiivista (n. 1 %) ja arviomme mukaan lähellä markkinan kasvua. Ajanjaksolle ei ajoittunut uusien ulkoistusten käynnistymisiä, mikä vaikutti kasvuun. Vuosina 2021-2023 yhtiö on onnistunut kiihdyttämään orgaanisen kasvun keskimäärin noin 9 %:iin, mikä

on selvästi markkinaa nopeampi tahti. Pirstyneen kasvun taustalla on ollut etenkin pandemian jälkeinen vahva kysyntä, minkä tukemana yhtiö on kyennyt nostamaan yksityisen puolen käyttöasteitaan lähemmäs kilpailijoiden tasoja. Yhtiö on myös onnistunut kasvattamaan tarjontaansa hyvin ammatinharjoittajien rekrytoinnin kautta. Etenkin vuosina 2022-2023 myös hinnankorotuksilla on ollut merkittävä kasvua tukeva vaikutus.

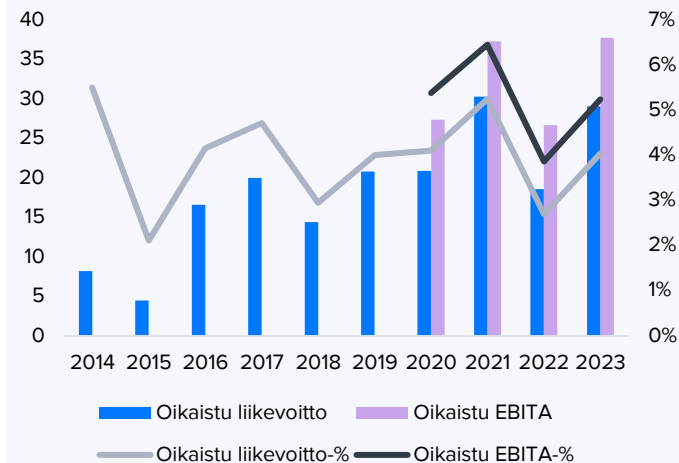
Kannattavuuskehitys ollut vaihtelevaa ja jäänyt tavoitteista

Pihlajalinnan kannattavuuskehitys on ollut historiassa vaihtelevaa. Oikaistu liikevoitto - marginaali (huom. ei EBITA) on ollut viimeisen 10 vuoden aikana keskimäärin 4 % ja vaihdellut 2,1-5,5 %:n välillä. Nykyään yhtiö raportoi oikaistua EBITAa, joka on ollut edellisen neljän vuoden aikana keskimäärin 5,2 % ja vaihdellut 3,9-6,5 %:n välillä. Viime vuonna (2023) yhtiö teki 5,2 %:n oikaistun EBITA-marginaalin. Kilpailijoihin nähden kannattavuus on edelleen selvästi heikommalla tasolla (Terveystalo 2023 oik. EBITA: 9,8 % & Mehiläinen 2023 oik. EBITA: 11,7 %), joskin Pihlajalinnan suurten ulkoistussopimusten myötä Pihlajalinnan rakenteellinen kannattavuuspotentiaali on arviomme mukaan edelleen jossain määrin kilpailijoita matalampi. Vaikka kannattavuus on kohenemassa tänä vuonna selvästi on yhtiöllä edelleen vielä matkaa nykyiseen pitkään aikavälin tavoitteeseen (EBITA yli 9 %).

Liikevaihdon kehitys



Operatiivisen tuloksen ja kannattavuuden kehitys



Taloudellinen tilanne ja historiallinen kehitys (2/5)

Pihlajalinnan tuloksesta on myös hyvä huomata, että osa siitä hupenee ulkoistuksiin liittyviin vähemmistöihin. Historiassa vähemmistöjen osuus tuloksesta on kuitenkin ollut suurempi. Nykyisin yhtiö omistaa Kolmostien Terveydestä 96 %, Mäntänvuoren Terveydestä 91 % Jokilaakson Terveydestä 90 %, Kuusiolinnan Terveydestä 97 %, Jämsän Terveydestä 51 % sekä Selkämeren Terveydestä 75 %.

Segmenttirakenne vaihtunut tiuhaan

Pihlajalinnalla jakoi vuoteen 2017 asti toimintonsa Lääkärikeskukset ja erikoissairaanhoito (L&E) sekä Perusterveyden ja sosiaalihuollon palvelut (P&S) –segmentteihin. Vuoden 2020 lopussa Pihlajalinnalla alkoi raportoida liikevaihtoaan ja liikevoittoaan kokonaisulkoistusten osalta sekä konsernista ilman kokonaisulkoistuksia. Tähän jakoon tuli muutos vuoden 2024 alusta, jolloin yhtiö alkoi raportoida lukuja kahdesta segmentistä: Yksityiset terveyspalvelut ja Julkiset palvelut. Tiettyjä pieniä muutoksia lukuun ottamatta segmentit ovat historiallisesti pyrkineet erottelemaan yhtiön julkista sektoria palvelevan liiketoiminnan (pääasiassa ulkoistukset) ja yksityisen verkoston liiketoiminnan. Siten historialliset segmentit ovat jossain määrin vertailukelpoisia toistensa kanssa. Edelliseen rakenteeseen nähden selkein ero nykyisessä on, että Julkisiin palveluihin kuuluu kokonaisulkoistusten lisäksi myös työvoimapalvelut. On hyvä huomata, että Yksityisiin terveyspalveluihin lasketaan mukaan myös julkisen sektorin työterveyspalvelut.

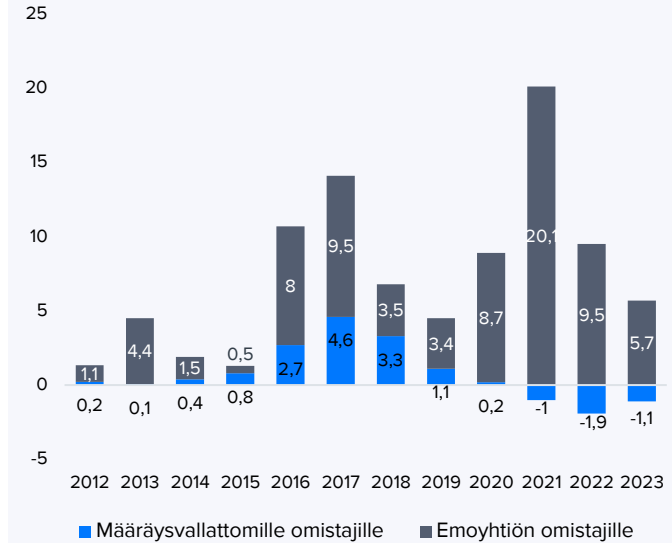
Nykyisistä segmenteistä on tiedossa operatiiviset tulokset vain vuodelta 2023. Viime vuonna Yksityisen terveyspalvelut teki 27,5 MEUR:n

oikaistun EBITAn (6,5 % lv:sta) ja Julkiset palvelut 10,2 MEUR (3,3 % lv:sta) oikaistun EBITAn. Tänä vuonna Julkiset palvelut –segmentin tuloskontribuutio on kasvamassa selvästi, mutta jatkossa sen osuus tulee laskemaan. Yksityiset terveyspalvelut –segmentin kannattavuus- ja tulospotentiaali onkin nähdäksemme Julkiset palvelut –segmenttiä korkeampi.

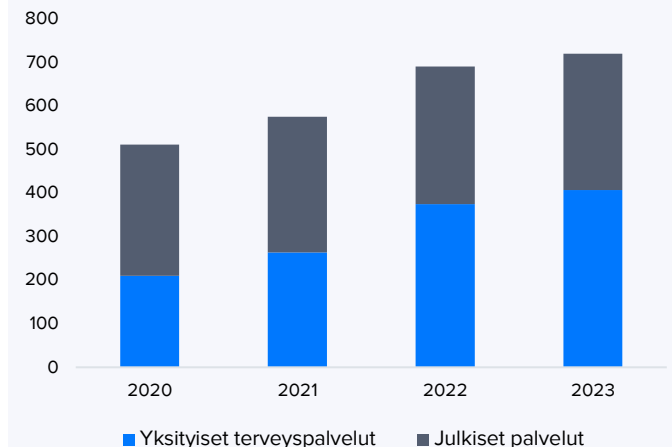
Kokonaisulkoistusten tuloskontribuutio ollut aikoinaan nykyistä suurempi

Historiassa vanha P&S-segmentti on ollut merkittävässä roolissa konsernin tuloksen osalta. Esimerkiksi vuonna 2017 vanha P&S-segmentti teki 9,1 %:n liikevoittomarginaalin (L&E-segmentti teki 1,5 %). Yleisesti P&S-segmentin kehitys oli vahvaa vuosina 2015-2018, minkä taustalla oli yhtiön kyky tehostaa asteittain toimintaansa ja parantamaan toimintamallejaan. Kokonaisulkoistusten (raportointi 2020 alkaen) kannattavuus lähti heikkenemään asteittain 2019 alkaen vuoteen 2021 asti. Yksi syy taustalla oli hoivakohun nostamat hoitajamitoitukset, jotka nostivat kuluja. Yhtiön näkemys oli, että ulkoistusopimuksissa oli sovittu, että viranomaismääräyksistä johtuvat kustannustasojen nousut olisi pitänyt kuulua tilaajan maksettaviksi. Kiistat ovat tänä päivänä jo saatettu loppuun, mutta yhtiö ei saanut perittyä takaisin näihin liittyviä kuluja kunnilta. Myös etenkin Pirkanmaan sairaanhoitopiirin tekemät isot investoinnit olivat syynä ulkoistusten kannattavuuden laskuun. Sairaanhoitopiiri laskuttaa noin 50 % tekemistään investoinneista alueen kunnilta muun erikoissairaanhoidon laskutuksen mukana. Näihin liittyvät kustannukset ovat laskeneet, kun erikoissairaanhoidon vastuut ovat siirtyneet hyvinvointialueille.

Nettotuloksen jakautuminen (MEUR)



Nykyisten segmenttien arvioitu* historiallinen liikevaihdon kehitys (MEUR)



* Eri liikevaihtoerien sisäisiä eliminoinneista jouduttu tekemään oletuksia

Lähde: Inderes, Pihlajalinnalla

Taloudellinen tilanne ja historiallinen kehitys (3/5)

Myös koronapandemiaan liittyvät ylimääräiset kustannukset painoivat kuntaaulkoisten kannattavuutta. Myös näiden kustannusten jaosta yhtiö on kiistellyt kuntien kanssa jälkikäteen.

Vuodesta 2022 alkaen kokonaisulkoistusten kannattavuus alkoi kehittymään parempaan suuntaan pitkälti yhtiön sopeutustoimien (mm. muutosneuvottelut) myötä. Vuodesta 2023 alkaen kuntien erikoissairaanhoidon kustannusvastuita on siirtynyt hyvinvointialueille, millä on ollut kannattavuuteen ja sen ennustettavuuteen positiivinen vaikutus. Vuoden 2023 alussa siirtyi Pirkanmaan, H2'23 alussa Keski-Suomen vastuu ja vuoden 2024 alussa Etelä-Pohjanmaan vastuu. Vuonna 2023 Kokonais- ja osaulkoistusten oikaistu EBITA kasvoikin selvästi 11,6 MEUR:oon (2022: 8,8 MEUR). Ulkoistusliiketoiminnan sopeutustoimet jatkuvat edelleen päättyvien sopimusten vuoksi.

Yksityisessä verkostossa ollut historiassa kannattavuushaasteita

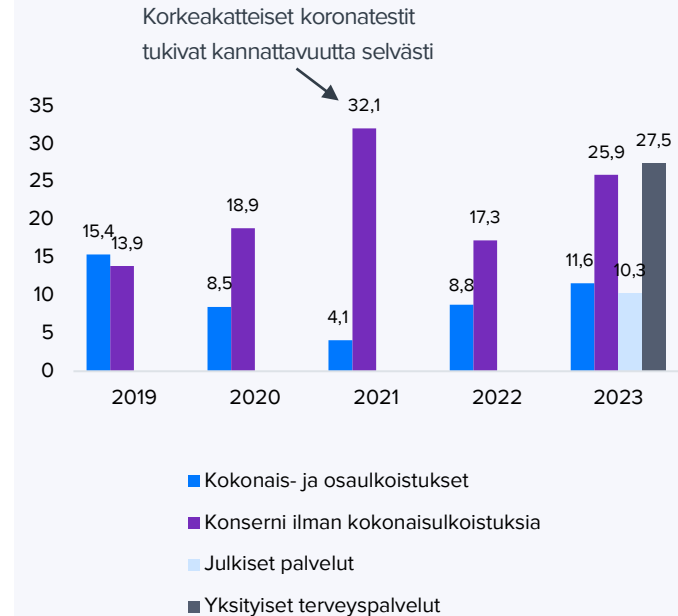
Pihlajalinnan yksityisen verkoston kannattavuus oli vuosina 2014-2018 erittäin heikolla tasolla. Pohjanoteeraus yhtiön vanhalla L&E-segmentillä oli vuoden 2018 1,4 %:n liikevoittomarginaali. Heikon kehityksen taustalla oli erityisesti kilpailun kiristyminen asiakkaista sekä lääkäreistä. Tämä puolestaan oli seurausta nopeasti kasvaneesta lääkärikeskuskapasiteetista, kun kilpailijoiden (mm. Mehiläinen ja Pohjola Sairaala) toimesta avattiin uusia isoja yksiköitä. Myös Pihlajalinnan kasvatti toimipisteiden määrää, mutta kysyntä ei kasvanut samassa tahdissa. Samalla vakuutusyhtiöiden asiakasohjauksen heikentyminen näkyi leikkaustoiminnan kysynnän laskuna. Vuonna 2019

kannattavuus alkoi tervehtymään kustannussäästöohjelman myötä. Ohjelman myötä yhtiö muun muassa karsi tappiollisia yksiköitä ja henkilöstön työaikaa kyettiin kohdentamaan enemmän palveluntuotantoon hallinnollisesta työstä.

Yhtiö käynnisti samankaltaisen ohjelman myös vuonna 2023. Ohjelmassa yhtiö teki puhtaita kululeikkauksia (mm. muutosneuvottelut), minkä lisäksi yhtiö on pyrkinyt tehostamaan toimintojaan muillakin keinoin. Yksi merkittävimpiä on yhtiön aktiivisempi ote sopimuskannan hallinnassa, minkä myötä yhtiö on voinut hinnankorotuksilla parantaa mm. useiden työterveysasiakkaiden katerakenteita. Yhtiö on yleisesti panostanut palveluprosessiensa virtaviivaistamiseen ja esimerkiksi hoitoketjun diagnostiikan konversiota on onnistuttu parantamaan. Myös historiassa tehdyistä useista yritysostoista on jäänyt vielä synergioita realisoimatta, mitä yhtiö pyrkii nyt realisoimaan muun muassa yhdistämällä hankintoja. Tuloksia tehostamistoimenpiteistä alkoi näkymään jo vuoden 2023 lopulla ja Konserni ilman kokonaisulkoistuksia teki selvän tasokorjauksen tuloksessa oikaistun EBITAn parantuessa 25,9 MEUR:oon (2022: 17,3 MEUR). Käännö on jatkunut myös vuoden 2024 puolella.

Yleisesti myös yksityisen verkoston kannattavuuden kehitystä on pidemmällä aikavälillä tukenut asiakasmäärien kasvu, minkä myötä toimipisteiden käyttöasteet ovat parantuneet. Parantamisen varaa kuitenkin on vielä. Positiivisen kehityksen taustalla ovat olleet kasvaneet työterveyden loppuasiakasmäärät (2023: yli 280 000 vs. 2015: 60 000) ja vakuutusyhtiöyhteistyön tiivistyminen.

Edellisen ja nykyisen segmenttirakenteiden oikaistun EBITAn kehitys (MEUR)



Taloudellinen tilanne ja historiallinen kehitys (4/5)

Liiketoiminta ei sido käyttöpääomaa

Pihlajalinnan liiketoiminta on pyörinyt historiallisesti negatiivisella käyttöpääomalla, jonka myötä yhtiön liiketoiminta tuottaa vahvaa kassavirtaa yhtiön kasvaessa. Liiketoiminnan rahavirrassa on kuitenkin hyvä huomioida, että vuokrat ei ole vielä vähennetty siitä vaan ne lasketaan rahoituksen rahavirtaan. Sivupalkissa olevassa kuvaajassa olemme vähentäneet vuokrat liiketoiminnan rahavirrasta.

Vuoden 2023 nettokäyttöpääoma oli -8 %. Yhtiön liiketoiminta ei tarvitse juurikaan varastoja ja myöskään myyntisaamisista ei kerry taseeseen normaalisti merkittävästi. Yksityisasiakkaat maksavat laskunsa tyypillisesti jo vastaanotolla, mutta yritys ja kunta-asiakkailla on pidemmät maksuajat. Historiassa riitatilanteet kuntien kanssa ovat aiheuttaneet muutoksia käyttöpääomaan. Erityisesti vuosina 2020-2021 myyntisaamisissa ja ostoveloissa nähtiin selvä hyppäys, kun Jämsä ei ollut maksanut Pihlajalinnan palvelutuotannon kohonneisiin kustannuksiin liittyviä laskuja. Vastaavasti Pihlajalinnalla jätti maksamatta omia laskujaan tilaajalle. Tilanne päättyi lopulta Pihlajalinnan tappioon käräjä- sekä hovioikeudessa. Vuoden 2023 lopulla saamiset laskivat jo varsin matalalle tasolle

Investointeihin on käytetty mittavasti pääomia

Liiketoiminnan luomaa rahavirtaa yhtiö allokoii ylläpitoinvestointeihin, yritysostoihin, orgaanista kasvua luoviin investointeihin, osinkoon ja rahoituskuluihin sekä viime aikoina

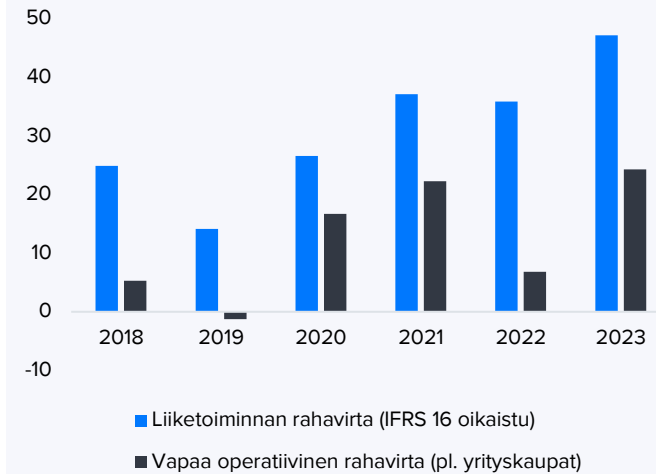
lainanlyhennyksiin. Historiassa yritysostot ovat olleet merkittävässä roolissa yhtiön investointeja. Etenkin vuodet 2018 (41 MEUR) ja 2022 (52 MEUR) erottautuvat joukosta, jolloin yhtiö käytti merkittävästi pääomia yritysostoihin. Vuonna 2018 suurimpia järjestelyjä olivat mm. Doctago ja Forever. Vuonna 2022 joukosta erottuu selvästi Pohjolan Sairaalan hankinta. Yhtiö myös lisäsi vuonna 2022 merkittävästi aineellisia investointejaan lisätäkseen Pohjola Sairaalan vastaanottohuoneiden määrää. Vuodesta 2023 alkaen yrityskaupat ovat olleet käytännössä tauolla, kun yhtiön on pitänyt sulatella aiempia ostoksia ja laskea velkaantuneisuutta.

Kokonaisuudessaan yhtiön investointitahti on ollut historiassa varsin reipas ja investointeihin on käytetty selvästi liiketoiminnan luomaa rahavirtaa enemmän pääomia, mikä on johtanut velkaantuneisuuden nousuun. Vuodesta 2023 alkaen investoinnit ovat olleet pääasiassa ylläpitoinvestointeja, joita yhtiön täytyy tehdä jatkuvasti tiloihinsa ja laitteisiinsa.

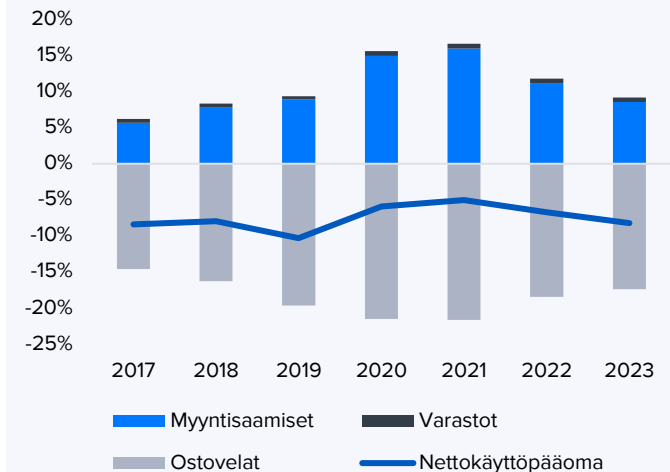
Investoinnit aineettomiin hyödykkeisiin (sis. digi-investoinnit) ovat vuosikertomukset liitetietojen perusteella suhteellisen pieniä (~6 MEUR) ja siten selvästi pienemmät kuin pääkilpailijoilla (vrt. Terveystalo ~16 MEUR/v).

Lyhyellä tähtäimellä uskomme yhtiön pääoman allokoinnin kohdistuvan edelleen velkojen takaisinmaksuun. Uskomme myös yhtiön pyrkivän maksamaan takaisin sen 20 MEUR:n hybridivelan (12 %:n korko) tarkistuspäivänä vuonna 2026.

Liiketoiminnan rahavirta ja vapaa operatiivinen rahavirta (MEUR)



Käyttöpääoman kehitys (% lv:sta)



Taloudellinen tilanne ja historiallinen kehitys (5/5)

Taseen vastaavaa puoli

Pihlajalinnan Q2'24 taseen loppusumma oli 634 MEUR. Aineettomia hyödykkeitä taseessa on 273 MEUR. Taseen suurin erä on liikearvo (255 MEUR), joka on syntynyt lukuisten yrityskauppojen seurauksena. Tämä on ymmärrettävää, sillä tyypillisesti asiantuntijaliiketoiminnassa yrityskaupoilla ostetaan osaamista ja alueellista markkinaosuutta, joka ei näy ostokohteen taseessa. Se osa jota ei voida kohdistaa ostokohteen tavaramerkeille ja asiakassuhteille (PPA) jää liikearvoon. Mikäli yhtiön tulos kehittyy ennusteidemme mukaisesti, emme odota liikearvoon alaskirjauksia. Päättyvissä ulkoistussopimuksissa ei ole riskiä alaskirjauksille, sille yhteisytykset ovat yhtiön itse perustamia eivätkä sisällä siten liikearvoa.

Vastaavaa puolella toisena merkittävänä eränä erottuu käyttöomaisuuserät (~195 MEUR), jotka liittyvät IFRS-16 standardin mukaisesti vuokravastuksiin. Näiden IFRS 16-vastuiden määrä nousi noin 130 MEUR:lla yhtiön hankittua Pohjola Sairaalan sen pitkistä vuokrasopimuksista johtuen. Muita aineellisia hyödykkeitä (66 MEUR) ovat liiketoiminnassa tarvittavat laitteet ja kalusteet.

Muita merkittäviä eriä vastaavaa puolella on saamiset (67 MEUR), jotka ovat pääasiassa myyntisaamisia. Yhtiöllä oli Q2'24 lopussa lisäksi rahavaroja 13 MEUR.

Taseen vastattavaa puoli

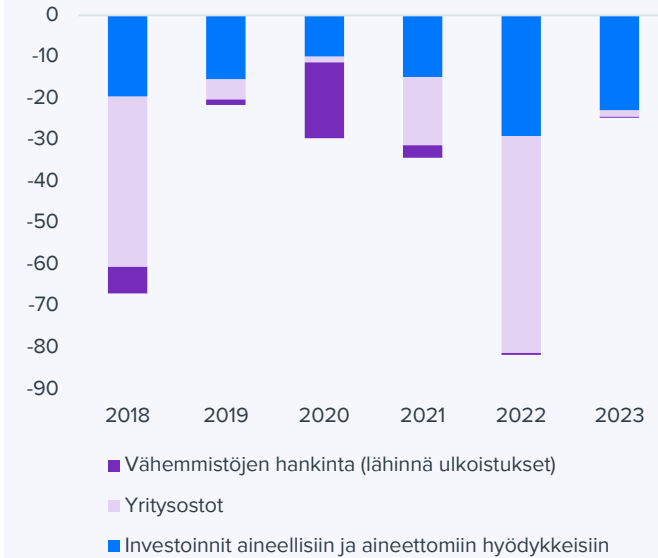
Vastattavien osalta tase on yksinkertainen. Yhtiön oma pääoma oli Q2'24 lopussa 154 MEUR, johon sisältyy myös keväällä 2023 liikkeelle laskettu 20

MEUR:n hybridilaina. Korollista pankkivelkaa yhtiöllä on taseessa noin 117 MEUR. IFRS16-vuokrasopimusvelat ovat 222 MEUR. Merkittävästä korollisesta velasta (pankkilainat) johtuen yhtiön rahoituskulut ovat nousseet viime vuosina merkittävästi korkojen nousun myötä. Vuonna 2023 rahoituskulut olivat yhteensä 12,7 MEUR (2022: 8,1 MEUR), josta 3,7 MEUR liittyi vuokravastuksiin (2022: 3,4 MEUR). Lyhytaikaista korotonta vierasta pääomaa yhtiöllä oli Q2'24 lopussa noin 131 MEUR koostuen pääasiassa ostaveloista.

Taseasema kohentunut kriisitasoilta

Yhtiön tase velkaantui jo lähes kriisitasolle vuonna 2022 merkittävien investointien (yrityskaupat ja orgaaniset) ja romahtaneen kannattavuuden vuoksi. Vuoden 2022 IFRS16 oik nettovelat / oikaistu käyttökate –suhde oli 4,4x, joka ylitti selvästi yhtiön kovenanttien vaatiman 3,75x tason (kovenanttien laskennassa ei oteta huomioon IFRS 16 –vuokrasopimusvelkoja). Välttääkseen lainojensa korkokulujen merkittävän nousun yhtiö joutui turvautumaan hybridilainaan, jotta yhtiö sai vältettyä muiden lainojen korkokulujen merkittävän nousun. Vuonna 2023 alkaneen kannattavuuskäänteen ja rauhoittuneen investointitahdin myötä yhtiön tase on alkanut vahvistumaan nopeasti ja Q2'24 lopussa IFRS16 oik. nettovelat / oikaistu käyttökate –suhde oli enää 2,0x (hybridi huomioiden 2,3x). Taseaseman kohentamiseksi yhtiö jätti väliin osingon maksun vuoden 2022 tuloksesta ja vuoden 2023 tuloksesta yhtiö maksoi pienen 0,07 euron osakekohtaisen osingon.

Investointien rahavirrat (MEUR)



Ennusteet (1/3)

Ennusteiden lähtökohdat

Pihlajalinna raportoi liikevaihtoaan sekä oikaistua EBITAA kahdesta eri segmentistä (Yksityiset terveysterveyspalvelut ja Julkiset palvelut). Eri segmenttien liikevaihtoa mallinamme tarkempien liikevaihtoerien kautta, mitä yhtiö raportoi yritys-, vakuutusyhtiö- ja yksityisasiakkaiden sekä kokonais- ja osaulkoistusten, työvoimapalveluiden ja julkisen työterveyden ja muiden palveluiden osalta.

Pihlajalinnan liikevaihto on tyypillisesti suhteellisen hyvin ennustettavaa yhtiön pääasiassa vakaan ja defensiivisen kohdemarkkinan vuoksi. Julkiset palvelut –segmentti on suhteellisen vakaata ulkoistusliiketoiminnan kiinteähintaisten sopimusten vuoksi, joskin tulevina vuosina ulkoistusten alasajo tuottaa ennusteisiin epävarmuutta. Yksityiset terveysterveyspalvelut on myös kohtuullisen hyvin ennustettavaa, jonka ennustamiseen haemme suuntaviivoja volyymikehitysennusteista sekä muun muassa hinnankorotuksista. Näistä käyntivolyyymien ennustaminen on luonnollisesti haastavampaa.

Ulkoistusten osuuden laskiessa Pihlajalinnan kausiluonteisuus on myös muuttumassa ja vahvoina kvartaaleina tulee jatkossa korostumaan Q1 ja Q4 flunssakausien vuoksi. Aiemmin Q3 on ollut yhtiölle etenkin ulkoistusliiketoiminnassa vahva neljännes kiinteän laskutuksen ja palveluiden vähäisen käytön takia.

Keskipitkän ja pitkän aikavälin ennusteisiin vaikuttaa luonnollisesti markkinan kasvuoletukset, sekä näkemyksemme yhtiön kilpailukyvyn kehityksestä. Pihlajalinna on ajoittain jäänyt organisaation selvästi markkinan kasvuvauhdista

jälkeen (kuten vuosina 2017-2020), mutta viime vuosina yhtiön orgaaninen kasvu on ollut nähdäksemme markkinakasvua selvästi vauhdikkaampaa. Yhtiön suuren koon ja jo konsolidoituneen markkinan myötä merkittävästi markkinakasvua nopeampi kasvu voi olla haastavaa pitkällä aikavälillä, joskin keskipitkällä aikavälillä näemme yhtiölle mahdollisena voittoa markkinaosuuksia.

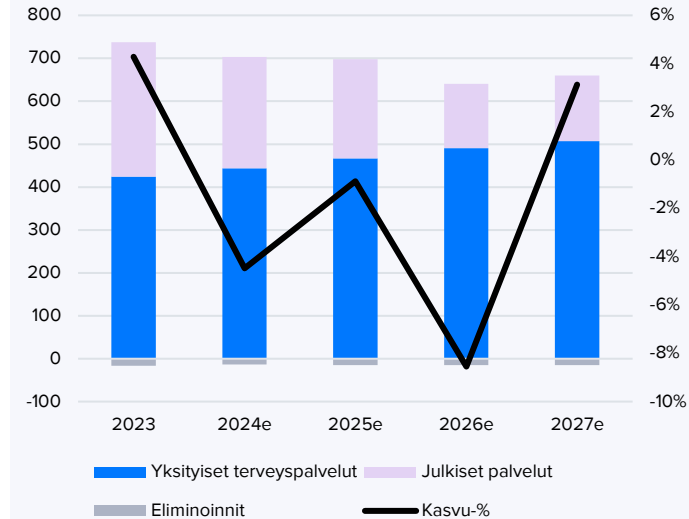
Segmenttikohtaisia tarkempia kulurakenteita yhtiö ei kuitenkaan avaa (vain oikaistu EBITA). Mallinamme kuitenkin tukilaskelmana koko konsernin tuloslaskelmaa, minkä jälkeen pyrimme haarukoimaan tuloksen jakautumista segmenttien välille.

Vuosi 2024 käynnistynyt vahvasti

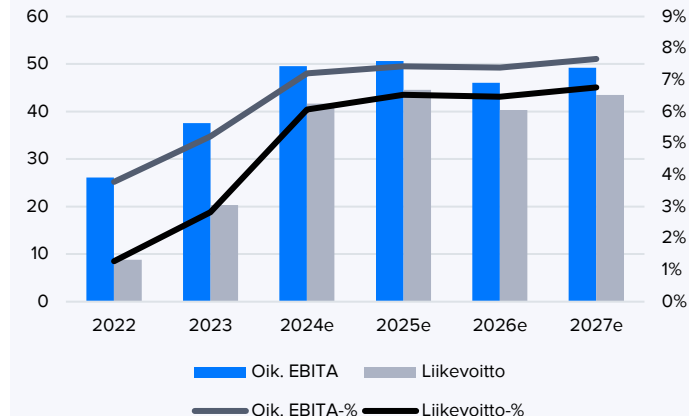
Pihlajalinnan vuoden 2024 ensimmäinen puolisko on sujunut erittäin vahvasti ja yhtiö on jatkanut selvästi kannattavuuskäanteen polulla. Yhtiö antoi heinäkuussa positiivisen tulosvaroituksen ennen Q2-tulostaan. Yhtiö ohjeistaa kuluvaan vuoden liikevaihdon laskevan (2023: 720 MEUR) ja oikaistun EBITAn olevan yli 48 MEUR (2023: 37,8 MEUR).

Ennustamme Pihlajalinnan liikevaihdon laskevan tänä vuonna -4,5 % 688 MEUR:oon. Liikevaihdon laskua ajaa etenkin Julkisen palvelut segmentti, jonka liikevaihdon odotamme laskevan noin 17 % 259 MEUR:oon. Segmentin liikevaihtoa rasittaa Kuusiolinnassa Terveyden (Etelä-Pohjanmaa) ja Jämsän Terveyden (Keski-Suomi) ESH-vastuiden siirtyminen hyvinvointialueelle. Samalla Jämsän Terveyden operaatiot siirtyvät vuoden mittaan asteittain hyvinvointialueelle, joka rasittaa kiihtyvästi liikevaihtoa vuoden edetessä.

Liikevaihtoennusteet (MEUR) ja kasvu-%



Operatiivisen tuloksen (MEUR) ja kannattavuuden ennusteet



Ennusteet (2/3)

Poistuneilla ESH-vastuilla ja palveluiden siirtymisillä on yhteensä arviolta reilun 60 MEUR:n negatiivinen vaikutus kuluvan vuoden liikevaihtoon.

Samalla odotamme Yksityiset terveysterveyspalvelut – segmentin liikevaihdon kasvavan kuluvana vuonna 5 % 444 MEUR:oon kuroen umpeen julkisten palveluiden aiheuttamaa liikevaihtokuoppaa. Täällä etenkin vakuutusyhtiöasiakkaat ovat vetäneet kasvua alkuvuonna ja odotamme tämän trendin jatkuvan myös vielä loppuvuonna. Odotamme myös muiden yritysasiakkaiden kasvavan, mutta hieman rauhallisempaa tahtia. Yksityisasiakkaiden kehitystä rasittaa osaltaan kuluttajien heikko ostovoima. Tämän asiakasryhmän liikevaihto siirtyy myös asteittain kohti vakuutusyhtiöasiakkaita yleistyvien sairaskuluvakuutusten myötä, joskin näiden yleistymisessä on havaittavissa pientä maltillistumista.

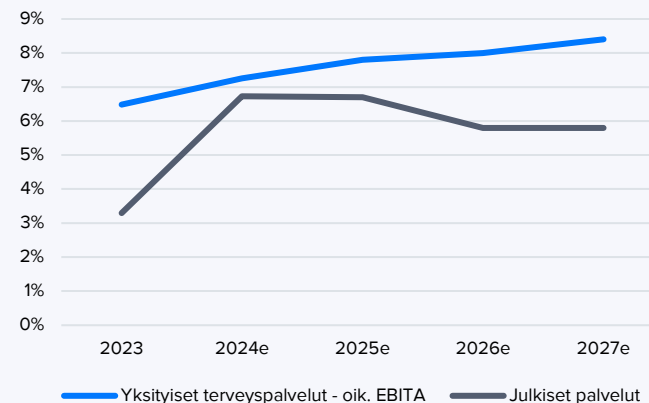
Molemmissa segmenteissä odotuksissa tänä vuonna selvä tulosparannus

Odotamme Pihlajalinnan oikaistun EBITAn paranevan kuluvana vuonna 49,5 MEUR:oon (2023: 37,8 MEUR) ollen yhtiön ohjeistuksen kanssa linjassa. Tuloksellisesti Pihlajalinnan alkuvuosi on käynnistynyt vahvasti ja tulosparannukset vertailukauteen nähden olivat erittäin vahvoja. Tuloskasvuvauhti kuitenkin arviomme mukaan maltillistuu loppuvuonna, kun vastassa on jo vuoden 2023 lopulla kiihtyneen käänteiden myötä hieman parempia vertailukausia.

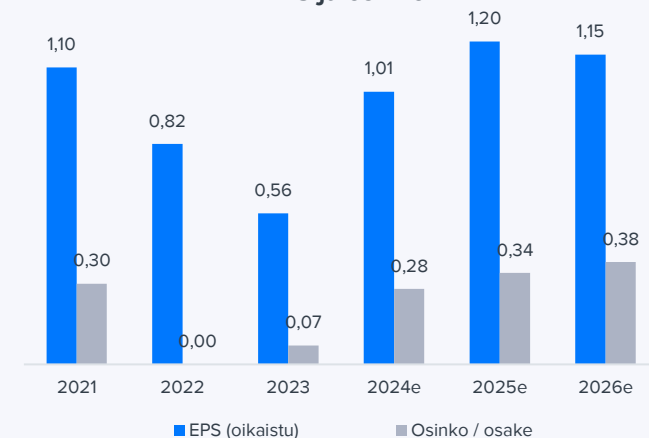
Julkiset palvelut segmentin odotamme tekevän 17,3 MEUR:n oikaistun EBITAn (6,7 % lv:sta). Parannus edellisvuoteen nähden olisi merkittävä (2023: 10,3 MEUR, 3,3 % lv:sta), missä olennaisessa roolissa on yhtiön yhteisyrityksissä tekemät sopeutustoimet sekä ESH-vastuiden siirtyminen. Näillä on etenkin positiivinen vaikutus suhteelliseen kannattavuuteen näiden ollessa käytännössä läpilaskutuserä, mutta ajoittain erä on arvioimme mukaan ollut myös absoluuttisesti tappiollinen.

Yksityiset terveysterveyspalvelut –segmentin oikaistun EBITAn odotamme paranevan 32,2 MEUR:oon (7,3 % lv:sta). Myös täällä odotamme tulosparannusta edellisvuodesta (2023: 27,5 MEUR, 6,3 % lv:sta), mutta parannuksen kulmakerroin on hieman julkisia palveluita matalampi. Kriittisessä roolissa segmentin tulosparannuksessa on arviomme mukaan hinnan korotukset, palveluprosessien paraneminen, sairaspöissaolojen väheneminen sekä yleinen kustannusten hallinta. Segmentissä nähtiin Q1:llä merkittävä kannattavuusparannus, mutta Q2:lla parannustahti hidastui hieman. Taustalla oli muun muassa digi-kehitysten siirtyminen aiempaa enemmän suoraan tuloslaskelman kautta kirjattavaksi kuluiksi aktivoitavien investointien sijaan. Tulevina neljänneksinä onkin kriittistä tarkastella segmentin kannattavuusparannusten kulmakerrointa, sillä segmentin rooli koko konsernin tuloksenteosta tulee kasvamaan entisestään keskipitkällä ja pitkällä aikavälillä.

Segmenttien kannattavuusennusteet (Oik. EBITA-%)



EPS ja osinko



Ennusteet (3/3)

Vuosien 2025-2026 ennusteet

Pihlajalinnan liiketoiminnan rakenne tulee kohtaamaan vuosina 2025-2026 merkittäviä muutoksia. Muutokset kohdistuvat etenkin Julkiset palvelut –segmenttiin. Jämsän Terveyden palvelut siirtyvät asteittain hyvinvointialueelle ja ulkoistus loppuu kokonaisuudessaan elokuussa 2025. Jokilaakson sairaalalla on toimintalupa tällä hetkellä vuoden 2024 loppuun, mutta luvalla on haettu jatkoaikaa vuoden 2025 loppuun. Olemme ennusteissamme olettaneet yhtiön saavan luvan jatkaa toimintaa. Kokonaisuudessaan odotamme Pihlajalinnan liikevaihdon laskevan 1 %:n 681 MEUR:ssa. Julkiset palvelut –segmentin liikevaihdon odotamme laskevan 11 % 229 MEUR:oon. Yksityiset terveystalvelut –segmentin liikevaihdon odotamme jatkavan orgaanisesti hyvässä noin 5 %:n kasvussa ja liikevaihdon päätyvän 467 MEUR:oon.

Odotamme Pihlajalinna oikaistun EBITAn paranevan maltillisesti 50,6 MEUR:oon (7,4 % lv:sta). Odotamme Yksityiset terveystalvelut –segmentin jatkavan tulosparannusten polulla ja oikaistun EBITAn paranevan täällä 35,3 MEUR:oon (7,8 % lv:sta). Julkiset palvelut –segmentin oikaistun EBITAn odotamme laskevan hieman päättyvän Jämsän Terveyden ulkoistuksen myötä ja päättyvän 15,3 MEUR:oon (6,7 % lv:sta).

Vuonna 2026 odotamme liikevaihdon laskevan 8 % 623 MEUR:oon. Liikevaihtoon ennusteissamme tuo merkittävää painetta Kuusiolinna Terveyden ulkoistuksen päättyminen (ESH-vastuu siirtynyt jo vuoden 2024 alussa) sekä Jokilaakson sairaalan toiminnan päättyminen. Odotamme Julkiset palvelut –segmentin liikevaihdon laskevan 35 %

150 MEUR:oon. Yksityiset terveystalvelut –segmentin odotamme kasvavan edelleen 5 %:n vauhtia 491 MEUR:oon.

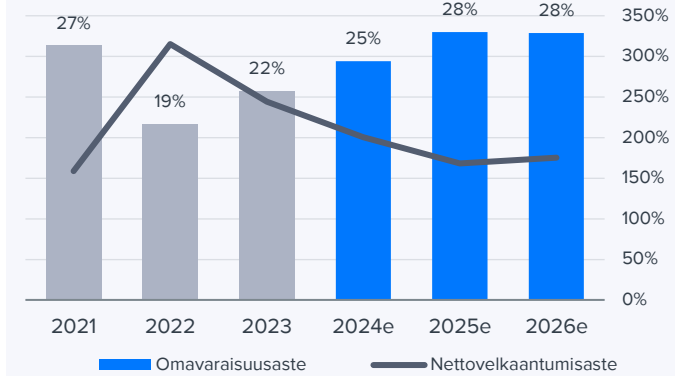
Oikaistun EBITAn odotamme heikentyvän vuonna 2026 46,6 MEUR:oon (7,5 % lv:sta). Tuloksen heikentymistä ajaa päättyvät ulkoistukset, joista erityisesti Jokilaakson sairaala on ollut myös tuloksellisesti yhtiölle merkittävä. Pitäisimmekin tuloksen maltillista laskua vuonna 2026 hyvänä suorituksena.

Pitkän aikavälin ennusteet

Vuodesta 2027 alkaen odotamme kasvun kiihtyvän noin 3 %:n vuosittaiselle tasolle ulkoistusten tuoman vastatuulen päättymisen jälkeen. Vuosina 2030-2031 odotamme pientä vastatuulta liikevaihtoon päättyvistä Pirkanmaan ulkoistuksista (Kolmostien Terveys ja Mäntänvuoren Terveys). Tämän jälkeen kasvu kiihtyy ennusteissamme jälleen ja terminaalikasvu on asetettu 1,9 %:iin.

Odotamme raportoidun liikevoittomarginaalin saavuttavan 7,2 %:n tason vuonna 2028 ja asteittain laskevan kohti 6,1 %:n tasoa. Niin ikään oikaistun EBITA-marginaalin kannattavuushuippu saavutetaan ennusteissamme vuonna 2028 (oik. EBITA-%: 8,1 %) ja tästä laskevan asteittain reilun 7 %:n tasolle, mikä on terminaalioletuksemme. Pidemmän aikavälin kannattavuusennusteemme ovat nousseet hyvin edenneen kannattavuuskäänteen myötä, mutta pidämme silti perusteltua pitää niissä tiettyä varovaisuutta. Mikäli yhtiön laatu on parantunut rakenteellisesti voi sillä myös olla edellytykset ennusteitamme parempaan kannattavuuskehitykseen.

Taseen avainlukujen kehitys*



* Taseen avainlukuja tarkastellessa hyvä huomioida suuret vuokratvelat
Lähde: Inderes

Ennusteissa pieniä tarkennuksia

Ennustemuutokset 2024e-2026e

- Ennusteidemme perusskenaario on ennallaan: Yksityiset terveysterveyspalvelut – segmentti jatkaa orgaanista kasvuaan ja Julkiset palvelut –segmentin liikevaihto supistuu merkittävästi vuosien 2024-2026 aikana
- Olemme hieman nostaneet Julkiset palvelut –segmentin tulosenusteita, sillä oletuksemme jäljelle jäävien ulkoistusten tuloskunnosta on hieman kohentunut
- Olemme lisänneet hieman varovaisuutta odottamallemme Yksityiset terveysterveyspalvelut –segmentin kannattavuuden paranemiselle
- Olemme tehneet marginaalisia tarkennuksia (nostoja) lähivuosien investointiennusteisiimme

Pitkän aikavälin ennusteet

- Olemme huomioineet vuosina 2030-2031 päättyvät ulkoistukset (Mäntänvuoren Terveys ja Kolmostien Terveys), mutta nostaneet hieman terminaalikasvuennustettamme
- Olemme nostaneet hieman pidemmän aikavälin kannattavuusennusteitamme

Operatiiviset tulosajurit 2024-2027e:

- Yksityiset terveysterveyspalvelut –segmentin orgaanisen kasvun jatkuminen ja kannattavuuden asteittainen paraneminen
- Vuosina 2025-2026 päättyvät ulkoistukset (Jämsän Terveys, Jokilaakson sairaala ja Kuusiolinnassa Terveys) heikentävät tulevien vuosien tuloskasvunäkymää ja näiden tulosvaikutuksen kokoluokkaan liittyy vielä epävarmuutta
- Erityisesti vuonna 2026 odotamme merkittävää pudotusta liikevaihtoon (-8 %) ja operatiiviseen tulokseen Etelä-Pohjanmaan päättyvän ulkoistuksen sekä Jokilaakson sairaalan toiminnan päättymisen myötä
- Operatiivinen tulos (oik. EBITA) pysyy ennusteissamme vuosina 2024-2027 suunnilleen vakaana 46-51 MEUR:n välillä, mutta Yksityiset terveysterveyspalvelut –segmentin osuus tuloksesta kasvaa

Ennustemuutokset	2024e	2024e	Muutos	2025e	2025e	Muutos	2026e	2026e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	688	688	0 %	693	681	-2 %	651	623	-4 %
Käyttökate	93,0	93,5	1 %	95,6	96,9	1 %	93,0	92,5	-1 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	43,0	43,5	1 %	44,7	46,0	3 %	43,0	42,3	-2 %
Liikevoitto	41,1	41,6	1 %	43,2	44,5	3 %	41,7	40,9	-2 %
Tulos ennen veroja	31,5	32,0	2 %	34,8	36,2	4 %	33,8	33,0	-2 %
EPS (ilman kertaeriä)	1,00	1,01	2 %	1,15	1,20	4 %	1,18	1,15	-2 %
Osakekohtainen osinko	0,28	0,28	0 %	0,34	0,34	0 %	0,38	0,38	0 %

Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2022	Q1'23	Q2'23	Q3'23	Q4'23	2023	Q1'24	Q2'24	Q3'24e	Q4'24e	2024e	2025e	2026e	2027e
Liikevaihto	690	188	184	166	183	720	183	175	157	173	688	681	623	643
Yksityiset terveyspalvelut		113	106	94	111	424	115	112	99	118	444	467	491	507
Julkiset palvelut		79	82	76	77	313	73	66	61	59	259	231	150	153
Liikevaihdon eliminoinnit		-4,6	-4,2	-4,0	-4,6	-17,4	-4,1	-3,6	-3,6	-4,0	-15,3	-17,0	-17,0	-17,0
Käyttökate	54,4	23,0	17,7	20,3	11,6	72,6	25,7	22,6	22,5	22,7	93,5	96,9	92,6	95,3
Yksityiset terveyspalvelut (oik. EBITA)		8,2	5,8	5,8	7,7	27,5	10,7	6,2	6,5	8,8	32,2	35,3	38,0	41,4
Julkiset palvelut (oik. EBITA)		2,8	1,5	3,8	2,2	10,3	4,2	5,2	5,0	2,9	17,3	15,3	8,6	8,7
EBITA ilman kertaeriä	26,7	11,0	7,3	9,6	9,9	37,8	14,9	11,4	11,5	11,7	49,5	50,6	46,6	50,1
Poistot ja arvonalennukset	-45,5	-12,5	-12,7	-13,1	-13,6	-51,9	-13,0	-13,1	-12,9	-12,9	-51,9	-52,4	-51,6	-51,0
Liikevoitto ilman kertaeriä	18,9	9,4	5,8	7,8	7,3	30,3	13,4	9,9	10,0	10,2	43,5	46,0	42,3	46,3
Liikevoitto	9,0	10,5	5,0	7,1	-1,9	20,7	12,7	9,5	9,6	9,8	41,6	44,5	40,9	44,3
Nettorahoituskulut	-7,4	-3,0	-2,5	-2,7	-4,1	-12,3	-2,5	-2,8	-2,2	-2,1	-9,6	-8,3	-7,9	-7,8
Tulos ennen veroja	1,6	7,5	2,5	4,4	-6,0	8,4	10,2	6,7	7,4	7,7	32,0	36,2	33,0	36,5
Verot	6,1	-1,6	-0,6	-1,1	-0,3	-3,6	-2,3	-1,2	-1,2	-1,3	-6,0	-6,2	-6,3	-7,3
Vähemmistöosuudet	1,9	-0,4	0,2	0,2	1,2	1,1	-0,8	-0,6	-0,70	-0,4	-2,5	-2,1	-1,5	-1,3
Nettotulos	9,6	5,5	1,4	2,9	-5,8	4,1	6,6	4,2	4,9	5,4	21,1	25,6	24,6	27,9
Hybridilainan korot			-0,6	-0,6	-0,6	-1,8	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-2,4	-2,4	-0,6	0,0
EPS (oikaistu)	0,82	0,20	0,09	0,16	0,11	0,56	0,32	0,20	0,23	0,26	1,01	1,20	1,15	1,32
EPS (raportoitu)	0,42	0,24	0,06	0,13	-0,26	0,18	0,30	0,19	0,22	0,24	0,94	1,14	1,10	1,24
Tunnusluvut	2022	Q1'23	Q2'23	Q3'23	Q4'23	2023	Q1'24	Q2'24	Q3'24e	Q4'24e	2024e	2025e	2026e	2027e
Liikevaihdon kasvu-%	19,5 %	15,2 %	5,7 %	0,2 %	-2,9 %	4,3 %	-2,4 %	-4,8 %	-5,4 %	-5,3 %	-4,4 %	-1,1 %	-8,4 %	3,1 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	-43,6 %	40 %	-1 %	-2 %	-540 %	60,5 %	43 %	72 %	27 %	41 %	43,9 %	5,8 %	-8,2 %	9,5 %
Käyttökate-%	7,9 %	12,2 %	9,6 %	12,2 %	6,3 %	10,1 %	14,0 %	12,9 %	14,3 %	13,1 %	13,6 %	14,2 %	14,8 %	14,8 %
Oikaistu EBITA-%	3,9 %	5,9 %	4,0 %	5,8 %	5,4 %	5,3 %	8,1 %	6,5 %	7,3 %	6,8 %	7,2 %	7,4 %	7,5 %	7,8 %
Oikaistu liikevoitto-%	2,7 %	5,0 %	3,1 %	4,7 %	4,0 %	4,2 %	7,3 %	5,7 %	6,4 %	5,9 %	6,3 %	6,8 %	6,8 %	7,2 %
Nettotulos-%	1,4 %	2,9 %	0,8 %	1,8 %	-3,2 %	0,6 %	3,6 %	2,4 %	3,1 %	3,1 %	3,1 %	3,8 %	4,0 %	4,3 %

Lähde: Inderes

Tase

Vastaavaa	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Pysyvät vastaavat	560	565	561	559	558
Liikearvo	251	252	252	252	252
Aineettomat hyödykkeet	22,8	21,1	19,5	18,3	18,2
Käyttöomaisuus	256	270	267	266	265
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	2,1	1,6	1,6	1,6	1,6
Muut sijoitukset	1,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Muut pitkäaikaiset varat	9,2	6,1	6,1	6,1	6,1
Laskennalliset verosaamiset	17,3	14,6	14,6	14,6	14,6
Vaihtuvat vastaavat	102	92,5	89,6	90,0	83,2
Vaihto-omaisuus	4,3	4,5	4,3	4,3	3,9
Muut lyhytaikaiset varat	7,4	2,0	2,0	2,0	2,0
Myyntisaamiset	76,8	61,5	64,0	64,7	59,9
Likvidit varat	13,1	24,5	19,3	19,1	17,5
Taseen loppusumma	662	658	651	649	641

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Oma pääoma	123	145	164	183	180
Osakepääoma	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Kertyneet voittovarot	7,4	8,7	28,2	47,5	64,5
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	20,0	20,0	20,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	116	119	119	119	119
Vähemmistöosuus	-1,1	-3,4	-3,4	-3,4	-3,4
Pitkäaikaiset velat	379	354	326	307	313
Laskennalliset verovelat	8,5	8,5	8,5	8,5	8,5
Varaukset	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Korolliset velat	369	344	316	298	303
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,8	0,7	0,7	0,7	0,7
Lyhytaikaiset velat	160	159	161	158	148
Korolliset velat	31,4	33,8	32,2	30,4	30,9
Lyhytaikaiset korottomat velat	128	125	129	127	117
Muut lyhytaikaiset velat	1,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Taseen loppusumma	662	658	651	649	641

Arvonmääritys (1/4)

Pörssitaival ei ole ollut sijoittajille tuottoisa

Pihlajalinna listautui pörssiin vuonna 2015, minkä jälkeen yhtiön kokoluokka liikevaihdolla mitattuna on yli kolminkertaistunut. Sijoittajille tämä lähes kymmenvuotisen pörssitaipaleen voimakas kasvu ei ole kuitenkaan ollut erityisen tuottoisaa osakkeen ollessa edelleen hieman listautumishintaa (10,50 euroa) alemmalla tasolla. Yksi merkittävä tekijä heikkojen tuottojen taustalla on listautumishetken varsin korkea arvostustaso, mikä hinnoitteli sisäänsä jo valmiiksi voimakasta tuloskasvua. Volatiilista tuloskehityksestä huolimatta yhtiön absoluuttinen operatiivinen tulostaso on kohonnut selvästi listautumisajoilta ja kuronut siten korkeita arvostuskertoimia umpeen. Luonnollisesti myös korkojen nousu on vaikuttanut negatiivisesti hyväksyttävään arvostustasoihin.

Arvostuskertoimien laskun lisäksi osakkeen heikkoa suoriutumista selittää mielestämme kasvun korkea hintalappu. Yhtiö on listattuna yhtiönä kasvattanut verkostoaan merkittävästi sekä organisaationa että yritystoin, mitkä ovat molemmat vaatineet merkittävät määrät pääomaa. Tätä kasvua yhtiö on rahoittanut pääosin velkarahoituksella, minkä hinta on luonnollisesti korkojen nousun myötä kasvanut. Kasvun pääomaintensiivisyys ja historiallisesti volatiilit kannattavuustasot ovat johtaneet suhteellisen heikkoihin pääoman tuottolukuihin, mikä on luonnollisesti heijastunut myös omistajien tuottoihin.

Hyväksyttävään arvostustasoon vaikuttavia tekijöitä

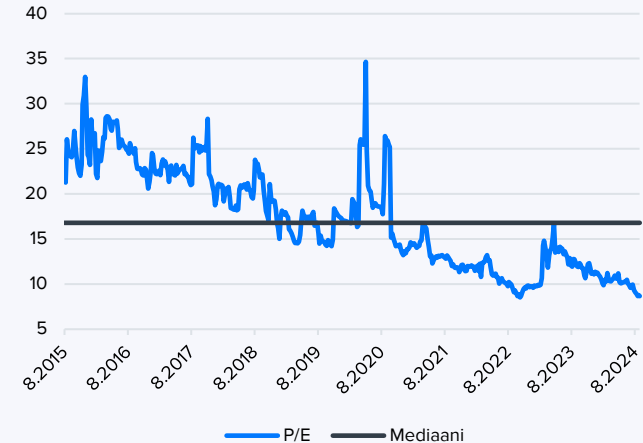
Mielestämme seuraavat tekijät tulee ottaa huomioon tarkastellessa Pihlajalinnan arvostusta:

Historiallinen kehitys on ollut ailahtelevaa. Sekä yhtiön ulkoistusten että yksityisen verkoston kannattavuus on ailahdellut merkittävästi historiassa. Pääoman allokoinnista on puuttunut mielestämme ajoittain fokus, eikä esimerkiksi kaikkien yritystostojen synergiahyötyjä olla realisoitu. Vuosien 2023-24 vahvasta tuloskäänteestä huolimatta yhtiön historian painolasti nähdäksemme edelleen jossain määrin painaa yhtiön hyväksyttävää arvostusta.

Päätyvät ulkoistussopimukset rasittavat lähivuosisen tuloskasvunäkymää. Vaikka yhtiölle jää päätyvien sopimusten jälkeen voimaan tulosta tekeviä ulkoistuksia, muun konsernin pitää paikata päätyvistä sopimuksista syntyvää tulospudotusta. Paineet tuloskehityksen osalta ovat tulevina vuosina nähdäksemme entistä enemmän Yksityiset terveyspalvelut –segmentin harteilla. Segmentin kannattavuus on edelleen merkittävästi jäljessä kilpailijoita (esim. Terveystalon Terveystalon palvelut -segmentti). Arvioimmekin yhtiön kannattavuuspotentiaalinalin olevan nykytasoa korkeammalla, mikäli yhtiö onnistuu parantamaan käyttöasteitaan, saamaan skaalahyötyjä ja parantamaan operatiivista tehokkuuttaan.

Pihlajalinna toimii **defensiivisellä, mutta maltillisen kasvunäkymän markkinalla.** Mikäli yksityiset yhtiöt ottavat aiempaa suuremman roolin julkisen terveydenhuollon hoitojonojen purkamisessa on markkinan kasvuvauhdilla edellytykset kiihtyneä historiaa nopeammaksi. Pihlajalinna kuuluu toimialan suurimpiin yhtiöihin, mutta on vielä selvästi kahta suurinta pienempi (Terveystalo ja Mehiläinen).

Historiallisen eteenpäin katsovan P/E-kertoimen kehitys



Historiallisen eteenpäin katsovan EV/EBITDA-kertoimen kehitys



Arvonmääritys (2/4)

Siten Pihlajalinnalla on nähdäksemme suurempia kilpailijoitaan jossain määrin parempi mahdollisuus kasvaa markkinaosuuksien kautta. Toisaalta yhtiön kilpailijoita pienemmät investoinnit mm. digikehitykseen jossain määrin kuitenkin aiheuttavat riskejä yhtiön pidemmän aikavälin kilpailukyyn kehitykseen, mikä voi rajoittaa markkinaosuuden kehitystä.

Pääoman tuottoluvut ovat jääneet historiassa pääosin heikoille tasoille. Tämä on ollut seurausta pääomaintensiivisestä verkoston rakennusvaiheesta (sekä orgaaninen että epäorgaaninen verkoston kasvattaminen). Tällä hetkellä fokus on vahvasti kannattavuudessa ja yritysostot ovat olleet myös hetken tauolla. Nähdäksemme voimakkaan rakennusvaiheen hedelmiä poimitaan nyt jälkikäteen. Pääoman tuottoluvuissa on myös hyvä huomioida yhtiön merkittävät vuokravelat (pitkät vuokrasopimukset), jotka paisuttavat yhtiön tasetta. Yhtiön taseessa on muutenkin merkittävästi velkavipua ja oman pääoman tuotto (ROE) on nousemassa tänä vuonna ennusteissamme jo selvästi kaksinumeroiseksi, vaikka sijoitetun pääoman tuotto (ROIC) jää ennusteissa vielä matalahkoksi.

Pihlajalinnan taseessa on edelleen kallista **hybridilainaa** (12 % korko) 20 MEUR:n edestä viestien yhtiön olevan vielä keskellä käänneprosessiaan. Nykytilanteessa yhtiö ei hybridirahoitusta nähdäksemme tarvitsisi ja uskomme yhtiön lunastavan sen takaisin korontarkistuspäivänä 2026. Hybridilainan osalta on hyvä huomata, ettei sen korkoa kirjata tuloslaskelmaan, mutta se on kuitenkin huomioitu EPS-ennusteissamme.

Edelleen **velkaisen pääomarakenteen ja korkeiden**

rahoituskulujen myötä operatiivinen tulos heijastuu varsin suurella vivulla P/E-lukuun. Operatiivisen tuloskunnan kohetessa markkina-arvolla onkin potentiaali nousta vivulla ja tästä on nähty jo alustavia merkkejä. Nykyiset ennusteemme olettavat ettei yhtiö saavuta taloudellista kannattavuustavoitettaan (9 % oik. EBITA-%). Mikäli yhtiö yltäisi tälle tasolle olisi osakkeen arvossa nähdäksemme merkittävää nousuvaraa.

Alan krooninen osajapula sekä poliittisiin päätöksiin liittyvä epävarmuus nostaa jossain määrin Pihlajalinnan riskiprofiilia.

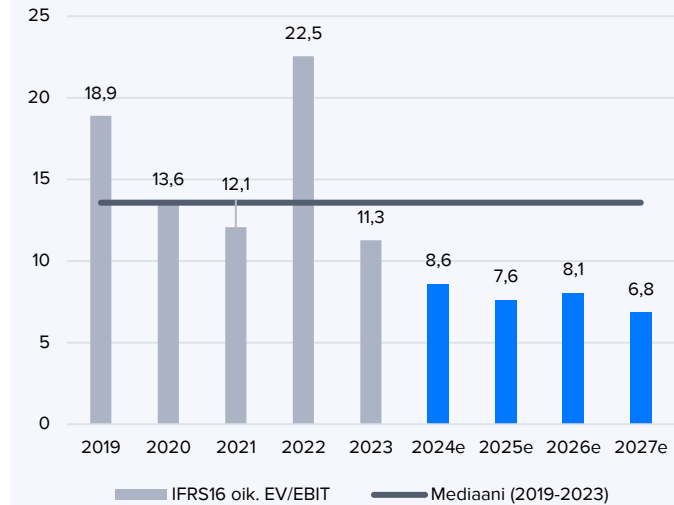
Kerroin pohjainen arvostus

Suosimme Pihlajalinnan arvostuksen tarkastelussa tulos pohjaisia kertoimia. Kertoimien tarkasteluun tuo tiettyjä haasteita muun muassa yhtiön merkittävät IFRS16-velat (vuokravelat), PPA-poistot, vähemmistöt, hybridivelan korot sekä yhtiön ajoittain kirjaamat kertaerät.

Näistä syistä johtuen perinteinen oikaistu P/E-kerroin on Pihlajalinnan kohdalla hyvä mittari, sillä se huomioi nousseet korkokulut, hybridilainan korot sekä vähemmistöille kuuluvan osan tuloksesta.

Pihlajalinnalla ohjeistetaan tulostaan ja antaa kannattavuustavoitteensa oikaistulla EBITA:lla. Luvun tarkoitus on tyypillisesti oikaista ei-kassavirtavaikutteiset poistot (yritysostoista tulevat PPA-poistot). Pihlajalinnan tapauksessa A-komponentti sisältää kuitenkin enemmän kassavirtavaikutteisia digikehitykseen liittyviä aineettomien hyödykkeiden poistoja, mikä osaltaan syö luvun mielekkyyttä.

IFRS 16-oikaistu EV/EBIT



Arvonmääritys (3/4)

Muut kassavirtavaikuttiset käyttöomaisuuteen tehtävät poistot on vähennetty luvusta näiden kuuluessa poistojen D-komponenttiin.

EBITA-luvun haasteiden vuoksi tarkastelemme arvostusta jatkossa etenkin EV/EBIT-kertoimen kautta, jossa kuitenkin oikaisemme liikevoitosta ei-kassavirtavaikuttiset PPA-poistot sekä kertaerät. Kerrointa tarkastellessa oikaisemme yritysarvosta (EV) yhtiön taseen merkittävät vuokrasopimusvelat korollisista veloista. Yhtiö voisi myös pienentää vuokravelkojaan solmimalla lyhyempiä vuokrasopimuksia, mikä ei olisi aitoa velkojen lyhenemistä ja siten vuokravelat ovatkin mielestämme perusteltua oikaista, kun vuokrat on jo huomioitu poistoissa. IFRS16-oikaistussa tunnusluvussa olemme myös vähentäneet liikevoitosta vuokravelkoihin liittyvän rahoituskulukomponentin, jotta vuokrat huomioidaan täysimääräisesti.

Molemmissa kertoimissa haasteena on yhtiön kertaeriksi kirjaamat kulut, joita yhtiö on kirjannut historiassa usein, mutta vaihtelevasti. Tänä vuonna kertaerät ovat kuitenkin olleet hyvin pieniä (H1'24: -0,3 MEUR), eikä merkittäviä kertaeriä pitäisi tulla loppuvuonna. Siten oikaistut luvut antavat nykytilanteessa varsin hyvän kuvan yhtiön operatiivisesti tuloskunnosta. Jonkin sortin uudelleenjärjestelyihin tai yrityskauppoihin liittyviä kertaeriä tulee varmasti ajoittain jatkossakin, mikä on hyvä huomioida oikaistuissa kertoimissa.

Pihlajalinnan vuosien 2024-2025 oikaistut P/E-kertoimet ovat 10x-8x. Vastaavat IFRS16-oikaistut EV/EBIT-kertoimet ovat 9x-8x. Vuonna 2026 kertoimet pysyvät käytännössä vuoden 2025 ennustamastamme pienestä tulospudotuksesta

huolimatta. Tänne asti näkyvyys on luonnollisesti vielä tässä vaiheessa varsin heikko. Mielestämme kertoimet ovat hyvin maltillisia. Niissä on kuitenkin hyvä huomioida, että päättyvät ulkoistussopimukset ja niiden myötä haastava tuloskasvunäkymä rajoittavat hyväksyttävää arvostuskertoimia. Neutraali arvostushaarukka oikaistulla P/E-kertoimella nykytilanteessa on arviomme mukaan noin 9x-13x. Kuluvan vuoden kertoimet ovat hyväksymämme haarukan alalaidan tuntumassa ja ensi vuoden kertoimet laskevat jo selvästi haarukan alapuolelle. Tämä edellyttää kuitenkin, että ennustamamme pieni operatiivinen tuloskasvu toteutuu. Osaltaan EPS-kasvun taustalla on myös ennustamamme rahoituskulujen lasku, mitä tukee nettovelkojen selvä lasku sekä korkojen lasku. Isossa kuvassa näemme ensi vuoden kertoimissa jo selvää nousuvaraa.

DCF-malli osoittaa nousuvaraa

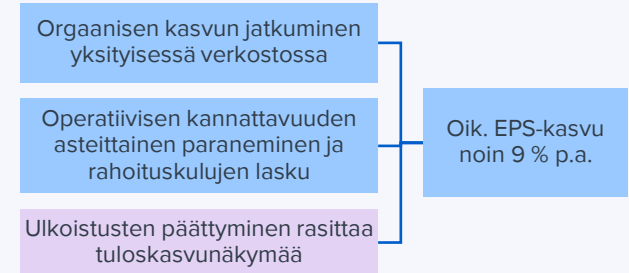
Nojaamme arvomäärityksessä myös DCF-kassavirtalaskelmaan. Yhtiön taseen nettovelat ovat erittäin suuret Pohjola Sairaalan vuokravastuiden vuoksi (pitkät vuokrasopimukset). Olemme kompensoineet tätä nostamalla DCF-laskemamme tavoiteltua velkaantuneisuutta. Tästä syystä WACC (7,1 %) on hyvin matala suhteessa oman pääoman kustannukseen (10,2 %).

DCF-mallimme antama oman pääoman arvo on 11,0 euroa osakkeelta viestien nousuvarasta osakkeelle, jos yhtiön tuloskehitys vastaa ennusteitamme. DCF-mallin varjopuolena on, että se on erittäin herkkä avainoletusten muutoksille, kuten muutoksille WACC:ssa (herkkyyslaskelma liitteissä). Siten yhtiön varsin poikkeuksellisen pääomarakenteen vuoksi DCF-malliin tulee suhtautua tietyllä varauksella.

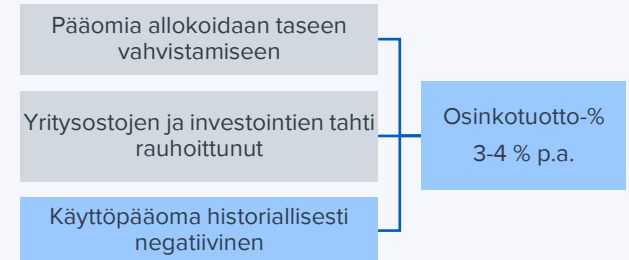
Osaketuoton ajurit 2024e-2027e

■ Positiivinen ■ Neutraali ■ Negatiivinen

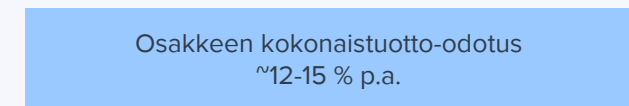
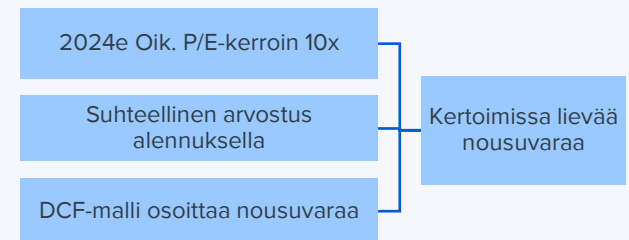
Tulostuoton ajurit



Osinkotuoton ajurit



Arvostuskertoimien ajurit



Arvonmääritys (4/4)

Vapaan kassavirran tuotto

DCF-malliin ja kertoimiin liittyvien haasteiden vuoksi arvostusta on mielestämme perusteltua tarkastella puhtaasti vapaan kassavirran tuoton kautta, minkä laskemme ennusteidemme vapaan operatiivisen kassavirran kautta. Tätä voi suhteuttaa yritysarvoon (vuokraveloista oikaistu) tai markkina-arvoon, jos kassavirrasta vähentää vielä rahoituskulut. Molemmilla menetelmillä olemme vähentäneet kassavirrasta hybridilainan korot. Laskelmilla pääsee noin 11-12 %:n vapaan kassavirran tuottoon vuoden 2024 ennusteillamme. Kassavirran tuotto on mielestämme varsin houkuttelevalla tasolla ja viestii osaltaan myös maltillisesta arvostuksesta.

Arvostus alennuksella verrokkeihin nähden

Myös verrokkit luovat tietyt raamit arvostuksen tarkasteluun, joskaan orjaisesti verrokkien arvostusta ei tule tarkastella. Verrokkianalyyseissa katsomme etenkin EV/EBITDA-kerrointa käyttökateen ollessa mielestämme yhtiöiden välillä vertailukelpoisin luku. Yritysarvoon vaikuttaa kuitenkin vuokrasopimusten pituus, mikä osaltaan vaikuttaa kertoimien vertailukelpoisuuteen. Verrokkeihinsa nähden Pihlajalinnaa arvostetaan tämän ja ensi vuoden EV/EBITDA-kertoimella 17-18 %:n alennuksella. Pieni alennus voi olla jossain määrin perusteltu ottaen huomioon yhtiön kannattavuuden osalta ailahteleva historia sekä päättyvien ulkoistusten myötä haastava tuloskasvunäkymä lähivuosina. Nykyisen tasoinen alennus on kuitenkin mielestämme

perusteettoman suuri.

Osakkeen riski/tuotto-suhde on houkutteleva

Pihlajalinnan kannattavuuskäännö on käynnistynyt lupaavasti. Yhtiö on alisuoriutunut mielestämme pitkään, mutta nyt yhtiö on näkemyksemme mukaan ottamassa askelia saavuttaakseen potentiaaliinsa. Lähivuosien tulosenusteisiimme liittyy kuitenkin epävarmuutta erityisesti ulkoistusten osalta, mistä on katoamassa merkittävä määrä liikevaihtoa. Tämä myös osaltaan rajaa nähdäksemme hyväksyttävää arvostusta. Uskomme yhtiön kuitenkin kykenevän ajamaan nykyisiä toimintoja hallitusti alas ja korvaamaan osan päättyvistä ulkoistuksista uudella liiketoiminnalla (mm. pienemmät ulkoistukset ja ”spot”-kauppa hyvinvointialueiden kanssa). Samalla myös yritysasiakkaisiin keskittyvä korkeamman kannattavuuspotentiaalinen liiketoiminta jatkaa kasvuaan. Yleisesti yhtiön historiallinen suoriutuminen on ollut ailahtelevaa, mutta yhtiössä tehdyt muutokset ovat mielestämme oikeansuuntaisia ja yhtiön suorittaminen on muuttumassa ennustettavampaan suuntaan. Näkemyksemme mukaan yhtiön käypä arvo on 10-13 euroa, joka on johdettu hyväksymistämme arvostuskertoimista (oik. P/E, IFRS16 oik. EV/EBIT ja vapaan kassavirran tuotto), verrokeista sekä DCF-mallista. Nykyarvostuksella osakkeen riski/tuotto-suhde vaikuttaa mielestämme houkuttelevalta.

Arvostustaso	2024e	2025e	2026e
Osakekurssi	9,68	9,68	9,68
Osakemäärä, milj. kpl	22,4	22,4	22,4
Markkina-arvo	217	217	217
Yritysarvo (EV)	562	543	530
P/E (oik.)	9,6	8,1	8,4
P/E	10,3	8,5	8,8
P/B	1,3	1,2	1,2
P/S	0,3	0,3	0,3
EV/Liikevaihto	0,8	0,8	0,9
EV/EBITDA	6,0	5,6	5,7
EV/EBIT (oik.)	12,9	11,8	12,5
Osinko/tulos (%)	29,8 %	29,8 %	34,6 %
Osinkotuotto-%	2,9 %	3,5 %	3,9 %

Lähde: Inderes

DCF-laskelma

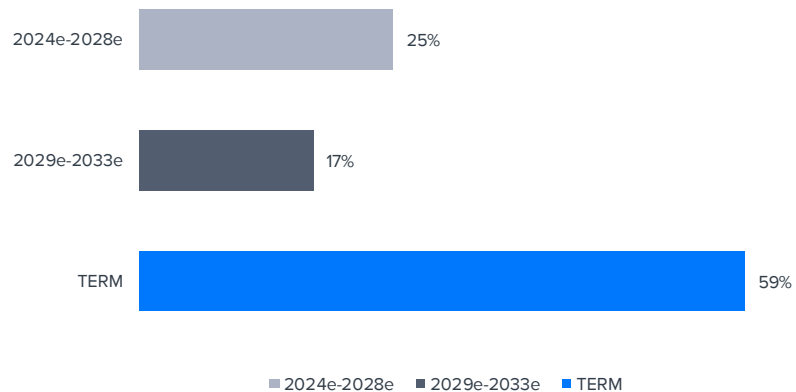
DCF-laskelma	2023	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	4,3 %	-4,4 %	-1,1 %	-8,4 %	3,1 %	2,9 %	2,9 %	-1,3 %	-1,6 %	2,9 %	1,9 %	1,9 %
Liikevoitto-%	2,9 %	6,1 %	6,5 %	6,6 %	6,9 %	7,2 %	7,0 %	6,8 %	6,6 %	6,2 %	6,1 %	6,1 %
Liikevoitto	20,7	41,6	44,5	40,9	44,3	47,6	47,7	45,7	43,6	42,2	42,3	
+ Kokonaispoistot	51,9	51,9	52,4	51,6	51,0	50,0	49,8	49,7	50,0	51,1	51,5	
- Maksetut verot	-0,9	-6,0	-6,2	-6,3	-7,3	-8,1	-8,2	-7,9	-7,5	-7,3	-7,4	
- verot rahoituskuluista	-2,5	-1,8	-1,4	-1,5	-1,6	-1,5	-1,4	-1,3	-1,2	-1,1	-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	17,3	1,1	-2,0	-5,5	0,4	1,5	1,6	-0,7	-0,9	1,6	1,1	
Operatiivinen kassavirta	86,5	86,8	87,4	79,2	86,8	89,7	89,6	85,5	84,1	86,5	86,4	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-60,2	-48,0	-50,0	-50,5	-51,1	-51,8	-52,4	-52,5	-52,5	-52,5	-51,4	
Vapaa operatiivinen kassavirta	26,2	38,8	37,4	28,7	35,7	37,9	37,2	33,0	31,6	34,0	35,0	
+/- Muut	0,0	-1,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	26,2	37,5	37,4	28,7	35,7	37,9	37,2	33,0	31,6	34,0	35,0	687
Diskontattu vapaa kassavirta		36,6	34,1	24,5	28,4	28,2	25,8	21,4	19,1	19,2	18,4	362
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		618	581	547	523	494	466	440	419	400	381	362
Velaton arvo DCF		618										
- Korolliset velat		-398,1										
+ Rahavarat		24,5										
-Vähemmistöosuus		4,5										
-Osinko/pääomapalautus		-1,6										
Oman pääoman arvo DCF		247										
Oman pääoman arvo DCF per osake		11,0										

Pääoman kustannus (WACC)

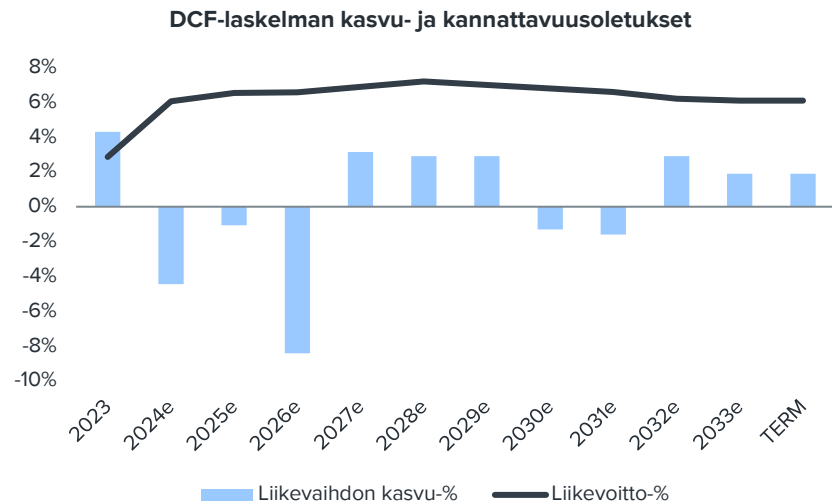
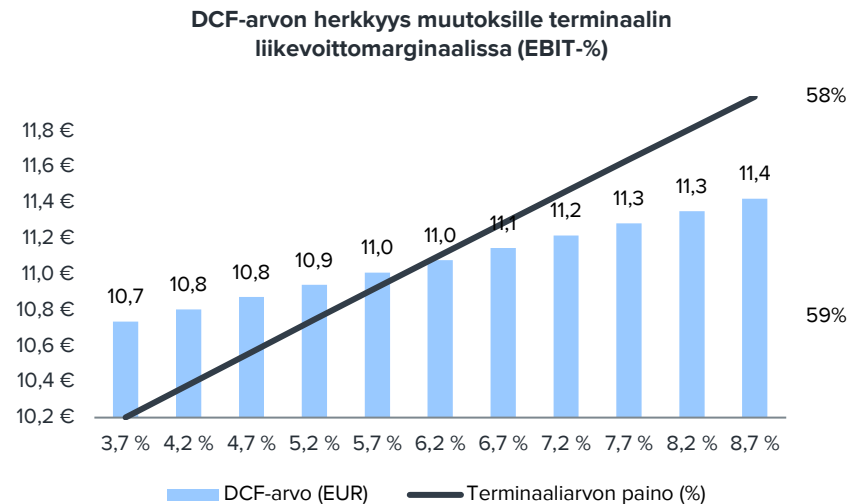
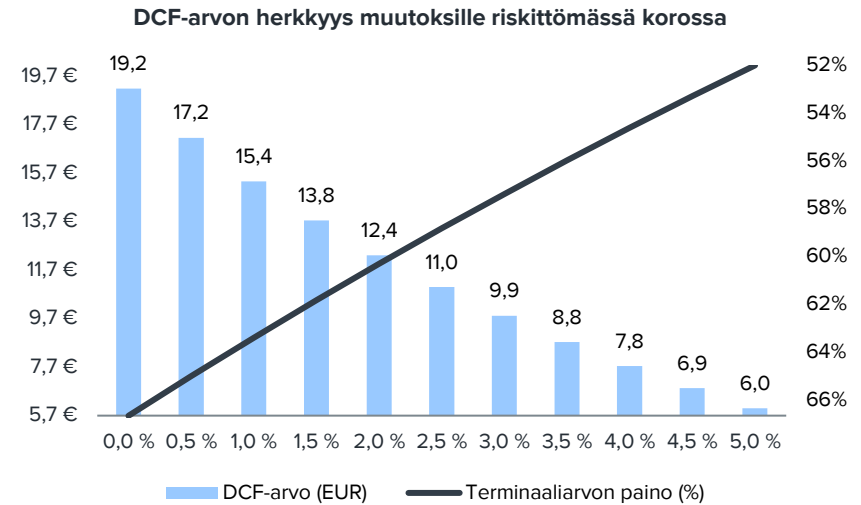
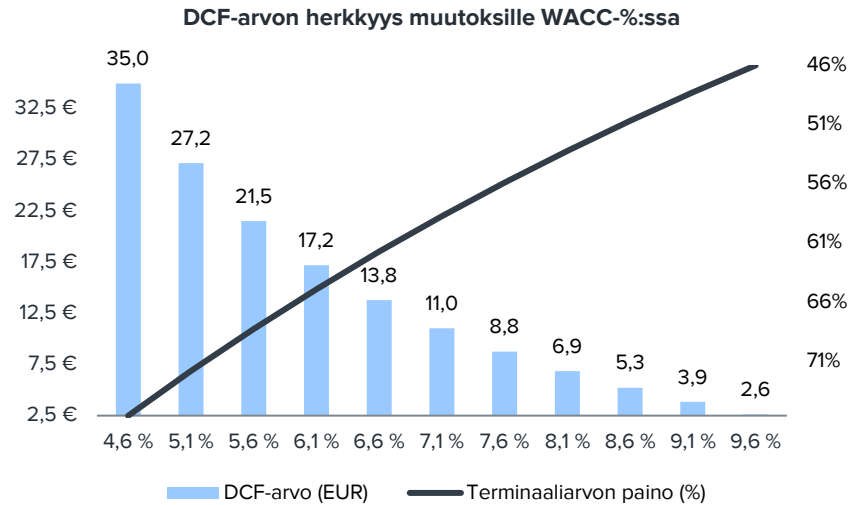
Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	50,0 %
Vieraan pääoman kustannus	5,0 %
Yrityksen Beta	1,09
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	2,50 %
Riskitön korko	2,5 %
Oman pääoman kustannus	10,2 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	7,1 %

Lähde: Inderes

Rahavirran jakauma jaksoittain



DCF:n herkkyysslaskelmat ja avainoletukset graafeina



Lähde: Inderes. Huomaa, että terminaaliarvon paino (%) on esitetty käänteisellä asteikolla selkeyden vuoksi.

Yhteenveto

Tuloslaskelma	2021	2022	2023	2024e	2025e	Osakekohtaiset luvut	2021	2022	2023	2024e	2025e
Liikevaihto	577,7	690,3	720,0	688,0	680,8	EPS (raportoitu)	0,89	0,42	0,18	0,94	1,14
Käyttökate	63,0	54,4	72,6	93,5	96,9	EPS (oikaistu)	1,10	0,82	0,56	1,01	1,20
Liikevoitto	28,0	9,0	20,7	41,6	44,5	Operat. kassavirta / osake	2,59	2,56	3,82	3,87	3,90
Voitto ennen veroja	24,2	1,6	8,4	32,0	36,2	Vapaa kassavirta / osake	0,66	-2,12	1,16	1,67	1,67
Nettovoitto	20,1	9,6	4,1	21,1	25,6	Omapääoma / osake	5,27	5,50	6,55	7,47	8,33
Kertaluontoiset erät	-5,4	-9,9	-9,6	-1,9	-1,5	Osinko / osake	0,30	0,00	0,07	0,28	0,34
Tase	2021	2022	2023	2024e	2025e	Kasvu ja kannattavuus	2021	2022	2023	2024e	2025e
Taseen loppusumma	457,1	661,6	657,6	650,8	648,8	Liikevaihdon kasvu-%	14 %	19 %	4 %	-4 %	-1 %
Oma pääoma	122,6	122,9	144,7	164,2	183,4	Käyttökateen kasvu-%	20 %	-14 %	33 %	29 %	4 %
Liikearvo	188,9	251,0	251,8	251,8	251,8	Liikevoiton oik. kasvu-%	38 %	-44 %	60 %	44 %	6 %
Nettovelat	194,7	387,5	353,6	329,2	309,5	EPS oik. kasvu-%	75 %	-26 %	-31 %	81 %	18 %
Kassavirta	2021	2022	2023	2024e	2025e	Käyttökate-%	10,9 %	7,9 %	10,1 %	13,6 %	14,2 %
Käyttökate	63,0	54,4	72,6	93,5	96,9	Oik. Liikevoitto-%	5,8 %	2,7 %	4,2 %	6,3 %	6,8 %
Nettokäyttöpääoman muutos	1,4	7,9	17,3	1,1	-2,0	Liikevoitto-%	4,8 %	1,3 %	2,9 %	6,1 %	6,5 %
Operatiivinen kassavirta	58,5	57,8	86,5	86,8	87,4	ROE-%	17,5 %	7,9 %	3,0 %	13,4 %	14,4 %
Investoinnit	-43,5	-235,3	-60,2	-48,0	-50,0	ROI-%	8,7 %	2,1 %	3,9 %	8,0 %	8,7 %
Vapaa kassavirta	14,8	-47,7	26,2	37,5	37,4	Omavaraisuusaste	26,8 %	18,6 %	22,0 %	25,2 %	28,3 %
						Nettovelkaantumisaste	158,8 %	315,4 %	244,4 %	200,5 %	168,7 %
Arvostuskertoimet	2021	2022	2023	2024e	2025e						
EV/Liikevaihto	0,8	0,8	0,7	0,8	0,8						
EV/EBITDA	7,8	9,4	7,3	6,0	5,6						
EV/EBIT (oik.)	14,6	30,7	17,5	12,9	11,8						
P/E (oik.)	11,5	10,4	12,6	9,6	8,1						
P/B	2,4	1,5	1,1	1,3	1,2						
Osinkotuotto-%	2,4 %	0,0 %	1,0 %	2,9 %	3,5 %						

Lähde: Inderes

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

Raporteilla esitettävä informaatio on hankittu useista eri julkisista lähteistä, joita Inderes pitää luotettavina. Inderesin pyrkimyksenä on käyttää luotettavaa ja kattavaa tietoa, mutta Inderes ei takaa esitettyjen tietojen virheettömyyttä. Mahdolliset kannanotot, arviot ja ennusteet ovat esittäjiensä näkemyksiä. Inderes ei vastaa esitettyjen tietojen sisällöstä tai paikkansapitävyydestä. Inderes tai sen työntekijät eivät myöskään vastaa raporttien perusteella tehtyjen sijoituspäätösten taloudellisesta tuloksesta tai muista vahingoista (välttämättä 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 neuvonantaja. 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 12 kuukauden kokonaistuotto-odotukseen (sis. kurssinousu ja osingot) ja huomioi Inderesin näkemyksen tuotto-odotukseen liittyvästä riskistä. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituksiin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään 2-4 kertaa vuodessa yhtiöiden osavuosikatsausten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvion mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmääritysmenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi 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 12 kuukauden riskikorjattuun kokonaistuotto-odotukseen.

Osta	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on erittäin houkutteleva
Lisää	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on houkutteleva
Vähennä	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on heikko
Myy	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on erittäin heikko

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

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

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

Kaikki Inderes Oyj:n osakeomistukset sen seurannassa olevissa kohdeyhtiöissä esitetään yksilöityinä oikeaa rahaa sijoitavassa Inderes Oyj:n [mallisalkussa](#).

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

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

Suositushistoria (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
8.4.2020	Lisää	16,00 €	14,65 €
12.5.2020	Lisää	16,00 €	14,80 €
18.8.2020	Lisää	16,00 €	14,90 €
30.9.2020	Vähennä	11,00 €	10,80 €
5.11.2020	Lisää	10,50 €	9,48 €
22.2.2021	Lisää	11,50 €	10,70 €
10.5.2021	Lisää	12,50 €	11,76 €
7.6.2021	Lisää	12,50 €	11,00 €
16.8.2021	Lisää	13,00 €	11,82 €
5.11.2021	Lisää	13,20 €	11,92 €
12.1.2022	Lisää	13,50 €	12,60 €
21.2.2022	Vähennä	12,50 €	12,00 €
5.5.2022	Vähennä	12,50 €	11,78 €
15.8.2022	Vähennä	11,50 €	11,00 €
7.11.2022	Vähennä	9,50 €	9,14 €
22.11.2022	Vähennä	9,00 €	8,91 €
20.2.2023	Vähennä	8,00 €	8,68 €
11.4.2023	Vähennä	7,70 €	7,84 €
2.5.2023	Vähennä	€9,50	€9,15
30.5.2023	Vähennä	€9,50	€9,50
14.8.2023	Vähennä	€9,00	€8,26
<i>Analytiikon vaihdos</i>			
6.11.2023	Vähennä	€8,00	€7,40
25.1.2024	Lisää	€8,00	€7,00
14.2.2024	Lisää	€8,00	€7,20
6.5.2024	Lisää	€10,00	€8,80
19.7.2024	Osta	€11,00	€9,38
12.8.2024	Lisää	€11,00	€9,80
5.9.2024	Lisää	€11,00	€9,68

Ilmastotavoite ja taksonomia

Pihlajalinnan liiketoiminta taksonomian ulkopuolella

Pihlajalinna arvioi, ettei sen palvelut kuulu taksonomiassa määriteltyjen toimialojen piiriin. Emme myöskään arvioi, että taksonomian mukaiset toimintamenot tai pääomamenot voivat merkittävästi kasvaa toiminnan luonteesta johtuen. Näemme lieviä tulkintaeroja toimialan yhtiöiden välillä taksonomiaan kuuluviin eriin liittyen. Koska taksonomialainsäädännön oletetaan tarkentuvan ja laajentuvan koskevan uusia toimialoja tulevaisuudessa, jäämmekin odottamaan mahdollisia vaikutuksia Pihlajalinnan taksonomiaprosentteihin.

Yhtiön ilmastotavoite tähtää oman toiminnan päästöttömyyteen vuonna 2030

Pihlajalinnan ilmastotavoitteena on olla hiilineutraali omien suorien (scope 1) ja epäsuorien (scope 2) kasvihuonekaasujen osalta vuoteen 2030 mennessä. Vuoden 2024 aikana Pihlajalinna jatkaa ympäristölaskennan tarkentamista ja tavoitteiden asettamista kattamaan scope 1- ja scope 2 -päästöjen lisäksi myös scope 3 -päästöt. Pihlajalinnan ilmastotavoite ei ole linjassa Pariisin ilmastopimuksen 1,5 asteen tavoitteen kanssa, koska tavoite kattaa vain oman toiminnan, ei koko arvoketjua laaja-alaisesti.

Pihlajalinna siirtyi vuoden 2022 lopussa päästöttömän sähköenergian käyttöön sähkönhankinnan osalta. Emme usko tämän aiheuttaneen yhtiölle merkittäviä lisäkuluja vihreän sähkön saatavuuden ollessa Suomessa hyvä. Etäkäynnit ovat yleistyneet viime vuosina merkittävästi (vuonna 2023: 40 % etänä), mikä pienentää välillisiä ilmastopäästöjä vähentämällä sekä asiakkaiden että oman henkilöstön liikennettä yhtiön toimipisteisiin.

Emme näe myöskään välitöntä riskiä siihen, että

Pihlajalinna joutuisi ilmastotavoiteasetantaansa kiristämään, joten mahdollisten lisäkustannusten riski on mielestämme alhainen.

Taksonomiakelpoisuus	2022	2023
Liikevaihto	0 %	0 %
OPEX	0 %	0 %
CAPEX	0 %	0 %

Taksonomian mukaisuus	2022	2023
Liikevaihto	0 %	0 %
OPEX	0 %	0 %
CAPEX	0 %	0 %

Ilmasto

Ilmastotavoite	Kyllä	Kyllä
Pariisin sopimuksen mukainen (1,5 °C:n lämpenemisskenaario)	Ei	Ei

Inderesin tehtävä on yhdistää sijoittajat ja pörssiyritykset. Asiakkainamme on yli 400 pörssiyritystä, jotka haluavat palvella omistajiaan ja sijoittajayhteisöä tarjoamalla parempaa sijoittajaviestintää. Sijoittajayhteisöömme kuuluu yli 70 000 aktiivista osakesijoittamisesta kiinnostunutta jäsentä.

Inderesin yhteiskunnallisena tavoitteena on demokratisoida sijoittajatieta. Uskomme sijoittajien yhtäläisiin mahdollisuuksiin saada tietoa, jonka avulla säästää ja sijoittaa tulevaisuuteensa.

Pörssiyrityksille tuotamme ratkaisuja, joiden avulla toteuttaa tehokasta ja avointa sijoittajaviestintää. Inderesin tuotetarjooma kattaa kaikki keskeiset pörssiyrityksen sijoittajaviestinnän tarvitsemat ratkaisut. Päätuotteitamme ovat osakeanalyysi, IR-tapahtumat, IR-ohjelmistot ja yhtiökokoukset.

Sijoittajayhteisölle tarjoamme palveluita, joiden avulla yhteisön jäsenet voivat kehittyä paremmiksi sijoittajiksi, verkostoitua muiden sijoittajien kanssa sekä saada ajantasaista tietoa sijoituspäätösten tueksi.

Inderes on listattu Nasdaq First North -markkinapaikalle ja se toimii Suomessa, Ruotsissa, Tanskassa ja Norjassa.

Inderes Oyj

Itämerentori 2

00180 Helsinki

+358 10 219 4690

Palkittua analyysia osoitteessa [inderes.fi](https://www.inderes.fi)



STARMINE
ANALYST AWARDS
FROM REFINITIV



THOMSON REUTERS
ANALYST AWARDS



Juha Kinnunen
2012, 2016, 2017, 2018, 2019, 2020



Mikael Rautanen
2014, 2016, 2017, 2019



Sauli Vilén
2012, 2016, 2018, 2019, 2020



Antti Viljakainen
2014, 2015, 2016, 2018, 2019, 2020



Olli Koponen
2020



Joni Grönqvist
2019, 2020



Erkki Vesola
2018, 2020



Petri Gostowski
2020



Atte Riikola
2020

**Analyysi kuuluu
kaikille.**