

# Pihlajalinna

## Yhtiöraportti

**2/2017**

inde  
res.

# Yksi sote-murroksen voittajista

Toistamme Pihlajalinnan osta-suosituksen ja 20,0 euron tavoitehinnan. Pidämme lähivuosien tuloskasvunäkymiä erinomaisina ja laajan palveluvalikoiman sekä vahvan maantieteellisen verkoston takia uskomme yhtiön kuuluvan tulevan sosiaali- ja terveydenhuoltoalan murroksen voittajiin. Yhtiössä on hyvä näkyvyys voimakkaan kasvun jatkumiseen ja markkinatrendit ovat sille suotuisia. Suurimpana epävarmuutena osakkeessa pidämme poliittista riskiä, joka kulminoituu käynnissä olevaan sote-uudistukseen ja sen lopulliseen muotoon yksityisten palveluntuottajien näkökulmasta.

## Pihlajalinna on yksi Suomen johtavista sosiaali- ja terveyspalveluiden tuottajista

Pihlajalinna on vuonna 2001 perustettu sosiaali- ja terveydenhuoltoalan yhtiö, jonka vuoden 2016 liikevaihto on ennusteidemme mukaan 399 MEUR (2015: 213 MEUR) ja liikevoitto 15,7 MEUR (2015: 3,6 MEUR). Liikevaihdolla mitattuna Pihlajalinna kuuluu Suomen neljän suurimman sosiaali- ja terveydenhuoltoalan yrityksen joukkoon Mehiläisen, Attendon ja Terveystalon kanssa. Pihlajalinnalla on kaksi toimintasegmenttiä: Lääkärikeskukset & erikoissairaanhoido (55 % liikevaihdosta) ja Perusterveyden & sosiaalihuollon palvelut (45 % liikevaihdosta). Pihlajalinna toimii laaja-alaisesti terveydenhuollon markkinoilla ja tuottaa valikoidusti sosiaalihuollon palveluita.

## Kasvu yritystoin ja kuntaulkoistussopimusten kautta

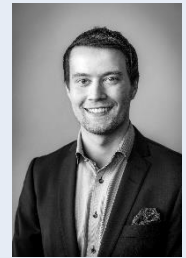
Pihlajalinnan liikevaihto on kasvanut perustamisesta lähtien noin 50 %:n vuosivauhtia ja vuoden 2016 ohjeistuksen mukaan (liikevaihto noin 400 MEUR) kasvu kiihtyy 90 %:iin. Vahvan kasvun ajureita ovat olleet nopeasti ikääntyvän väestön tarve sosiaali- ja terveydenhuollon palveluille ja talousongelmassa painavien kuntien tekemät sosiaali- ja terveydenhuollon ulkoistukset. Pihlajalinnan tekemät lukuisat yritystoin ovat myös tuoneet lisävauhtia kasvuun. Sosiaali- ja terveydenhuoltomarkkina on 2000-luvulla kasvanut noin 6 %:n vuosivauhtia eli selvästi Suomen bruttokansantuotteen kasvua nopeammin. Markkinakasvu toimii jatkossakin kohtuullisena ajurina Pihlajalinnalle, mutta isompi kasvuajuri tulee sitä kautta, kun yhä isompi osa palveluntuotannosta on lähivuosina siirtymässä julkiselta puolelta yksityisten toimijoiden hoidettavaksi. Pihlajalinna kuuluu Suomen sosiaali- ja terveydenhuoltoalan harvaan joukkoon, joka pystyy laajan palveluvalikoiman, kokemuksen ja maantieteellisen peiton ansiosta ottamaan haltuun sosiaali- ja terveyspalveluiden ulkoistuksia kunnilta, mikä parantaa merkittävästi sen kasvunäkymiä.

## Osakkeen hinnoittelussa näkyvät vahvat tulevaisuuden kasvuodotukset

Pihlajalinnan markkina-arvo nykyisellä 17 euron osakekurssilla on 350 MEUR. Tulevaisuuden kasvuodotukset, näkyvät tulos pohjaisissa P/E-arvostuskertoimissa, jotka vuosille 2017 ja 2018 ovat korkeat 28x ja 23x. Yhtiön fokus on tällä hetkellä vahvasti kasvussa, minkä takia EBIT-marginaali (2016e: 3,9 %) on kaukana yhtiön tavoitetasosta (yli 7 %). Suuri osa tuloerästä menee yritystoin tai kasvuinvestointeihin, minkä takia myös osinko pysyy matalalla tasolla.

## Analyytikko

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



## Suositus ja tavoitehintaa

### Osta

Edellinen: Osta

### 20,0 EUR

Edellinen: 20,0 euroa



**Osakekurssi: 17,06 EUR**

**Potentiaali: 17 %**

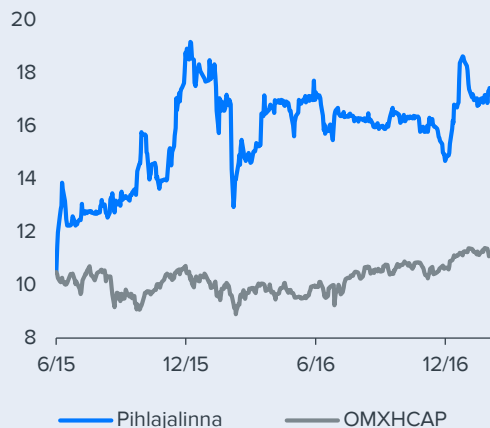
## Avainluvut

	2015	2016e	2017e
<b>Liikevaihto</b>	213	399	466
<i>kasvu-%</i>	43 %	87 %	17 %
<b>Liikevoitto</b>	3,6	15,7	21,0
<i>EBIT-%</i>	1,7 %	3,9 %	4,5 %
<b>Tulos ennen veroja</b>	1,3	14,2	19,5
<b>EPS*</b>	0,03	0,40	0,60
<b>Osinko</b>	0	0,19	0,28

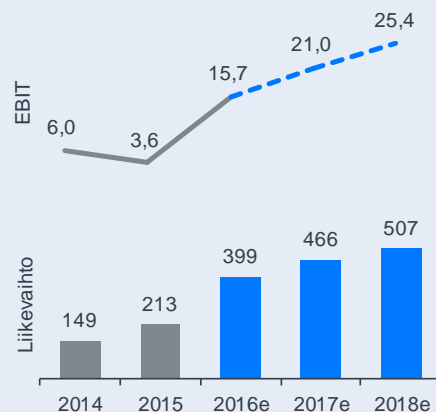
<b>EV/Liikevaihto</b>	1,9	1,0	0,8
<b>EV/EBITDA</b>	31,6	13,1	10,9
<b>EV/EBIT</b>	87,4	22,3	18,0
<b>P/E*</b>	631,5	42,8	28,3
<b>P/B</b>	4,0	3,5	3,2
<b>Osinko-%</b>	0,0 %	1,1 %	1,6 %

\*raportoitu emoyhtiön omistajille kuuluva tulos

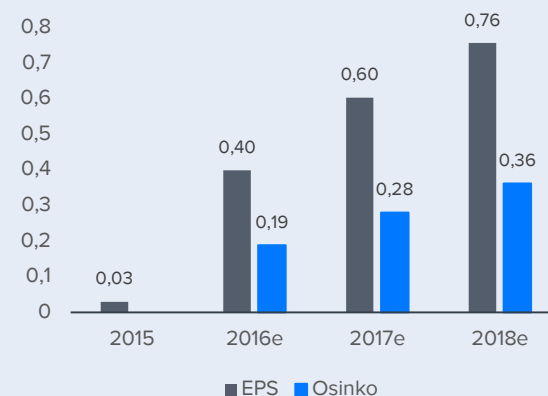
## Kurssikehitys



## Liikevaihto ja liikevoitto (EBIT)



## Osakekohtainen tulos ja osinko



P/E

**28x**

2017e

EV/EBITDA

**11x**

2017e

EV/S

**0,8x**

2017e

Osinko-%

**1,6**

2017e



### Arvoajurit

- Nopeasti ikääntyvä väestörakenne ja terveystalouden kysynnän kasvu
- Liiketoiminnan voimakas kasvu kuntaulkoistusten ja yritysostojen kautta
- Etumatka kilpailijoihin laajan palvelutarjonnan ansiosta
- Kannattavuudessa parannuspotentiaalia



### Riskitekijät

- Poliittisen päätöksenteon arvaamattomuus sote-toimialalla
- Ulkoistusliiketoiminnan kannattavuus voi jäädä tavoitteista
- Liiallinen kasvuhakuisuus voi mennä kannattavuuden edelle
- Toimialalla käynnissä kova kilpailu markkinaosuuksista



### Arvostus

- Pihlajalinna arvostetaan kasvuyhtiöksi
- Osake on nykyiseen tuloksetekokykyyn nähden haastavasti hinnoiteltu
- Kannattavuutta mahdollista parantaa
- Iso kasvupotentiaali ja saavutettavissa oleva markkina-asema perustelevat arvostuksen

# Sisällysluettelo

<b>Yhtiöesittely</b>	<b>s. 5-7</b>
<b>Liiketoimintasegmentit ja -malli</b>	<b>s. 8-12</b>
<b>Strategia ja taloudelliset tavoitteet</b>	<b>s. 13-14</b>
<b>Toimiala ja kilpailukenttä</b>	<b>s. 15-22</b>
<b>Taloudellinen tilanne</b>	<b>s. 23-24</b>
<b>Ennusteet</b>	<b>s. 25-27</b>
<b>Arvonmääritys, suositus ja sijoitusprofiili</b>	<b>s. 28-32</b>
<b>Taulukot</b>	<b>s. 33-36</b>
<b>Listautumisen jälkeiset tapahtumat</b>	<b>s. 37</b>
<b>Vastuuvapauslauseke</b>	<b>s. 38</b>

# Yhtiöesittely

## Historia

Mikko Wirén perusti Pihlajalinnan Parkanossa vuonna 2001 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. Vuonna 2005 yhtiö laajensi toimintansa myös työterveyshuoltoon.

Välillä 2006-2010 yhtiö keskittyi vahvistamaan liiketoimintaansa laajentamalla yksityistä lääkärikeskusverkostoaan sekä kehittämällä ulkoistusliiketoimintaansa. Pihlajalinna sopi ensimmäisestä terveysasemaulkoistuksesta Tampereen kaupungin kanssa vuonna 2007. Vuonna 2008 yhtiö aloitti hoivapalveluiden tuottamisen. Ulkoistusliiketoiminta kasvoi merkittävästi vuonna 2010, kun Suomen ensimmäinen julkisen ja yksityisen toimijan yhdessä omistama osakeyhtiö Jokilaakson Terveys Oy aloitti toimintansa. Jokilaakson terveys voitti tuolloin Suomen suurimman terveydenhuollon ulkoistuskilpailutuksen, joka käsittää terveydenhuoltopalveluiden tuotannon Jämsän kaupungin omistamassa Jokilaakson sairaalassa.

Vuoden 2012 lopussa Pihlajalinna laajensi liiketoimintaansa merkittävästi ostamalla Dextra-lääkärikeskuksen koko osakekannan. Oston jälkeen Pihlajalinnan yksityiset lääkärikeskukset sekä työterveyshuolto integroitiin Dextra-brändin alle. Myös ulkoistusliiketoiminta kasvoi

merkittävästi vuoden 2012 lopussa, kun Pihlajalinna ja Mänttä-Vilppulan kaupunki sopivat kaupungin koko sosiaali- ja terveystoimen ulkoistamisesta. Tuorein kasvupyrähdys tapahtui vuoden 2016 alussa, kun Pihlajalinna aloitti tähän asti suurimman kuntaulkoistuksen tuotannon Kuusiokunnissa (Alavus, Ähtäri ja Kuortane).

## Yksi Suomen johtavista sosiaali- ja terveydenhuoltopalveluiden tuottajista

Pihlajalinna tuottaa sosiaali- ja terveydenhuollon palveluita yksityishenkilöille, yrityksille, vakuutusyhtiöille ja julkisyhteisöille ja tarjoaa palveluita niin lääkärikeskuksissa ja terveysasemilla, hammasklinikoilla kuin sairaaloissakin eri puolilla Suomea.

Yhtiö tuottaa Dextra-brändin alla toimivissa yksityisissä lääkärikeskuksissa ja sairaaloissa mm. lääkärivastaanotto- ja erikoissairaanhoidon palveluita mukaan lukien päivystyspalvelut, monipuoliset kirurgiset palvelut sekä työterveyshuollon ja suun terveydenhoidon palvelut. Pihlajalinna-brändin alla yhtiö tarjoaa julkisyhteisöille sosiaali- ja terveydenhuollon palveluntuotantomalleja, joiden tarkoituksena on julkisen ja yksityisen sektorin yhteistyönä tuottaa laadukkaita palveluita julkisrahoitteisen terveydenhuollon asiakkaille. Yhtiön tavoitteena on olla valtakunnallinen ja kokonaisvaltainen sosiaali- ja terveydenhuollon palveluiden tuottaja sekä yksityisen että julkisen sektorin asiakkaille.

## Segmenttirakenne

Pihlajalinna-konsernilla on kaksi raportoitavaa

segmenttiä:

- 1. Lääkärikeskukset ja erikoissairaanhoido (55 % liikevaihdosta)**, joka tuottaa lääkärikeskuksissa ja sairaalaysiköissä yleis- ja erikoislääkäripalveluita, kirurgisia palveluita sekä työterveyshuollon ja suunterveyshoidon palveluita. Segmentin asiakkaita ovat yksityishenkilöt, yritykset, elinkeinoharjoittajat, liikelaitokset, kaupungit, kunnat ja muut julkisen sektorin yhteisöt sekä yhdistykset ja säätiöt.
- 2. Perusterveyden- ja sosiaalihuollon palvelut (45 % liikevaihdosta)**, joka tuottaa palveluita julkisyhteisöille Pihlajalinna-brändin alla. Palvelutuotantoon kuuluvat perusterveyden- ja sosiaalihuollon palvelut sekä hoivapalvelut. Palvelut toteutetaan joko kokonaisulkoistuksina, terveysasemaulkoistuksina, työvoimapalveluina tai erillisinä hoivapalveluyksikköinä.

## Listautuminen kesällä 2015

Pihlajalinna listautui Helsingin pörssiin vuoden 2015 kesäkuussa 10,5 euron osakekohtaisella hinnalla. Yhtiön osakekurssi on noussut listautumisen jälkeen yli 50 % ja nykyisellä 17 euron osakekurssilla markkina-arvo on 350 MEUR. Vuoden 2016 ennusteidemme mukainen liikevaihto on 399 MEUR, käyttökate 28 MEUR ja liikevoitto 16 MEUR. Pihlajalinnan suurin omistaja on Lähitapiola Keskinäinen Vakuutusyhtiö (15,6 % osakkeista). Toiseksi suurin omistaja on yhtiön perustajan Mikko Wirénin hallitsema MWW Yhtiöt (10,8 % osakkeista).

# Pihlajalinna lyhyesti

Pihlajalinna on yksi Suomen johtavista yksityisistä sosiaali- ja terveydenhuoltopalveluiden tuottajista. Pihlajalinnan tavoitteena on olla valtakunnallinen ja kokonaisvaltainen sosiaali- ja terveydenhuollon palveluiden tuottaja sekä yksityisen sektorin että julkisen sektorin asiakkaille.

**2001**

PERUSTAMISVUOSI

**2015**

LISTAUTUMINEN

**55 DEXTRA**

TOIMIPISTETTÄ YMPÄRI SUOMEN\*

**399 MEUR** (+87 % vs. 2015)

LIIKEVAIHTO 2016e

**15,7 MEUR** (3,9 % lv:sta)

LIIKEVOITTO 2016e

**4470**

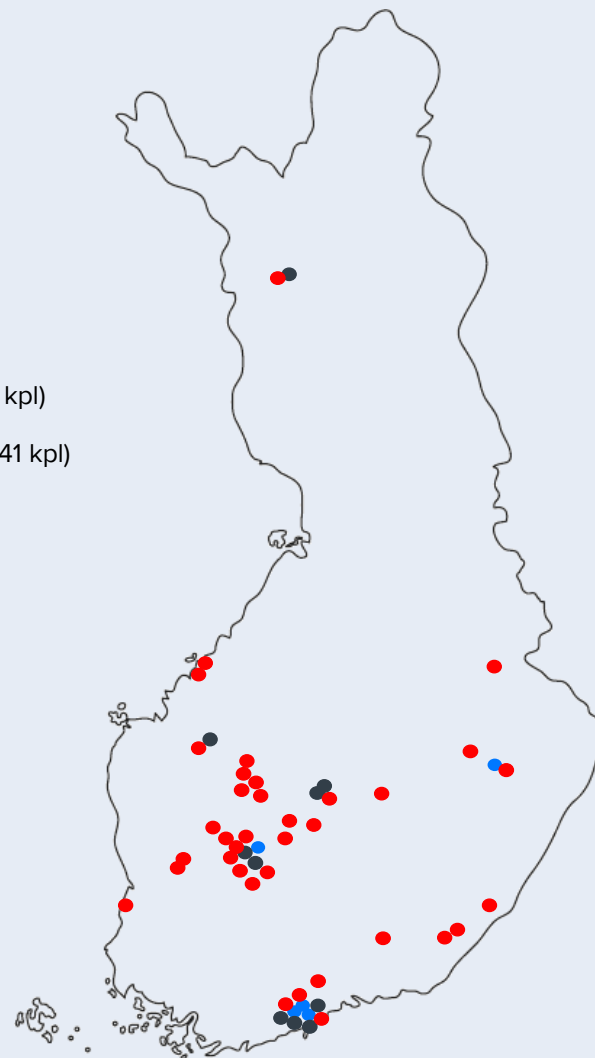
KONSERNIN  
HENKILÖSTÖ\*

**350**

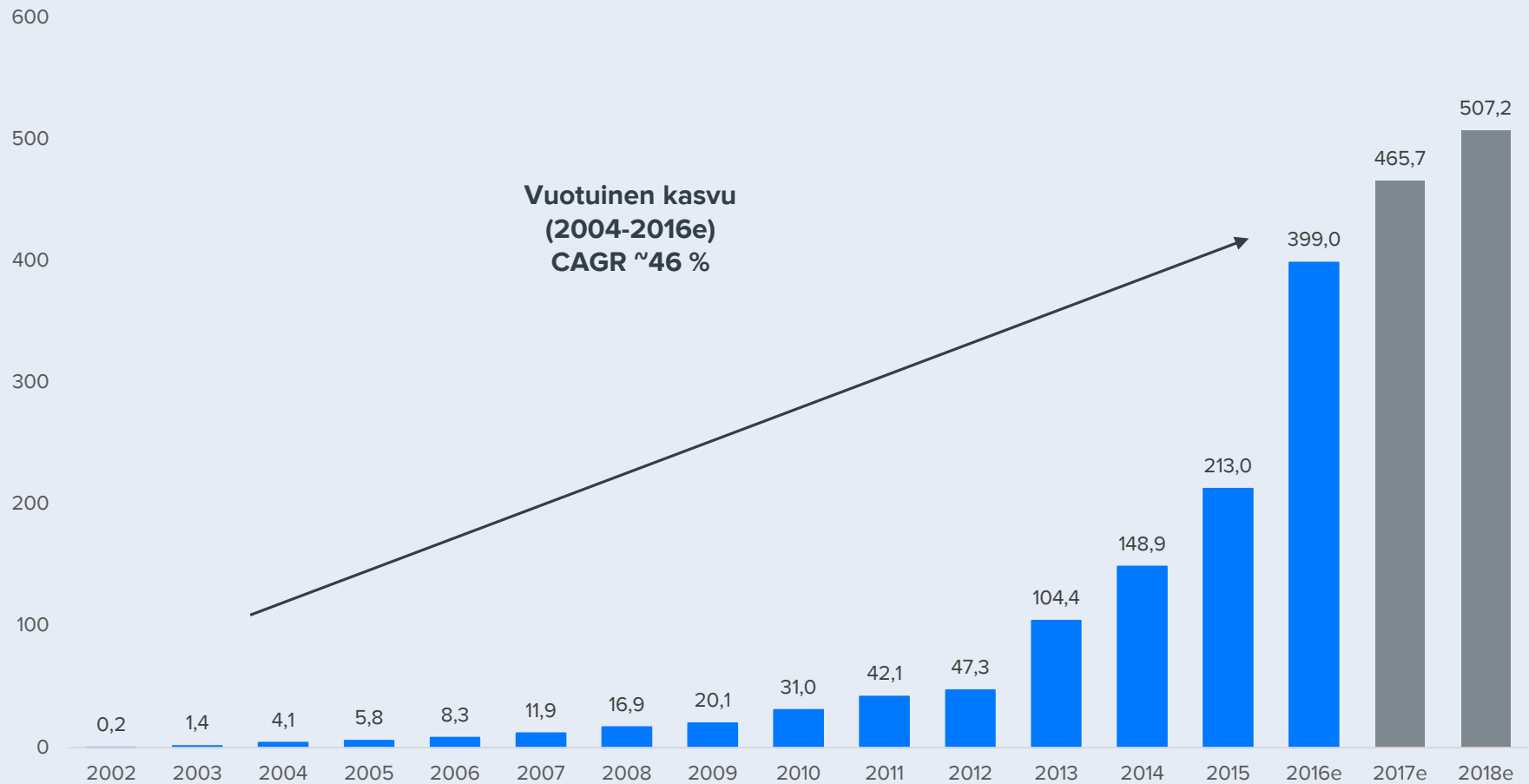
MARKKINA-ARVO  
(MEUR)

\*Q3'16 lopussa

- Dextra-sairaalat (5 kpl)
- Dextra-hammasklinikat (9 kpl)
- Dextra-lääkärikeskukset (41 kpl)



# Liikevaihdon kehitys 2002-2018e

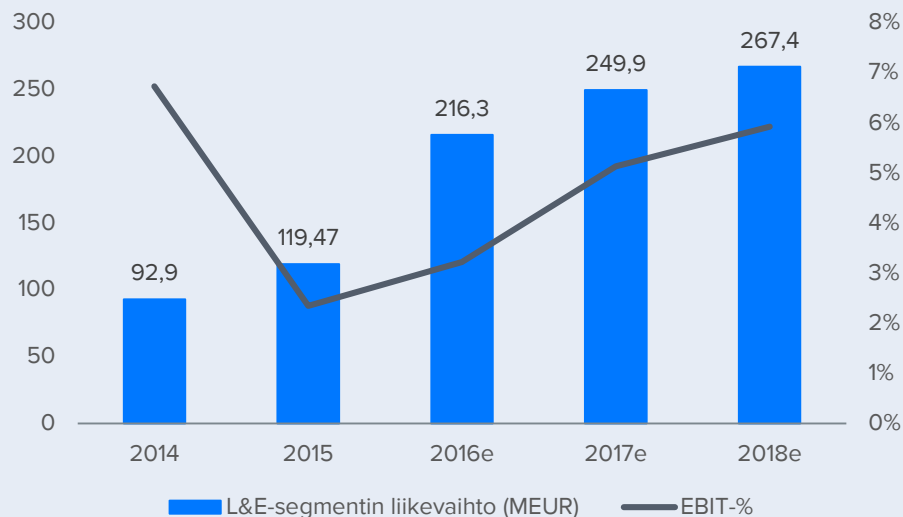


Lähde: Pihlajalinna, Inderes ennusteet

# Liiketoimintasegmentit

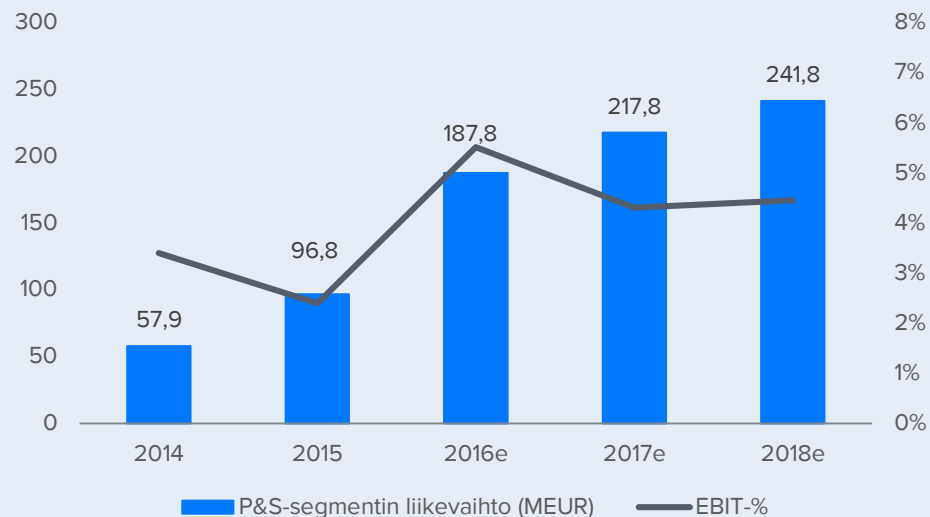
## Lääkärikeskukset ja erikoissairaanhoido (L&E)

- **55 % konsernin liikevaihdosta**
- Segmentin yksiköt toimivat Dextra-brändin alla
- Segmentti tuottaa lääkärikeskuksissa ja sairaalayksiköissä yleis- ja erikoislääkäripalveluita, kirurgisia palveluita sekä työterveyshuollon ja suunterveydenhoidon palveluita
- Asiakkaita ovat kaikkiin ikäryhmiin kuuluvat yksityishenkilöt, yritykset, elinkeinoharjoittajat, liikelaitokset, kaupungit, kunnat ja muut julkisen sektorin yhteisöt sekä yhdistykset ja säätiöt



## Perusterveyden ja sosiaalihuollon palvelut (P&S)

- **45 % konsernin liikevaihdosta**
- Tuottaa palveluita julkisyhteisöille Pihlajalinna-brändin alla
- Palvelutarjontaan kuuluvat perusterveyden- ja sosiaalihuollon palvelut sekä hoivapalvelut toteutettuina joko kokonaisulkoistuksina, terveysasemaulkoistuksina, työvoimapalveluina tai erillisinä hoivapalveluyksikköinä
- Segmentin asiakkaita ovat pääasiassa julkisyhteisöt, mutta hoivapalveluissa julkisyhteisöjen lisäksi myös yksityishenkilöt





# Liiketoimintasegmentit 1/2

## Lääkärikeskukset ja erikoissairaanhoido

L&E-segmentin liikevaihto tilikaudella 2015 oli 119,5 MEUR (2014: 92,9 MEUR). Segmentin käyttökate oli 9,2 MEUR (2014: 11,2 MEUR) eli 7,7 % liikevaihdesta (2014: 12,1 %). Segmentin liikevoitto oli 2,8 MEUR (2014: 6,3 MEUR) eli 2,3 % liikevaihdesta (2014: 6,7 %). Vuoden 2015 luvuilla mitattuna L&E-segmentti toi noin 55 % konsernin liikevaihdesta ja 70 % konsernin käyttökatteesta.

Segmenttiin kuuluu neljä palvelualueetta: Lääkärikeskukset, Leikkaustoiminta ja julkinen erikoissairaanhoido, Suunterveydenhoito ja Työterveyshuolto. Pihlajalinna osti vuonna 2012 helsinkiläisen lääkäriyhtiö Dextran, jonka jälkeen konserniin kuuluvia yksityisiä lääkärikeskuksia ja sairaaloita on operoitu Dextra-brändin alla. Erikoissairaanhoidon palveluita tarjotaan Dextra-brändin lisäksi myös Pihlajalinna-brändin alla.

### 1) Lääkärikeskukset:

Dextra lääkärikeskukset tarjoavat monipuolisia perusterveyden- ja erikoissairaanhoidon palveluita. Dextran erikoislääkäreiden tyypillisiä aloja ovat muun muassa ortopedia ja käsikirurgia, neurologia, ihotaudit ja korva-, nenä- ja kurkkutaudit. Diagnostiikkapalveluihin kuuluvat magneettikuvaus, röntgen- ja ultraäänikuvantaminen sekä laboratoripalvelut. Dextra-keijuun kuului vuoden 2016 lopussa 41 lääkärikeskusta.

### 2) Leikkaustoiminta ja julkinen erikoissairaanhoido:

Kirurgisia palveluita tuotetaan Dextran yksityissairaaloissa Helsingissä ja Tampereella sekä Jämsässä. Dextra Sairaala Munkkivuori,

Dextra Laser Tilkka ja Dextra Plastiikkakirurginen Sairaala toimivat Helsingissä, Dextra Sairaala Hämeenkatu Tampereella ja Jokilaakson sairaala Jämsässä. Leikkaustoiminta ja julkinen erikoissairaanhoido-palvelualue tuottaa laajasti yleiskirurgian ja eri erikoisalojen kirurgisia palveluita muun muassa ortopedian, plastiikkakirurgian, korva-, nenä- ja kurkkutautien, vatsaelinkirurgian, verisuonikirurgian ja urologian erikoisaloilla.

### 3) Suunterveydenhoito:

Dextra Hammasklinikat tarjoavat yleis- ja erikoishammaslääkäripalveluita kuten kirurgisia toimenpiteitä, oikomahoitoa ja esteettistä hammashoitoa sekä suuhygieniä ja hammaslaboratoriopalveluita. Asiakkaita ovat yksityishenkilöt, yritykset, julkisyhteisöt ja vakuutusyhtiöt. Dextra-keijuun kuului vuoden 2016 lopussa 10 hammasklinikkaa.

### 4) Työterveyshuolto:

Dextra työterveys tarjoaa yrityksille ja yhteisöille kokonaisvaltaisia työterveys- ja työhyvinvointipalveluita. Palvelut tuottaa moniammatillainen tiimi, jossa on työterveyslääkäri, työterveyshoitaja, työfysioterapeutti, työ- ja organisointipsykologi sekä ravintoterapeutti.

### Perusterveyden ja sosiaalihuollon palvelut

P&S-segmentin liikevaihto tilikaudella 2015 oli 96,8 MEUR (2014: 57,9 MEUR). Segmentin käyttökate oli 3,9 MEUR (2014: 2,8 MEUR) eli 4,1 % liikevaihdesta (2014: 4,8 %). Segmentin liikevoitto oli 2,3 MEUR (2014: 1,9 MEUR) eli 2,4 % liikevaihdesta (2014: 3,3 %). Vuoden 2015 luvuilla mitattuna segmentti toi 45 % konsernin

liikevaihdesta ja 30 % konsernin käyttökatteesta.

Segmenttiin kuuluu neljä palvelualueetta: Sosiaali- ja terveydenhuollon kokonaisulkoistukset, Terveysasemaulkoistukset, Työvoimapalvelut ja Hoivapalvelut.

### 1) Sosiaali- ja terveydenhuollon kokonaisulkoistukset:

Suomessa kunnat ovat vastuussa riittävien sosiaali- ja terveydenhuollon palveluiden järjestämisestä asukkailleen. Noin puolet kuntatalouksien budjeteista kuluu sosiaali- ja terveydenhuoltomeneihin ja niiden kasvaessa monet kunnat ovat joutuneet taloudellisiin ongelmiin. Tämän johdosta kunnat ovat alkaneet etsiä säästöjä antamalla palveluiden tuotantovastuuta yhä enemmän yksityisille toimijoille.

Pihlajalinna tuottaa sote-ulkoistuksia Jämsässä, Mänttä-Vilppulassa, Juupajoella, Parkanossa, Kihniössä, Kuusiokunnissa (Alavus, Kuortane Ähtäri) ja vuoden 2017 alusta myös Soinissa. Sote-ulkoistuksen yhteydessä kunta määrittää tarvittavan palvelutason ja sopii palveluiden hinnan ulkopuolisen palveluntarjoajan kanssa. Sopimukset ovat yleensä pitkiä (noin 10 vuotta) ja sopimuskauden hinnoittelua tarkastetaan sopimuskauden aikana väestön määrän ja ikärakenteenmuutosten mukaisten indeksikorotusten mukaisesti.

Kuntien tekemät ulkoistukset tehdään julkisen kilpailutuksen kautta. Pihlajalinna on yksi harvoista toimijoista Suomessa, jolla on kyky ja kokemus tarjota suuria kuntaulkoistusratkaisuja.

# Liiketoimintasegmentit 2/2

Nykyisiin kuntaulkoistussopimuksiin sisältyy lisäksi useita laajennusoptioita, joiden kautta lähikunnat voivat liittyä olemassa oleviin sopimuksiin. Voimassa olevien ulkoistussopimusten laajennusoptiot voivat toteutuessaan tarjota merkittävää kasvupotentiaalia Pihlajalinnan ulkoistusliiketoiminnalle ilman uusia julkisia kilpailutuksia.

Palvelut kunnille tuotetaan pääasiassa näiden osoittamissa tiloissa, joten liiketoiminnan kasvattaminen ei vaadi Pihlajalinnalta merkittäviä investointeja.

## **2) Terveysasemaulkoistukset:**

Terveysasemaulkoistuksissa kunta ulkoistaa terveysaseman palvelut yksityiselle toimijalle. Näissä tapauksissa Pihlajalinnan työntekijät tuottavat terveysaseman palvelut ja kunta vastaa sopimuksenmukaisista korvauksista sekä valvoo palveluiden toteutusta. Markkinoilla viime vuosina yleistyneet kuntaulkoistukset ovat korvanneet yksittäisiä terveysasemaulkoistuksia.

Pihlajalinnalla käytetään terveysasemaulkoistuksissaan hoitaja-lääkäri-työparimallia, jonka avulla hoitopääsytarpeen arviointi nopeutuu ja palvelu tehostuu, kun potilaan tilan kriittisyyden perusteella potilas ohjataan joko lääkärin tai hoitajan vastaanotolle. Palveluita tuotetaan sekä Pihlajalinnan omistamissa tiloissa että kuntien ja kaupunkien omistamissa tiloissa. Palvelualueen asiakkaita ovat julkisyhteisöt. Tampereella Pihlajalinnalle ulkoistetut terveysasemat toimivat OmaPihlajanimellä. Pihlajalinnalla tuottaa terveysasemien ulkoistuspalveluita Tampereen kaupungille ja

Hattulan kunnalle.

## **3) Työvoimapalvelut:**

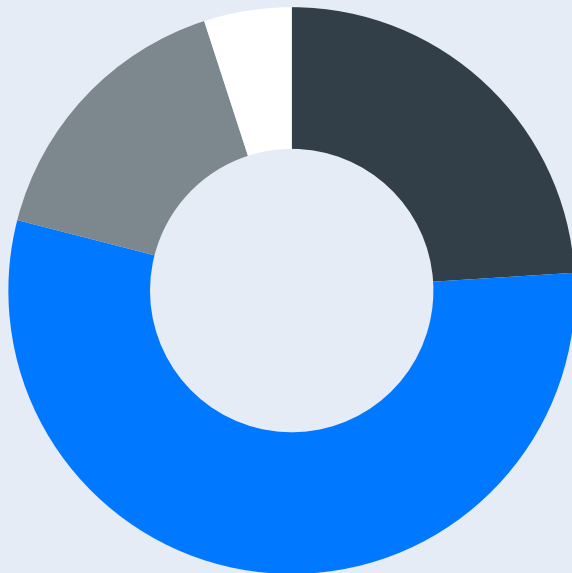
Palvelualue käsittää sekä julkisyhteisöille että Pihlajalinnan muille palvelualueille tuotetut ostolääkäri-, vuokralääkäri- ja päivystyspalvelut. Ulkoisille asiakkaille tuotettujen palvelujen lisäksi Työvoimapalveluilla on myös tärkeä rooli osana yhtiön omaa resurssienhallintaa sekä Pihlajalinnan muiden ulkoistuspalvelujen markkinointia, sillä työvoimapalveluasiakas on potentiaalinen ulkoistusasiakas tulevaisuudessa. Palvelualueella on tärkeä merkitys Pihlajalinnan sisäisenä tukifunktiona esimerkiksi kuntaulkoistuksissa, kun taas ulkoisten asiakkaiden merkitys palvelualueella on pienentynyt.

## **4) Hoivapalvelut:**

Palvelualue tuottaa sosiaalihuollon palveluita. Palvelualue sisältää sekä hoivakodeissa tarjottavia asumispalveluita että kotihoitopalveluita. Hoivapalveluita tuotetaan julkisyhteisöille ja yksityishenkilöille, sekä alihankintana omissa hoivapalveluyksiköissä yhtiön kuntaulkoistuksiin. Kuntaulkoistusten osana kunnan tiloissa tuotetut hoivapalvelut raportoidaan osana Sosiaali- ja terveydenhuollon kokonaisulkoistukset-palvelualueetta. Hoivapalveluilla on merkittävä rooli kuntaulkoistusten tukifunktiona ja ne optimoivat potilashoitoketjua.

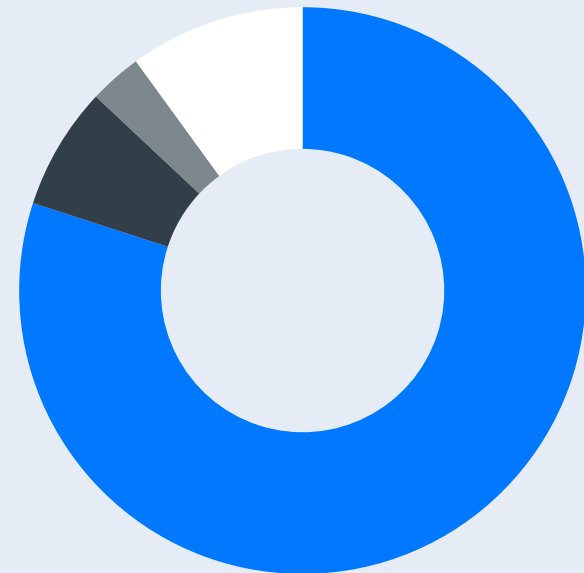
# Liikevaihdon jakautuminen palvelualueisiin\*

Lääkärikeskukset ja erikoissairaanhoido (L&E)  
Liikevaihto 2016e: 216 MEUR\*\*



■ Lääkärikeskukset  
■ Työterveyshuolto  
■ Leikkaustoiminta ja erikoissairaanhoido  
■ Suunterveydenhoito

Perusterveyden ja sosiaalihuollon palvelut (P&S)  
Liikevaihto 2016e: 188 MEUR\*\*



■ Kokonaisulkoistukset  
■ Työvoimapalvelut  
■ Terveysasemaulkoistukset  
■ Hoivapalvelut

\* Inderesin arvio

\*\* Inderesin liikevaihtoennuste 2016

# Liiketoimintamalli

## Lääkärikeskukset ja erikoissairaanhoido

L&E-segmentissä Pihlajalinnan liiketoimintamalli nojaa yhtiön laajaan palvelutarjontaan ja Dextra-brändin korkeaan laatumieliokuvaan, jota yhtiö pyrkii hyödyntämään eri palvelualueiden läpi.

Pihlajalinnasta osti Dextra-lääkärikeskuksen vuonna 2012, minkä jälkeen kaikki yhtiön yksityiset lääkärikeskukset sekä työterveyshuolto on integroitu Dextra-brändin alle. Yhtiön laaja palveluvalikoima tarjoaa kasvumahdollisuuksia usealla eri liiketoiminnan osa-alueella ja Pihlajalinnasta onkin viime vuosina hankkinut yritysostoilla markkinoilta eri palvelualueiden pieniä toimijoita (mm. pieniä lääkäriasemia ja yksityisiä hammasklinikoita) ja integroinut ne Dextra-brändin alle.

L&E-segmentin kannalta vakuutusyhtiöillä on suuri rooli potilasvirtojen ohjauksessa tietyn palvelutarjoajan luokse ja yhteistyö niiden kanssa on olennainen osa segmentin toimintaa. Pihlajalinnasta tekee yhteistyötä mm. Fennian, LähiTapiolan ja If Vahinkovakuutuksen kanssa. Pihlajalinnan vahvuus vakuutusyhtiöiden kanssa on kyky tarjota vakuutusyhtiön asiakkaille koko hoitoketjun palvelut laajalla maantieteellisellä alueella, sekä näin ollen minimoida hoitoaikaa ja parantaa kustannustehokkuutta.

## Perusterveyden ja sosiaalihuollon palvelut

P&S-segmentissä yhtiön toimintamalli nojaa julkisyhteisöille tehtyihin ulkoistussopimuksiin, joissa Pihlajalinnasta tehtävänä on tehostaa toiminnan kustannusrakennetta, optimoida hoitoketjua ja tarjota samalla parempaa palvelutasoa asiakkaille kuin mitä kunta on itse pystynyt teettämään.

Yksi Pihlajalinnan liiketoimintamallin erikoisluonne on juuri näitä kuntien sote-ulkoistuksia varten laadittu ns. ”Yhteisyritysmalli”, joissa Pihlajalinnasta ja julkisyhteisö (esim. kaupunki tai kunta) perustavat yhteisesti omistetun uuden tytäryhtiön tuottamaan kunnan kaikki sote-palvelut. Pihlajalinnasta perustelee, että yhteisyritysmallin avulla yhtiö voi tuottaa palveluita läpinäkyvästi, minkä lisäksi malli mahdollistaa riskin ja tuottojen jakamisen kuntien kanssa. Johto myös uskoo, että yhteisyritysmallin käyttäminen edesauttaa kuntaulkoistussopimusten solmimista, jotka pitkässä juoksussa ajavat Pihlajalinnasta kasvua.

Pääsääntönä yhteisyritysmallissa on, että Pihlajalinnasta omistaa yhtiöstä 51 % ja kunta 49 %. Tämän seurauksena myös merkittävä osa Pihlajalinnasta-konsernin raportoinnasta nettotuloksesta kuuluu määräysvallattomille omistajille eli kunnille. Tilikauden 2015 nettotuloksesta, joka oli 1,2 MEUR peräti 0,8 MEUR kuului määräysvallattomille omistajille. Tilikauden 2016 tammi-syyskuun nettotuloksesta, joka oli 7,8 MEUR, on kuulunut määräysvallattomille omistajille 2,1 MEUR.

Sijoittajan tulee huomata, että mitä suuremmaksi P&S-segmentti ja etenkin Pihlajalinnasta ja kuntien muodostamien yhteisyritysten osuus konsernin tuloksesta nousee, sitä enemmän tuloksesta kuuluu muille kuin Pihlajalinnasta emoyhtiön osakkeenomistajille.

## Segmenttien välinen yhteistyö avainasemassa

Pihlajalinnasta liiketoimintamalli nojaa hyvin vahvasti tehokkaan hoitoketjun hyödyntämiseen

ja konsernin kahden eri segmentin väliseen yhteistyöhön. Tämä on myös merkittävä kilpailuetu Pihlajalinnalle, joka pystyy hyödyntämään molempien segmenttien laajaa palvelutarjontaa ja pitämään potilaan ”talon sisällä” liikuttaen tätä tarvittaessa läpi aivan perusterveyden ensihoidosta alkaen kuvantamis- ja laboratoriapalveluiden kautta edelleen omien sairaalayksiköiden kirurgisiin palveluihin ja siitä vielä kuntoutukseen.

Pihlajalinnasta pystyy tarjoamaan monipuolisesti kaikki yleisimmät perus- ja erikoissairaanhoidon sekä suunterveyden- ja työterveyshuollon palvelut samalta luukulta ja potilaan liikuttaminen sisäisen toiminnanohjausjärjestelmän avulla sujuu huomattavasti tehokkaammin kuin tapauksessa, jossa henkilö joutuu käymään eri palvelutarjoajien erillisissä yksiköissä.

Pihlajalinnasta on erityisen vahva Pirkanmaalla, Keski-Suomessa, Etelä-Pohjanmaalla ja pääkaupunkiseudulla. Yhtiö on keskittänyt toimintansa muutamaasi strategiaan maantieteellisiin alueisiin, minkä ansiosta yhtiö pystyy ohjaamaan potilasvirtoja tehokkaasti palvelualueelta toiseen. Lisäksi henkilöstöresurssien tehokas käyttö helpottuu, kun työvoimaa voidaan tarpeiden mukaan siirtää eri toimipisteiden välillä hukka-ajan minimoimiseksi. Pihlajalinnasta on laajan palvelutarjontansa ansiosta yksi harjoista toimijoista, jolla on kyky tarjota sote-ulkoistuksia kunnille. Uskomme tämän tarjoavan yhtiölle merkittävän kilpailuedun, jos/kun kuntien tekemät ulkoistukset lisääntyvät.

# Strategia ja taloudelliset tavoitteet

## Pihlajalinnan strategia ja tavoitteet

Pihlajalinnan strategia perustuu yhtiön laajaan palvelutarjontaan sekä yksityisen että julkisen sosiaali- ja terveydenhuollon markkinalla. Yhtiön laaja palveluvalikoima tarjoaa kasvumahdollisuuksia usealla liiketoiminnan osa-alueella, hajauttaa liiketoimintaan liittyviä riskejä sekä mahdollistaa merkittävien operatiivisten hyötyjen saavuttamisen segmenttien välillä.

Strategia nojaa vahvasti tehokkaan hoitoketjun hyödyntämiseen sekä L&E ja P&S-segmenttien välisiin synergioihin. Yhtiön pyrkimys on saavuttaa asema sosiaali- ja terveydenhuoltoalan halutuimpana palveluntuottajana, työnantajana ja yhteistyökumppanina sekä tehostaa Suomen terveydenhuoltojärjestelmää.

Näkemyksemme mukaan Pihlajalinnan ensisijainen tavoite on muutaman vuoden tähtäimellä kasvaa Suomen suurimmaksi sosiaali- ja terveydenhuoltoalan toimijaksi, minkä takia yhtiö panostaa nyt vahvasti kasvuun. Vasta myöhemmin on aika keskittyä kannattavuuteen. Tästä syystä arvioimme yhtiön jäävän lähivuosien 2016-2018 aikana selvästi tavoitetason (EBIT-marginaali yli 7 %) alapuolelle.

## Lääkärikeskukset ja erikoissairaanhoido

L&E-segmentissä strateginen tavoite on laajentaa toimintaa valtakunnalliseksi lääkärikeskus- ja työterveyshuollon verkostoksi erityisesti yliopistokaupungeissa ja merkittävisissä aluekeskuksissa. Kasvustrategiaa pyritään toteuttamaan yritysostojen, ulkoistussopimusten ja uusien toimipaikkojen perustamisen kautta. Valtakunnallisen verkoston kasvattaminen tukee yhtiön vakuutusyhtiökumppanuuksia sekä

työterveyshuolto-liiketoiminnan kasvua.

L&E-segmentissä on ollut historiassa paljon yritysostoja, mutta ne ovat olleet pääosin kooltaan pieniä (pl. Dextra), mikä on luonut tasaista kasvua. Segmentin strategian mukainen laajentaminen tulevaisuudessa sekä yritysostoin että uusien toimipaikkojen avaamalla edellyttää investointeja. Uusien toimipaikkojen avaaminen vaatii lähinnä investointeja uusiin laitteisiin, kun taas yritysostojen yhteydessä tehdyt investoinnit liittyvät pääasiassa ostettujen toimipaikkojen laitteistojen uudistamiseen.

Yhtiön tavoitteena on laajentua myös valikoituihin terveydenhuollon erityispalveluihin, jotka tarjoavat liiketoimintamahdollisuuksia (esim. lapsettomuusklinikat ja plastiikkakirurgia). Laajentumisessa hyödynnetään Dextra-brändiä ja tavoite on samanaikaisesti vahvistaa yleisön mielikuvaa Dextra-brändistä laadukkaiden palveluiden tuottajana.

## Perusterveyden- ja sosiaalihuollon palvelut

P&S-segmentin suuret kasvupyrähdykset tulevat lähivuosina kuntaulkoistuksista, mikäli Pihlajalinnalla onnistuu niitä voittamaan. Ulkoistussopimusten onnistuneella toteuttamisella on tärkeä rooli Pihlajalinnan kasvun ja kannattavuuden kehittämisessä, sillä sopimukset ovat yleensä lähtökohtaisesti 10 vuoden pituisia, joissa palvelutaso ja hinnoittelu sovitaan jo ennen palvelutuotannon aloittamista.

Merkittävin segmentin kasvupotentiaali on Pirkanmaalla ja Keski-Suomessa, missä yhtiöllä on jo tällä hetkellä vahva markkina-asema ja kyky hyödyntää olemassa olevia toimipisteitä ja henkilöstöä toiminnan laajentamisessa. Pihlajalinnalla valitsee tarkkaan ne tarjouskilpailut, joihin se osallistuu. Valintaa tehtäessä yhtiö

arvioi mm. kunnan kokoa, sijaintia, väestörakennetta ja kunnan nykyistä kustannustehokkuutta. Pihlajalinnalla on erityisen vahvoja näyttöjä isojen kuntien kilpailutuksissa ja nämä ovat hyviä referenssejä tulevaisuutta ajatellen. Uskomme, että tulevia ulkoistuksia tullaan yhä useammin toteuttamaan kunnan ja yksityisen palveluntuottajan yhdessä perustaman yhteisyrityksen kautta, mikä sopii Pihlajalinnalle hyvin aiemman kokemuksen perusteella, mutta voi olla pääomasijoittajataustaisille kilpailijoille ongelmallinen konsepti.

Pihlajalinnan tavoite on lisäksi harkitusti laajentaa segmentin maantieteellistä toiminta-alueetta hyödyntämällä nykyisissä ulkoistussopimuksissa olevien optioiden tarjoamia laajennusmahdollisuuksia. Yksi konkreettinen esimerkki voi tapahtua jo tämän vuoden aikana, kun Suupohjan kunnat (Isojoki, Karijoki, Kauhajoki) ovat olleet halukkaita liittymään Pihlajalinnan jo olemassa olevaan Kuusiokuntien sote-palvelutuotantoon.

Ulkoistusliiketoiminnan laajentamisen ohella Pihlajalinnan tavoitteena on myös vahvistaa hoivapalveluiden alueellista palvelutarjontaa ja hoitoketjua kohdennetuilla yritysostoilla. Hoivapalvelut ovat olennainen osa yhtiön katkeamatonta hoitoketjua, vaikka liikevaihdolla mitattuna kyseessä on melko pieni osa konsernia.

## Pitkän aikavälin taloudelliset tavoitteet

- Liikevoitto (EBIT) yli 7 % liikevaihdosta
- Nettovelka/käyttökate (EBITDA) alle 3x
- Osinkoa tai pääomanpalautusta vähintään 1/3 tilikauden tuloksesta

# Strategia ja taloudelliset tavoitteet

Strategia: Laaja palvelutarjonta sekä yksityisellä että julkisella sosiaali- ja terveydenhuollon markkinalla

## Tarjoaa

monipuolisia kasvumahdollisuuksia

## Hajauttaa

liiketoimintaan liittyviä riskejä

## Mahdollistaa

merkittävien operatiivisten  
hyötyjen saavuttamisen

### Lääkärikeskukset ja erikoissairaanhoido (L&E)

Yhtiö pyrkii laajentumaan lääkärikeskuspalveluiden ja työterveyshuollon valtakunnalliseksi verkostoksi erityisesti yliopistokaupungeissa ja merkittävässä aluekeskuksissa

### Perusterveyden- ja sosiaalihuollon palvelut (P&S)

Yhtiö pyrkii vahvistamaan markkinaosuutta nykyisillä maantieteellisillä alueilla sekä harkitusti laajentamaan valituilla maantieteellisillä alueilla

## Taloudelliset tavoitteet ja osinkopolitiikka

Liikevoitto (EBIT)

**yli 7 %**  
liikevaihdosta

Inderes 2016e:  
EBIT 3,9 %

Nettovelka/  
käyttökate

**alle 3X**

Inderes 2016e:  
Nettovelka/EBITDA 1,0x

Osinko  
**yli 1/3**  
tilikauden  
tuloksesta

Inderes 2016e:  
Osingonjakosuhte 47 %

# Toimiala 1/3

## Sosiaali- ja terveydenhuollon markkina Suomessa

Tilastokeskuksen mukaan Suomen sosiaali- ja terveydenhuollon palveluiden markkinoiden koko oli vuonna 2013 noin 27,7 miljardia euroa, josta terveydenhuollon palveluiden osuus oli noin 16,8 miljardia euroa ja sosiaalihuollon palveluiden osuus noin 19,8 miljardia euroa. Terveydenhuollon palveluiden osuus koko markkinasta oli näin 61 % ja sosiaalihuollon palveluiden osuus 39 %. Pihlajalinna toimii laaja-alaisesti terveydenhuollon markkinoilla ja tuottaa valikoidusti sosiaalihuollon palveluita.

Sosiaali- ja terveydenhuoltomarkkina on kasvanut viimeisen kymmenen vuoden aikana varsin tasaisesti suhdanteista riippumatta (noin 6 % vuodessa) ja vauhti on ollut selvästi Suomen bruttokansantuotteen kasvua nopeampaa.

## Terveydenhuoltomarkkina

Terveydenhuollon palvelut käsittävät perusterveydenhuollon, erikoissairaanhoidon, suun terveydenhuollon sekä työterveyshuollon palvelut. Tilastokeskuksen mukaan terveydenhuollon palveluiden tuotos on kasvanut Suomessa keskimäärin noin 5,9 % vuodessa vuosien 2005 ja 2013 välillä, kun BKT:n kasvu on samalla ajanjaksolla ollut keskimäärin 2,5 % vuodessa.

Terveydenhuollon markkina voidaan jakaa yksityisen ja julkisen terveydenhuollon palveluihin sekä muihin terveydenhuollon menoihin, joita ovat esimerkiksi lääkkeet ja hoitolaitteet. Yksityisesti tuotettujen palveluiden osuus on kasvanut julkisia nopeammin. Tähän

on vaikuttanut mm. terveydenhuollon palveluiden ulkoistukset sekä yksityisrahoitteisten terveystalouksien kasvun kysynnän kasvu. Yksityinen sektori tuottaa noin 20 % kaikista terveydenhuollon palveluista, mutta odotamme osuuden kasvavan selvästi tulevaisuudessa julkisen sektorin kustannuspaineiden ja yksityisen sektorin tehokkaampien toimintamallien ansiosta.

## Sosiaalipalveluiden markkina

Sosiaalipalvelut käsittävät mm. vanhusten, mielenterveys- ja päihdeongelmaisten sekä vammaisten tuki- ja asumispalvelut sekä lasten, nuorten, perheiden ja päivähoidon palvelut. Tilastokeskuksen mukaan sosiaalipalveluiden tuotos on kasvanut Suomessa keskimäärin 6,5 % vuodessa vuosien 2005 ja 2013 välillä.

Sosiaalihuollon palveluita tuottavat julkinen sektori, säätiöt ja yritykset. Yksityisen sektorin rooli sosiaalipalveluiden tuottajana on vahvistunut viime aikoina ja vuonna 2013 se vastasi lähes 17 prosentista koko tuotoksesta, kun vuonna 2005 vastaava osuus oli 10 %. Yritysten tuottama sosiaalipalveluiden tuotos on kasvanut keskimäärin 14 % vuodessa vuosien 2005 ja 2013 välillä. Kuntien tiukka taloustilanne tukee edelleen yksityisen sektorin asemaa sosiaalipalveluiden tuottajana, johtuen mm. julkisten palveluiden saatavuuden heikkenemisestä kustannuspaineiden vuoksi sekä kuntien pyrkiessä tehostamaan toimintaansa yhteistyössä yksityisten palveluntuottajien kanssa. Pihlajalinna tarjoaa palveluitaan pääosin ikääntyneiden palveluista.

## Markkinakasvuun vaikuttavia tekijöitä

Sosiaali- ja terveydenhuoltomarkkinalla on useita toimialan kasvuun positiivisesti vaikuttavia tekijöitä, jotka vaikuttavat Pihlajalinna liiketoimintaan sekä lyhyellä että pitkällä aikavälillä:

- **Kuntien heikentyvä talous:** Kuntien taloudesta noin 50 % menee sosiaali- ja terveydenhuollon kuluihin. Kuntien taloudellinen tilanne on heikentynyt selvästi viime vuosina ja jatkuva alijäämä on johtanut lisääntyneeseen velanottoon ja kunnallisveroasteen nousuun. Merkittävä syy negatiiviseen talouskehitykseen on ollut menojen kasvu erityisesti sosiaali- ja terveydenhuollon osalta. Kunnat ovat pyrkineet lisäämään tehokkuuttaan ulkoistamalla sote-palveluita, mikä lisää yksityisen palvelutuotannon kysyntää julkisrahoitteisella markkinalla. Jos kunnat joutuvat kustannuspaineiden takia heikentämään palveluiden tasoa, yksityisen puolen kysynnän voidaan odottaa myös tässä tilanteessa kasvavan.
- **Ikääntyvä väestö:** Suomen väestö on Tilastokeskuksen mukaan yksi Euroopan nopeimmin ikääntyvistä ja väestöennusteen mukaan Suomessa on 2020 jo lähes 1,3 miljoonaa yli 65 vuotiaista ja määrä nousee 2030 mennessä 1,5 miljoonaan. Koska ikääntyvät ihmiset vaativat keskimäärin enemmän terveydenhuollon palveluita, ikääntyneiden kasvavan määrän odotetaan lisäävän sosiaali- ja terveystalouden kysyntää pitkällä aikavälillä.

# Toimiala 2/3

- **Vapaaehtoisten sairausvakuutusten suosion kasvu:** Vapaaehtoisten sairausvakuutusten määrä on ollut viime vuosina selvässä kasvussa ja yksityisiä sairausvakuutuksia on Suomessa yhteensä noin miljoonalla henkilöllä. Suhteellisesti eniten ovat kasvaneet yritysten ottamat aikuisten sairausvakuutukset, mutta lasten vakuutukset ja yksityishenkilöiden ottamat aikuisten vakuutukset ovat kuitenkin säilyneet suurimpina ryhminä. Kasvuun vaikuttaneita tekijöitä ovat olleet muun muassa huoli julkisten palveluiden riittävästä saatavuudesta sekä halu varmistaa nopea hoitoon pääsy kaikissa tilanteissa. Vapaaehtoisten sairauskuluvakuutusten määrän rinnalla yksityisten palveluiden kysyntä kasvaa.
- **Ennaltaehkäisevän työterveyshuollon kasvava rooli:** Vuonna 2013 työterveyshuollon menot olivat Tilastokeskuksen mukaan 819 MEUR. Ne ovat kasvaneet keskimäärin 7,2 % vuodessa vuosien 2005 ja 2013 välillä. Vuonna 2013 työnantajan järjestämän työterveyshuollon piirissä oli Kelan korvaustietojen mukaan 1,86 miljoonaa työntekijää, joista sairaanhoidon ja muun terveyshuollon palveluiden piirissä oli 1,75 miljoonaa työntekijää. Työnantajien huomio kiinnittyy sairauden hoidon sijaan entistä enemmän ennaltaehkäisevään työterveyshuoltoon, millä pyritään pidentämään työntekijöiden työikää ja alentamaan työkyvyttömyydestä aiheutuvia kustannuksia. Kasvava työterveyden rooli ja palveluiden käyttö tukee yksityisrahoitteisten terveydenhuollon palveluiden kysyntää.

## Terveydenhuoltojärjestelmä Suomessa

Suomen kunnat ovat lailla velvoitettuja järjestämään terveyden- ja sosiaalihuollon palvelut asukkailleen. Pääsääntöisesti kunnat vastaavat itse perusterveydenhuollon ja sosiaalihuollon palveluiden tuottamisesta kuntien muodostamien sairaanhoitopiirin vastatessa erikoissairaanhoidon tuottamisesta alueellaan. Jokaisen Suomen kunnan on kuuluttava yhteen kahdestakymmenestä sairaanhoitopiiristä ja jokainen sairaanhoitopiiri kuuluu yhteen viidestä yliopistollisen keskussairaalan ympärille muodostetusta erityisvastuualueesta. Itsenäisen palveluiden järjestämisen lisäksi kunnat voivat ulkoistaa palveluiden tuotannon yksityisen sektorin toimijalle, jolloin kuntien on järjestettävä hankinnasta avoin kilpailutus.

Julkisen sektorin osuus terveydenhuoltomenojen rahoituksesta oli 74 % vuonna 2013. Täten julkiset palvelut rahoitetaan Suomessa pääasiassa verovaroin kunnallisveron sekä valtionosuusjärjestelmän kautta. Kotitalouksien osuus koko terveydenhuollon palveluiden rahoituksesta oli 13 % vuonna 2013 yritysten osuuden ollessa noin 4 %. Kotitalouksien ja yritysten käyttämistä palveluista Kansaneläkelaitos (KELA) korvaa osan kansallisen sairausvakuutusjärjestelmän kautta. KELA:n osuus koko terveydenhuollon palveluiden menoista oli noin 6 % vuonna 2013. Vakuutusyhtiöt, avustuskassat ja kotitalouksia palvelevat voittoa tavoittelemattomat yhteisöt osallistuvat myös terveydenhuollon rahoitukseen.

## Yksityisrahoitteinen markkina

Yksityisrahoitteinen terveydenhuollon markkina käsittää yksityisen perus- ja erikoissairaanhoidon palvelut, suunterveydenhoidon sekä työterveyshuollon palvelut. THL:n mukaan vuonna 2013 yksityisrahoitteisten terveydenhuollon menot olivat 2,2 miljardia euroa. Koko markkinasta 50 % meni perus- ja erikoissairaanhoidon palveluihin, 30 % työterveyshuoltoon ja 20 % suunterveydenhoitoon. Pihlajalinna on vahvasti läsnä kaikissa yksityisrahoitteisen markkinan pääsegmenteissä ja toimii markkinalla Dextra-brändin alla.

## Julkisrahoitteinen markkina

Julkisrahoitteisen terveydenhuoltomarkkinan menot olivat THL:n mukaan 11,8 miljardia euroa vuonna 2013. Yksityisen palvelutuotannon osuus tästä oli noin 7 %. Yksityisen palveluntuotannon osuus julkisrahoitteisesta markkinasta on kasvanut tasaisesti viime vuosina. Osuuden kasvuun on vaikuttanut kuntien pyrkimys ulkoistamaan joko yksittäisiä terveysasemia tai koko sosiaali- ja terveydenhuoltopalveluitaan yksityisille palveluntuottajille. Kuntien heikentyvä taloudellinen tilanne ja yksityisen palveluntuotannon kyky tuottaa palvelut kustannustehokkaasti on tärkein terveydenhuollon yksityisen palvelutuotannon kasvuun vaikuttava tekijä. Pihlajalinna on laaja-alaisesti läsnä koko julkisrahoitteisen terveydenhuollon markkinalla ja on yksi harvoista toimijoista Suomessa, jolla on kyky tarjota suuria kuntaulkoistusratkaisuja.



# Toimiala 3/3

## Ulkoistusliiketoiminnan syntyminen

Julkisten terveydenhuoltopalveluiden ulkoistaminen alkoi 1990-luvulla, kun yksityiset palveluntuottajat alkoivat tarjota työvoimapalveluita kunnille.

Työvoimapalveluissa yksityisen terveydenhuollon ammattihenkilöitä vuokrattiin julkisen sektorin tarpeisiin. 2000-luvun alussa kunnat alkoivat ulkoistaa kokonaisia terveyskeskuksia yksityisille palveluntuottajille ja muutaman vuoden päästä ulkoistusmarkkina koki muutoksen, kun solmittiin ensimmäinen aluesairaalaan koskeva ulkoistussopimus. Pihlajalinna on vuodesta 2010 lähtien vastannut sairaala- ja terveysasemaulkoistuksesta Jämsässä.

## Kuntaulkoistukset

Kuntaulkoistukset ovat varsin tuore ilmiö ja Suomessa on tähän mennessä kilpailutettu noin parikymmentä sosiaali- ja terveydenhuollon kuntaulkoistussopimusta. Pihlajalinna on ainutlaatuisessa kilpailuasemassa vahvan track-recordinsa ansiosta ja yhtiö on markkinajohtaja Suomessa toteutetuissa kuntaulkoistuksissa.

Kuntaulkoistusten logiikka perustuu siihen, että kunnat haluavat pysäyttää sote-menojensa hallitsemattoman kasvun tai vähintään hillitä kasvun kulmakerrointa. Tämä pyritään tekemään määrittämällä riittävät kriteerit (esim. laatu- ja kustannustaso), joilla palvelut pitää pystyä jatkossa tuottamaan, minkä jälkeen järjestetään julkinen tarjouskilpailu palveluntuottajien kesken. Kuntaulkoistuksissa palveluntuottaja vastaa kaikista sosiaali- ja

terveydenhuoltopalveluista viranhaltijatehtäviä lukuun ottamatta. Ulkoistussopimukset ovat pääsääntöisesti voimassa pitkään (noin 10 vuotta). Sopimuskauden jälkeen kunnilla voi olla vielä optio jatkaa alkuperäistä sopimusta esim. viidellä lisävuodella. Sopimuskauden pidentämistä koskevan option lisäksi sopimukseen kuuluu myös optio asukasmäärän laajentamiseen. Tämä voi tapahtua esim. silloin, kun tilaajakunta muodostaa kuntaliitoksen tai muun yhteistoiminta-alueen vieressä olevan kunnan kanssa. Tällöin sopimusta voidaan laajentaa siten, että se koskee myös uuden kunnan asukkaita, eikä laajentamista varten tarvitse käytä läpi uutta julkista kilpailutusta.

Sopimuskauden aikana hinnoittelua tarkastetaan esim. julkisten menojen muutosten, väestön määrän ja ikärakenteen mukaan indeksikorotusten mukaisesti. Sopimukseen kuuluu tyypillisesti käyttöoikeus kunnan palveluntuotantotiloihin ja käyttöomaisuuteen, minkä vuoksi uuden ulkoistussopimuksen käynnistyminen ei vaadi yksityiseltä palveluntuottajalta merkittäviä investointeja suhteessa sopimuksen kokoon. Kuntaulkoistuksen vaatima käyttöpääoma on sopimuksen alussa tyypillisesti negatiivinen.

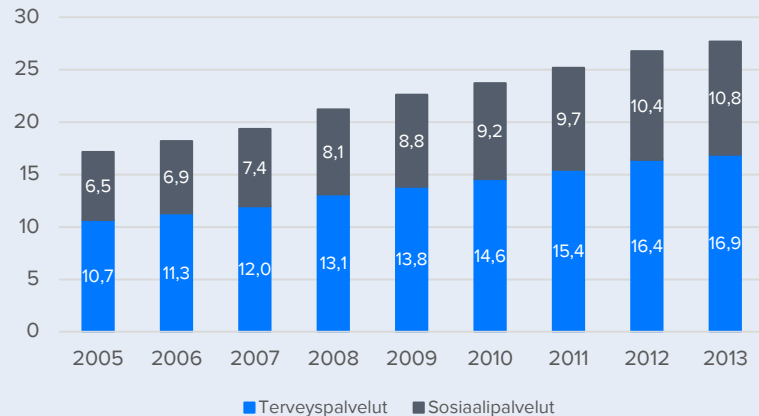
Suomen ensimmäiset kuntien sote-ulkoistukset yksityiselle palveluntuottajalle tehtiin vuonna 2011, kun Rääkkylän kunta (n. 2400 asukasta) ulkoisti koko sosiaali- ja terveydenhuollon palvelunsa Attendolle. Pihlajalinnan ensimmäinen kuntaulkoistussopimus alkoi vuonna 2013 Mänttä-Vilppulassa (n. 10 700 asukasta). Vuoden 2014 alussa Pihlajalinna aloitti tuottaa myös Juupajoen kunnan (n. 2000

asukasta) sote-palvelut. Vuoden 2015 aikana uusia ulkoistussopimuksia käynnistyi Parkanossa (n. 6800 asukasta), Kihniössä (n. 2100 asukasta), Jämsässä (n. 22 000 asukasta). Vuoden 2016 alussa alkoi Pihlajalinnan tähän asti suurin ulkoistussopimus Kuusiokunnissa (n. 23 000 asukasta), joka tuo vuodessa arviomme mukaan Pihlajalinnalle yli 70 MEUR liikevaihtoa. Vuoden 2017 alussa Pihlajalinna aloitti kuntaulkoistuksen Soinin kunnassa (n. 2200 asukasta).

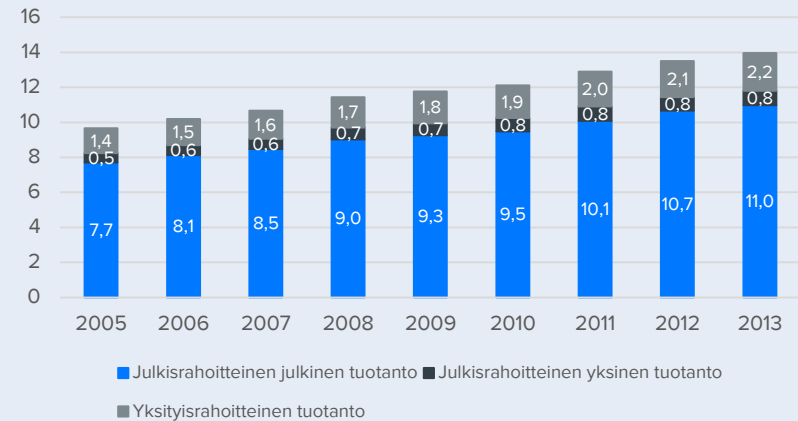
Kuntaulkoistukset tulevat tarjoamaan Pihlajalinnalle merkittävän kasvumahdollisuuden lähivuosina. Yhtiö on myös indikoinut, että monet kunnat ovat ottaneet yhteyttä ja osoittaneet mielenkiintoa ulkoistusten kilpailuttamista kohtaan. Mitä enemmän yhtiö voittaa ulkoistussopimuksia, sitä laajemmalle alueelle sen palveluntarjonta Suomessa kasvaa. Tämä muodostaa positiivisen kierteen, joka auttaa solmimaan uusia asiakkauksia esim. työterveyshuollon puolella ja vakuutusyhtiöiden kanssa, joille maantieteellinen peitto on yksi tärkeä kriteeri kumppanin valinnassa. Samalla, kun Pihlajalinna ja muut yksityiset palveluntuottajat solmivat uusia ulkoistussopimuksia niiden profiili ja vaikutusvalta Suomen sosiaali- ja terveydenhuoltomarkkinoilla kasvaa. Tämä on hyödyllistä, kun sote-uudistusta valmistellaan, sillä mitä enemmän tämän tyyppisiä sopimuksia kunnilla on, sitä vaikeampi yksityisiä palveluntuottajia on sivuuttaa sote-uudistuksen valmistelussa. Uskomme Pihlajalinnan kasvuhakuisuuden taustalla olevan yhtiön halu olla ”Too big to ignore”, kun sote-uudistuksen isoista linjoista päätetään.

# Suomen sosiaali- ja terveydenhuoltomarkkina

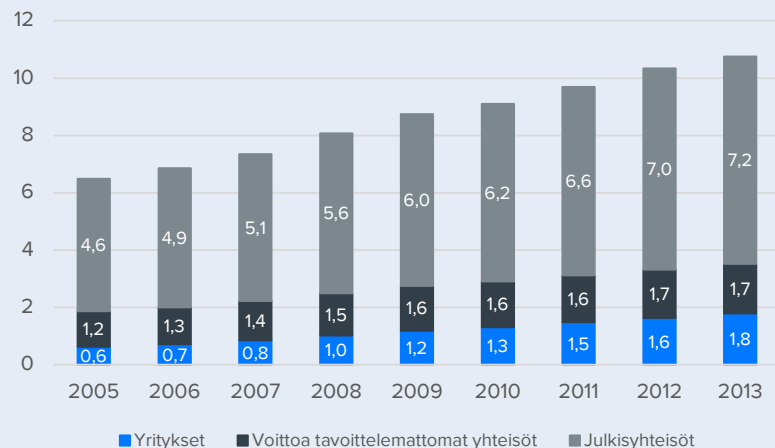
## Koko markkinan kehitys (mrd. EUR)



## Terveydenhuollon palveluiden menot (mrd. EUR)



## Sosiaalipalveluiden tuotos (mrd. EUR)



## Pihlajalinnalle suotuisat markkina-ajurit

- Ikääntyvä väestö tarvitsee enemmän sosiaali- ja terveyspalveluita
- Kuntien heikentynyt taloustilanne
- Julkisen sektorin tarve ulkoistaa palveluita yksityiselle sektorille
- Vapaaehtoisten sairausvakuutusten suosion kasvu
- Kasvava terveystietoisuus tukee yksityisten terveydenhuoltosektorin palveluiden kysyntää
- Terveysteknologian kehittyminen
- Ennaltaehkäisevän työterveyshuollon kasvava rooli

# Sote-uudistus

## Uudistuksen tarve

Valmisteilla oleva sote-uudistus on suurimpia hallinnon ja toimintatapojen uudistuksia, mitä Suomessa on tehty. Uudistuksen tarve syntyy siitä, että väestö ikääntyy Suomessa nopeasti ja vanhemmat ihmiset tarvitsevat keskimäärin enemmän sosiaali- ja terveydenhuoltoon liittyviä palveluita. Ihmiset eivät tällä hetkellä saa yhdenvertaisesti palveluita ja niihin on syntynyt tehottomia toimintatapoja. Kuntien menoista noin puolet kuluu sosiaali- ja terveydenhuollon menoihin. Heikko taloustilanne, julkisen sektorin nopea velkaantuminen ja kasvavat sote-menojen kustannuspaineet pakottavat järjeistämään toimintoja radikaalisti.

## Uudistuksen tavoitteet

Sote-uudistuksessa on tavoitteena ottaa käyttöön tehokkaimmat ja vaikuttavimmat toimintatavat, jotta ihmisten erot hyvinvoinnissa ja terveydessä vähenevät ja sote-palveluita saadaan jatkossa nykyistä yhdenvertaisemmin. Muutokset koskevat mm. sosiaali- ja terveydenhuollon rahoitusta, ohjausta ja verotusta. Nykyisin kunnat ovat vastuussa julkisten sosiaali- ja terveyspalveluiden järjestämisestä asukkailleen, mutta tämä järjestämisvastuu tulee siirtymään 18 maakunnalle alkaen 1.1.2019. Vastuun siirtämistä maakunnille perustellaan sillä, että maakunnat ovat suurempia ja niillä on taloudellisesti parempi kantokyky. Uudistuksella on tarkoitus kuroa umpeen iso osa julkisen talouden kestävyysvajeesta ja hallituksen 10 miljardin säästötavoitteesta noin 3 miljardia euroa on tarkoitus saada sote-uudistuksesta.

## Valinnanvapaus

Yksi keskeisin kohta sote-uudistuksessa yksityisten palveluntuottajien kannalta on valinnanvapaus. Valinnanvapaus tarkoittaa sitä, että asiakkaana voit valita nykyistä laajemmin, mistä hankit sosiaali- ja terveyspalvelut. Voit valita maakunnan yhtiön, yksityisten yrityksen (kuten Pihlajalinna) tai järjestön palvelun valinnanvapauden piiriin kuuluvissa palveluissa ja asiakasmaksu on kaikissa sama. Tavoitteena on, että valinnanvapaus lisää asiakkaan vaikutusmahdollisuuksia, nopeuttaa palveluun pääsyä ja parantaa palvelujen laatua ja kustannusvaikuttavuutta.

Peruspalveluministeri Juha Rehula julkisti valinnanvapauslain luonnoksen 21.12.2016, jossa oli haamolma siitä, miten asiakas voi jatkossa valita palveluja valinnanvapauden piirissä olevista sote-palveluista. Hallituksen esitykseen sisältyi laaja valinnanvapaus, jonka piirissä tulee aikanaan olemaan noin 2/3 kaikista Suomen sote-palveluiden menoista. Tavoitteena on, että jatkossa lääkäriin tulee päästä silloin, kun on tarvetta ja yksityiset palveluntuottajat otetaan laajasti mukaan tuottamaan palveluita. Tämä on positiivinen asia Pihlajalinnan ja muiden yksityisten palveluntuottajien tulevaisuuden kasvunäkymien kannalta.

Hallituksen esityksen mukaan perusterveydenhuollon palvelut ovat siirtymässä pidemmällä aikavälillä lähes kokonaan valinnanvapauden piiriin ja noin 15 % kalliimman ja vaativamman erikoissairaanhoidon palveluista tulee myös kuulumaan valinnanvapauden piiriin. Ensimmäisessä vaiheessa vuosina 2019-2020

maakunnat parantaisivat perustason hoitoon pääsyä asiakkaan suoraan valittavilla palveluilla. Toisessa vaiheessa vuosina 2021-2022 maakunnat laajentaisivat valinnanvapauden palveluvalikoimaa. Valinnanvapaus olisi täysimääräisenä käytössä vuodesta 2023 alkaen. Pihlajalinna tulee pääsemään suurimpaan markkinapotentiaaliin kiinni vasta pitkällä 2020-luvun puolella, joten potentiaalinen realisoituminen vaatii osakkeenomistajilta kärsivällisyyttä.

## Poliittinen epävarmuus näkyy osakekurssissa

Sote-uudistuksen valmistelu on kestänyt jo monta vuotta. Sen muoto on muuttunut matkalla useasti, eikä lopullisesta muodosta tai valmistumisaikataulusta ole vielä varmuutta. Keskustelu on poliittisesti latautunutta ja eri sidosryhmät lobbaavat vahvasti omien intressiensä puolesta. Pihlajalinnan kasvunäkymät ovat riippuvaisia siitä, mikä yksityisten palveluntuottajien rooli jatkossa tulee olemaan ja kuinka laajasti ne tullaan ottamaan mukaan osaksi "uudistunutta" sosiaali- ja terveydenhuoltoa. Tämän takia päätökset sote-uudistukseen liittyen näkyvät aina voimakkaina reaktioina Pihlajalinnan osakekurssissa ja se on yksi suurimmista yhtiön liittyvistä riskeistä. Tästä saatiin näyttöä keväällä 2016, kun hallitus julkisti määräaikaisen sote-ulkoistuksia rajoittavan lain ja Pihlajalinnan markkina-arvosta katosi parissa päivässä 20 %. Suuret sosiaali- ja terveysalan yhtiöt ovat pitkään puhuneet mahdollisimman laajan valinnanvapauden puolesta, joten arvioimme niiden olevan tyytyväisiä hallituksen viimeisimpään esitykseen ainakin siltä osin.

# Kilpailukenttä 1/2

## Julkinen ja yksityinen sektori

Pihlajalinnalla käy kilpailua yksityisasiakkaista niin muiden yksityisten terveydenhuoltopalveluiden tuottajien kuin julkisen sektorinkin kanssa. Yksityiset terveydenhuoltopalvelut ovat viime vuosina rakennemuutoksen ja yritysostojen seurauksena keskittyneet suurempiin terveydenhuoltokonserneihin kuten Pihlajalinnalla, Mehiläisellä, Terveystalolla ja Attendolla.

Toimialan kehitys on Pihlajalinnalla osalta johtanut tiiviimpään kumppanuusasemaan julkisen sektorin kanssa esimerkiksi toteutuneiden yhteisjärjestelyiden muodossa. Samaan aikaan toimialan kehitys on tuonut mukanaan myös kilpailuasetelmaa yksityisten ja julkisten toimijoiden välille. Kilpailuun julkisen sektorin asiakkaista ja ulkoistushankkeista vaikuttaa se, että julkisen sektorin on kilpailutettava terveys- ja sosiaalihuollon palveluiden ulkoistukset. Pihlajalinnalla on näin kyettävä tarjoamaan palvelut kustannustehokkaammin ja laadukkaammin kuin kilpailijansa. Monissa uusissa kilpailutusprojekteissa päätös perustuu moneen eri laatu-kriteeriin, eikä pelkästään hintaan, joten Pihlajalinnalla vahva kokemus ja menestys aiemmista ulkoistamissopimuksista on sille tärkeä kilpailuetu.

## Suomen markkinoilla muutama iso toimija

Pihlajalinnalla toimii tällä hetkellä Suomen rajojen sisällä eikä yhtiö näytä vakavasti harkitsevan toiminnan laajentamista muihin maihin. Tämä on mielestämme ymmärrettävä valinta ottaen huomioon, että yhtiö on koko 2000-luvun kasvanut noin 50 %:n vuosivauhtia ja lähivuosien

kasvunäkymät näyttävät edelleen erittäin hyviltä. Vuonna 2016 liikevaihdon kasvu on ennusteidemme mukaan 87 %. Vuonna 2017 liikevaihdon kasvu tulee hidastumaan ennusteidemme mukaan 17 %:n tasolle, ellei yhtiö onnistu voittamaan ja aloittamaan tämän vuoden puolella enää yhtään uutta merkittävää kuntaulkoistussopimusta. Vuoden 2017 liikevaihtoennusteemme ei pidä sisällään myöskään vuoden aikana mahdollisesti tapahtuvia uusia yrityskauppoja.

Suomen markkinat ovat polarisoituneet viimeisten vuosien aikana selvästi isoihin yritysostoihin kasvaviin konserneihin, joiden palveluntarjonta kattaa lähes koko sosiaali- ja terveydenhuollon palveluketjun, sekä pienempiin tietyille maantieteelliselle alueelle tai palvelusegmentille erikoistuneisiin toimijoihin (esim. suunterveydenhoito, palveluasuminen tai työterveyshuolto). Toimialaa ovat aktiivisesti konsolidoineet neljä isoa pelaajaa (Pihlajalinnalla, Terveystalolla, Attendolla ja Mehiläisellä), joiden arvioimme myös jatkavan markkinoita nopeampaa kasvuvauhtia yritysostojen ja kuntaulkoistusten ansiosta.

## Yritysostot ja kuntaulkoistukset paisuttavat

Viimeisin esimerkki toimialan konsolidaatiosta saatiin vuoden 2016 lopussa, kun Terveystalo ja Diacor ilmoittivat fuusioituvansa. Yhtiöiden yhteenlaskettu liikevaihto nousee yli 400 MEUR:oon, mikä tekee siitä Suomen kolmanneksi suurimman sosiaali- ja terveydenhuoltoalan toimijan. Vuoden 2015 liikevaihdon perusteella Suomen markkinoiden suurin toimija oli Attendo Suomi, jonka

liikevaihto oli 452 MEUR. Attendon perässä tulee Mehiläinen 445 MEUR:n liikevaihdolla. Terveystalon liikevaihto vuonna 2015 oli 325 MEUR ja Pihlajalinnalla 213 MEUR. Terveystalo-Diacor -fuusion ja Pihlajalinnalla vuoden 2016 ohjeistuksen mukaan kaikki neljä konsernia tulevat tänä vuonna olemaan 400 MEUR:n liikevaihtoluokassa tai sen yli.

Kaikki em. yhtiöt ovat tehneet viimeisen muutaman vuoden aikana merkittävän määrän yritysostoja tai solmineet kuntaulkoistussopimuksia, jotka ovat siivittäneet yhtiöt selvästi alan keskimääräistä nopeampaan kasvuun. Vuonna 2014 Mehiläinen osti Mediverkon, jonka liikevaihto oli silloin noin 100 MEUR ja vuonna 2016 Mehiläinen osti noin 90 MEUR:n liikevaihtoa tekevä Mainio Vireen. Näillä yrityskaupoilla yhtiön kaksinkertaisti kokonsa muutamassa vuodessa.

Vuonna 2015 Terveystalo käytti yhteensä noin 70 MEUR investointeihin, joista 40 MEUR oli yritysostoja ja vuoden 2016 lopussa yhtiö hankki Diacor-fuusiosta itselleen noin 80 MEUR lisäliikevaihtoa. Pihlajalinnalla on tiedottanut vuonna 2015 kesällä tapahtuneen listautumisensa jälkeen kuudesta kohtalaisen isosta yrityskaupasta, joilla yhtiö on ostanut itselleen arviomme mukaan noin 30-40 MEUR lisäliikevaihtoa. Suurin kasvupyrähdys on kuitenkin tullut yhtiön voittamista kuntaulkoistussopimuksista, joiden avulla yhtiö lähes tuplaa liikevaihtonsa vuonna 2016 noin 400 MEUR:n luokkaan, mikä on hyvin lähellä Terveystalon ja Diacorin muodostamaa uutta yhdistelmää.

# Kilpailukenttä 2/2

Markkina on polarisoitunut selvästi liikevaihdon perusteella kahteen kastiin, joista ensimmäinen on isot konsernit (liikevaihto 400 MEUR tai yli) ja toinen on pienemmät toimijat (liikevaihto noin 100 MEUR tai alle). Alan isot toimijat saavuttavat merkittäviä etuja laajan palvelutarjonnan ja maantieteellisen hajauttamisen kautta ja em. piirteet helpottavat suuria kasvuhyppäyksiä mm. tärkeitä kuntaulkoistuksia ja valtakunnallisia vakuutusyhtiökumppanuuksia voittamalla. Tämän takia odotamme alan konsolidaation jatkuvan näiden neljän suuren toimijan ohjaksissa ja pidämme kaikkia 100 MEUR:n (tai alle) liikevaihtoluokassa olevia toimijoita yritystokohteina, kun taistelu markkinan suurimman toimijan tittelistä jatkuu.

## Lääkärikeskukset ja erikoissairaanhoido

L&E-segmentissä Pihlajalinnan suurimpia kilpailijoita valtakunnallisella tasolla ovat Terveystalo (2015 liikevaihto: 325 MEUR) ja Mehiläinen (2015 liikevaihto: 445 MEUR). Lisäksi alueellisella tasolla kilpailijoita ovat pääkaupunkiseudulla toimivat lääkäriasemaketjut sekä eri kaupungeissa toimivat perinteiset lääkärikeskukset ja klinikat.

Leikkaustoiminta ja julkinen erikoissairaanhoido-palvelualueen suurimpia kilpailijoita ovat Terveystalo ja Mehiläinen sekä OP Ryhmän Pohjola Sairaala (2015 liikevaihto: 28 MEUR). Ensimmäinen Pohjola Sairaala avasi ovensa Helsingissä vuonna 2013 nimellä Omasairaala. Toinen sairaala avattiin 2016 Tampereella. Seuraavat Pohjola Sairaalat ovat rakenteilla Turkuun, Ouluun ja Kuopioon. Lisäksi Pohjola Terveys on kertonut avaavansa vuosina 2017-

2019 lääkäriasemia valtakunnallisesti. Käsitksemme mukaan Pohjolan Omasairaala on jo vaikuttanut selvästi pääkaupunkiseudun kilpailutilanteeseen ja arviomme mukaan vakuutusyhtiöistä saattaa muodostua aggressiivisen laajenemistahdin takia jonkin asteisia kilpailutilannetta kiristäviä markkinahäiriöitä. Myös Diacor (2015 liikevaihto: 79 MEUR) tarjoaa leikkauspalveluita pääkaupunkiseudulla. Silmäkirurgian puolella suurin kilpailija on Silmäasema Fennica (2015 liikevaihto: 85 MEUR).

Suunterveydenhoito-palvelualueen suurimpia kilpailijoita ovat valtakunnallisella tasolla Oral Hammaslääkärit (2015 liikevaihto: 72 MEUR), PlusTerveys (2015 liikevaihto: 121 MEUR), Mehiläinen ja Attendo. Näiden lisäksi alueellinen kilpailu on erittäin pirstaloitunutta ja kovaa etenkin pääkaupunkiseudulla.

Työterveyshuolto-palvelualueen suurimmat kilpailijat ovat Terveystalo ja Mehiläinen sekä pääkaupunkiseudulla Diacor ja Aava Terveyspalvelut (2015 liikevaihto: 62 MEUR). Myös Pohjola Sairaala on laajentanut palvelutarjontaansa työterveyshuoltoon.

## Perusterveyden ja sosiaalihuollon palvelut

P&S-segmentin suurimpia kilpailijoita yleisellä tasolla ovat Attendo (2015 Attendo Suomi liikevaihto: 452 MEUR) ja Mehiläinen. Kuntaulkoistuksissa merkittävimmät kilpailijat ovat Attendo, Terveystalo ja Mehiläinen. Attendon kuntaulkoistusten piirissä ovat tällä hetkellä Kärsämäki, Rääkkylä, Puolanka, Pyhtää, Tohmajärvi, Sysmä ja Sulkava. Terveystalolle on

ulkoistettu Rantasalmen sote-palvelut ja Mehiläiselle Siikalatvan sote-palvelut, mutta yhtiöt ovat panostaneet viime aikoina ulkoistusliiketoiminnan kasvattamiseen.

Terveysasemaulkoistukset-palvelualueella merkittävimmät kilpailijat ovat Attendo, Mehiläinen sekä Coronaria Hoitoketju (2015 liikevaihto: 91 MEUR). Muita merkittäviä toimijoita alalla ovat muun muassa Med Group-konserni (2015 liikevaihto: 54 MEUR).

Työvoimapalveluissa suurimmat kilpailijat ovat Attendo, Mehiläinen sekä Coronaria. Hoivapalvelut-palvelualueella suurimmat toimijat ovat Attendo, Mehiläinen, Espero Care (2015 liikevaihto: 126 MEUR), Mainio Vire (2015 liikevaihto: 87 MEUR) ja Mi-Hoiva (2015 liikevaihto: 82 MEUR).

# Kilpailukenttä

Suomen suurimmat sosiaali- ja terveydenhuoltoalan toimijat vuoden 2015 liikevaihdolla mitattuna (MEUR)



\* Keskittyy pääasiassa hoiva-, sosiaali- ja/tai asumispalveluihin

\*\* Keskittyy pääasiassa suunterveydenhoidon palveluihin

# Taloudellinen tilanne

## Listautumisanti ja suunnattu anti vuonna 2015

Pihlajalinnalla listautui pörssiin kesällä 2015, minkä jälkeen tase vahvistui merkittävästi. Yhtiö laski listautumisen yhteydessä liikkeelle 5,7 miljoonaa uutta osaketta 10,5 euron merkintähinnalla ja keräsi 60 MEUR:n bruttovarat. Loppuvuonna 2015 yhtiö toteutti vielä kaksi isoa yrityskauppaa (Koskiklinikka ja Itä-Suomen Lääkärikeskus), joiden rahoittaminen hoidettiin suunnatulla annilla. Suunnatussa annissa laskettiin liikkeelle 1,5 miljoonaa uutta osaketta 17,0 euron hintaan ja yhtiö keräsi 25,5 MEUR:n bruttovarat. Tällä hetkellä Pihlajalinnalla on 20,6 miljoonaa osaketta ja 17 euron osakekurssilla markkina-arvo on 350 MEUR. Yritysarvoksi (EV) saadaan noin 30 MEUR:n nettovelalla 380 MEUR.

## Tase ja rahoitusasema

Pihlajalinnan tase vahvistui selvästi vuonna 2015 järjestettyjen osakeantien ansiosta. Taseen loppusumma vuoden 2015 lopussa oli 185 MEUR (2014: 131 MEUR), josta oma pääoma oli 93 MEUR. Omavaraisuusaste oli vahva 50,5 % (2014: 8,0 %) ja gearing 25,2 % (2014: 691,1 %). Taloudellinen tilanne on tällä hetkellä hyvä ja yhtiöllä on varaa jopa isoihin investointeihin ilman, että tase muodostaisi kasvulle suurempia rajoitteita. Vuoden 2016 ennusteillamme nettovelka/käyttökate-kerroin on matala 1,0x (yhtiön pitkän aikavälin tavoite alle 3,0x), mikä kertoo siitä, että yhtiö voisi ottaa toimintaansa huomattavasti enemmän velkavipua.

Q3'16 lopussa Pihlajalinnan taseen loppusumma oli 214 MEUR ja omavaraisuusaste oli 47 %. Lukuisten yrityskauppojen jäljiltä taseessa on noin 90 MEUR liikearvoa, mikä on pääosin

kohdistettu L&E-segmentille. Liikearvon määrä on 42 % taseen loppusummasta ja 89 % omasta pääomasta. Yhtiö ei ole viime vuosina joutunut tekemään alaskirjauksia liikearvoon, mutta sen kasvanut määrä herättää pientä varovaisuuden tunnetta varsinkin nyt, kun L&E-segmentin tuloskunto on viime aikoina jäänyt heikolle tasolle.

Yhtiöllä oli korollista nettovelkaa Q3'16 lopussa 27 MEUR ja nettovelkaantumisaste oli 27 %. Rahoituksen rahavirrat ovat listautumisen ja lainojen uudelleenjärjestelyn jälkeen matalat ja odotamme konsernin nettorahoituskulujen laskevan vuosien 2016-2018 aikana noin 1,5 MEUR:oon vuodessa (2015: 2,3 MEUR).

## Kasvupanostukset syövät kannattavuutta

Pihlajalinnan kasvu on ollut erittäin nopeaa viimeisen kymmenen vuoden ajan. Keskimääräinen vuosikasvu (CAGR) 2004-2016 aikana on ollut lähes 50 %. Yhtiö on vahvan kasvun aikana pysynyt myös kannattavana, mikä on mahdollistanut jatkuvan panostamisen tulevaisuuteen. Kasvua ovat ruokkineet muutamat isot ja lukuisat pienet yritysostot, joiden lisäksi yhtiö on panostanut myös täysin uusien yksiköiden avaamiseen ja vanhojen laajentamisiin. Tilikauden 2015 bruttoinvestoinnit olivat poikkeuksellisen suuret 44,6 MEUR (2014: 28,3 MEUR), jotka liittyivät pääosin yritysostoihin.

Liiketoiminnan nettorahavirta vuonna 2015 pysyi hyvällä tasolla 17,7 MEUR:ssa (2014: 9,4 MEUR), mutta rahavirta investointien jälkeen oli -14,4 MEUR (2014: -8,1 MEUR). Pihlajalinnalla on profiloitunut kasvuyhtiöksi ja iso osa tulorahoituksesta on investoitu ja tullaan myös

lähivuosina investoimaan kasvuun. Kannattavuuden optimointi on arviomme mukaan jäänyt jopa hieman taka-alalle, sillä yhtiö pyrkii nyt ottamaan haltuun mahdollisimman suuren osan markkinoista.

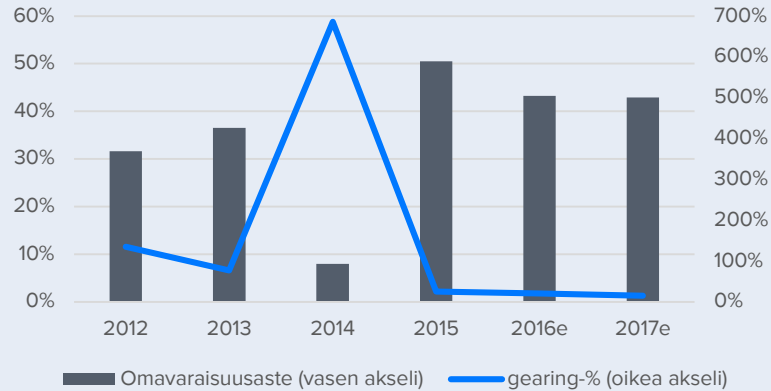
Kannattavuus jäi vuonna 2015 selvästi alle tason, jolle odotamme sen nousevan vuoden 2016 aikana, kun yhtiö saa tehtyä ensimmäisen ”puhtaan” tilikautensa pörssiyhtiönä. Odotamme Pihlajalinnan 2017-2018 käyttökateen nousevan 35-40 MEUR:n tasolle (2016e: 28 MEUR) ja liikevoittomarginaalin nousevan noin 5 %:iin (yhtiön pitkän aikavälin tavoite 7 %). Yhtiö voi vuosina 2014-2016 nähdyn kasvuharppauksen jälkeen (liikevaihto 149 MEUR → 400 MEUR) keskittyä enemmän kannattavuuden parantamista tähtääviin toimiin.

## Kassavirta ja osinko

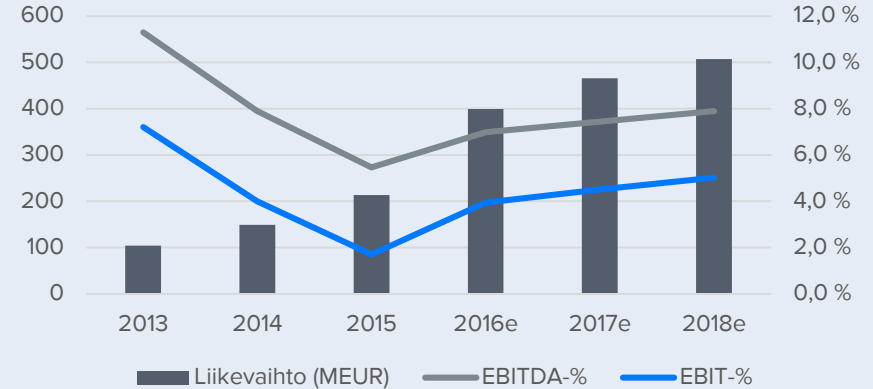
Yhtiö tulee tekemään ennusteidemme mukaan vahvaa liiketoiminnan nettorahavirtaa lähivuosina, eikä investointitaso nouse ennusteissamme lähellekään viime vuoden tasoa. Tämä yhdistelmä auttaa pitämään taseen kunnossa ja tätä tahtia näemme yhtiön olevan nettovelaton vuoden 2019 loppuun mennessä. Pidämme mahdollisena, että yhtiö ei arkaile tehdä suuriakin yritysostoja, jos mahdollisuuksia osuu kohdalle ja vahva tase ja kassavirta antavat tähän mahdollisuuden. Yhtiöllä oli Q3'16 lopussa 23 MEUR:n rahavarat, jonka lisäksi sillä oli 46 MEUR käyttämättömiä fasilitetteja. Olemme pitäneet ennusteemme osingonjakosuhteesta matalalla 45-50 %:n tasolla, mikä voi kuitenkin nousta merkittävästi ellei kassalle löydy sopivia investointikohteita.

# Taloudellinen tilanne

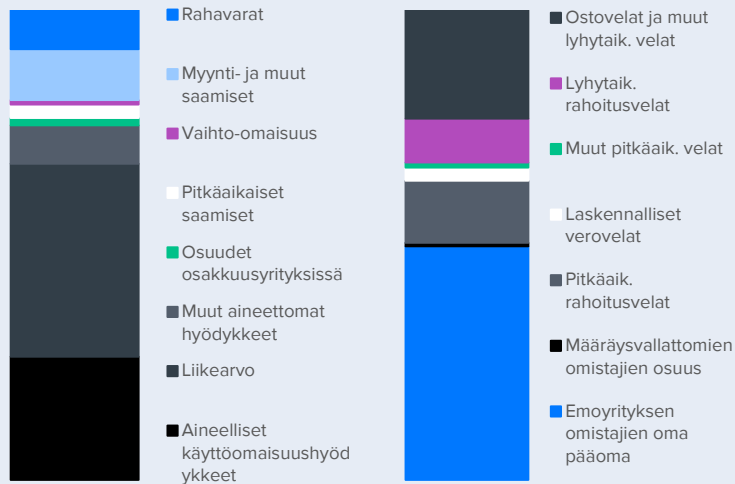
## Omavaraisuus- ja nettovelkaantumisaste



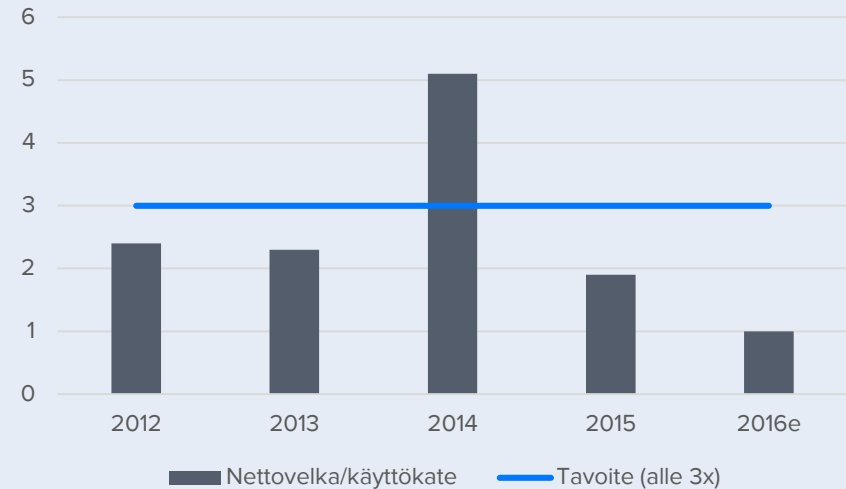
## Liikevaihdon, EBITDA-% ja EBIT-% kehitys



## Taserakenne, 2015 (185 MEUR)



## Nettovelka/käyttökate





# Ennusteet 1/2

## Lyhyen aikavälin ennusteet

Pihlajalinnalla on koko toimintahistoriansa ajan kasvanut voimakkaasti, mutta suurin kasvuharppaus tapahtui tilikauden 2016 aikana, jolloin liikevaihto lähes kaksinkertaistui 400 MEUR:n tasolle (2015: 213 MEUR). Tammi-syyskuun liikevaihto on kasvanut 96 % vertailukaudesta 144,7 MEUR:oon ja koko vuoden ennusteemme 399 MEUR tarkoittaa 87 %:n kasvua edellisvuodesta. Yhtiö on ohjeistanut vuoden 2016 liikevaihdon olevan noin 400 MEUR ja oikaistun liikevoittomarginaalin paranevan vuodesta 2015 (2015: 2,1 %). Vuoden 2016 kasvusta merkittävä osa on tullut orgaanisesta kasvusta kuten Kuusionkuntien (Alavus, Kuortane, Ähtäri) ulkoistussopimuksen käynnistymisestä 1.1.2016 ja Jämsän sopimuksen laajenemisesta. Esimerkiksi Kuusiokuntien sopimus kasvattaa arviomme mukaan Pihlajalinnan liikevaihtoa vuonna 2016 yli 70 MEUR. Kasvua ovat vauhdittaneet myös yritysostot, joiden osuus Pihlajalinnan tammi-syyskuun liikevaihdon kasvusta oli 36,2 MEUR.

Odotamme vuoden 2016 kannattavuuden paranevan selvästi tapahtumarikkaan vuoden 2015 tasosta. Odotamme raportoidun liikevoiton nousevan 15,7 MEUR:oon (2015: 3,6 MEUR), mikä tarkoittaa 3,9 %:n liikevoittomarginaalia (2015: 1,7 %). Vuoden 2016 tammi-syyskuun liikevoittomarginaali on noussut 3,8 %:n tasolle, mikä kertoo kannattavuuden olevan liikkumassa parempiaan suuntaan. Kannattavuuden paraneminen johtuu pitkälti siitä, että vuosi 2015 oli Pihlajalinnalle poikkeuksellisen huono. Pörssilistautuminen, etupainotteiset isojen kuntaulkoistusten haltuunotokustannukset,

hallinnon kasvattaminen, IT-järjestelmien uusiminen ja uusien yksiköiden matalat käyttöasteet painoivat kannattavuutta vuonna 2015. Nyt yhtiö on päässyt ainakin pääosin näiden haasteiden yli ja onnistunut saamaan vuodelle 2016 lisää hyväkätteistä liiketoimintaa. Pihlajalinnalla aloitti myös konserninlaajuisen säästöohjelman, jonka tavoitteeksi asetettiin 3 MEUR:n vuotuiset kustannussäästöt. Yhtiö on todennut säästöjen toteutuvan tavoitteiden mukaisesti vuoden 2016 aikana, mikä myös nostaa suhteellista kannattavuutta.

2016 EPS-ennusteemme on 0,40 euroa (2015: 0,02 euroa). Vertailukelpoisuuteen vaikuttavista eristä oikaistu EPS-ennusteemme on 0,47 euroa (2015: 0,08 euroa). Odotamme Pihlajalinnan maksavan keväällä 2017 osinkoa ensimmäistä kertaa pörssiportaalellaan. Osinkoennusteemme on 0,19 euroa, mikä tarkoittaa 47 %:n osingonjakosuhdetta ja 1,1 %:n osinkotuottoa.

## P&S-segmentin ennusteet

P&S-segmentin liikevaihto tulee vuonna 2016 kasvamaan arviomme mukaan 94 % tasolle 188 MEUR (2015: 96,8 MEUR). Suurimpina yksittäisinä kasvuajureina ovat vuoden 2016 alussa alkaneet Kuusiokuntien ulkoistussopimus ja Jämsän sopimuslaajennus.

Odotamme vuoden 2017 kasvun hidastuvan P&S-segmentissä 16 %:iin, sillä vuodelle 2017 ei ole tiedossa Kuusiokunnan kaltaisia isoja uusia ulkoistussopimuksia. Pihlajalinnalla aloitti 1.1.2017 ulkoistussopimuksen Soinin kunnan kanssa, jonka vuotuinen arvo on 7 MEUR. Tämän lisäksi yhtiö on ilmoittanut aloittavansa Hattulan sote-tuotannon kahdessa osassa, joista ensimmäinen

osa (suunterveydenhuolto) on sovittu alkavan 1.4.2017. Hattulan koko sopimuksen arvo on 7 MEUR/vuosi. Myös Tervolan ulkoistussopimus tulee alkamaan 1.7.2017, jonka kokonaisarvio on noin 13 MEUR/vuosi. Näiden uusien sopimusten lisäksi odotamme P&S:n olemassa olevan liiketoiminnan pysyvän pienessä kasvussa.

Tiedossa olevien ulkoistussopimusten lisäksi Pihlajalinnalla on ilmoittanut, että se on neuvottelut monien kuntien kanssa laajennusoptioista, jotka liittyvät olemassa olevien sopimusten väestöpohjan laajentamiseen. Tällaisia ovat esim. Suupohjan kunnat (Isojoki, Karijoki, Teuva ja Kauhajoki). Suupohjan kunnista Teuva on tehnyt kielteisen päätöksen liittymisestä Pihlajalinnan sote-tuotannon piiriin, mutta kolme muuta kuntaa ovat tehneet myönteisen päätöksen. Jos nämä kolme liittyvät Pihlajalinnan sote-tuotannon piiriin, tietäisi se noin 70 MEUR/vuotta liikevaihtoa, mikä ei näy vielä ennusteissamme. Sopimus ehtisi arviomme mukaan alkaa vielä 2017 lopulla, jos myönteinen päätös syntyy.

Uusia sote-kilpailutuksia on käynnissä nyt myös Forssassa (37 MEUR/v) ja Kouvolassa (80 MEUR/v). Kumpaakaan näistä ei ole otettu huomioon ennusteissamme. Pihlajalinnan mittakaavassa molemmat sopimukset olisivat merkittävän kokoisia ja odottaisimme osakkeen reagoivan positiivisesti, jos edes jompikumpi sopimuksista tulisi Pihlajalinnalle. Kouvolan kilpailutuksessa ovat mukana Mehiläinen, Pihlajalinnalla ja Terveystalo-ryhmittymä. Forssan kilpailutuksessa ovat mukana Pihlajalinnalla, Coronaria, Terveystalo ja Mehiläinen.

# Ennusteet 2/2

Yksi huomioitava seikka P&S-segmentin liiketoiminnassa vuonna 2016 on ollut se, että tuloskunto on ollut selvästi ennakoimaamme parempaa. Kannattavuus on parantunut lähinnä Kuusiokuntien, Jämsän ja Mänttä-Vilppulan sote-ulkoistusten vuoksi ja tammi-syyskuun liikevoittomarginaali on noussut jo 5,9 %:iin, kun se vertailukaudella oli vain 2,5 %.

Lähtökohtaisesti P&S-liiketoiminta tulisi olla Pihlajalinnan kahdesta segmentistä heikommin kannattavampi. Tämä johtuu siitä, että suurin osa liiketoiminnasta muodostuu ns. matalamman jalostusasteen toiminnasta eli kuntien tai kuntayhtymien tekemisistä julkisista kilpailutuksista, joissa ulkoistetaan tiettyjä terveysasemia tai koko sote-palvelut. Uskomme segmentin tekevän tänä vuonna yhtiön omiin tavoitteisiin nähden jo hyvää kannattavuutta ja koko vuoden EBIT-marginaaliennusteemme P&S-segmentille on 5,5 % (2015: 2,4 %). Konsernilaajuinen pitkän aikavälin EBIT-tavoite on 7 %, jonka alle odotamme P&S-segmentin pidemmässä juoksussa jäävän. Vuonna 2017 odotamme P&S-segmentin liikevaihdon kasvavan 16 % ja liikevoittomarginaalin palaavan ”kestävämmälle” 4,3 %:n tasolle.

## L&E-segmentin ennusteet

L&E-segmentin liikevaihto tulee vuonna 2016 ennusteidemme mukaan kasvamaan 81 % tasolle 216 MEUR (2015: 119 MEUR). Suurin osa kasvusta johtuu Kuusiokuntien ja Jämsän erikoissairaanhoidon siirtymisestä Pihlajalinnan tuotantovastuulle. Lisäksi Koskiklinikan ja Itä-Suomen Lääkärikeskuksen hankinnat nostavat liikevaihtoa vertailukauteen nähden.

Liikevoiton odotamme kasvavan 7,0 MEUR:oon (2015: 2,8 MEUR), mikä tarkoittaa 3,2 %:n EBIT-marginaalia. Segmentin EBIT-% tammi-syyskuussa 2016 on ollut vain 2,8 %, mikä on jäänyt selvästi P&S-segmentin ja meidän ennusteiden alapuolelle. Yhtiö on maininnut, että työterveyshuolto ja yritysostot (Koskiklinikka ja ITE) ovat nostaneet kannattavuutta alkuvuonna ja sitä on laskenut mm. erään tuotantosopimuksen kertaluonteinen hyvite (-0,9 MEUR).

Olemme joutuneet pitkin vuotta laskemaan L&E-segmentin tulosennusteita ja uskomme sen johtuvan enemmänkin tiettyjen yksiköiden kannattavuusongelmista kuin siitä, että koko segmentillä olisi yleisellä tasolla ongelmia. Uskomme etenkin pääkaupunkiseudun tiukan kilpailutilanteen johtaneen siihen, ettei tietyt uudet yksiköt (esim. Helsingin Stockmannin hammasklinikka) ole saanut nostettua käyttöasteita riittävän korkealle samoin kuin Muuramen Dextra hammasklinikka ja nämä painavat heikolla tuloksellaan koko segmentin kannattavuutta. Samoin mm. Helsingissä ja Tampereella aktivoituneet vakuutusyhtiöpohjalta toimivat konseptit (Pohjola Sairaala) ovat arviomme mukaan myös kiristäneet kilpailua L&E-segmentissä.

Lähtökohtaisesti korkeamman jalostusarvon ja enemmän yksityisellä puolella toimivan L&E-segmentin liiketoiminnan pitäisi olla P&S-segmentiä kannattavampaa, mutta tänä vuonna P&S on ollut yllättävän hyvässä vedossa ja L&E-segmentti taas alisuoriutunut odotuksiin nähden. Odotamme L&E-segmentin EBIT-marginaalin tervehtyvän 5,1 %:n tasolle vuonna 2017.

## Pitkän aikavälin ennusteet

Koemme Pihlajalinnan kasvaneen jo siihen kriittiseen kokoluokkaan, ettei lähivuosien kasvu enää yllä historialliselle 50 %:n tasolle. Näillä näkymin odotamme vuoden 2017 kasvun hidastuvan 17 %:iin ja 2018 kasvun 9 %:iin. Kasvunäkymiä voi rajustikin muuttaa yhtiön mahdollisesti voittamat ulkoistussopimukset, joiden toteutumisesta olemme ottaneet ennusteissamme varovaisen pessimistisen linjan. Sijoittajan kannattaa huomata, että jos yhtiö onnistuu edes kohtuullisella onnistumisprosentilla voittamaan käynnissä olevia ulkoistamiskilpailutuksia, on ennusteissamme selkeää nousuvaraa.

Yhtiö tulee lähivuosina jatkamaan strategiassaan kasvun painottamista, jotta se saavuttaisi johtavan aseman Suomen sosiaali- ja terveydenhuoltomarkkinalla. Kasvun perustan muodostavat markkinan yleinen kasvu, kuntaulkoistussopimukset, uusien yksiköiden avaukset sekä yrityskaupat, joiden avulla yhtiö pyrkii vahvistamaan palveluvalikoimaa ja maantieteellistä peittoaan molemmissa segmenteissä. Yhtiö on ilmoittanut katsovansa mahdollisuuksia laajentaa toimintaansa suurimpiin yliopistokaupunkeihin ja maakuntakeskuksiin, mutta niin, että toiminnan punaisena lankana pysyy segmenttien (P&S ja L&E) välinen yhteistyö. Vahvan kasvufokuksen takia emme odota yhtiön pääsevän 7 %:n EBIT-tavoitteeseen vuosien 2017-2019 aikana. Vuoden 2017 EBIT-marginaalin odotamme nousevan 4,5 %:iin, vuoden 2018 marginaalin 5,0 %:iin ja vuoden 2019 marginaalin 5,4 %:iin.

# Ennusteet

Tuloskehitys kvartaalitasolla	2014	Q1'15	Q2'15	Q3'15	Q4'15	2015	Q1'16	Q2'16	Q3'16	Q4'16e	2016e	2017e	2018e
<b>Liikevaihto</b>	<b>148,9</b>	<b>47,9</b>	<b>51,9</b>	<b>50,9</b>	<b>62,7</b>	<b>213,3</b>	<b>100,1</b>	<b>101,4</b>	<b>93,9</b>	<b>103,7</b>	<b>399,0</b>	<b>465,7</b>	<b>507,2</b>
<i>L&amp;E</i>	92,9	29,9	30,8	26,8	32,0	119,5	54,1	56,1	48,6	57,5	216,3	249,9	267,4
<i>P&amp;S</i>	57,9	18,5	22,0	24,8	31,5	96,8	46,8	47,0	46,9	47,1	187,8	217,8	241,8
<i>Eliminoinnit</i>	-1,9	-0,6	-0,9	-0,7	-0,8	-2,9	-0,9	-1,7	-1,6	-1,0	-5,1	-2,0	-2,0
<b>Käyttökate</b>	<b>11,8</b>	<b>3,0</b>	<b>2,1</b>	<b>3,1</b>	<b>3,4</b>	<b>11,6</b>	<b>7,0</b>	<b>7,0</b>	<b>6,8</b>	<b>7,0</b>	<b>27,9</b>	<b>34,6</b>	<b>40,1</b>
Poistot ja arvonalennukset	-5,8	-1,8	-2,0	-2,1	-2,1	-8,0	-2,8	-3,5	-3,3	-2,6	-12,2	-13,6	-14,6
<b>Liikevoitto ilman kertaeriä</b>	<b>8,2</b>	<b>1,4</b>	<b>0,9</b>	<b>0,9</b>	<b>1,4</b>	<b>4,5</b>	<b>4,2</b>	<b>3,9</b>	<b>4,7</b>	<b>4,4</b>	<b>17,2</b>	<b>21,0</b>	<b>25,4</b>
<b>Liikevoitto</b>	<b>6,0</b>	<b>1,3</b>	<b>0,1</b>	<b>1,0</b>	<b>1,3</b>	<b>3,6</b>	<b>4,2</b>	<b>3,5</b>	<b>3,6</b>	<b>4,4</b>	<b>15,7</b>	<b>21,0</b>	<b>25,4</b>
<i>L&amp;E</i>	6,3	1,6	0,4	-0,1	1,0	2,8	2,9	1,7	-0,2	2,6	7,0	12,8	15,9
<i>P&amp;S</i>	1,9	0,0	0,8	0,8	0,7	2,3	1,8	2,1	4,4	2,1	10,4	9,4	10,8
<i>Kohdistamattomat</i>	-2,2	-0,3	-1,1	0,3	-0,3	-1,4	-0,5	-0,3	-0,5	-0,3	-1,6	-1,2	-1,2
Nettorahoituskulut	-2,9	-0,7	-0,8	-0,6	-0,3	-2,3	-0,4	-0,4	-0,3	-0,4	-1,5	-1,5	-1,5
<b>Tulos ennen veroja</b>	<b>3,1</b>	<b>0,6</b>	<b>-0,7</b>	<b>0,4</b>	<b>1,0</b>	<b>1,3</b>	<b>3,8</b>	<b>3,1</b>	<b>3,3</b>	<b>4,0</b>	<b>14,2</b>	<b>19,5</b>	<b>23,9</b>
Verot	-1,0	0,0	0,1	0,1	-0,3	-0,1	-1,0	-0,5	-0,9	-0,7	-3,1	-3,9	-4,8
Vähemmistöosuudet	-0,4	-0,2	-0,2	-0,3	-0,1	-0,8	-0,8	-0,6	-0,7	-0,7	-2,9	-3,2	-3,6
<b>Nettotulos</b>	<b>1,7</b>	<b>0,4</b>	<b>-0,7</b>	<b>0,1</b>	<b>0,7</b>	<b>0,5</b>	<b>2,0</b>	<b>2,0</b>	<b>1,7</b>	<b>2,6</b>	<b>8,2</b>	<b>12,4</b>	<b>15,6</b>
<b>EPS (oikaistu)</b>	<b>0,29</b>	<b>0,04</b>	<b>0,01</b>	<b>0,00</b>	<b>0,04</b>	<b>0,08</b>	<b>0,10</b>	<b>0,11</b>	<b>0,14</b>	<b>0,12</b>	<b>0,47</b>	<b>0,60</b>	<b>0,76</b>
<b>EPS (raportoitu)</b>		<b>0,03</b>	<b>-0,05</b>	<b>0,01</b>	<b>0,05</b>	<b>0,02</b>	<b>0,15</b>	<b>0,12</b>	<b>0,10</b>	<b>0,15</b>	<b>0,40</b>	<b>0,60</b>	<b>0,76</b>

Tunnusluvut	2014	Q1'15	Q2'15	Q3'15	Q4'15	2015	Q1'16	Q2'16	Q3'16	Q4'16e	2016e	2017e	2018e
<i>Liikevaihdon kasvu-%</i>	42,7 %	52,2 %	57,9 %	56,1 %	20,5 %	43,2 %	109,0 %	95,4 %	84,6 %	65,4 %	87,1 %	16,7 %	8,9 %
<i>Oikaistun liikevoiton kasvu-%</i>	6,0 %	-27,9 %	-43,6 %	-68,0 %	-25,8 %	-44,4 %	206,8 %	345,7 %	413,1 %	219,5 %	278,9 %	22,2 %	21,0 %
<i>Käyttökate-%</i>	7,9 %	6,3 %	4,0 %	6,0 %	5,5 %	5,5 %	7,0 %	6,9 %	7,3 %	6,8 %	7,0 %	7,4 %	7,9 %
<i>Oikaistu liikevoitto-%</i>	5,5 %	2,9 %	1,7 %	1,8 %	2,2 %	2,1 %	4,2 %	3,9 %	5,0 %	4,3 %	4,3 %	4,5 %	5,0 %
<i>Nettotulos-%</i>	1,1 %	0,8 %	-1,4 %	0,3 %	1,1 %	0,2 %	2,0 %	1,9 %	1,8 %	2,5 %	2,1 %	2,7 %	3,1 %

Lähde: Inderes

# Arvonmääritys ja suositus 1/2

## Markkina-arvo ja yritysarvo

Pihlajalinnalla listautui Helsingin pörssiin kesäkuussa 2015. Listautumisen yhteydessä yhtiö laski liikkeelle noin 5,7 miljoonaa uutta osaketta 10,5 euron osakekohtaisella merkintähinnalla ja keräsi noin 60 MEUR:n bruttovarat. Vuoden 2015 lopun suunnatussa osakeannissa Pihlajalinnalla laski liikkeeseen 1,5 miljoonaa uutta osaketta 17,0 euron merkintähintaan ja keräsi 25,5 MEUR:n bruttovarat. Tällä hetkellä Pihlajalinnalla on 20,6 miljoonaa osaketta ja 17 euron osakekurssilla yhtiön markkina-arvo on 350 MEUR. Noin 30 MEUR:n arvioidulla 2016e nettovelkatasolla yritysarvoksi (EV) muodostuu noin 380 MEUR.

## Arvostuskertoimet

Arviomme mukaan Pihlajalinnan kannattavuus käyttökate- ja liikevoittomarginaalilla mitattuna koki pohjakosketuksen tilikaudella 2015 (EBITDA: 5,4 % ja EBIT: 1,7 %). Vuotta painoivat pörssilistautumisen lisäksi poikkeuksellisen suuret panostukset IT-järjestelmiin, suurten kuntaulkoistusten haltuunotot ja tarvittavan kokoisen hallinnon rakentaminen.

Vuosi 2016 on tähän mennessä kannattavuuden osalta ollut jo selvästi parempi. Tilikauden 2016 käyttökate-ennusteemme on 28 MEUR (2015: 11,6 MEUR), mikä tarkoittaa 7,0 %:n EBITDA-marginaalia (2015: 5,4 %) ja liikevoittoennusteemme 16 MEUR, mikä tarkoittaa 3,9 %:n EBIT-marginaalia (2015: 1,7 %). Käyttökatepohjainen 2016 EV/EBITDA-arvotus on 13x. Vuoden 2017 käyttökate-ennusteemme on 35 MEUR (EBITDA 7,4 %), mikä alentaa

EV/EBITDA-kertoimet jo 11x tasolle. EV/EBIT-kertoimet vastaaville vuosille 2016 ja 2017 ovat ennusteillamme 22x ja 18x.

Pihlajalinnan tapauksessa kehotamme sijoittajia kiinnittämään huomiota erityisesti emoyhtiön osakkeenomistajille kuuluvasta nettotuloksesta lasketun P/E-luvun tarkasteluun, sillä EV/EBITDA- ja EV/EBIT-kertoimien tarkastelu sellaisenaan voi antaa harhaanjohtavan kuvan. Tämä johtuu siitä, että iso osa konsernin tuloksesta kuuluu Pihlajalinnan ja kuntien yhdessä perustamille yhteisyrityksille ja näiden tuloksista pääsääntönä 49 % kuuluu kunnille. Konsernin tulos ei siten ole sama kuin Pihlajalinnan osakkeenomistajille kuuluva tulos, mikä pitää ottaa huomioon. Vuosien 2016 ja 2017 emoyhtiön osakkeenomistajille kuuluvasta nettotuloksesta lasketut P/E-kertoimet ovat korkeat 36x ja 28x, jotka heijastelevat korkeita lähivuosien kasvuodotuksia.

Pihlajalinnalla profiloituu kasvuyhtiöksi, jonka tulos pohjaiset arvostuskertoimet ovat korkeat ja lähivuosien osinkotuotot matalalla tasolla (2016e: 1,1 % ja 2017e: 1,6 %). Voimme hyväksyä Pihlajalinnan korkeat tulos pohjaiset kertoimet ja matalan osinkotuoton, sillä pidämme yhtiön kasvupotentiaalia erittäin suurena ja tämän lisäksi uskomme, että yhtiöllä on muutaman vuoden päästä mahdollisuus tehdä tehokkuutta parantaviin toimiin keskittymällä selvästi parempaa suhteellista kannattavuutta kuin tällä hetkellä. Varjopuolena tässä on se, että jos yhtiön kasvunäkymät alkavat heikentyä, on sekä tulosennusteissa että arvostuskertoimissa kova paine laskea alaspäin, mikä voi heijastua osakekurssiin negatiivisesti.

## DCF-arvonmääritys

Kassavirtoihin perustuva arvonmääritysmallimme (DCF) tukee myös näkemystämme osakkeen tämänhetkisestä aliarvostuksesta. DCF-mallimme mukainen osakkeen arvo on 19,9 euroa, mikä tarkoittaa noin 15 %:n potentiaalia nykykurssiin (17,5 euroa) nähden. Ennustemallissamme liikevaihdon kasvu tasaantuu keskipitkän aikavälin vahvemman kasvun jälkeen terminaalijaksolla 2,2 %:n tasolle ja EBIT-marginaali jää 5,0 %:iin liikevaihdosta. Mallissa terminaalijaksos painoarvo kassavirtojen arvosta on 64 %. Rahavirtamallissa käyttämämme pääoman keskimääräinen kustannus (WACC) on 7,3 % ja oman pääoman kustannus 8,3 %. Riskitön korko on 3,0 %, markkinan riskipremio 4,75 % ja beta 0,9.

## Tavoitehinta ja suositus

Toistamme Pihlajalinnan osta-suosituksen ja 20,0 euron tavoitehinnan. Olemme mielestämme jättäneet ennusteissamme riittävästi turvamarginaalia siihen skenaarioon, että yhtiön kasvu hidastuu merkittävästi lähivuosina eikä konsernin pitkän aikavälin 7 %:n liikevoittotavoitteeseen tulla koko ennustejaksollamme pääsemään. Näihin ennusteisiin peilaten yhtiön näyttää mielestämme houkuttelevalta sijoituskohteelta, ja jos yhtiö onnistuu nostamaan kannattavuuttaan 7 %:n tasolle, on tavoitehinnassamme vielä runsaasti nousuvaraa.

# Arvonmääritys ja suositus 1/2

## Verrokkiryhmä

Käytämme Pihlajalinnan verrokkiryhmänä kansainvälisiä pörssilistattuja sosiaali- ja terveydenhuoltoalan yhtiöitä. Pihlajalinnan tapauksessa tulee ottaa huomioon se, että yhtiö on vahvassa kasvu- ja investointivaiheessa, kun suurella osalla verrokeista kasvu on jo saturoitunutta ja kannattavuus noussut hyvälle tasolle. Pihlajalinnan kasvu tulee vuonna 2016 olemaan noin 87 % ja 2017 ennusteemme mukaan lähes 20 %, kun verrokkiryhmän luvut ovat noin 10 %:n tasolla. Pihlajalinnan suurten kasvupanostusten takia yhtiö tekee myös tällä hetkellä selvästi heikompaa kannattavuutta (EBIT 2016e: 3,9 %) kuin verrokkiryhmän yhtiöt keskimäärin (EBIT 2016e: 9,0 %).

Pihlajalinnan 2016 ja 2017 EV/EBITDA-kertoimet ovat ennusteillamme 13x ja 11x, jotka ovat noin 20 % ja 10 % verrokkiryhmän yläpuolella. Kasvu- ja investointivaiheesta johtuvien suurten poistojen takia EV/EBIT-kertoimet vastaaville vuosille ovat 22x ja 18x, jotka ovat 40 % ja 20 % verrokkiryhmän yläpuolella. Oikaistut P/E-luvut vuosille 2016 ja 2017 ovat ennusteillamme korkeat 36x ja 28x, mitkä ovat noin 80 % ja 50 % verrokkiryhmän mediaaniin yläpuolella.

Tiivistetysti kaikki Pihlajalinnan tulospohjaiset arvostuskertoimet ovat verrokkiryhmän yläpuolella ja mitä alemmas tuloslaskelmassa mennään, sitä suurempi yliarvostus on. Liiketoiminnan kokoluokka on nykjarvostukseen peilattuna hyvällä tasolla, sillä kovan kasvun ansiosta liikevaihtopohjaiset EV/Sales-kertoimet ovat jo kohtuullisen matalat 1,0x ja 0,8x, jotka ovat 40 % ja 50 % verrokkiryhmän alapuolella.

## Osakkeen arvo verrokkiryhmän kertoimilla

Mielestämme EV/Sales-kertoimet tiivistävät Pihlajalinnan arvonnousupotentiaalin hyvin. Yhtiö panostaa nyt niin vahvasti kasvuun, että kannattavuus pysyy vielä matalalla tasolla. Nykyinen markkina-arvo heijastelee sitä, että Pihlajalinnan kannattavuus on selvästi verrokkiryhmää heikommalla tasolla eikä yhtiön uskota pääsevän 7 %:n EBIT-tavoitteeseen vielä moneen vuoteen. Jos Pihlajalinnasta pystyy todistamaan markkinoiden olevan väärässä ja ylittää 7 %:n EBIT-tasolle, voidaan mielestämme yhtiölle hyväksyä verrokkiryhmän tasolla olevat noin 1,4-1,5x EV/Sales-kertoimet. Siksi näemme osakkeella olevan runsaasti nousuvaraa, kunhan kannattavuus paranee yhtiön tavoitetasolle. Alla olevassa taulukossa on verrokkiryhmän EV/Sales- ja EV/EBITDA-kertoimet vuosille 2016-2018. Jos käytetään Pihlajalinnan ennustettuja lukuja samoille vuosille, saadaan yhtiön osakkeen arvon haarukaksi verrokkiryhmän EV/Sales-kertoimilla 25,9-30,9 euroa ja EV/EBITDA-kertoimilla 11,2-15,4 euroa.

Esimerkiksi vuoden 2017 EV/Sales-kertoimen mediaani on verrokkiryhmälle 1,48x. Ennusteidemme mukainen Pihlajalinnan liikevaihto on 466 MEUR, joka verrokkiryhmän kertoimella antaisi yritysarvoksi 689 MEUR. Kun tästä vähennetään nettovelat (2017e: 17 MEUR) saadaan oman pääoman arvoksi 672 MEUR. Ennustemallissamme Pihlajalinnasta tekee vuonna 2017 noin 16 MEUR:n nettotuloksen, josta 3,2 MEUR kuuluu yhteisyritysten määräysvallattomille omistajille (vähemmistöosuus). Jos arvotamme näitä yhteisyritysten muodostamia liiketoimintoja esimerkiksi 15x P/E-kertoimella tulee vähemmistöosuuden arvoksi 3,2 MEUR:n tuloksella noin 48 MEUR, joka joudutaan vähentämään emoyhtiön omistajille kuuluvan oman pääoman arvosta. Tällöin päästään oman pääoman osakekohtaiseen arvoon, joka tässä tapauksessa olisi 30,3 euroa.

	EV/Liikevaihto			EV/EBITDA		
	2016e	2017e	2018e	2016e	2017e	2018e
Verrokkiryhmän mediaani	1,5	1,48	1,38	10,65	10,23	9,5
Inderes ennuste	399	466	507	27,9	34,6	40,1
<b>Yritysarvo EV</b>	<b>599</b>	<b>689</b>	<b>700</b>	<b>297</b>	<b>354</b>	<b>381</b>
-Nettovelat	22	17	9	22	17	9
<b>Oman pääoman arvo</b>	<b>577</b>	<b>672</b>	<b>691</b>	<b>275</b>	<b>337</b>	<b>372</b>
-Vähemmistöosuus	-43,5	-47,9	-53,4	-43,5	-47,9	-53,4
<b>Per osake (euroa)</b>	<b>25,9</b>	<b>30,3</b>	<b>30,9</b>	<b>11,2</b>	<b>14,0</b>	<b>15,4</b>

# Sijoitusprofiili 1/2

## Korkean arvostuksen kasvuyhtiö

Pihlajalinna on yksi Suomen suurimmista sosiaali- ja terveydenhuoltomarkkinoiden toimijoista, jonka tavoitteena on kasvaa kannattavasti johtavaksi valtakunnalliseksi toimijaksi. Yhtiö on voimakkaassa kasvu- ja investointivaiheessa, eikä kannattavuustaso ole vielä lähelläkään yhtiön pitkän aikavälin tavoitetasoa. Tästä syystä yhtiön arvostustaso on nykyiseen tulokuntoon nähden haastava ja sijoittajilta vaaditaan kärsivällisyyttä tarinan katsomiseen pidemmällä perspektiivillä.

## Kuntaulkoistukset ja yrityskaupat kasvun vauhdittajina

Vuoden 2015 pörssilistautumisen taustalla oli taseen vahvistaminen tulevia kasvupanostuksia varten. Koemme Pihlajalinnalla olevan hyvät mahdollisuudet kasvaa huomattavasti nykyistä kokoluokkaansa suuremmaksi mm. yrityskauppojen ja uusien toimipisteiden avaamisen kautta. Kasvua edesauttaisi huomattavasti se, että tulevassa sote-uudistuksessa annettaisiin laajat mahdollisuudet yksityisille palveluntuottajille tulla mukaan tehostamaan Suomen sosiaali- ja terveydenhuoltomarkkinan toimintaa.

Pihlajalinnalla on nyt otollinen aika vakiinnuttaa asemansa alalla, jossa solmitaan ensimmäistä kertaa merkittäviä satojen miljoonien arvoisia ja lähtökohtaisesti 10 vuotta kestäviä kuntaulkoistussopimuksia. Nämä julkisen sektorin kanssa tehdyt pitkäaikaiset sopimukset takaavat tasaisen liikevaihdon ja auttavat palveluntuottajia laajentamaan toimintaansa monelle eri paikkakunnalle tuoden

kasvupotentiaalia myös yksityisen puolen liiketoiminnalle.

## Potentiaali

Näkemyksemme mukaan Pihlajalinnan osakkeen keskeiset positiiviset arvoajurit ovat:

- **Yksityisen markkinan kasvu julkista nopeammin :** Kuntien heikentyvä taloudellinen tilanne pakottaa niitä etsimään uusia ratkaisuja sote-kustannusten hillitsemiseksi. Yksityisen palveluntuotannon kyky tuottaa palvelut kustannustehokkaasti on tärkein yksityisen palveluntuotannon kasvuun vaikuttava tekijä. Pihlajalinna on yksi harvoista toimijoista Suomessa, jolla on kyky laajan maantieteellisen peiton ja palveluvalikoiman ansiosta ottaa haltuun suuria kuntien sote-ulkoistussopimuksia. Tästä syystä odotamme, että yksityistämisen trendin jatkuminen tulee pitämään Pihlajalinnan liiketoiminnan kasvussa.
- **Ulkoistussopimusten voittaminen:** Yhtiön viime vuosien suurimmat kasvuharppaukset ovat tulleet sen voittamista kuntien kilpailuttamista sote-ulkoistuksista. Esimerkiksi vuoden 2016 alussa alkanut Kuusiokuntien ulkoistussopimus on arviolta yli 70 MEUR vuodessa, mikä on 18 % Pihlajalinnan vuoden 2016 liikevaihdosta (2016e: 399 MEUR). Ulkoistussopimukset tarjoavat Pihlajalinnalle vahvaa orgaanista kasvua, mistä jää ensimmäisestä vuodesta lähtien konsernille hyvää katetta. Myös kunnat pääsevät hyötymään tästä Pihlajalinnan käyttämän Yhteisyritysmallin kautta, joten ulkoistamissopimukset ovat myös poliittisesti kestävä tapa saada yksityisen palveluntuotannon tehokkuus auttamaan hädässä olevia kuntia selviämään hallitsemattomasti nousevista sote-kustannuksista.
- **Keskeinen rooli markkinan konsolidoijana:** Pihlajalinna on toteuttanut 2010-luvulla kymmeniä yritysostoja, joista suurin on ollut vuonna 2012 toteutettu Dextra-kauppa. Pihlajalinnalla on hyvä mahdollisuus konsolidoida markkinaa, jossa on jatkuvasti pieniä ja keskisuuria toimijoita myynnissä. Verrattuna pääomasijoittaja-taustaisiin isoimpiin kilpailijoihin, Pihlajalinnalle on ollut etua siinä, että yhtiö on profiloitunut suomalaiseksi vastuulliseksi toimijaksi, mikä ei ainakaan ole haitannut yhtiötä saamaan itselleen hyviä ostocksia viime vuosina kohtuullisen hintaan.
- **Kannattavuuden parantaminen:** Pihlajalinnan pitkän aikavälin tavoite on päästä yli 7 %:n liikevoittomarginaaliin. Tällä hetkellä yhtiön liikevoittomarginaali jää noin 4 %:n tasolle vahvojen kasvupanostusten takia. Pihlajalinnan lähimmät kilpailijat Mehiläinen, Terveystalo, Attendo tekevät kaikkia selvästi parempaa kannattavuutta kuin mikä Pihlajalinnan tämän hetkinen taso on. Yhtiöiden välisissä liiketoimintamalleissa ei lähtökohtaisesti ole mitään niin perustavanlaatuaista eroa, ettei myös Pihlajalinna voisi päästä samoille kannattavuustasoille. Näemme Pihlajalinnan kannattavuudessa reilusti parantamisen varaa, kunhan vahvin kasvuvaihe jää taakse.

# Sijoitusprofiili 2/2

## Riskit

Pihlajalinnan liiketoimintaan ja osakkeeseen liittyy sijoittajan kannalta useita riskejä, joista keskeisimmät ovat näkemyksemme mukaan seuraavat:

- **Poliittinen riski:** Pihlajalinnan liiketoiminta on hyvin riippuvainen poliittisesta päätöksenteosta ja pidämme tätä yhtiön suurimpana epävarmuustekijänä. Poliittinen riski kulmineituu tällä hetkellä käynnissä olevaan sote-uudistukseen ja siihen, minkälainen/kuinka suuri rooli yksityisillä palveluntuottajilla voi tulevaisuudessa olla Suomen sosiaali- ja terveydenhuoltomarkkinoilla.
- **Korkeat arvostuskertoimet:** Pihlajalinnan kasvunäkymiin on ladattu suuret kasvuodotukset. Yhtiön odotetaan kasvavan lähivuosina 10-20 %:n vuosivauhtia ja samalla parantavan liiketoiminnan kannattavuutta selvästi nykytasolta. Vahvojen tuloskasvunäkymien ansiosta yhtiön osake on nykyiseen tuloksetekokykyyn nähden haastavasti hinnoiteltu. Jos ennustettu liikevaihdon kasvu ja kannattavuusparannus eivät tulekaan sillä vauhdilla mitä markkinat odottavat, on yhtiön tuloseennusteissa sekä arvostuskertoimissa laskupainetta, mikä voi heijastua osakekurssiin hyvin voimakkaasti.
- **Riippuvuus muutamista isoista sopimuksista:** Pihlajalinnalla on riippuvainen muutamasta isosta kuntaulkoistusasiakkaista (mm. Kuusiokunnat, Jämsä ja Mänttä-Vilppula). Näiden lisäksi yhtiö on riippuvainen muutamasta isosta

vakuutusyhteistyökumppanista, joilla on iso rooli asiakkaiden syöttämisessä yhtiön toimipisteisiin.

- **Korkea liikearvon määrä:** Pihlajalinnan taseen loppusumma Q3'16 lopussa oli 214 MEUR, josta oma pääoma oli 101 MEUR. Yhtiöllä on lukuisten yritysostojen jäljiltä taseessa liikearvoa 90 MEUR, joka on kohdistettu pääosin L&E-segmentille. Liikearvo on taseen loppusummasta 42 % ja omasta pääomasta 89 %. Yhtiö ei ole vielä joutunut tekemään alaskirjauksia, mutta suuri liikearvon määrä kannattaa huomioida riskinä varsinkin, kun L&E-segmentin viime aikainen kannattavuus ei ole kehittynyt erityisen hyvin.
- **Maantieteellinen riski:** Yhtiö harjoittaa liiketoimintaa vain Suomessa. Suomen talouden viime vuosien heikko kehitys ja kuluttajien heikentyvä ostovoima vaikuttavat liiketoimintaan ja alan yhtiöt joutuvat kilpailemaan entistä kireämmin asiakkaiden suosiosta. Toisaalta kuntien heikentyvä taloustilanne voi myös olla Pihlajalinnalle osittain positiivinen asia, sillä talousvaikeudet painostavat kuntia etsimään uusia ratkaisuja tilanteeseen, mikä voi toimia positiivisena ajurina Pihlajalinnan ulkoistusliiketoiminnalle.
- **Yrityskauppojen epäonnistuminen:** Pihlajalinnalla on 2010-luvulla toteuttanut monia kymmeniä yrityskauppoja ja se on toimialalla yksi yleisimmistä tavoista hankkia kasvua. Yrityskauppojen hinnoitteluun, avainhenkilöiden sitouttamiseen sekä uusien yhtiöiden integroimiseen osaksi Pihlajalinnalla-konsernia liittyy riskejä. Nyt kun markkina on yhä selvemmin jakautumassa neljän ison

toimijan (Pihlajalinnalla, Attendo, Mehiläinen ja Terveystalo) kesken, voi hyvistä tarjolla olevista kohteista joutua maksamaan helposti ylihintaa. Uskomme esim. vuoden 2016 lopussa tapahtuneen Diacor ja Terveystalo-fuusion olleen sellainen, missä voittajana ulos selvinnyt Terveystalo on joutunut maksamaan kovan hinnan. Pihlajalinnalla on tehnyt mielestämme listautumisen aikana kohtalaisen järkevä hintaisia yritysostoja, joten ainakin tähän asti yhtiön track-recordiin tällä saralla löytyy luottamusta.

- **Liiallinen kasvuhakuisuus voi mennä kannattavuuden edelle:** Edelliseen kohtaan viitaten, yhtiöt voivat tunnistaa tällä hetkellä kasvun olevan niin tärkeä tekijä, että sitä vaikuttaa joskus olevan pakko saada jopa kannattavuuden kustannuksella. Vauhti voi sokaista niin, ettei edellisen yritysoston integraatiota olla ehditty edes vielä kunnolla aloittaa, kun uutta ison kokoluokan yritysostoa tai investointia ollaan jo viemässä loppuun. Pihlajalinnan viime vuodet ovat olleet tällä saralla erittäin hektisiä. Yhtiö on tehnyt paljon yrityskauppoja, kasvattanut hallintoa, listautunut pörssiin, investoinut uusiin IT-ohjelmiin ja ottanut haltuun uusia isoja kuntaulkoistus sopimuksia. Yhtiö aloitti noin vuosi sitten tehostamisohjelman, jonka uskomme osaltaan liittyvän konsernissa tapahtuneiden nopeiden muutosten järkeistämiseen ja päällekkäisten toimintojen purkamiseen. Uskomme syksyllä 2016 aloittaneen uuden toimitusjohtaja Aarne Aktanin tulleen yhtiöön tuomaan uutta huolellisemmin strukturoitua rakennetta ja johtamisdynamiikkaa, jonka uskomme taklaavan hyvin tätä ongelmaa.

# Sijoitusprofiili



## Potentiaali

- Ikääntyvä väestö ja terveyspalveluiden kysynnän kasvu
- Yksityisen palvelutuotannon kasvu julkista nopeammin
- Suurten kuntaulkoistus-sopimusten voittaminen
- Mahdollisuus toimia kuskin paikalla markkinan konsolidaatiossa
- Nykyisessä kannattavuustasossa parantamisen varaa

## Riskit

- Poliittisten päätösten arvaamattomuus sote-toimialalla
- Riski jumittua heikosti kannattaviin sote-ulkoistus-sopimuksiin
- Liiallinen kasvuhakuisuus voi mennä kannattavuuden edelle
- Yrityskauppojen epäonnistuminen
- Korkea arvostus
- Korkea liikearvon määrä

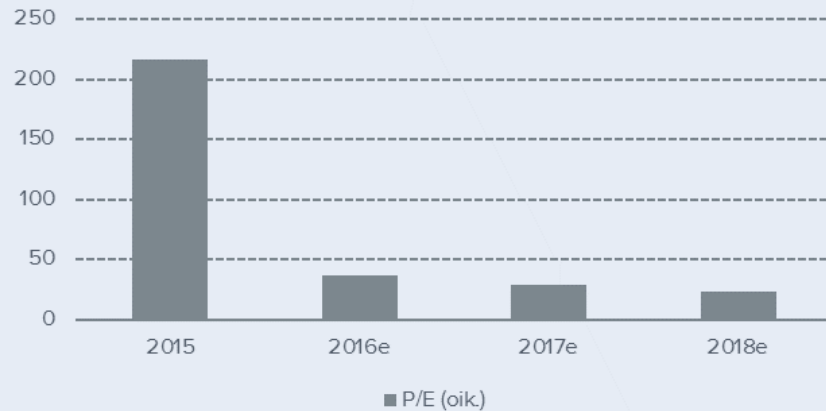


# Arvostuskertoimet

Arvostustaso	2015	2016e	2017e	2018e
Osakekurssi	17,70	17,06	17,06	17,06
Markkina-arvo	365	352	352	352
Yritysarvo (EV)	397	384	379	369
P/E (oik.)	216,6	36,2	28,3	22,6
P/E	631,5	42,8	28,3	22,6
P/Kassavirta	-13,9	49,3	27,9	18,5
P/B	4,0	3,5	3,2	3,0
P/S	1,7	0,9	0,8	0,7
EV/Liikevaihto	1,9	1,0	0,8	0,7
EV/EBITDA	31,6	13,1	10,9	9,2
EV/EBIT	87,4	22,3	18,0	14,5
Osinko/tulos (%)	0,0 %	47,4 %	46,5 %	47,9 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	1,1 %	1,6 %	2,1 %

Lähde: Inderes

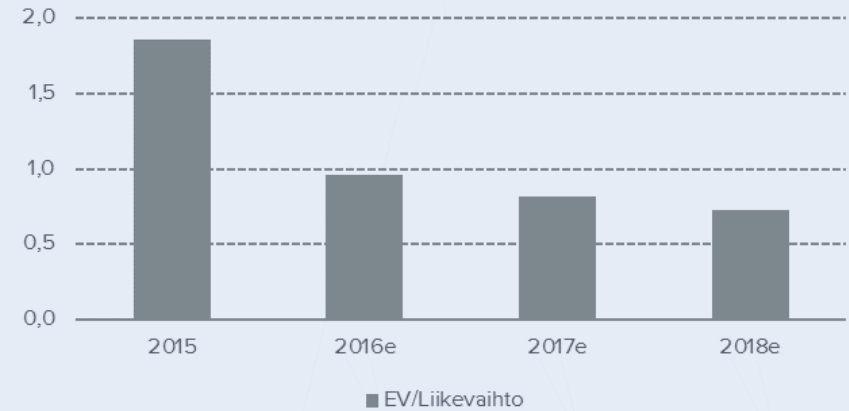
P/E (oikaistu)



EV/EBITDA



EV/Liikevaihto



# Vertailuryhmän arvostus

Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
		MEUR	MEUR	2016e	2017e	2016e	2017e	2016e	2017e	2016e	2017e	2016e	2017e	2016e
PIHLAJALINNA (konsensus)	17,06	352	386	22,5	15,1	13,0	9,8	1,0	0,9	34,8	22,5	0,9	1,6	3,5
RHOEN-KLINIKUM	25,80	1727	1432	14,1	17,6	8,7	9,9	1,2	1,2	19,9	25,4	3,2	3,1	1,5
FRESENIUS MEDICA	76,42	23479	31950	13,2	11,9	10,1	9,2	1,9	1,8	20,3	18,6	1,2	1,3	2,2
NETCARE	3151,00	3220	3763	14,2	12,3	10,6	9,3	1,4	1,5	16,3	14,9	3,1	3,3	3,6
RAMSAY HEALTH	67,51	9748	12024	19,8	17,4	14,0	12,4	2,0	1,9	29,1	26,0	1,8	2,0	6,8
ORPEA	81,20	4894	8121	22,7	20,2	17,3	15,5	2,9	2,6	28,1	23,6	1,3	1,5	2,6
KORIAN	27,33	2191	4536	17,2	15,8	10,7	10,0	1,5	1,4	24,4	21,3	2,2	2,3	1,1
LE NOBLE AGE	38,55	374	644	15,7	14,4	12,7	11,8	1,4	1,3	21,2	19,5	0,4	0,5	2,6
LIFE HEALTHCARE	3375,00	2532	3085	12,4	11,0	10,3	9,2	2,7	2,4	17,7	17,3	4,6	4,7	6,6
GHP SPECIALITY	10,70	77	89	14,1	11,9	10,0	8,7	0,9	0,8	19,6	17,4	2,1	2,4	2,0
CAPIO	48,70	727	1063	17,0	14,8	9,2	8,2	0,7	0,7	15,7	15,1	1,7	1,9	1,3
ATTENDO	85,50	1446	1758	17,7	16,1	14,3	13,0	1,6	1,5	20,1	18,4	1,4	1,6	2,9
CAMBIAN GROUP	131,00	283	578	13,8	17,1	8,5	11,3	1,5	2,0	27,9	21,5		8,3	
SPIRE HEALTHC	330,50	1554	2059	16,2	16,4	11,2	10,8	1,9	1,8	18,4	18,6	1,1	1,1	1,3
<b>Pihlajalinna (Inderes)</b>	<b>17,06</b>	<b>352</b>	<b>384</b>	<b>22,3</b>	<b>18,0</b>	<b>13,1</b>	<b>10,9</b>	<b>1,0</b>	<b>0,8</b>	<b>36,2</b>	<b>28,3</b>	<b>1,1</b>	<b>1,6</b>	<b>3,5</b>
<b>Keskiarvo</b>				<b>16,5</b>	<b>15,1</b>	<b>11,5</b>	<b>10,7</b>	<b>1,6</b>	<b>1,5</b>	<b>22,4</b>	<b>20,0</b>	<b>1,9</b>	<b>2,5</b>	<b>2,9</b>
<b>Mediaani</b>				<b>16,0</b>	<b>15,5</b>	<b>10,6</b>	<b>10,0</b>	<b>1,50</b>	<b>1,48</b>	<b>20,2</b>	<b>19,1</b>	<b>1,7</b>	<b>2,0</b>	<b>2,6</b>
<b>Erotus-% vrt. mediaani</b>				<b>40 %</b>	<b>17 %</b>	<b>23 %</b>	<b>10 %</b>	<b>-36 %</b>	<b>-45 %</b>	<b>79 %</b>	<b>48 %</b>	<b>-34 %</b>	<b>-16 %</b>	<b>37 %</b>

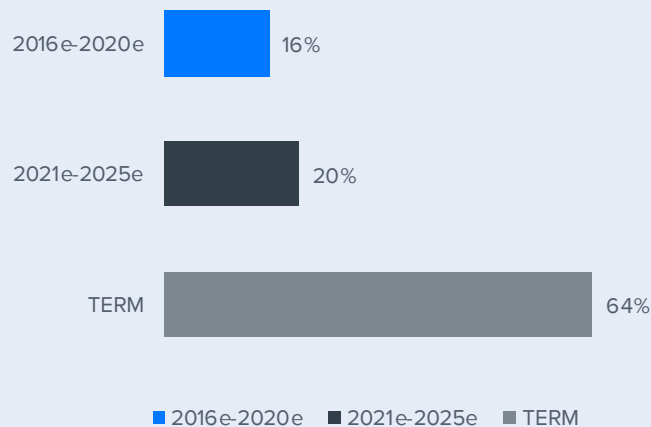
Lähde: Bloomberg / Inderes. Huomautus: Inderesin käyttämä markkina-arvo ei ota huomioon yhtiön hallussa olevia omia osakkeita.

# Kassavirtalaskelma

Kassavirtalaskelma (MEUR)	2015	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	TERM
<b>Liikevoitto</b>	<b>3,6</b>	<b>15,7</b>	<b>21,0</b>	<b>25,4</b>	<b>28,9</b>	<b>29,5</b>	<b>30,1</b>	<b>30,6</b>	<b>31,9</b>	<b>33,1</b>	<b>33,9</b>	
+ Kokonaispoistot	8,0	12,2	13,6	14,6	15,2	16,1	16,5	16,3	16,1	15,8	15,4	
- Maksetut verot	-0,4	-3,1	-3,9	-4,8	-5,5	-5,7	-5,9	-6,0	-6,4	-6,6	-6,8	
- verot rahoituskuluista	-0,2	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,2	-0,2	-0,1	0,0	0,0	0,0	
+ 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	9,1	18,6	6,5	4,1	3,2	2,6	2,2	2,3	2,4	2,5	1,4	
<b>Operatiivinen kassavirta</b>	<b>20,2</b>	<b>43,0</b>	<b>37,0</b>	<b>39,0</b>	<b>41,5</b>	<b>42,4</b>	<b>42,8</b>	<b>43,2</b>	<b>44,0</b>	<b>44,8</b>	<b>44,0</b>	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	1,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-47,6	-35,8	-24,3	-20,0	-21,2	-18,3	-14,7	-14,2	-13,6	-13,0	-17,5	
<b>Vapaa operatiivinen kassavirta</b>	<b>-26,3</b>	<b>7,1</b>	<b>12,6</b>	<b>19,0</b>	<b>20,2</b>	<b>24,0</b>	<b>28,1</b>	<b>28,9</b>	<b>30,3</b>	<b>31,8</b>	<b>26,5</b>	
+/- Muut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	-26,3	7,1	12,6	19,0	20,2	24,0	28,1	28,9	30,3	31,8	26,5	534,7
Diskontattu vapaa kassavirta		7,2	11,8	16,6	16,5	18,3	19,9	19,1	18,7	18,3	14,2	286,5
<b>Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta</b>		<b>447,1</b>	<b>439,9</b>	<b>428,1</b>	<b>411,4</b>	<b>394,9</b>	<b>376,6</b>	<b>356,7</b>	<b>337,6</b>	<b>318,9</b>	<b>300,6</b>	<b>286,5</b>
<b>Velaton arvo DCF</b>		<b>447,1</b>										
- Korolliset velat		-41,8										
+ Rahavarat		15,3										
-Vähemmistöosuus		-10,8										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
<b>Oman pääoman arvo DCF</b>		<b>409,8</b>										
<b>Oman pääoman arvo DCF per osake</b>		<b>19,88</b>										

Pääoman kustannus (WACC)	
Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	20,0 %
Vieraan pääoman kustannus	4,0 %
Yrityksen Beta	0,90
Markkinoiden riski-premio	4,75 %
Likviditeettipremio	1,00 %
Riskitön korko	3,0 %
Oman pääoman kustannus	8,3 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	7,3 %

## Rahavirran jakauma jaksoittain



# Tase

Vastaavaa (MEUR)	2014	2015	2016e	2017e
<b>Pysyvät vastaavat</b>	<b>104</b>	<b>148</b>	<b>172</b>	<b>183</b>
Liikearvo	56	76	88	88
Aineettomat oikeudet	10	15	18	21
Käyttöomaisuus	35	49	60	68
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0	3	3	3
Muut sijoitukset	0	0	0	0
Muut pitkäaikaiset varat	2	3	0	0
Laskennalliset verosaamiset	1	3	3	3
<b>Vaihtuvat vastaavat</b>	<b>27</b>	<b>37</b>	<b>67</b>	<b>78</b>
Varastot	1	2	3	3
Muut lyhytaikaiset varat	0	0	0	0
Myyntisaamiset	14	20	36	42
Likvidit varat	11	15	28	33
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>131</b>	<b>185</b>	<b>239</b>	<b>261</b>

Vastattavaa (MEUR)	2014	2015	2016e	2017e
<b>Oma pääoma</b>	<b>9</b>	<b>92</b>	<b>100</b>	<b>109</b>
Osakepääoma	0	0	0	0
Kertyneet voittovarot	4	4	12	21
Omat osakkeet	0	0	0	0
Uudelleenarvostusrahasto	0	0	0	0
Muu oma pääoma	5	88	88	88
Vähemmistöosuus	1	1	3	3
<b>Pitkäaikaiset velat</b>	<b>79</b>	<b>32</b>	<b>47</b>	<b>47</b>
Laskennalliset verovelat	4	5	6	6
Varaukset	0	0	0	0
Lainat rahoituslaitoksilta	74	25	40	40
Vaihtovelkakirjalainat	0	0	0	0
Muut pitkäaikaiset velat	1	2	2	2
<b>Lyhytaikaiset velat</b>	<b>42</b>	<b>60</b>	<b>88</b>	<b>102</b>
Lainat rahoituslaitoksilta	14	17	10	10
Lyhytaikaiset korottomat velat	27	42	78	91
Muut lyhytaikaiset velat	1	1	1	1
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>131</b>	<b>185</b>	<b>239</b>	<b>261</b>

# Listautumisen jälkeiset tärkeät tapahtumat



# Vastuuvapauslauseke

Raporteilla esitettävä informaatio on hankittu useista eri julkisista lähteistä, joita Inderes pitää luotettavana. Inderesin pyrkimyksenä on käyttää luotettavaa ja kattavaa tietoa, mutta Inderes ei takaa esitettyjen tietojen virheettömyyttä. Mahdolliset kannanotot, arviot ja ennusteet ovat esittäjiensä näkemyksiä. Inderes ei vastaa esitettyjen tietojen sisällöstä tai paikkansapitävyydestä. Inderes tai sen työntekijät eivät myöskään vastaa raporttien perusteella tehtyjen sijoituspäätösten taloudellisesta tuloksesta tai muista vahingoista (välittömät ja välilliset vahingot), joita tietojen käytöstä voi aiheutua. Raportilla esitettyjen tietojen perustana oleva informaatio voi muuttua nopeastikin. Inderes ei sitoudu ilmoittamaan esitettyjen tietojen/kannanottojen mahdollisista muutoksista.

Mahdolliset kannanotot, arviot ja ennusteet ovat esittäjiensä näkemyksiä. Inderes ei vastaa esitettyjen tietojen sisällöstä tai paikkansapitävyydestä. Inderes tai sen työntekijät eivät myöskään vastaa tämän raportin perusteella tehtyjen päätösten taloudellisesta tuloksesta tai muista vahingoista (välittömät ja välilliset vahingot), joita tietojen käytöstä voi aiheutua. Raportilla esitettyjen tietojen perustana oleva informaatio voi muuttua nopeastikin. Inderes ei sitoudu ilmoittamaan esitettyjen tietojen/kannanottojen mahdollisista muutoksista.

Tuotetut raportit on tarkoitettu informatiiviseen käyttöön, joten raportteja ei tule käsittää tarjoukseksi tai kehotukseksi ostaa, myydä tai merkitä sijoitustuotteita. Asiakkaan tulee myös ymmärtää, että historiallinen kehitys ei ole tae tulevasta. Tehdessään päätöksiä sijoitustoimenpiteistä, asiakkaan tulee perustaa päätöksensä omaan tutkimukseensa, sekä arvioonsa sijoituskohteen arvoon vaikuttavista seikoista ja ottaa huomioon omat tavoitteensa, taloudellinen tilanteensa sekä tarvittaessa käytettävä neuvonantajia. Asiakas vastaa sijoituspäätöksensä tekemisestä ja niiden taloudellisesta tuloksesta.

Inderesin tuottamia raportteja ei saa muokata, kopioida tai saattaa toisten saataville kokonaisuudessaan tai osissa ilman Inderesin kirjallista suostumusta. Mitään tämän

raportin osaa tai raporttia kokonaisuudessaan ei saa missään muodossa luovuttaa, siirtää tai jakaa Yhdysvaltoihin, Kanadaan tai Japaniin tai mainittujen valtioiden kansalaisille. Myös muiden valtioiden lainsäädännössä voi olla tämän raportin tietojen jakeluun liittyviä rajoituksia ja henkilöiden, joita mainitut rajoitukset voivat koskea, tulee ottaa huomioon mainitut rajoitukset.

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen tämänhetkisen hinnan ja 12 kuukauden tavoitehintamme väliseen prosenttiero. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituksin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään neljä kertaa vuodessa yhtiöiden osavuositarkastusten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvion mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmäärittämenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF) ja lisäarvomalli (EVA), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmäärittämenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

Inderesin suosituspolitiikka perustuu seuraavaan jakaumaan suhteessa osakkeen nousuvaraan 12-kk tavoitehintaan:

Osta	>15 %
Lisää	5-15 %
Vähennä	-5-5 %
Myy	< -5 %

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

Inderes tai sen yhteistyökumppanit, joiden asiakkuuksilla voi olla taloudellinen vaikutus Inderesiin, voivat liiketoiminnassaan pyrkiä toimeksiantosuhteisiin eri liikkeeseenlaskijoiden kanssa Inderesin tai sen yhteistyökumppanien tarjoamien palveluiden osalta. Inderes voi siten olla suorassa tai epäsuorassa sopimussuhteessa tutkimuksen kohteena olevaan liikkeeseenlaskijaan. Inderes voi yhdessä yhteistyökumppaneineen tarjota liikkeeseenlaskijoille Corporate Broking -palveluita, joiden tavoitteena on parantaa yhtiön ja pääomamarkkinoiden välistä kommunikaatiota. Näitä palveluita ovat sijoittajatilaisuuksien ja -tapahtumien järjestäminen, sijoittajaviestinnän liittyvä neuvonanto, sijoitustutkimusraporttien laatiminen. Inderes on tehnyt tässä raportissa suosituksen kohteena olevan liikkeeseenlaskijan kanssa sopimuksen, jonka osana on tutkimusraporttien laatiminen.

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

## Suositus historia, viimeiset 12 kuukautta

Päivämäärä	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
9.11.2015	Lisää	15,00 €	13,99 €
17.11.2015	Lisää	16,50 €	15,25 €
10.12.2015	Lisää	20,00 €	19,20 €
19.2.2016	Osta	19,00 €	15,18 €
11.5.2016	Osta	20,00 €	17,00 €
18.8.2016	Osta	20,00 €	16,19 €
14.11.2016	Osta	20,00 €	16,10 €
9.2.2017	Osta	20,00 €	17,06 €

# Inderes Oy



2015

#1 Ennustetarkkuus



2014, 2016

#1 Suositustarkkuus



2014, 2015, 2016

#1 Ennustetarkkuus



2012, 2016

#1 Suositustarkkuus



2012, 2016

#2 Suositustarkkuus

Inderes on suomalainen pankeista riippumaton analyysipalvelu. Löydämme sijoittajille parhaat sijoituskohteet ja teemme pörssistä paremman markkinapaikan yhdistämällä sijoittajat ja yhtiöt huippulaadukkaan osakeanalyysin avulla. Inderesin aamukatsaus, mallisalkku ja palkittuihin analyysihin pohjautuvat suositukset tavoittavat päivittäin yli 30 000 kotimaista osakesijoittajaa. Helsingin pörssin kattavin aktiivinen osakeseurantamme sisältää lähes 90 kotimaista pörssi-yhtiötä, joita analysoimme päivittäin yli 10 analyytikon tiimillä..

## Inderes Oy

Itämerenkatu 5

00180 Helsinki

+358 10 219 4690

twitter.com/nderes

Palkittua analyysiä osoitteessa [www.nderes.fi](http://www.nderes.fi)

**Palkittua  
analyysiä.**