

# Pihlajalinna

Laaja raportti

30.5.2023 8:50



Olli Vilppo  
+358 40 761 9380  
olli.vilppo@inderes.fi

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde  
res.

# Sijoitustarina näyttää jälleen valoisammalta

Pihlajalinnan tuloksen kääntyminen kasvu-uralle Q1:llä kohotti luottamustamme, että pääomaintensiivisen rakennusvaiheen jälkeen liiketoiminnasta aletaan saada irti aiempaa parempaa kannattavuutta ja kassavirtaa. Kannattavaa kasvua edesauttaa etenkin se, että yhtiöstä on tullut relevantimpi toimija sekä työterveys- ja vakuutusyhtiöasiakkaiden että ammattilaisten parissa. Tuloskasvun kulmakertoimeen liittyy myös epävarmuuksia ja kallistunut velkaraha nostaa samalla hyvään osaketuottoon vaadittavan suoritustason rimaa. Kokonaisuutena tuotto/riskisuhte on mielestämme neutraali ja toistamme siten vähennä-suosituksen ja tavoitehinnan 9,5 €.

## Verkosto on laajentunut lähemmäs pääkilpailijoiden peittoa, mutta kannattavuus on yhä selvästi perässä

Pihlajalinnalla toimipisteet ovat asteittain levittäytyneet kattamaan tärkeimmät maakuntakeskukset, minkä tukemana työterveyden loppuasiakasmäärä on viimeisen neljän vuoden aikana kasvanut 100 000:lla noin 280 000:een. Vuonna 2022 toteutettu Pohjola-Sairaalan hankinta vahvisti yhtiön asemia selvästi myös vakuutusyhtiöiden parissa ja leikkaustoiminnassa. Myös ammatinharjoittajien määrä on kehittynyt viime aikoina vahvasti, mikä luo pohjaa kasvun jatkumiselle tarjontarajoitteisessa ympäristössä. Etävastaanottojen veto on ollut myös reipasta, mikä on toisaalta luonut alalle haasteita hoitoketjujen syvyyden näkökulmasta. Yhtiö pyrkii jatkuvasti parantamaan asiakkaan ohjautumista paitsi oikealle ammattilaiselle niin myös oikeaan kanavaan. Ohjautumista auttaa ensivaiheen hoidon tarpeen arviointi, mutta etenkin prosessia sujuvoittavien digitaalisten panostusten osalta yhtiö on näkemysemme mukaan perässä pääkilpailijoita. Yhtiön aiempi keihäänkärki olivat kokonaisulkoistukset. Nykyinen sote-lainsäädäntö suhtautuu kuitenkin penseästi uusiin kokonaisulkoistuksiin. Yhtiö hakeekin kasvua yritys- ja yksityisasiakkaista sekä julkisten asiakkaiden palvelumyynnistä ketterillä toimintamalleillaan.

## Ennustemme pitkälti ennallaan ja odotamme yhtiön nostavan varovaista ohjeistustaan

Ammattilaisten ja asiakkaiden välisistä verkostovaikutuksista johtuen uusien yksiköiden saaminen täyteen potentiaaliin vie vuosia, mutta lisämyynnin pitäisi tulla sisään hyvällä marginaalilla. Riskejä tuloskasvun realisoitumista kohtaan luo etenkin se, että ammattilaisten määrä on rajattu, ja kilpailu osaavasta työvoimasta on kireää. Aktiivisen laajentumisen jälkeen yhtiön velkaantuminen on myös korkea, mikä on nostanut rahoituskuluja. Yhtiö keskittyy tänä vuonna kannattavuuteen. Q1'23:n kehitys oli lupaavaa, kun hinnankorotukset sekä laskeneet infektioepidemioidet käänsivät tuloksen jälleen kasvu-uralle ja sen myötä ennustamme 2023 liikevaihdon kasvavan 8 %:lla 742 MEUR:oon ja EBITA:n 50 %:lla 39,1 MEUR:oon (EBITA 5,3 %). Yhtiö ohjeistaa EBITA:n vain ”paranevan”, mutta ennakoimme ohjeistuksen nousevan, jos jumiutuneista SOSTES-neuvotteluista ei tule isompia negatiivisia yllätyksiä palkkainflaation osalta. Vuoteen 2025 mennessä ennustamme liikevaihdon kasvavan 824 MEUR:oon ja EBITA-%:n 5,8 %:iin, kun yhtiö tavoittelee 2025 liikevaihdoksi noin 830 MEUR:a ja yli 9 %:n EBITA-marginaalia.

## Kyttiin hypätäksemme jäämme odottamaan lisää vahvoja kvartaaleja tai huokeampaa arvostusta

2023e ja 2024e P/E-kertoimet ovat 17x ja 12x sekä EV/EBITDA-kertoimet 7x ja 6x. 2023e P/E-kerroin nousee absoluuttisesti korkeaksi huolimatta ennustamastamme vahvasta EBITA-parannuksesta, kun uuden hybridilainan ja pankkilainojen nousevat korot syövät alinta riviä. Suhteessa pidemmän ajan tuloskasvuennusteeseemme (30 CAGR-%) arvostus olisi hyvin houkutteleva, mutta koska tuloskasvun läpituloon liittyy myös riskejä (markkinan osajapula sekä ulkoistusten pidemmän ajan tulevaisuus) näemme tuotto/riskisuhteen neutraalina. Tuloskasvun realisoituminen on edelleen osakkeen keskeisin ajuri ja myös lähivuosien osinkotuotto on hyvin riippuvainen siitä.

## Suositus

### Vähennä

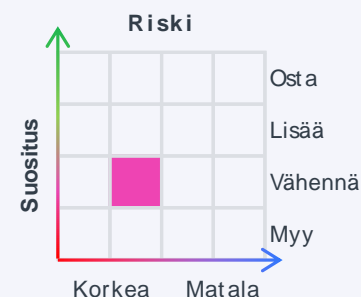
(aik. Vähennä)

**9,50 EUR**

(aik. 9,50 EUR)

### Osakekurssi:

9,50



## Avainluvut

	2022	2023e	2024e	2025e
<b>Liikevaihto</b>	690	742	782	824
<b>kasvu-%</b>	19 %	8 %	5 %	5 %
<b>EBITA oik.</b>	26,7	39,1	43,5	47,6
<b>EBITA-% oik.</b>	3,9 %	5,3 %	5,6 %	5,8 %
<b>Nettotulos</b>	9,6	14,9	19,0	23,7
<b>EPS (oik.)</b>	0,85	0,55	0,77	0,98

<b>P/E (oik.)</b>	10,0	17,3	12,3	9,7
<b>P/B</b>	1,5	1,4	1,3	1,2
<b>Osinkotuotto-%</b>	0,0 %	2,1 %	3,2 %	4,2 %
<b>EV/EBIT (oik.)</b>	31,1	18,5	15,3	12,9
<b>EV/EBITDA</b>	9,4	6,8	6,5	6,0
<b>EV/Liikevaihto</b>	0,8	0,8	0,7	0,6

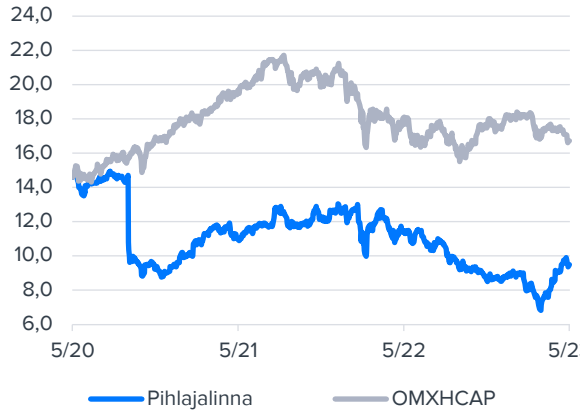
Lähde: Inderes

## Ohjeistus

(Ennallaan)

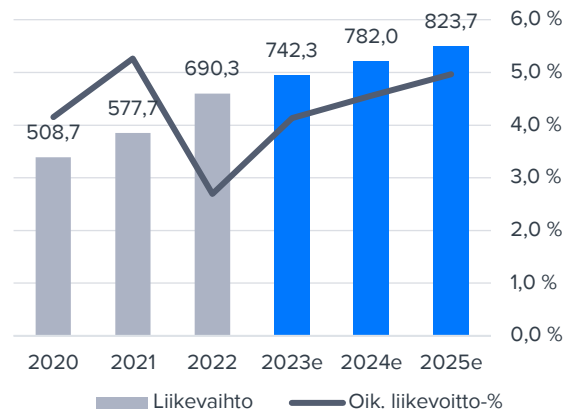
Pihlajalinnan koko vuoden liikevaihdon odotetaan kasvavan edellisen vuoden tasosta (2022: 690,5 MEUR) ja oikaistun liikevoiton ennen aineettomien hyödykkeiden poistoja ja arvon alentumisia (EBITA) odotetaan paranevan edellisen vuoden tasosta (2022: 26,7 MEUR).

## Osakekurssi



Lähde: Millistream Market Data AB

## Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

## Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



## Arvoajurit

- Alueellisesti vahva asema ja arviomme mukaan myös kannattavuus
- Verkoston kasvun myötä paraneva asema suhteessa isoihin työterveyden yrityksiin sekä vakuutusyhtiöihin
- Toimipisteiden ylösajon etenemisen myötä paraneva kannattavuus
- Väestön ikääntyminen
- Julkisen puolen haasteet hoitojonojen purussa
- Kattava maakunnallinen sairaalaverkosto



## Riskitekijät

- Vuoden 2023 alusta voimaan tullut sote-uudistus luo epävarmuutta kuntaulkoistusten jatkolle vuoden 2025 jälkeen
- Kilpailutilanteen kiristyminen
- Taloustilanteen kehitys
- Verkoston laajentamisen kalleus alueellisista verkostovaikutuksista johtuen
- Digi-investointien kilpailijoita pienempi rahallinen arvo
- Tietojärjestelmärisikit
- Ammattilaisten määrä rajallinen markkinalla
- Palkkainflaation mahdollinen kiihtyminen korkeassa kysynnässä
- Velkaantuneisuus on koholla

Arvostustaso	2023e	2024e	2025e
Osakekurssi	9,50	9,50	9,50
Osakemäärä, milj. kpl	22,5	22,5	22,5
Markkina-arvo	214	214	214
Yritysarvo (EV)	566	547	526
P/E (oik.)	17,3	12,3	9,7
P/E	16,4	12,9	10,0
P/Kassavirta	4,8	6,3	5,8
P/B	1,4	1,3	1,2
P/S	0,3	0,3	0,3
EV/Liikevaihto	0,8	0,7	0,6
EV/EBITDA (oik.)	6,8	6,5	6,0
EV/EBIT (oik.)	18,5	15,3	12,9
Osinko/tulos (%)	34,5 %	40,8 %	42,3 %
Osinkotuotto-%	2,1 %	3,2 %	4,2 %

Lähde: Inderes

# Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	<b>s. 5-14</b>
Strategia ja taloudelliset tavoitteet	<b>s. 15-21</b>
Toimiala ja kilpailukenttä	<b>s. 22-27</b>
Taloudelliset tavoitteet ja aiempi kehitys	<b>s. 28-33</b>
Sijoitusprofiili	<b>s. 34</b>
Ennusteet	<b>s. 35-39</b>
Arvonmääritys ja suositus	<b>s. 40-45</b>
Yhteenveto ja vastuuvapauslauseke	<b>s. 46-47</b>

# Pihlajalinna lyhyesti

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

**2001**

Perustamisvuosi

**2015**

Listautuminen

**690 MEUR** (kasvu +19,5 %)

Liikevaihto 2022

**26,7 MEUR** (3,9 % liikevaihdosta)

EBITA (oik.) 2022

**270 000**

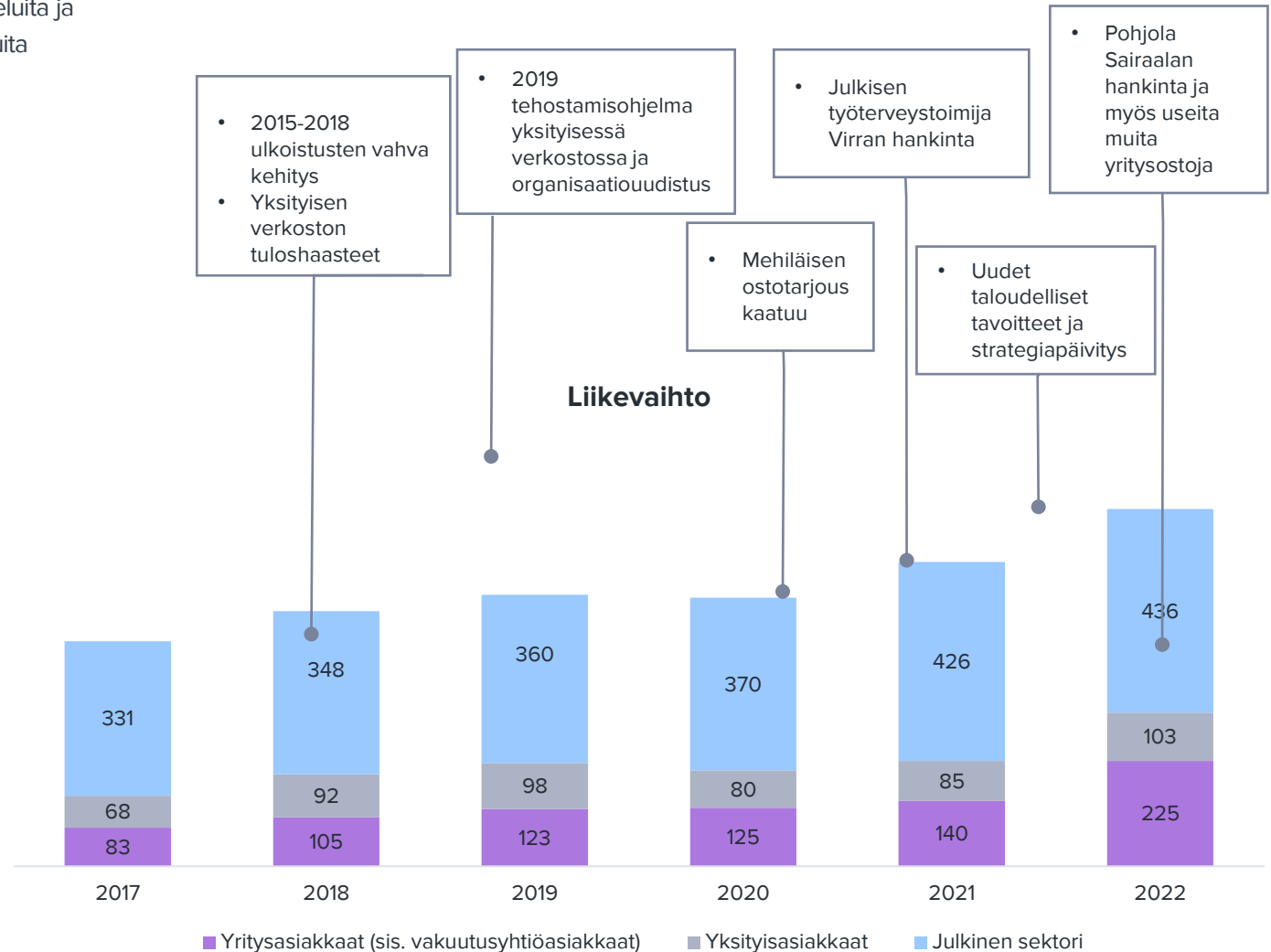
Työterveyden loppuasiakasta vuonna 2022

**63 % / 37 %**

Fyysiset vastaanotot ja etävastaanotot 2022

**7016 / 1812**

Henkilöstö + ammatinharjoittajat 2022 lopussa



# Historia

## Vauhdikasta laajentumista eri palvelualueille

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.

Myös ulkoistusliiketoiminta kasvoi merkittävästi

vuoden 2012 lopussa, kun Mänttä-Vilppulan kaupunki ulkoisti Pihlajalinnan kanssa perustetulle yhteisyritykselle kaupungin koko sosiaali- ja terveystoimen. Vuonna 2015 yhteisyritys Kolmostien terveys aloitti Parkanon ja Kihniön ja Jämsän Terveys Jämsän kaupungin palveluiden kokonaisulkoistukset. Pihlajalinna listautui vuoden 2015 kesäkuussa Helsingin pörssiin.

Vuoden 2016 alussa Pihlajalinna aloitti suurimman kuntaulkoistuksensa tuotannon Kuusiokunnissa. Vuoden 2017 aikana Pihlajalinna siirtyi käyttämään uutta ilmettä ja Pihlajalinna-nimeä myös yksityisissä palveluissa ja Dextra-nimestä luovuttiin. Vuonna 2017 Pihlajalinna kasvatti myös digipanostuksiaan ja jatkoi toimipisteverkoston valtakunnallista laajentamista.

Myös vuonna 2018 yhtiö jatkoi yritysostovetoista kasvuaan (mm. Forever-liikuntakeskusketjun, Doctagon, Verso). Yhtiö myös nosti omistuksiaan kuntien kanssa perustetuissa yhteisyrityksissä. Vuonna 2018 yhtiö laajensi verkostoaan myös merkittävästi avaamalla uudet täyden palvelun lääkärikeskukset Turkuun, Ouluun ja Seinäjoelle. Marraskuussa 2019 Mehiläinen teki ostotarjouksen Pihlajalinnasta. Ostotarjous kaatui lopulta syyskuussa 2020 KKV:n kieltoesitykseen ja yhtiö jäi itsenäiseksi toimijaksi. Vuonna 2021 Pihlajalinna osti Työterveys Virta Oy:n vahvistaen asemaansa Oulun seudulla merkittävästi. Vuonna 2022 yhtiö laajeni voimakkaasti erikoissairaanhoidon palveluissa ostettuaan Pohjola Sairaalan. Se teki viime vuonna myös tukun muita yritysostoja vahvistamaan maantieteellistä asemaa erityisesti Mikkelin alueella, Kajaanissa sekä Jyväskylässä.



**Pihlajalinna**

- Työvoimapalvelut (2001 alkaen)
- Lääkärikeskukset (2005 alkaen)
- Leikkaustoiminta (2005 alkaen)
- Työterveyshuolto (2005 alkaen)
- Terveysasemaulkoistukset (ensimmäinen 2007 alkaen)
- Hoivapalvelut (2008 alkaen)
- Diagnostiikka- ja kuvantamispalvelut
- Jokilaakson sairaalan ulkoistus (2010 alkaen)
- Kuntien kokonaisulkoistukset yhteisyritysten kautta (2012, 2015, 2015 ja 2016 alkaen)
- Liikuntakeskuspalvelut (2018 alkaen)
- Vastuulääkäripalvelut (2018 Doctagon hankinnan myötä)
- Työterveys Virta (2021)
- Pohjola Sairaalan hankinta (2022)

# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli

## Kolme asiakassegmenttiä

Pihlajalinnan vuoden 2022 liikevaihto oli 690 MEUR. Yhtiö jaottelee liikevaihtonsa kolmeen asiakassegmenttiin, joita ovat julkinen sektori, yritysasiakkaat ja yksityisasiakkaat. Konsernilla on lisäksi reilusti segmenttien välistä sisäistä myyntiä (2022: 73,5 MEUR), joka pitää vähentää eliminoimattomasta kokonaisliikevaihdosta. Julkisen sektorin liikevaihto on kausiluonteisesti tasaisinta, sillä asiakassegmentin myynnistä valtaosa muodostuu kiinteähintaisesta laskutuksesta ja sopimukset rullaavat liikevaihtoon tasaisesti pitkin vuotta. Kesälomakausina tällaisiin sopimuksiin liittyvät henkilöstökustannukset pienenevät ja kannattavuus paranee. Tämän takia asiakassegmentin kannattavuus on kausiluonteisesti korkeimmillaan Q3:lla. Yksityis- ja yritysasiakkaiden laskutus tapahtuu pääsääntöisesti käytön mukaan. Niiden palvelukysyntä on lomakausina, erityisesti heinä-elokuussa, alhaisempi ja kannattavuus heikompi, kun toimipisteiden käyttöasteet laskevat.

## Julkinen sektori isoin asiakassegmentti

Julkisen sektorin asiakkaat (436 MEUR tai 57 % liikevaihdosta) ryhmään kuuluvat julkisen sektorin organisaatiot kuten hyvinvointialueet, seurakunnat, ja julkishallinto. Ne hankkivat yhtiöltä sosiaali- ja terveydenhuollon ulkoistuspalveluita, työvoimapalveluita, työterveyshuollon palveluita, asumispalveluita tai muita palveluja mm. kunnan asukkaille myönnettyjen palvelusetelien kautta. Julkisella puolella yhtiöllä oli 2022 lopussa

työterveyden huollettavia noin 70 000. Julkisen sektorin kasvua on viime vuosina vetänyt etenkin työterveyden myynti sekä muu palvelumyynti, joka ei tapahdu isojen ulkoistuskokonaisuuksien puitteissa.

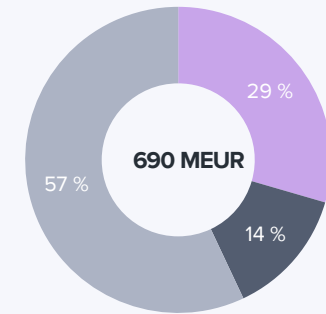
## Yritysasiakkaiden merkitys kasvanut

Yritysasiakkaat-segmentti (225 MEUR tai 29 % liikevaihdosta) koostuu työterveyshuollon asiakkaista, vakuutusyhtiöasiakkaista ja muista yrityssovimusasiakkaista lukuun ottamatta julkisen sektorin työterveysasiakkaita. Segmentin sisällä yhtiö ilmoittaa myös vakuutusyhtiöasiakkaiden myynnin, joka oli vuonna 2022 30 % segmentin myynnistä. Yritysasiakkaiden segmentissä yhtiöllä on työterveyden huollettavia noin 200 000.

## Yksityisasiakkaat pienin segmentti

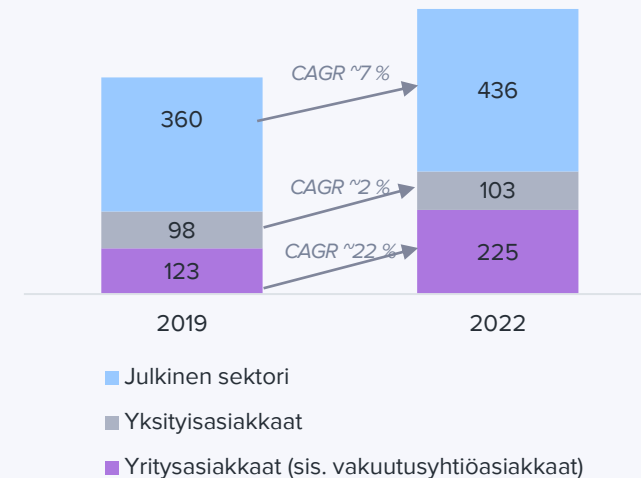
Yksityisasiakkaat (103 MEUR tai 14 % liikevaihdosta) ovat itse maksavia yksityishenkilöitä, jotka saattavat hakea myöhemmin korvausta vakuutusyhtiöiltä. On huomattavaa, että vakuutusyhtiöiden maksusitoumusten ja suoramaksukäytäntöjen sujuvoittaminen on vähentänyt raportoitua yksityisasiakkaiden myyntiä. Tämä johtuu siitä, että maksun yhteydessä tunnistettu asiakas siirtyy segmenttiraportoinnissa yritysasiakkaiden segmenttiin. Tämä on ollut yksi selittävä tekijä sille, miksi yhtiön yksityisasiakkaiden kasvu on ollut yritysasiakkaiden kasvua selvästi matalampaa viime vuodet. Myös liikuntakeskusten myynnistä pääosa näkyy yksityisasiakkaiden myynnissä (arvioimme noin ~15 MEUR/v).

## Liikevaihdon jakautuminen 2022



■ Yritysasiakkaat ■ Yksityisasiakkaat ■ Julkinen sektori

## Segmenttien viime vuosien kasvu



# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli

## Toimipisteverkosto ja palvelutuotanto

Pihlajalinnalla oli vuoden 2022 lopussa yksityisiä lääkärikeskuksia, sairaaloita, hammasklinikoita, liikuntakeskuksia ja tehostetun palveluasumisen yksiköitä noin 160. Verkosto on laajentunut viime vuosina selvästi, sillä vuonna 2018 yksiköitä oli 110.

Lääkärikeskus-, sairaala- ja työterveystoimipisteistä koostuvassa verkostossa tuotetaan kaikki yksityisasiakkaiden ja yritysasiakkaiden palvelut. Niitä ovat yleis- ja erikoislääkäripalvelut, diagnostiikkapalvelut, kirurgiset palvelut, työterveyshuollon palvelut sekä mm. fysioterapia ja psykologien palvelut ja hedelmöityshoidot. Tietyissä toimipisteissä on tarjolla myös suunterveydenhuollon palveluita, mutta niitä tuottaa nykyisin kumppani Pihlajalinnan myytyä klinikat 31.3.2022.

Kunkin toimipisteen palvelutarjonta vaihtelee niiden koon ja tarkoituksen mukaan. Pihlajalinnan suurimmat täyden palvelun toimipisteet ovat Koskiklinikka (Tampere) ja Munkkivuori (Helsinki). Pohjola-Sairaalan myötä yhtiöllä on viisi modernia sairaalayksikköä (Helsinki, Turku, Tampere, Kuopio, Oulu).

Työterveyden palvelut tuottaa moniammatillainen tiimi, jossa on työterveyslääkäri, työterveyshoitaja, työfysioterapeutti, työ- ja organisoitipsykologi sekä ravintoterapeutti. Työterveyden lakisääteinen tehtävä on ennaltaehkäistä työstä aiheutuvia terveyshaittoja ja yhtiö tuottaa siihen liittyviä palveluita mm. työpaikkaselvitys, terveystarkastukset, työkyvyn edistäminen, neuvonta ja ohjaus kuntoutukseen sekä

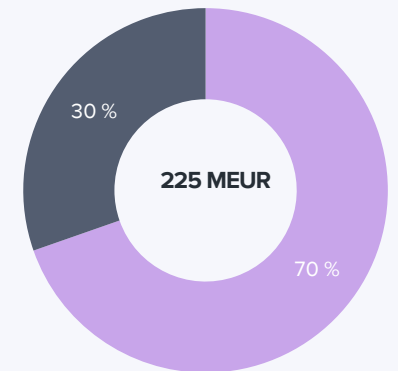
työterveyden laadun ja vaikuttavuuden arviointi ja seuranta. Työterveys tekee kiinteää yhteistyötä myös työeläkevakuuttajan ja tapaturmavakuuttajan kanssa mm. työntekijöiden kuntoutuksessa. Yksityisen verkoston toimipisteissä tuotetaan palveluita myös julkisille asiakkaille, kun kunnat tilaavat Pihlajalinnalta toimenpiteitä ostopalveluina. Pihlajalinnalla tuottaa näissä toimipisteissään myös työterveyden palveluita julkisille asiakkaille.

Liikuntakeskukset ovat 2018 alkaen täydentäneet hoitoketjua etenkin ennaltaehkäisevässä toiminnassa ja asiakkaiden kuntoutumisessa erikoissairaanhoidon toimenpiteiden jälkeen.

## Ulkoistukset tuotetaan pääosin kunnan tiloissa

Yksityisen verkoston lisäksi yhtiöllä on neljä isoa sosiaali- ja terveydenhuollon kokonaisulkoistussopimusta. Pihlajalinnalla tuottaa sosiaali- ja terveydenhuollon kokonaisulkoistuksia Jämsässä, Mänttä-Vilppulassa, Juupajoella, Parkanossa, Kihniössä ja Kuusiokunnissa (Alavus, Kuortane, Ähtäri, Soini). Niissä on yhteensä noin 60 toimipistettä (mm. terveyskeskuksia, neuvoloita, tehostetun palveluasumisen yksiköitä ja päivätoimintakeskuksia). Näissä tilaajan omistamissa tiloissa tuotetaan suurin osa yhtiön julkisesta tuotannosta. Palvelut hyvinvointialueille (aik. kunnille) tuotetaan pääasiassa niiden osoittamissa tiloissa, joten ulkoistusliiketoiminnan kasvattaminen ei vaadi Pihlajalinnalta merkittäviä investointeja. Kokonaisulkoistusten lisäksi yhtiö tuottaa tällä hetkellä Espoon Piispanportin, Huhtasuon ja Hangon terveysaseman palveluita sekä Kristiinan kaupungin osulkoistusta.

## Liikevaihdon jakautuminen yritysasiakkaiden sisällä 2022



■ Yritysasiakkaat ■ Vakuutusyhtiömyynti



# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli

## Etäpalveluiden rooli kasvanut

Pihlajalinnan palveluntuotannossa korostuvat pandemian kiihdyttämän digimurroksen jälkeen yhä enemmän etäpalvelut. Kaikista Pihlajalinnan vastaanotoista 36 % toteutui vuonna 2022 etäkanavissa (video, chat, puhelin, s-posti). Näiden kehitystä on käsitelty tarkemmin sivulla 18.

## Hoivapalvelut pääosin osana ulkoistuksia

Pihlajalinnan hoiva- ja asumispalvelut sisältävät sekä hoivakodeissa tarjottavia asumispalveluita että kotihoitopalveluita. Pihlajalinnalla tuottaa hoivapalveluita pääosin julkisyhteisöille kokonaisulkoistusten yhteydessä ja pienessä mittakaavassa yksityisesti.

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

## Työvoimapalvelut julkisille asiakkaille

Pihlajalinnan työvoimapalvelut käsittävät sekä julkisyhteisöille että Pihlajalinnan muille palvelualueille tuotetut ostolääkäri-, vuokralääkäri- ja päivystyspalvelut. Tyypillinen tarve työvoimapalvelujen käytölle on kilpailutettu lääkäri-työvoiman toimitus terveysasemalle tai päivystykseen. Työvoimapalveluita käytetään etenkin syrjäseuduilla, jonne kunnan on itse vaikea saada lääkäreitä vakituiseen työhön.

Henkilöstöpalvelut ovat monen nuoren lääkärin ensimmäisiä työpaikkoja ja ne toimivat myös hyvänä porttina uran edetessä siirtyä ammatinharjoittajaksi Pihlajalinnalle.

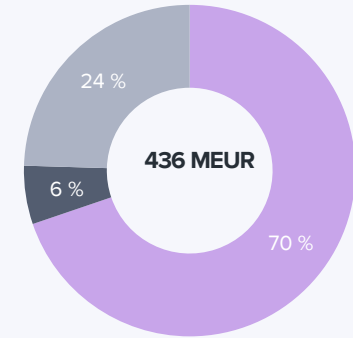
Ulkoisille asiakkaille tuotettujen palvelujen lisäksi Työvoimapalveluilla on myös tärkeä rooli osana yhtiön omaa resurssienhallintaa. Palvelualueella on tärkeä merkitys Pihlajalinnan sisäisenä tukifunktiona osa- ja kokonaisulkoistuksissa.

## Vastuulääkäripalvelut ikäihmisten hoidossa

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

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

Liikevaihdon jakautuminen julkisten asiakkaiden sisällä 2022



■ Kokonais- ja osaulkoistukset ■ Työvoimapalvelut  
■ Työterveys ja muut palvelut

# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli

## Integroitu hoitoketju liiketoiminnan ytimessä

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

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

Liiketoimintamallin erityispiirteenä on, että yhtiöllä on erittäin tärkeää olla kilpailukykyinen asiakkaiden lisäksi myös lääkärin suuntaan. Lääkärit ovat liiketoimintamallin tärkein yksittäinen tuotannontekijä, sillä etenkin yksityis- ja yritysasiakas hakeutuu hoitoon tyypillisesti juuri lääkärinvastaanoton kautta.

Merkittävä osa lääkäreistä työskentelee ammatinharjoittajina ja heillä ei ole kilpailullisia esteitä vaihtaa eri työnantajien välillä. Ammatinharjoittajina työskentelevien lääkärin palkka on muuttuva kustannus. Se perustuu tulojakomalliin ja näkyy tuloslaskelmassa materiaalit ja palvelut rivillä. Yhtiöllä on myös kiinteällä palkalla toimivia sote-ammattilaisia (osa lääkäreistä, sairaanhoitajat, vastaanottoapulaiset yms.) ja etenkin kuntaulkoistuksissa läkärit ovat tyypillisesti työsuhteissa.

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

## Segmenttien välillä on myös synergioita

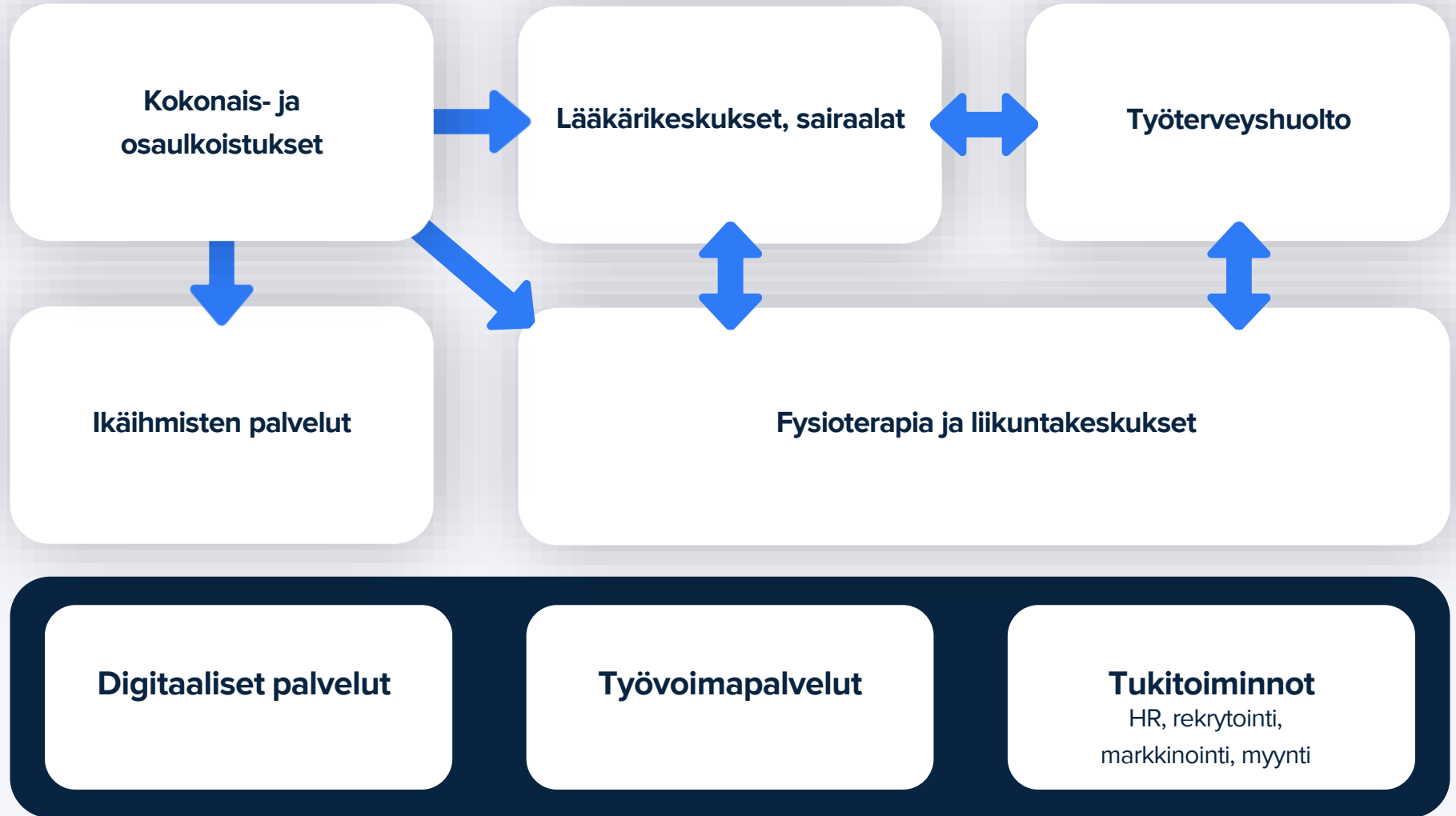
Pihlajalinnan eri palvelualueiden liiketoiminta on luonteeltaan erilaista (ulkoistukset, työterveys, lääkäriasemat, leikkausyksiköt, ikäihmisten hoito, kuntosalit). Niiden välille syntyy kuitenkin synergioita asiakassegmenttien välisen asiakassyötön kautta.

Suuri osa segmenttien välisestä asiakassyötöstä tapahtuu ulkoistusyhtiöiden ja yksityisen verkoston kesken. Tyypillisesti myös hyvä työterveysmyynti johtaa itse maksavien lääkärikeskus- ja sairaala-asiakkaiden lisääntymiseen, sillä mm. hyvä asiakaskokemus jää loppuasiakkaan muistiin. Yhtiö on myös kehittänyt ristiinmyyntiä lääkärin vastaanotolta liikuntakeskuksiin. Hoivapalveluilla on merkittävä rooli kuntaulkoistusten tukifunktiona, sillä ne optimoivat potilashoitoketjua.

Lisäksi henkilöstöressurssien tehokas käyttö helpottuu, kun työvoimaa voidaan tarpeiden mukaan siirtää eri asiakassegmenttien välillä. Yhtiöllä on myös keskitetty HR ja rekrytointikoneisto, digipalveluiden kehitys sekä markkinointi ja yhtenäinen brändi-ilme. Näiden toimintojen kustannukset voidaan siten jyvittää isommille myyntivolyymeille.



# Pihlajalinnan palvelukokonaisuus ja asiakasohjaus



# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli

## Kiinteään hintaan perustuva liiketoimintamalli

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

Suurin osa-alue tässä ovat sosiaali- ja perusterveydenhuollon ulkoistukset. Ne on saatu aikoinaan julkisen kilpailutuksen kautta, missä kunta (nykyisin hyvinvointialue) on määrittänyt tarvittavan palvelutason, hinnan ja muita vaatimuksia. Kokonaisulkoistussopimukset ovat pitkiä (10 vuotta + optio 5 vuotta) ja hinnoittelua tarkastetaan sopimuskauden aikana vuosittain sote-indeksin, väestön määrän ja ikääntyneen väestön määrän muutosten perusteella. Kokonaisulkoistuksista Jämsän Terveyden (sis. Jokilaakson sairaala) sopimus on voimassa vuoden 2025 elokuun loppuun ja muut vuoteen 2030 tai 2031 asti. Ulkoistusten kannattavuutta tukee etenkin se, jos kallista erikoissairaanhoitoa kyetään välttämään. Valtaosan vaativammasta erikoissairaanhoidosta yhtiö on aiemmin hankkinut alihankintana sairaanhoitopiireiltä. Uudessa hyvinvointialuemallissa vaativa- ja kiireellinen erikoissairaanhoito on siirtymässä hyvinvointialueiden vastuulle. Siirrosta on sovittu Pirkanmaalla ja myös muissa ulkoistuksissa pyritään tulevaisuudessa samanlaiseen järjestelyyn. Omissa leikkausyksiköissä voidaan hoitaa osa ulkoistusten potilaista ja etenkin Jokilaaksoon tulee asiakasvirtaa tätä kautta.

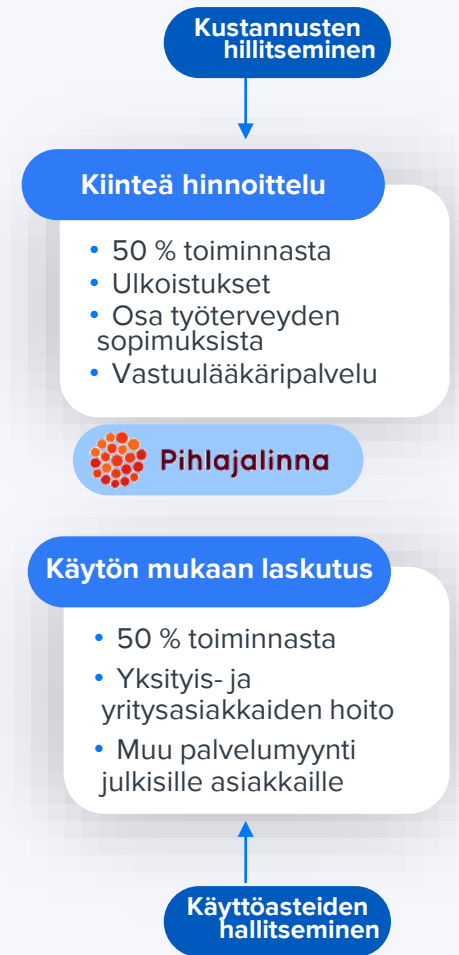
Osa työterveyden sopimuksista kuuluu myös kiinteästi hinnoiteltuun laskutukseen. Niiden osuus on tällä hetkellä käsityksemme mukaan noin neljännes kaikista työterveyden sopimuksista. Myös vastuulääkäripalvelut tuotetaan käytännössä kiinteähintaisena palveluna. Kiinteähintaisessa mallissa myös monikanavaisella palvelun tuotannolla on keskeinen rooli kustannusten tehostajana ja hoitoon pääsyn varmistajana.

## Käytön mukaan laskutettava liiketoimintamalli

Yksityisellä puolella sekä osittain Jokilaakson sairaalassa (ulkoistus) on käytössä liiketoimintamalli, jossa yhtiö saa tulovirtaa hoitaessaan asiakkaiden sairauksia (laskutus per tapahtuma). Yhtiön kannattavuuden keskeisin ajuri tässä liiketoiminnassa ovat palveluiden käyttöasteet. Suuri osa toiminnan pyörittämisen kustannuksista on kiinteitä (vuokrat, osa henkilöstöstä) ja käyttöaste näkyy tulosvivulla molempiin suuntiin nopeasti. Myös hoitoketjujen pituus on ratkaisevaa, sillä diagnostiikkamyynnissä ja leikkauksissa kiinteiden kustannusten osuus on suuri ja lisämyynnin marginaali siten korkea.

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

Myös tässä liiketoimintamallissa yhtiön tarjoamat etäpalvelut ovat tärkeä osa liiketoimintaa.



## Kumppanit

Vakuutusyhtiöt  
(Fennia, If, Lähi-  
Tapiola, OP)

Julkinen sektori  
(hyvinvointialueet)

Valvontaviranomaiset

Järjestöt, liitot  
(ammattiliitot,  
potilasjärjestöt,  
kansalaisjärjestöt)

Alihankintapalvelu  
(Vaativa  
erikoissairaanhoido,  
laboratoriopalvelut,  
hoivapalvelut, IT-  
ohjelmistot ja -palvelut)

Tavarantoimittajat  
(Työvaatteet,  
puhdistusaineet yms.)

## Toimipisteet

Lääkärikeskukset

Työterveyspisteet

Sairaalat

Yhteisyritykset hyvinvointialueiden  
kanssa

Ulkoistetut terveysasemat

Hoivakodit

Kuntosalit

## Resurssit

Oma henkilöstö ja  
yksityiset  
ammattinharjoittajat



Tilat ja laitteet



Tietojärjestelmät ja  
digitaaliset palvelut



Taloudelliset resurssit

## Liiketoimintaidea

**Pihlajalinna tuottaa sosiaali- ja  
terveydenhuollon palveluita  
yksityishenkilöille, yrityksille,  
vakuutusyhtiöille ja julkisyhteisöille**



**Pihlajalinna**

- Brändi ja maine
- Palvelutarjoama ja ammattilaiset
- Toimipisteverkosto ja etäpalvelut
- Sujuvat integroidut hoitopolut
- Asiakaskokemus

## Asiakassegmentit

Yritysassiakkaat  
(29 % liikevaihdosta)



Yksityisasiakkaat  
(14 % liikevaihdosta)



Julkisen sektorin asiakkaat  
(57 % liikevaihdosta)



## Palvelualueet

Lääkärikeskukset

Sosiaali- ja  
terveydenhuollon  
ulkoistukset

Leikkaustoiminta ja  
julkinen  
erikoissairaanhoido

Terveysasemaulkoistukset

Työterveyshoito

Työvoimavuokraus

Liikuntakeskuspalvelut

Asumispalvelut

Etäpalvelut

Vastuulääkäripalvelut

## Kilpailijat

**Terveystalo**

**MEHILÄINEN**

**Aava**  
Lääkärikeskus

**Attendo**

**Esperi**

**Coronaria**

## Kustannusrakenne



Materiaalit ja  
palvelut  
(38,7 %)



Henkilöstökulut  
(43,0 %)

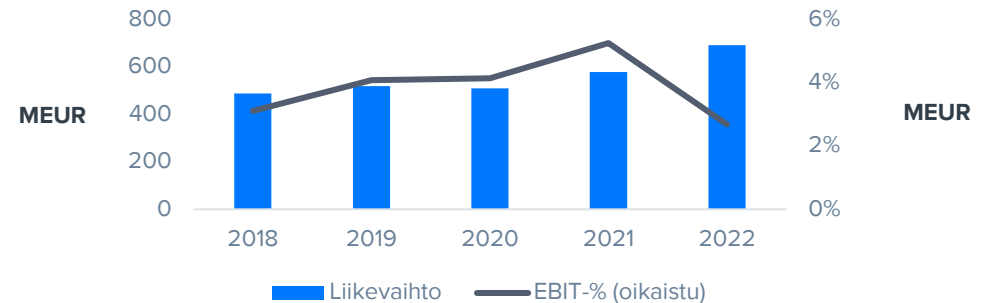


Liiketoiminnan  
muut kulut  
(11,2 %)



Poistot  
(6,6 %)

## Tulovirrat



# Liiketoimintamallin riskiprofiili



# Strategia

## Strategian ytimessä tehokkaat toimintamallit

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

Pihlajalinna täsmensi strategiaansa ja taloudellisia tavoitteitaan (s. 20) vuoden 2021 tilinpäätöksen yhteydessä. Täsmennykset olivat tervetulleita, sillä Pohjola Sairaalan hankinta siirsi palveluntarjontaa aiempaa selvästi enemmän erikoissairaanhoidon suuntaan ja yhtiöstä tuli vakuutusyhtiöiden näkökulmasta yhä relevantimpi palveluntuottaja. Yhtiön toimitusjohtaja on vaihtumassa syksyllä, kun Tuomas Hyyryläinen pääsee aloittamaan. Pidämme mahdollisena, että strategiaa päivitetään tässä yhteydessä, mutta emme odota merkittäviä muutoksia. Nyt väliaikaisena toimitusjohtajana toimii Mikko Wirén, joka oli aiempaan hallituksen puheenjohtajana luomassa nykyistä strategiaa.

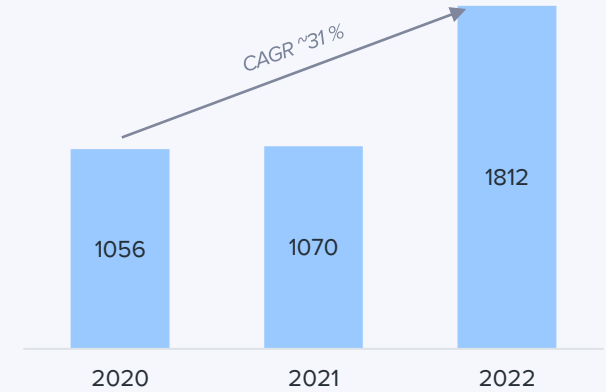
## Tavoitteena olla alan vetovoimaisin

Strategian keskiössä on loppuasiakas ja yhtiö lähtee liikkeelle siitä, että kuluttaja haluaa valita Pihlajalinnan riippumatta palveluiden maksajatahosta. Tavoitteena on olla myös ammattilaisen ykkösvalinta. Etenkin

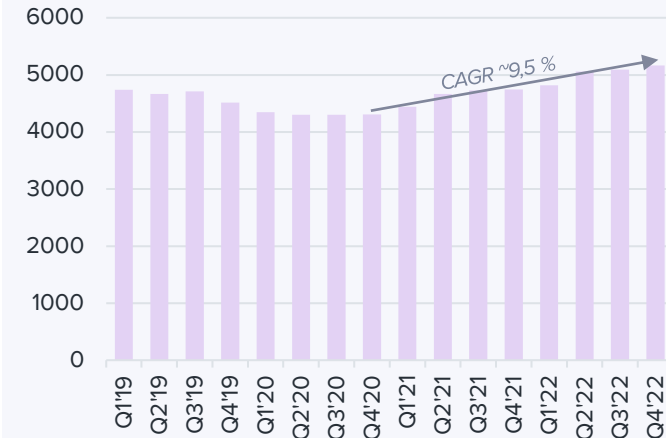
erikoissairaanhoidossa yhtiö pyrkii rakentamaan alan vetovoimaisinta brändiä Pohjola Sairaalaalta saatujen modernien tilojen tukemana. Tavoitteiden saavuttamista mitataan asiakaskokemusta (NPS) ja työntekijäkokemusta mittaavilla (eNPS) suosittelemisindekseillä. Pihlajalinnan vastaanottojen ja ulkoistusten asiakastytyväisyys (NPS 77 ja 72) on kauttaaltaan vahvaa (vrt. Terveystalo NPS 83). Henkilökunnan työtyytyväisyyden osalta yhtiön 2022 eNPS lukema oli kuitenkin matalahko -1 (vrt. Terveystalo 29) ulkoistusten väisujen lukemien (-15) painamana. Pihlajalinnan yksityisen puolen lukema oli kuitenkin +11, mikä on melko hyvä.

Oman henkilöstön määrä on viime vuodet kasvanut tasaisesti. Huomionarvoista, että viime vuosi oli vakuuttavan kasvun aikaa ammatinharjoittajissa (kts. kuvaaja). Yritysosot selittävät kasvua, mutta käsityksemme mukaan noin kolmannes kasvusta tuli myös orgaanisesti. Ammatinharjoittajia saatiin värvättyä siten selvästi aiempia vuosia enemmän sekä julkiselta puolelta että kilpailijoilta. Uskomme tämän johtuneen vahvistuneista asiakasvirroista. Pihlajalinnan oman henkilöstön sairauspoissaolot olivat vuonna 2022 6,7 % (vrt. Terveystalo 5,2 %) ja ne ovat olleet etenkin ulkoistustoiminnassa korkeita. Osin viime vuoden korkeat lukemat johtuivat infektiopoissaolojen kasvusta, mutta osa normaalia korkeammista poissaoloista johtuu myös muista syistä. Näitä poissaolotasoja alentaakseen yhtiö on aloittanut työkykyjohtamisen kärkihankeen työeläkeyhtiöiden kanssa. Sen onnistumisella olisi Pihlajalinnan tulokseen selvä positiivinen vaikutus nykyisessä tarjontarajoitteisessa markkinassa.

## Ammatinharjoittajien lukumäärä vuoden lopussa



## Työsuhteiset työntekijät\*



# Strategia

Yhtiön strategiaikauden (2021-2025) kulmakivinä ovat yhteistyön tiivistäminen julkisen sektorin kanssa, henkilöasiakkaan palveluiden uudistaminen sekä digitalisaation vahvistaminen.

## Yhteistyön tiivistäminen julkisen sektorin kanssa

Pihlajalinna pyrkii tekemään tiivistä yhteistyötä hyvinvointialueiden kanssa, jotka ovat toimineet vuoden 2023 alusta palveluiden tilaajina. Tilaajaorganisaatioiden vaihtuminen tarjoaa yhtiölle arviomme mukaan myös otollisen paikan tarjota innovatiivisia ratkaisujaan päättäjille. Näille tilaajille ei ole vielä muodostunut vakiintuneita toimintatapoja palveluiden järjestämisestä. Yhtiöllä on käsityksemme mukaan valmiiksi hyvät suhteet isoihin sairaanhoitopiireihin Keski-Suomessa, Pohjanmaalla, HUS:n alueella ja Pirkanmaalla. Toki alkuvaiheessa uusien tilaajien fokus on toistaiseksi ollut vanhojen operaatioiden haltuunotossa, eikä niinkään vielä palveluntuotannon kehittämisessä.

## Fokus julkisessa palvelumyynnissä

Yhtiö pyrkii panostamaan julkisen sektorin kumppanina etenkin kansansairauksien parempien hoitomallien kehittämiseen (diabetes, sydän- ja verisuonisairaudet, tuki ja liikuntaelinsairauden, unenhoito ja mielenterveys), joiden paremmalla hallinnalla olisi myös merkittävä kansantaloudellinen merkitys. Yhtiö hyödyntää näissä etenkin etälääkäripalveluja, joiden avulla potilaalle luodaan tuoreimpiin kansainvälisiin hoitosuosituksiin perustuva yksilöllinen hoitosuunnitelma. Näissä erikoisklinikoissa eri erikoisalojen ammattilaiset osallistuvat potilaan hoitoon kokonaisvaltaisesti paikasta riippumatta.

Moniammatillisen tiimin avulla myös kansansairauksiin liittyvien kalliiden liitännäissairauksien ennaltaehkäisyyn kiinnitetään perinteistä toimintatapaa paremmin huomiota, mikä lisää asiakasarvoa ja säästää kustannuksia. Mielestämme malli sisältää Pihlajalinnalle paljon potentiaalia, sillä julkinen sektori on edennyt hitaasti omien digipalveluiden kehityksessä ja toiminnan organisoinnissa niiden ympärille. Vastaavat palvelut on skaalattu myös yksityis- ja yritysasiakkaille. Tämä vahvistaa synergioita eri asiakasryhmien välillä, kun digityökalujen kustannuksia saadaan jyvitettyä isommalle volyymille ja ammattilaisten käyttöasteita nostettua.

Yhtiö panostaa julkisissa asiakkaissa edelleen myös vastuulääkäripalveluiden volyymin kasvattamiseen. Niissä ikääntyneiden ihmisten hoidosta vastaa etäyhteyden avulla potilaan tuntema vastuulääkäri (kts tarkemmin s. 9).

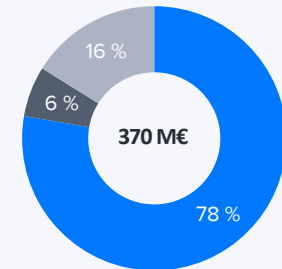
## Ulkoistuskokonaisuuksien merkitys pienenee

Pihlajalinnan strategiana on osallistua edelleen myös valikoidusti mm. terveysasemapaalveluiden ulkoistamiskilpailutuksiin. Kannattava kasvu ohjaa kuitenkin tiukasti mihin hankkeisiin lähdetään mukaan. Nykyinen sotelainsäädäntö ei suhtaudu myötämielellisesti isompiin ulkoistuskokonaisuuksiin. Se näkyy myös Pihlajalinnan nykyisessä strategisessa painotuksessa.

Yhtiön myyntiorganisaation fokusta on siirretty enenevässä määrin julkisen puolen palvelumarkkinaan. Tämä on myös näkynyt yhtiön myynnin jakauman muutoksessa (kts. sivupalkki).

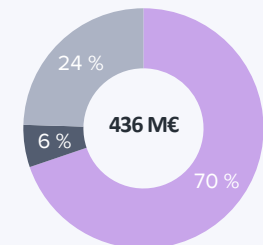
## Ulkoistusten rooli on kaventunut

### Julkisen sektorin liikevaihto 2020



- Kokonais- ja osulkoistukset
- Työvoimapaalvelut
- Työterveys ja muut palvelut

### Julkisen sektorin liikevaihto 2022



- Kokonais- ja osulkoistukset
- Työvoimapaalvelut
- Työterveys ja muut palvelut



# Strategia

## Henkilöasiakkaan palveluiden uudistaminen

Korkean jalostusarvon sairaalapalveluiden tarjoaminen yhtiön moderneissa yksiköissä on noussut strategiassa keskeiseen rooliin Pohjola-Sairaalan hankinnan myötä. Leikkausten volyymikehitys oli viime vuonna vahvaa (kts. kuva) ja toimenpiteitä on tehty käsityksemme mukaan enemmän kuin Pihlajalinnassa ja Pohjola Sairaalassa tehtiin erillisinä. Positiivista kehitystä ovat tukeneet onnistuneet rekrytoinnit sekä pandemian jälkeen elpynyt kysyntä. Käsityksemme mukaan yhtiön markkinaosuus yksityisen puolen leikkauksissa on noussut noin 25-30 %:iin ja se on aiempaa selvästi relevantimpi palveluntuottaja volyymivetoisessa leikkaustoiminnassa. Myös päivystystoiminnan laajentamiseen on panostettu suurimmissa maakuntakeskuksissa. Kaiken kaikkiaan vakuutusyhtiömyynnistä on tullut yhtiölle yhä tärkeämpi kasvuajuri (s. 25).

Työterveydessä asiakasmäärät ovat myös kehittyneet vahvasti ja niissä toimipisteverkoston kasvattaminen (s. 19) on ollut keskeistä, sillä se on edesauttanut asiakkuuksien palvelemista maantieteellisesti laajemmilla alueilla. Yhtiö kehittää jatkuvasti myös verkkosivustoaan palvelualustana, jota kautta henkilöasiakas pääsee ketterästi suoraan asiantuntijan luo. Yhtiö on panostanut myös muihin tunnistamiinsa kasvualueisiin, joita ovat ainakin ennaltaehkäisevät palvelut, diagnostiikka- ja iho- ja estetiikan palvelut.

## Liikuntakeskukset alihyödynnettyjä

Ennaltaehkäisevien ja kokonaisterveyttä edistävien palvelujen kehittäminen on myös osa nykyistä

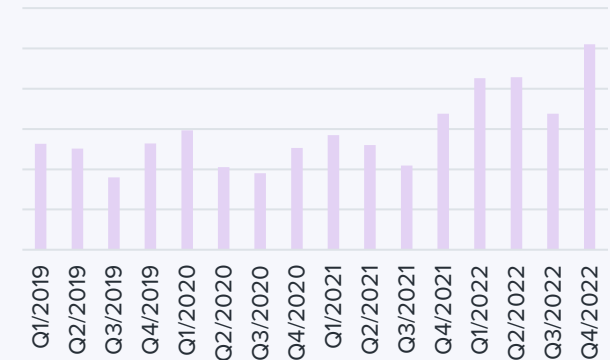
strategiaa. Perustana ennaltaehkäiseville hyvinvointipalveluille toimii Forever-liikuntakeskusketju. Lisätäkseen ristiinmyyntiä lääkärikeskusten ja liikuntakeskusten välillä potilastietojärjestelmään on rakennettu dataohjautuva liikuntalähete. Se muistuttaa lääkäriä vastaanotolla suosittamaan liikunnan lisäämistä, jos potilaan tietojen perusteella se näyttää parhaalta ratkaisulta. Forever-liikuntakeskusten käyttöasteet ovat pandemian jäljiltä edelleen suhteellisen matalat ja niiden nostamisessa piilee kannattavuuspotentiaalia.

## Palveluiden personointi on ollut selkeä trendi

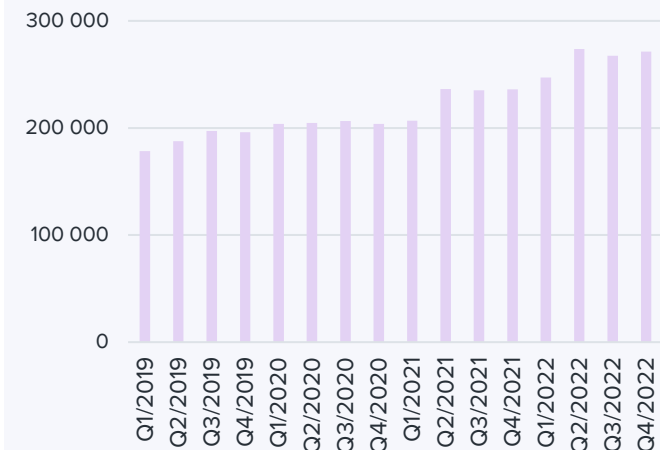
Alan trendien mukaan diagnostiikka ja erilainen mittaaminen ohjaavat myös yhä enemmän asiakkaan omahoitoa ja mahdollistavat yhä personoidumman hoitokokemuksen. Tähän liittyen yhtiö on tuonut kuluttajille mm. laboratoriodien palvelupaketit entistä paremmin saataville suoraan ilman lääkärin vastaanottoa. Tämä helpottaa myös alalla tyypillistä lääkärinvastaanoton muodostamaa pullonkaulaa ja parantaa diagnostiikan käyttöasteita. Myös korkealaatuinen magneettikuvantaminen korvaa edelleen trendinomaisesti perinteisiä tutkimusmenetelmiä. Yhtiö näkee niiden tulevaisuudessa tukevan yhä enemmän myös lääkärin päätöksentekoa. MRI-laitteistoon on myös investoitu lisää ja yhtiö hankki hiljattain Jyväskylästä myös Seppämagneetti Oy:n.

Diagnostiikassa saavutetussa lisämyynnissä on arviomme mukaan myös korkea kannattavuus (~50 %) ja sen kasvattamisessa onnistuminen tukisi hyvällä vivulla yhtiön EBITA-marginaaleja.

## Leikkaustoimenpiteiden volyymikehitys



## Työterveyden loppuasiaksmäärät



# Strategia

## Digitalisaation vahvistaminen

Digitalisaation vahvistaminen on myös keskeinen strateginen elementti toiminnan kehittämisessä. Panostuksilla on mahdollista vaikuttaa palveluiden saatavuuteen ja resurssien tuottavuuteen. Digitalisaatio linkittyy myös edellä käsitellyyn henkilöasiakkaiden palveluiden uudistamiseen. Yhtiö kehittää digitaalisia palveluita kuluttaja-asiakkaan, kumppaniasiakkaan ja ammattilaisen näkökulmasta. Digitalisaation kautta vahvistetaan myös yhtiön omaa operatiivista toimintaa. Yhtiössä kiinnitetään yhä enemmän huomiota tiedolla johtamiseen, mitä kautta liiketoiminnasta voidaan tehdä ennustettavampaa. Yhtiö on nyt ottamassa käyttöön toimipistekohtaista KPI-seurantaa.

Yritysasiakkaiden osalta yhtiön työterveysportaalia on uudistettu, mikä on tärkeä kanava asiakasyritysten ja työterveystiimien välisessä kanssakäymisessä. Vakuutusyhtiökumppaneille yhtiö lanseerasi vuonna 2021 hoitoketjun pituuden ja vaikuttavuuden raportointityökalun. Se tuo läpinäkyvyyttä siihen, miten potilaat toipuvat toimintakykyisiksi Pihlajalinnan hoitoketjussa. Tämä on keskeistä, sillä vakuutusyhtiöiden intresseissä on pitää korvausmenot aisoissa. Ammattilaisten osalta digipanostuksia kohdennetaan etenkin etävastaanottotyökaluihin. Tämä on tärkeää, jotta yhtiön vetovoima lääkärien parissa säilyy ja hoitotyön tehokkuudella per ammattilainen on edellytyksiä nousta.

## Digitaalisuuden edut ja lyhyen tähtäimen haitat

Etäpalveluita voidaan tarjota, vaikka yhtiöllä ei olisi fyysisistä toimipistettä alueella. Monikanavaisten

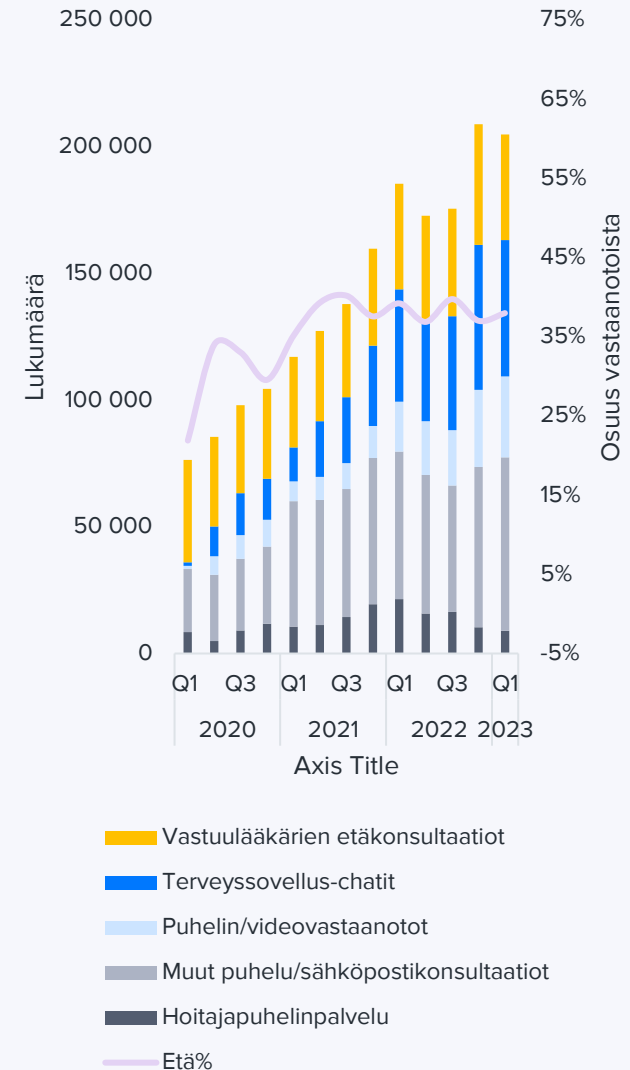
asiakaskohtaamisten lisääntymisellä on edellytyksiä mahdollistaa enemmän käyntimääriä per ammattilainen. Tämä edellyttää kuitenkin sitä, että potilaat ohjautuvat oikeaan asiointikanavaan, jotta hoidon tehokkuus, nopeus ja vaikuttavuus eivät kärsi. Yksityisellä terveysalalla pandemian myötä moninkertaistuneen etäasioinnin huonona puolena on ollut se, että kynnyks hoitopolulla etenemiseen mm. diagnostiikan osalta on korkeampi kotoa käsin asioidessa kuin lääkärikeskuksessa. Pihlajalinnassa pyrkii kuitenkin jatkuvasti parantamaan asiakkaan ohjautumista paitsi oikealle ammattilaiselle niin myös oikeaan kanavaan mm. hoidontarpeen arvioinnista vastaavien hoitajapuhelinpalveluiden kautta.

## Digistrategia poikkeaa selvimmin kilpailijoista

Kokonaisuutena digitaaliset terveydenhuollon palvelut ja työkalut kasvattavat rooliaan nopeasti. Vaikka yhtiö on toteuttamassa digitaalisten palvelujen laajaa uudistusta jäävät investoinnit siihen silti suhteellisen mataliksi. Yhtiön pääomatehokasstrategia poikkeaa pääkilpailijoista (Terveystalo, Mehiläinen), sillä yhtiö pyrkii hyödyntämään markkinoilta saatavia valmiita ratkaisuja kilpailijoiden investoimista omaan digikehitykseen. Yhtiön mielestä teknologiarotaatio on niin nopeaa, että valmiiden ratkaisujen hyödyntäminen on järkevämpi tapa. Kääntöpuolena on, että tuotteiden räätälöintimahdollisuudet jäävät samalla rajallisiksi.

Digipanostuksissa ja asiakasohjauksessa onnistuminen on arviomme mukaan yksi tärkeimpiä lähivuosien menestystekijöitä.

## Yhtiön etäasioinnin kehitys



# Strategia

## Verkoston laajentaminen jo pitkällä

Yhtiö käynnisti valtakunnallisen laajentumisen vuonna 2017, ja vuosina 2018-2019 uusia yksiköitä on tullut etenkin Länsirannikolle ja Etelä-Suomeen. Verkoston kasvatusta on tehty sekä yritysostoin että orgaanisesti. Vuonna 2023 fokus on siirtynyt nykyiseen verkostoon ja sen ylösajoon, sillä yhtiön laajentumistarpeet ovat enää rajalliset. Myös tase on laajentumisen jäljiltä vivutettu yli tavoitteiden. Verkoston laajentaminen on ollut kallista, mutta strategisesti järkevää, sillä se tekee yhtiöstä houkuttelevamman kumppanin vakuutusyhtiöiden suuntaan. Se on myös edesauttanut työterveyshuoltosopimusten solmimista suurten yritysten kanssa.

## Laajentuminen yritysostoilla

Yrityskaupoin tehtävä laajentuminen on alalla uusperustantaa riskittömämpää, sillä silloin myös asiakaskanta ja ammattilaiset saadaan valmiina ja toiminnan kasvattamista alueella ei tarvitse polkaista käyntiin tyhjästä. Yhtiö tekee myös sellaisia yritysostoja, jotka täydentävät sen palvelutarjontaa tietyllä alueella. Näin se vahvistaa sen integroitua hoitoketjua ja synergioita voidaan saavuttaa ristiin myynnillä eri palveluiden välillä.

Yhtiö on alleviivannut pyrkivänsä ottamaan yritysostoista historiallisia tasoja nopeammin irti kulusynergiat. Tämä tapahtuu mm. integroimalla ostokohteet alusta alkaen muun organisaation käyttämiin tietojärjestelmiin. Pihlajalinnan yritysostot ovat perinteisesti kasvattaneet yhtiön lääkärikeskusten, kuvantamisyksiköiden,

hoivayksiköiden verkostoa.

## Laajentuminen uusperustannalla

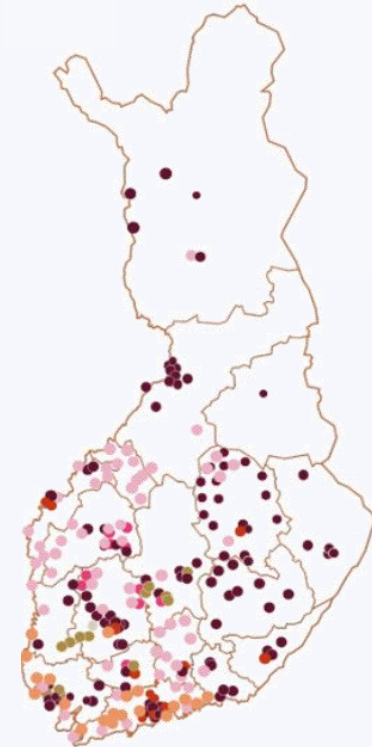
Orgaaninen laajentuminen on varteenotettava vaihtoehto silloin, kun sopivia ostokohteita ei alueella ole tarjolla järkevällä hinnalla. Täysin uudella paikkakunnalla toimipisteen ylösajo on kuitenkin kallista ja se vie aikaa johtuen alueellisista verkostovaikutuksista.

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

Yksiköiden orgaaninen ylösajovaihe on ollut kuitenkin hyvin kallis ja se on yhtiöllä vielä osin kesken. Viime vuonna yhtiö avasi vielä uudet yksiköt Lahteen, Espooseen ja Vantaalle sekä Rovaniemelle ja 2023 huhtikuussa Kajaaniin.

Uuden keskuksen ylösajon kalleudesta ääriesimerkkinä toimii Pihlajalinnan Turkuun vuonna 2018 avaama suurikokoinen lääkärikeskus- ja leikkausyksikkö. Yksikön myynti oli noussut vuonna 2021 11,6 MEUR:oon ja liike-tulos-% oli saatu hilattua jo 3,4 %:iin. Vuonna 2018 ensimmäisenä toimintavuonna myynti jäi vielä 4,6 MEUR:oon ja liike-tulos oli vielä rumasti tappiolla -1,8 MEUR:ssa (liikevoittomarginaali -40 %).

## Pihlajalinnan toimipisteet



- Lääkärikeskus, sairaala, hammasklinikka
- Sote-ulkoistus
- Asumispalvelut
- Liikuntakeskukset
- Vastuulääkäripalvelut
- Punkkibussi
- Vastaanottokeskus

# Taloudelliset tavoitteet

## Liikevaihtotavoitteen suhteen hyvässä vauhdissa

Yhtiö tavoittelee 250 MEUR:n liikevaihdon kasvua vuoden 2021 tasosta vuoden 2025 loppuun mennessä. Kasvusta noin kolmanneksen arvioidaan tulevan julkiselta sektorilta ja kaksi kolmasosaa yritys- ja yksityisasiakkailta. Yhtiön tavoite on, että Pohjola Sairaalan myötä vakuutusyhtiöiden kautta tuleva asiakasvirta kasvattaa Pihlajalinnan liiketoimintaa merkittävästi. Myös valtakunnallinen sote-uudistus ja sairausvakuuttamisen yleistyminen vauhdittavat yhtiön arvion mukaan sen kasvua.

Liikevaihtotavoite edellyttää noin 10 %:n CAGR kasvua (2021-2025) ja vuoden 2022 osalta yhtiö ylitti tämän heittämillä (kasvu 19,5 %). Kasvu sai toki vauhtia myös yritysostoista (+13,5 %), mutta myös orgaaninen kasvu oli pirteää (6 %). Tavoitteeseen yltääkseen yhtiön pitää onnistua myös jatkossa orgaanisessa kasvussa, joka vaatii tarjonnan kasvattamista nykyisissä toimipisteissä ja etäkanavissa. Yritysostovetoiseen kasvuun on enää rajallisesti mahdollisuuksia. Hyvinvointialueiden palveluostojen kehitykseen on edelleen rajallinen näkyvyys ja toistaiseksi julkisen puolen pitkien kiireettömien leikkaushoitajien purkuun liittyviä tilauksia on alettu käsityksemme mukaan nähdä vasta Jokilaakson sairaalassa.

## Kannattavuustavoite on hyvin kunnianhimoinen

Yhtiön kannattavuustavoite pitkällä aikavälillä on saavuttaa yli 9 % oikaistu liikevoitto ennen aineettomien hyödykkeiden poistoja ja arvonalentumisia (EBITA). Tavoite on hyvin kunnianhimoinen siitä näkökulmasta, että yhtiö ei

ole historiassaan yltänyt lähellekään tavoitetta. Yhtiön eri segmentit ovat kuitenkin eri ajanjaksoina yltäneet tavoitteeseen (s. 29-30). Pohjola-Sairaalan hankinta on vienyt yhtiön myyntimixiä selvästi enemmän erikoissairaanhoidon suuntaan ja siinä on mahdollista saavuttaa korkeamman jalostusasteen myötä myös kaksinumeroisia EBITA-marginaaleja. Tämä edellyttää kuitenkin tiloilta ja laitteilta korkeita käyttöasteita.

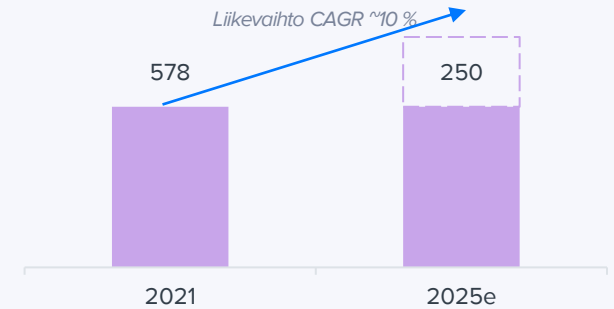
Yhtiöllä on ollut läpi sen historian kannattavuushaasteita, mutta tämä on osaltaan johtunut verkoston ylösajovaiheen kalleudesta, mikä pitää potentiaalia piilossa. Nykyinen inflaatioympäristö on asettanut myös omia haasteitaan, kun yhtiön kulut kasvoivat vuonna 2022 myyntikatetta nopeammin. Yhtiön tekemät hinnankorotukset ja mm. sairauspoissaolojen lasku paransivat kuitenkin jo Q1'23:lla kannattavuutta 1,1 %-yksiköllä vertailukaudesta, mikä oli rohkaisevaa. Kannattavuuden nostamiseksi on tehty hiljattain myös muita toimia (kts. tarkemmin ennusteosio). Kannattavan kasvun aikaansaaminen on myös strategisesti tärkeää, jotta yhtiö säilyttää pitkän ajan investointi- ja osingonmaksukykynsä.

## Osinkotavoite

Voitonjaon osalta yhtiö tavoittelee, että osakkeenomistajille jaetaan vähintään yksi kolmasosa tilikauden tuloksesta. Tavoite toteutui tilikausina 2020-21, mutta viime vuodelta osinkoon ei jäänyt pääomia korkean velkaantumisen takia. Myöskään tilikaudelta 2019 osinkoa ei maksettu johtuen Mehiläisen ostotarjouksesta.

Pääomarakenteen tavoitetta on käsitelty sivulla 32.

## Liikevaihdon kasvutavoite (MEUR)



## Kannattavuuden ja osingon jakosuhteen kehitys



# Strategian toteuttamisen historiallinen kehitys



## Strategian Must Win Battles

### Toteutunut

- Kasvu Suomen kolmanneksi suurimmaksi sotepalveluyritykseksi
- Kokonaisvaltaisen hoitoketjun rakentaminen palveluntarjontaa johdonmukaisesti kasvattamalla
- Vahva toimija kuntaulkoistuksissa ja niiden kannattavuuden nosto erinomaiselle tasolle

### Toteutunut

- Oman toimipisteverkon käyttöasteiden parannus
- Yritysassiakkaiden ja vakuutusyhtiövolyymin kasvu
- Muiden kuin ulkoistusten liiketulos kasvoi 2021 26,6 MEUR:oon (2018: lievä tappio)
- Kuntaulkoistusten heikentynyt kannattavuus 2021 3,8 MEUR:oon (2018: yli 15 MEUR)

### Seuraavat 5 vuotta

- Monikanavaisten palveluiden kehityksessä ja hoidon ohjauksessa onnistuminen
- Vetovoimaisin brändi erikoissairaanhoidossa ammattilaisten ja asiakkaiden parissa modernien sairaalayksiköiden tukemana
- Kustannustehokkaiden ja arvoa luovien uusien palvelumallien kehityksessä onnistuminen julkisille asiakkaille myös uudessa sotekehikossa
- Taseen velkaantumisen lasku ja paluu maksamaan kasvavaa osinkoa sijoittajille.

# Kilpailuympäristö

## Yleiskatsaus kilpailuympäristöön

Pihlajalinna kilpailee Suomen sosiaali- ja terveydenhuoltomarkkinoiden asiakkaista niin muiden yksityisten palvelutuottajien kuin julkisen sektorin ja kolmannen sektorin kanssa (yhdistykset, osuuskunnat ja säätiöt). Sosiaali- ja terveystalouden tuotanto on usein paikkaan ja kieleen sidottua, joskin alalla nopeasti yleistyvät digitaaliset palvelut ovat kasvattaneet myös etälääkäripalveluiden tarjontaa. Terveydenhuolto on Suomessa pääosin julkisesti tuotettua ja yksityisillä palveluntuottajilla on noin 26 %:n osuus kokonaismarkkinasta.

## Mehiläinen pitää piikkiä paikkaa

Suomen suurin toimija on Mehiläinen, jonka liikevaihto oli vuonna 2022 1633 MEUR (kasvu 17 %) ja tästä noin 100 MEUR tuli Ruotsissa, Saksasta ja Virossa, joihin yhtiö laajeni vuonna 2021. Mehiläinen toimii laajalla palveluvalikoimalla terveydenhuollon (n. 2/3 liikevaihdosta) lisäksi myös vanhusten-, vammaisten-, mielenterveys- ja päihdehoidon puolella. Mehiläisen oikaistu 2022 EBITA oli 8,4 % (2021 11,7 %). Vuoden 2022 lopussa, sillä oli työterveyshuollettavia 590 000.

Terveystalo on toiseksi suurin toimija ja sen 2022 liikevaihto oli 1259 MEUR (kasvu 9 %), ja tästä 93 MEUR tuli Ruotsista, jonne yhtiö laajeni vuonna 2021. Yhtiön oikaistu EBITA vuonna 2022 oli 8,4 % (2021: 12,2 %). terveystalolla on työterveyshuollettavia noin 760 000.

Pihlajalinna on Suomen kolmanneksi suurin yksityinen toimija. Yhtiön liikevaihto vuonna 2022

oli 690 MEUR (kasvu 20 %) ja oikaistu EBITA oli 3,9 % (2021: 6,5 %). Pihlajalinalla oli 2022 lopussa työterveyshuollettavia noin 270 000.

Laskelmiemme mukaan terveystalon työterveyden loppuasiakaskohtainen laskutus on kolmikokosuurin ja Pihlajalinalla matalin. Ero johtuu asiakkaille tarjottavien lisäpalveluiden määrästä ja Pihlajalinalla palveluiden hinnoittelu on ollut myös pääkilpailijoita matalampi.

Vahvasta kasvusta huolimatta kaikilla kolmella päätoimijalla kannattavuuden heikkenivät viime vuonna hankalassa toimintaympäristössä, jota leimasivat kustannusinflaation kiihtyminen ja koronapalveluiden nopea hiipuminen.

## Konsolidaatio on ollut voimakasta

Suomen sosiaali- ja terveydenhuoltomarkkinat ovat 2000-luvulla konsolidoituneet yritysostojen seurauksena. Suuret yhtiöt hyötyvät mittakaavaeduista laajemman verkoston tuomana kilpailuetuna, kehittäessään digitaalisia työkaluja, henkilöstöhallintoa, laatua ja brändiä. terveystalo, Mehiläinen ja Pihlajalinna ovat ainoat toimijat, joilla on tarjota laajan palvelutarjonnan kattava toimipisteverkosto integroidulla hoitoketjulla.

Pihlajalinna on kasvattanut verkostoaan maantieteellisesti viime vuosina, mutta on vielä kahta isointa kilpailijaa jäljessä. Yhtiöt kohtaavat kilpailua myös alueellisesti vahvoilta toimijoilta (Aava pääkaupunkiseudulla). Myös Coronaria on merkittävä peluri Suomessa (2021: liikevaihto 364 MEUR) ja se on ollut aktiivinen yrityskaupoissa etenkin terapiapuolella. Coronaria on myös

silmäleikkauksissa markkinajohtaja ostettuaan Silmäaseman vuonna 2020.

Myös pienemmät erikoistuneet toimijat ovat vahvoja suunterveydessä ja hyvinvointipalveluissa. Vaikka erikoistuneet toimijat eivät kykene tarjoamaan integroitua hoitoketjua asiakkaille, pitää erikoistuminen niiden brändin ja tarjoaman selkeänä ja niiden on mahdollista saada tehokkuushyötyjä keskittymällä tiukasti ydinosaamiseensa. Suunterveyden puolella vahvoja erikoistuneita toimijoita ovat Colosseum Dental Group (Oral ja Onni) sekä PlusTerveys. Hoiva-alaan fokuoivat isoimmat pelurit ovat Attendo ja Esperio Care. Laboratoriopalveluiden tuottamiseen fokuoituvat Synlab sekä Fimlab, joita myös Pihlajalinna hyödyntää alihankkijoina. Ne ottivat isot kasvuharppaukset koronatestaamisen myötä, mutta käsityksemme mukaan niiden kasvu on sittemmin hiipunut. Fysioterapian osalta vahva toimija on ollut Fysios, joka on ollut viime vuodet hyvin aggressiivinen yritysostoissa. Mehiläinen osti sen kuitenkin vuonna 2022. Mielenhyvinvoinnissa Vastaamo oli kasvanut vahvasti, mutta sen tarina sai päätöksen 2020 potilastietovuodesta ja jäljelle jäänyt psykoterapiatoiminta myytiin Vervelle.

Tällä hetkellä näyttää siltä, että ainakin terveystalo, Mehiläinen sekä Pihlajalinna ovat liian isoja suupalloja muille. Muut toimijat ovat yhä periaatteessa potentiaalisia ostokohteita. Suomen markkina on lääkärikeskuspalveluiden osalta konsolidoitunut jo suhteellisen pitkälle, mistä syystä terveystalo ja Mehiläinen ovat lähteneet hakemaan kasvua ulkomailta.

# Suurimpia sote-toimijoita 2021 liikevaihto (MEUR)



Lähde: Inderes, yhtiöiden tilinpäätökset. Yhtiöiden liikevaihdot tilikaudelta 2021, sillä vuoden 2022 lukuja ei ole saatavilla vielä kaikilta listaamattomilta yhtiöiltä. Osassa kyseessä on Inderesin arvio, jos konserni muodostuu useasta yhtiöstä.

# Sosiaali- ja terveydenhuoltomarkkina

## Terveydenhuoltomarkkinoiden jakautuminen

Yksityisesti tuotettu terveydenhuollonmarkkina Suomessa sisältää työterveyshuollon, perusterveydenhuollon, erikoissairaanhoidon ja suunterveyden. Tämän markkinan koko on Suomessa noin 4,3 mrd. €. Pihlajalinnan osuus markkinasta on arviomme mukaan noin 15 %. Tarkkaa lukua ei yhtiön luvuista saa laskettua auki, sillä osa kuntaulkoistusten palveluntuotannosta on sosiaalipalveluita. Yhtiön markkinaosuus on noin 4 %, kun myös julkisesti tuotettu terveydenhuolto huomioidaan.

## Markkina on defensiivinen

Vuosien 2016-2021 välillä yksityisesti tuotettu terveydenhuolto on kasvanut 1,7 % (CAGR). Markkinan sisällä työterveyden markkinan kasvu on ollut nopeampaa hinnankorotusten tukiessa sitä. Julkisesti rahoitettu yksityinen tuotanto on kasvanut myös markkinan sisällä keskimääräistä nopeammin ja sitä ovat viime vuosina tukeneet etenkin 2018 Mehiläisen voittamat Länsi-Pohjan ulkoistus (60 MEUR/v) ja 2021 alkanut Harjun Terveyden ulkoistus (38 MEUR/v). Muilta osin isompien ulkoistusten markkina on ollut jäissä ja kasvu on koostunut pienemmistä puroista. Yksityisasiakkaiden markkinan kasvu on 2016-2021 välillä ollut kokonaisuutena vaisuinta. Yksityinen suunterveyden markkina (~0,4 mrd €) on sen sisällä jopa laskenut vuoden 2016 lakimuutoksen myötä, kun hoidon Kela-korvaus puolitettiin 15 %:iin. Pihlajalinnalla ei kuitenkaan enää suunterveyden divestoinnin myötä toimi tällä markkinalla omalla palvelutuotannolla. On myös huomattavaa, että vuosi 2020 oli 2000-luvulla ensimmäinen, kun yksityinen markkina

kääntyi laskuun myös Kela-korvattavan yksityisen terveydenhoidon osalta. Yksityisten lääkärin vastaanotot laskivat euromääräisesti 7 %, kun kevään 2020 aikana pandemia romahdutti lääkärikeskusten asiakaskäyntejä pahimmillaan 20-30 %. Vuonna 2020 Kela-korvattujen laboratoriotutkimusten määrä nousi kuitenkin noin 7 % koronatestaamisen alkamisen myötä.

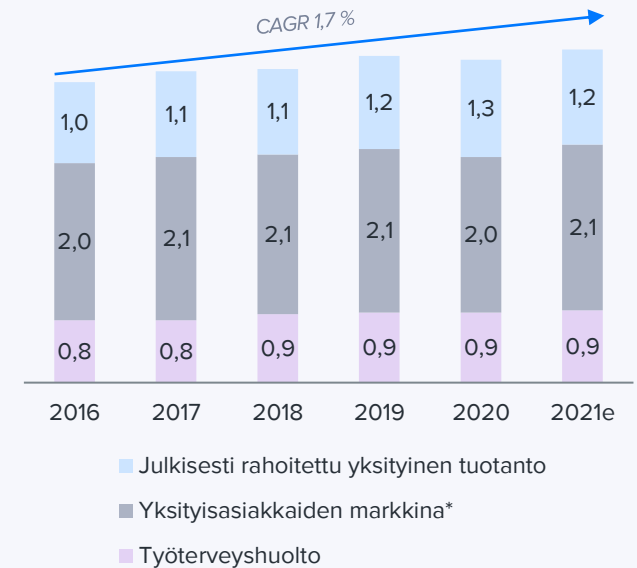
## Julkinen markkina kasvanut hieman enemmän

THL julkistaa laajempaa dataa julkisen ja yksityisen terveydenhuollon menoista, jotka sisältävät myös mm. lääkkeitä ja hoivan. Nämä terveydenhuollon käyttömenot ovat 2015-2020 kasvaneet yhteensä hieman yli 2 % (CAGR) 22,9 mrd. euroon. Käyttömenojen kasvu on johtunut etenkin erikoissairaanhoidon kasvaneista kustannuksista. Hyvinvoinnin palveluiden osalta etenkin mielenterveyden ja fysioterapian palveluissa markkina on kokonaisuudessaan kasvanut nopeimmin eli 18 % ja 15 % vuodessa (2015-2020 CAGR). Pidemmällä aikavälillä (2000-2020) käyttömenot ovat kasvaneet 4,5 % (CAGR).

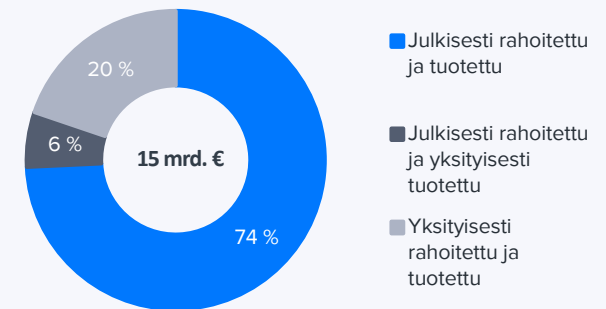
## Terveydenhuoltomarkkinoiden kasvun ajurit

Terveystalo arvioi 2023 toukokuussa pidetyllä CMD:llään, että lähivuosina (2022-28) yksityiset terveydenhuoltomarkkinat kasvavat noin 3-4 %:lla (CAGR). Positiivisia ajureita ovat etenkin väestön ikääntyminen, elintapasairauksien kasvu, vapaaehtoisten sairausvakuutuksien kasvu, terveys- ja hyvinvointitietoisuuden lisääntyminen, ennaltaehkäisevän hoidon kasvava rooli sekä terveysteknologian kehittyminen. Myös julkisen puolen haasteet ja jonojen kasvu ajavat markkinan kasvua yksityisen tuotannon osalta.

## Yksityisen terveydenhuollon kohdemarkkina (mrd. euroa)



## Terveydenhuollon markkinoiden jakautuminen (2021)



Lähde: Terveystalo 2022 vuosikertomus, Kela, THL, \*sisältää myös suunterveyden, vakuutusmarkkinan ja Kelan maksaman kuntoutuksen



# Sosiaali- ja terveydenhuoltomarkkina

Yksityisen markkinan kasvuvauhtiin vaikuttaa merkittävästi se, miten hyvinvointialueet alkavat hyödyntää yksityisiä toimijoita, johon ei ole vielä kunnollista näkyvyyttä.

## Kela-korvaukset leikkaantuivat yksityisasiakkailta

Vuoden 2023 alusta yksityisten terveystalvelujen Kela-korvauksia leikattiin yksityisasiakkaiden osalta, mikä hallituksen laskelmien mukaan tarkoitti noin 64 MEUR:n säästöjä korvauskuluissa. Käsitksemme mukaan leikkauksilla ei ole ollut juuri vaikutusta yksityisen puolen kysyntään.

Kuluttajien yleisen ostovoiman jatkaessa heikentymistään muutokset voivat silti vaikuttaa vielä palveluiden käyttöön negatiivisesti. Tällä hetkellä myös tarjonta rajoittaa enemmän kasvua etenkin yleislääkäreiden vastaanotoissa ja kuluttajien laskeva ostovoima ei siten konkretisoidu nykymarkkinassa täysimääräisesti. On myös huomattava, että terveystalvaukukset kattavat yli puolet klinikoiden maksuista yksityisasiakkaiden käynneissä.

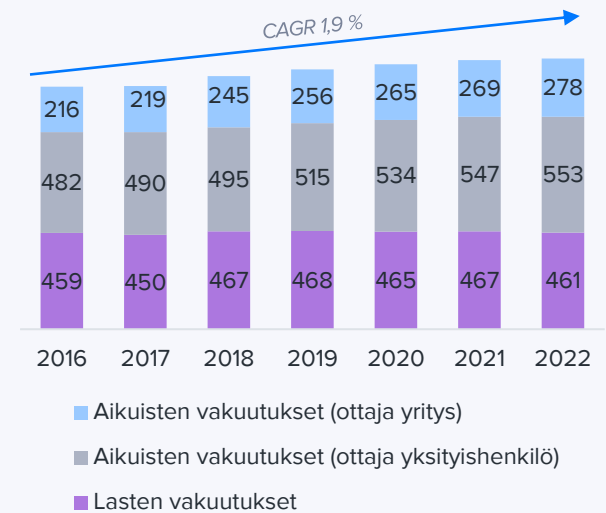
Markkinaa tasapainottavana tekijänä on myös se, että Kela-korvausten leikkaaminen vaikeuttaa entisestään julkisen terveydenhuollon koronan jälkeisiä ruuhkia. [THL:n raportin](#) mukaan joulukuun 2022 lopussa yli 160 000 potilasta odotti pääsyä kiireettömään erikoissairaanhoidon ja 21 000 oli jonottanut hoitoa yli 6 kk. Kiireettömään hoitoon odotusaika oli keskimäärin 57 vuorokautta. Kokonaisuutena odotamme markkinaa koituvan vain pientä vastatuulta Kela-korvausten laskusta [historiallisten leikkausten](#) perusteella.

## Vakuutusyhtiöohjauksella merkittävä rooli

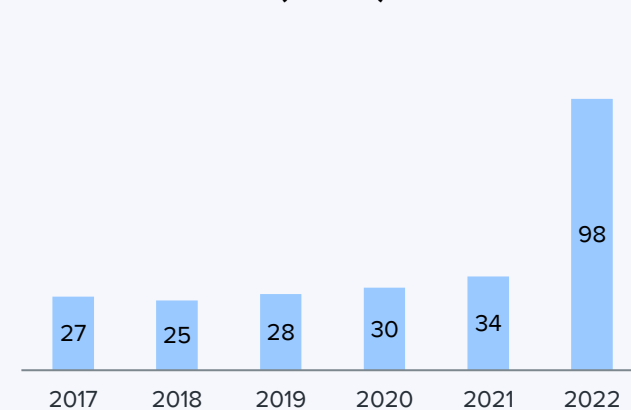
Vakuutusyhtiöiden merkitys hoidonmaksajina kasvaa jatkuvasti sosiaali- ja terveydenhuoltomarkkinoilla, sillä suomalaisten yksityisten sairauskuluvakuutusten määrä on jatkanut kasvussa (sivupalkki). 2022 lopussa sairauskuluvakuutus oli jo 1,29 miljoonalla.

Erityisesti leikkaustoiminnassa vakuutusyhtiöohjauksella on merkittävä rooli, kun vakuutusyhtiö ostaa terveystalvuyhtiöltä toimenpiteitä yleensä isommissa erissä ja ohjaa potilaitaan vahinkojen sattuessa hyväksymilleen palveluntuottajille. Viime vuosina vakuutusyhtiöiden monituottajamallit ovat lisääntyneet ja asiakas voi valita itse hyväksytyltä listalta haluamansa palveluntarjoajan. Selkeitä erityissuhteita vakuutusyhtiöiden ja palveluntuottajien välillä on silti edelleen. Tästä esimerkkinä Pihlajalinna tuottaa asiakkaan hoidontarpeen arviointiin hoitajapuhelinpalvelua Fennialle sekä 2022 helmikuusta Pohjolalle. Pihlajalinna tuottaa palvelua myös Pirkanmaalla Lähi-Tapiolalle, mutta muualla maassa Mehiläinen tuottaa palvelua Lähi-Tapiolalle. Toimintamalli mahdollistaa asiakkaalle nopean hoitoon pääsyn ja hoitoketjun virtaviivaistamisen, mikä säästää myös vakuutusyhtiön kustannuksia. Se mahdollistaa myös asiakkaille vakuutusasioiden hoidon ja hoitoon hakeutumisen samanaikaisesti. Terveystalvuiden tuottajat ohjaavat käsityksemme mukaan palvelun kautta potilaita mielellään myös omiin lääkärikeskuksiinsa, mikäli vapaita aikoja on paikkakunnalla saatavilla.

## Vakuutusmäärien kehitys



## Pihlajalinnan vakuutusyhtiömyynti (MEUR)



# Sosiaali- ja terveydenhuoltomarkkina

## Hoivamarkkinalla yksityisten rooli korkea

THL:n datan mukaan vuosien 2015-2020 välillä ikääntyneiden ja vammaisten pitkäaikaishoidon sekä kotihoidon kustannusten arvo on kasvanut noin 1,7 %:lla (CAGR) 4,2 mrd. euroon. Samalla yksityisten osuus palveluntuotannosta on kasvanut noin 33 %:iin (2015: 31 %) ja yksityinen markkina on kasvanut siten selvästi nopeammin. Vuosina 2019-20 hoivan kokonaiskulut hyppäsivät selvästi. Tämä johtui käsityksemme mukaan hoivakohusta ja sitä seuranneesta hoitajamitoituksen kasvusta. Myös pandemialla oli vaikutusta. Pihlajalinnan maine ei käsityksemme mukaan kärsinyt hoivakohusta toisin kuin hoivaan erikoistuneilla toimijoilla (mm. Espero Care).

Hoivakohun seurauksena kuitenkin hoitajamitoitusvaatimusta on viime vuosina kasvatettu, jolla on ollut vaikutusta kaikille alan toimijoille. Vaatimus on noussut portaittain 0,5:sta hoitajasta per asiakas ja lopullisen tason 0,7 oli määrä tulla voimaan 1.4.2023. Vaatimuksen täytäntöönpanoa lykättiin kuitenkin joulukuulle 2023, sillä sekä julkisilla että yksityisillä toimijoilla on ollut suuria vaikeuksia löytää näin paljon hoitajia vanhuspalveluihin.

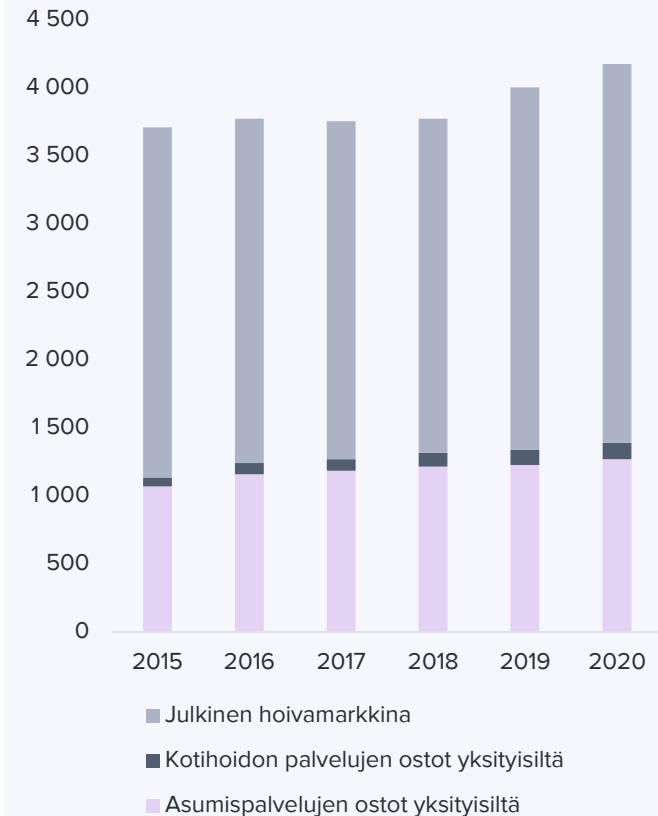
Yksityiselle palveluntuotannolle tuli kohusta kannattavuusongelmia, sillä isoimmat palveluntuottajat olivat pääsääntöisesti luvanneet tehdä sovittujen sopimuskausien tuotannon kiinteään hintaan. Tämä on heijastunut lyhyellä tähtäimellä alan toimijoiden katteisiin negatiivisesti. Isommat toimijat (Attendo, Mehiläinen, Espero) ovat myös viime aikoina alkaneet irtisanoa niille epäedullisia sopimuksia ja

tätä kautta hintataso on alkanut hiljalleen tervehtyä. Pihlajalinnan kokonaisulkoistussopimuksissa on yhtiön mukaan määriteltä, että tilaaja vastaa viranomaismääräyksistä johtuvista kustannustasojen korotuksista. Sen pitäisi siten kyetä vyöryttämään näissä nousseita kustannuksia tilaajille. Näiden kustannusten maksajiin on silti liittynyt kiistaa kuntien ja Pihlajalinnan välillä.

## Hoivamarkkinalta kasvua uusien konseptien kautta

Väestö ikääntyy Suomessa Euroopan nopeinta tahtia ja sen myötä hoivapalvelujen tarve kasvaa vahvasti tulevina vuosina. Myös yli 75-84 vuotiaiden sote-menot ovat 2,9-kertaiset väestön keskiarvoon verrattuna ja yli 85-vuotiailla 6,3 kertaiset. Yhtälö tekee markkinasta edelleen mielenkiintoisen Pihlajalinnan näkökulmasta. Hoivaa pitäisi kyetä samaan aikaan tuottamaan sekä laadukkaasti että kustannustehokkaasti, mutta samalla hoitajista on huutava pula. Uusia ratkaisuja tarvitaan ja yksi sellaisen kehittäjistä on Nonna Group, johon Pihlajalinnan teki sijoituksen. Nonna Group on palvelukehitysyritys, jonka keskiössä on elämäntapa- ja huolenpito ja ihmisläheisyys. Yhtiöllä on valmistumassa lähivuosina useita asuinkorttelikonaisuuksia valtakunnallisesti. Yhteistyössä on tarkoitus hyödyntää Pihlajalinnan vastuulääkärimallilla tuotettuja terveystalouksia. Pihlajalinnalla uskoo konseptin saavuttavan merkittävän markkinaosuuden. Hoivan tuottaminen on kuitenkin toistaiseksi suhteellisen pienessä roolissa Pihlajalinnan palvelukokonaisuudessa.

## Hoivapalveluiden markkina (MEUR)



# Sosiaali- ja terveydenhuoltomarkkina

## Sote-uudistuksen tarve ja tavoitteet

Vuoden 2023 alusta voimaan tullut sote-uudistus on yksi suurimpia hankkeita, mitä Suomessa on koskaan tehty. Uudistuksen tarve juontaa juurensa siitä, että väestö ikääntyy nopeasti ja vanhemmat ihmiset tarvitsevat enemmän palveluita. Ihmiset eivät tällä hetkellä saa yhdenvertaisesti sote-palveluita ja niiden tuottamiseen on syntynyt tehottomia toimintatapoja.

Sote-uudistus tavoittelee julkisen puolen pitkien jonojen purkamista, hyvinvointierojen kaventamista, yhdenvertaisten palvelujen sekä työvoiman saatavuuden turvaamista. Se tavoittelee myös kustannusten hillitsemistä, mutta aiemman Sipilän hallituksen sote-mallin tiukasta kustannusleikkurista on luovuttu. Myös valinnan vapaudesta, jossa asiakas olisi itse voinut valita nykyistä vapaammin palveluntuottajansa on nykyisessä sote-kehityksessä luovuttu.

Sote-uudistuksen yhteydessä toteutui myös maakuntauudistus, joka siirsi sote-palveluiden järjestämisvastuun noin 300 kunnalta 21 hyvinvointialueelle sekä Helsingille. Vastuun siirtämistä hyvinvointialueille perusteltiin sillä, että suurilla maakunnilla on taloudellisesti parempi kantokyky. Mallissa on myös viisi yhteistoiminta-alueita erityistason palveluita varten. Nykyisen sote-mallin johtavana ajatuksena on säilyttää päävastuu palveluiden tuottamisesta tiukasti julkisilla toimijoilla. Yksityiset toimijat nähdään julkista täydentävinä palveluntuottajina.

## Vaikutukset yksityisille yhtiöille

Myös nykyisessä sote-mallissa hyvinvointialueet voivat hankkia yksityisiltä palveluntuottajilta kaikkia niitä ostopalveluita, joita ei ole erikseen laissa kielletty. Uudessa terveydenhuollon [laissa](#) on myös tiukennettu perusterveydenhuollon hoitotakuuta kiireettömissä tapauksissa. Hoitoon pitäisi syyskuusta 2023 alkaen päästä 14 vuorokauden kuluessa ja marraskuusta 2024 lähtien seitsemässä vuorokaudessa. Tämä voi alkaa myös lisätä hyvinvointialueiden ostopalvelujen käyttöä, sillä yksin julkisilla resursseilla raja on haastava toteuttaa.

Isompien uusien ulkoistushankkeiden toteuttaminen käsityksemme mukaan kuitenkin vaikeutuu selvästi, sillä hyvinvointialueen järjestämisvastuun (riittävästi omaa palvelutuotantoa) pitää toteutua. Muodostettavilla hyvinvointialueilla on myös mahdollisuus irtisanoa sellaiset nykyiset ulkoistussopimukset, joissa järjestämisvastuu ei toteudu hyvinvointialueen kokonaisarvion perusteella. Sopimusten irtisanomisaika on asetettu vuoden 2025 loppuun. Käsityksemme mukaan kuntien nykyiset kokonaisulkoistukset voivat uudessakin sote-mallissa jatkua, jos hyvinvointialueet katsovat niiden olevan tarkoituksenmukaisia, sillä ne eivät ole liian suuria koko hyvinvointialueen mittakaavassa. Ainoastaan Mehiläisen Länsi-Pohjan ulkoistus ei käsityksemme mukaan voi jatkua sellaisenaan sen ollessa liian suuri järjestämisvastuun toteutumisen näkökulmasta. Sote-lainsäädännön mukaan hyvinvointialueiden on lokakuun 2023 loppuun mennessä ilmoitettava alihankintasopimustensa jatkosta. Pihlajalinnan

johto arvioi yhtiön 2022 vuosikertomuksessa, että sopimukset jatkuisivat vähintään nykyisten sopimusperiodien loppuun eli 2025 (Jämsä ja Jokilaakso) ja 2030-2031 (muut).

## Poliittinen epävarmuus kasvattaa toimialariskiä

Pihlajalinnan ja muiden toimialan yhtiöiden kasvunäkymät ovat osittain linkitetty siihen, mikä yksityisten palveluntuottajien rooli tulee jatkossa olemaan ja kuinka laajasti ne otetaan mukaan osaksi uudistunutta sosiaali- ja terveydenhuoltomarkkinaa. Tämä on yksi suurimmista toimialaan liittyvistä riskeistä, sillä epävarmat näkymät vaikeuttavat yhtiöiden omien suunnitelmien laatimista ja nostavat riskiprofilia pääomamarkkinoilla. Pihlajalinnalla noin 40 % liikevaihdosta tulee ulkoistussopimuksista ja se on siten pääkilpailijoitaan enemmän riippuvainen hyvinvointialueiden päätöksistä näiden suhteen.

Myös nykyisen hallituksen tekemät leikkaukset yksityisasiakkaiden kela-korvauksiin vuoden 2023 alusta nostavat epävarmuutta sitä kohtaan, millainen vaikutus tällä on yksityisesti tuotettujen lääkärikeskuspalveluiden markkinaan pidemmällä tähtäimellä.

Leikkaukset tarkoittavat itsemaksaville asiakkaille lisää kustannuksia ja vakuutusyhtiön kautta asioiville asiakkaille todennäköisesti vakuutusmaksujen nousua, joka tapahtuu viiveellä. Terveystalon listalleottoesitteen perusteella vuonna 2016 Kelan korvaamista yksityisasiakkaiden yksityisklinikoiden palveluista 53 % rahoitettiin vakuutuskorvauksilla, 38 % maksoivat asiakkaat itse ja 9 % maksoi Kela.

# Taloudellinen kehitys

## Liikevaihdon kasvu ollut voimakasta

Pihlajalinnan liikevaihto on noussut vuoden 2012 47 MEUR:sta vuoden 2022 690 MEUR:oon. Kasvu on ollut todella vauhdikasta (CAGR ~30 %).

Yritysostoilla hankittu liikevaihto on muodostanut aikavälin kasvusta laskelmiemme mukaan noin 280 MEUR. Liikevaihdolla mitattuna merkittävimmät ostokohteet ovat olleet Pohjola Sairaala (63 MEUR), Etelä-Savon Työterveys sekä Lääkärikeskus Ikioma (12 MEUR), Työterveys Virta (14 MEUR), Forever (18 MEUR), Doctagon (17 MEUR), Tampereen Lääkärikeskus (15 MEUR), Laser Tiikka (10 MEUR) ja Dextra Oy (28 MEUR). Yhtiö on myös hankkinut useita pienempiä kohteita aikavälillä.

Toinen merkittävä kasvun lähde on ollut kuntien sote-palveluiden ulkoistusliiketoiminta. Vuosien 2012-2018 välillä perustettujen kuntaulkoistuksista vastaavien yhteisyritysten tuoma vuoden 2022 liikevaihto on ollut yhteenlaskettuna noin 250 MEUR. Kokonaisulkoistusmarkkinaan kohdistuvien rajoituslakien myötä tämä erittäin pääomatehokas kasvuajuri on viime vuosina menettänyt merkitystään Pihlajalinnan liiketoiminnassa.

Vuosien 2017-2020 välillä yhtiön orgaaninen kasvu oli vain lievästi positiivista (n. 1 %) ja arviomme mukaan lähellä markkinan kasvua. Uusilla ulkoistuksilla saavutettu kasvu lasketaan orgaaniseksi ja myös niiden puuttuminen näkyi näinä vuosina. Vuonna 2021 yhtiön orgaaninen kasvu oli kuitenkin 11 % ja vuonna 2022 myös 6 %, joten se on viime vuodet selvästi ylittänyt markkinan kasvun. Tärkeä tekijä taustalla on ollut

pandemian jälkeen korkeaksi yltänyt kysyntä, minkä tukemana yhtiö on kyennyt nostamaan yksityisen puolen käyttöasteitaan lähemmäs kilpailijoiden tasoja. Myös ammatinharjoittajien rekrymarkkinoilla onnistuttiin viime vuonna (s. 15).

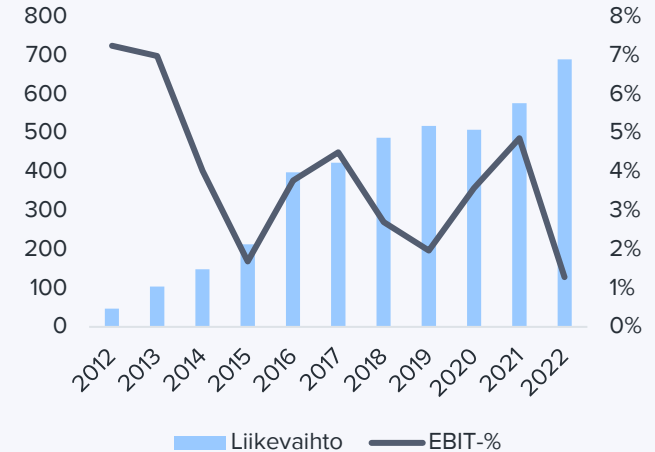
## Kannattavuus jäänyt tavoitteista

Pihlajalinnan liikevoittomarginaali on laskenut vuoden 2012 7,3 %:sta vuoden 2022 1,3 %:iin. Yhtiö raportoi nykyisin kannattavuuden osalta myös oikaistua EBITA-marginaalia, mikä oli vuoden 2022 osalta 3,9 % (2021: 6,5 %). Yhtiö on siten jäänyt vielä kauaksi nykyisestä pitkän aikavälin tavoitteesta (EBITA yli 9 %). Yksityisen verkoston sekä ulkoistustoiminnan historiallisia kannattavuuskehityksiä on käsitelty tarkemmin seuraavilla sivuilla.

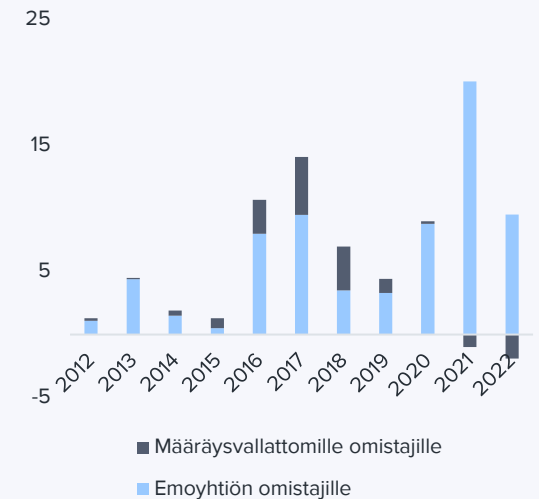
Kokonaisulkoistusten ominaispiirteenä on se, että Pihlajalinnassa ja hyvinvointialue omistavat ne yhdessä. Pihlajalinnan omistus yhteisyrityksistä oli alun perin 51 % ja vähemmistölle kuuluvalla osuudella tilikauden tuloksesta oli historiassa iso merkitys. Rooli on kuitenkin pienentynyt selvästi, kun Pihlajalinnassa on kasvattanut omistuksiaan. Nykyisin yhtiö omistaa Kolmostien terveydestä 96 %, Mäntänvuoren terveydestä 91 % Jokilaakson Terveydestä 90 %, Kuusiolinnan terveydestä 97 %, sekä Jämsän Terveydestä 51 %.

Kuvaajasta huomataan, miten Pihlajalinnan (emoyhtiön) omistajille kuuluva osakekohtainen tulos on kehittynyt suhteessa koko konsernin tilikauden voittoon vähemmistöosuuden heiluessa kuntaulkoistusten tulokunnan mukana.

## Kasvun ja kannattavuuden kehitys



## Tilikauden voitto (MEUR)



# Segmenttien taloudellinen kehitys

## Segmenttirakenne vaihtunut tiuhaan

Pihlajalinna jakoi vuoteen 2017 asti toimintonsa Lääkärikeskukset ja erikoissairaanhoidon (L&E) sekä Perusterveyden ja sosiaalihuollon palvelut (P&S) – segmentteihin. 2018 alussa tästä jaosta luovuttiin. Vuoden 2020 lopussa Pihlajalinna alkoi raportoida uudistetuissa segmenteissä liikevaihtoaan ja liikevoittoaan ja vertailuluvut annettiin myös vuodelle 2019. Uusi jaottelu oli konserni ilman kokonaisulkoistuksia ja kokonaisulkoistukset. Kokonaisulkoistukset ja aiempi P&S-segmentti vastaavat segmentteinä kohtuullisen hyvin toisiaan. Selkein ero on se, että kokonaisulkoistus-segmenttiin kuuluu nyt myös Jokilaakson sairaalan ulkoistus, kun se aiemmin kuului L&E-segmenttiin. Myös kokonaisulkoistusten erikoissairaanhoidon osuus kuului aiempaan L&E-segmenttiin. Tästäkin huolimatta sekä aiempi että nykyinen segmenttijaottelu antavat kohtuullisen hyvän kuvan yksityisen toimipisteverkoston sekä ulkoistusten kannattavuuksien kehityksestä.

## Ulkoistusten kannattavuus kääntynyt laskuun

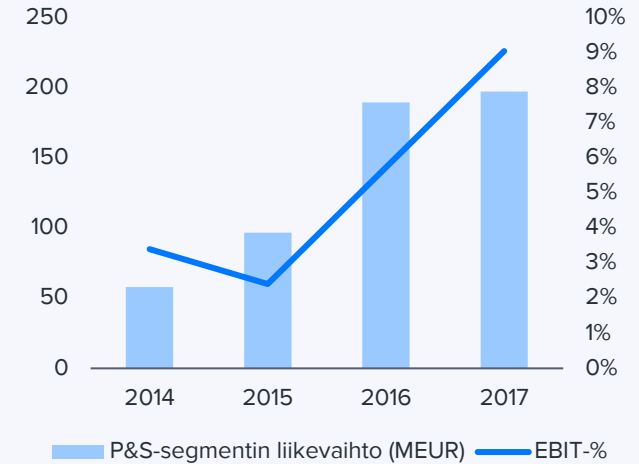
P&S-segmentin kannattavuus kehittyi vuosina 2015-2018 erittäin vahvasti. Arviomme mukaan yritys kykeni tehostamaan toimintaansa asteittain ja toimintamallien jatkuva parantaminen nosti segmentin kannattavuuden erittäin hyvälle tasolle. Kokonaisulkoistuksiin (2019-2022) lasketaan mukaan myös Jokilaakson sairaala. Sen käyttöasteet ovat kehittyneet positiivisesti viime vuosina, mikä on tukenut sen kannattavuutta. Asiakasmäärien kehitystä on nostanut omalta osaltaan erikoissairaanhoidon valinnan vapauden

hyödyntämisen lisääntyminen.

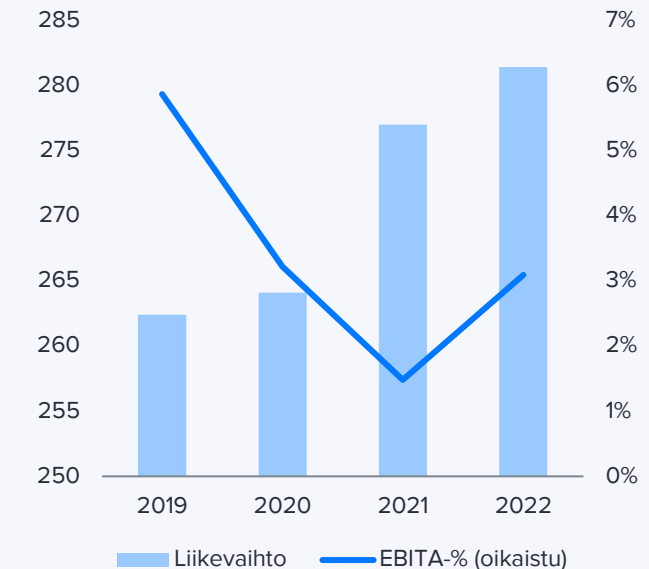
Vuosina 2020-22 muiden kiinteästi hinnoiteltujen kokonaisulkoistusten selvää tulosheikennystä selittävät kolme tekijää. Ensin hoivakohusta seuranneet viranomaismääräykset nostivat hoitajamitoitusta. Yhtiön mukaan sen ulkoistusopimuksissa on sovittu, että viranomaismääräyksistä johtuvat kustannustasojen nousut pitäisi kuulua tilaajan maksettaviksi. Kaikkia kuluja ei kuitenkaan olla saatu toistaiseksi perittyä tilaajilta ja kiista [Jämsän kanssa](#) jatkuu hovioukudessa. Myös etenkin Pirkanmaan sairaanhoitopiiriin tekemät isot investoinnit ovat olleet syynä ulkoistusten kannattavuuden laskuun. Sairaanhoitopiiri laskuttaa noin 50 % tekemistään investoinneista alueen kunnilta muun erikoissairaanhoidon laskutuksen mukana. Yhtiön mielestä investointien laskutus pitäisi olla paremmin linjassa ulkoistussopimusten pituuden kanssa. Myös koronapandemiaan liittyvät ylimääräiset kustannukset painoivat kuntaulkoisten kannattavuutta. Sopimusten pandemiapykälien perusteella myös niiden pitäisi kuulua yhtiön mukaan tilaajien maksettaviksi.

Pihlajalinna toteutti keväällä 2022 muutosneuvottelut kuntaulkoistuksissa, jonka seurauksena tilaajalle ylimääräisenä tuotettuja palveluita karsittiin. Tämä tuki kannattavuutta Q3'22:lla. Segmentin EBITA-liikevoitto painui kuitenkin tappiolle Q4'22, kun erikoissairaanhoidon kustannukset olivat poikkeuksellisen korkeita ja myös henkilöstön sairauspoissaolot olivat korkeita. Q1'23 oli segmentissä jälleen kuitenkin hyvä (kts. s. 37).

## Vanhan P&S-segmentin kehitys



## Kokonaisulkoistukset (MEUR)



# Segmenttien taloudellinen kehitys

## Oman verkoston kannattavuus

Yksityisen verkoston kannattavuus oli vuosien 2014-2017 välillä selvällä laskutrendillä. Vuonna 2018 segmentin liikevoitto saavutti pohjanoteerauksen, kun se painui yhtiön kommenttien mukaan jopa lievästi tappiolliseksi. Yksityisen puolen heikon kehityksen taustalla vaikutti etenkin kilpailun kiristyminen asiakkaista sekä lääkäreistä. Tämä puolestaan oli seurausta nopeasti kasvaneesta lääkärikeskuskapasiteetista, kun kilpailijoiden (mm. Mehiläinen, Pohjola Sairaala) toimesta avattiin uusia isoja yksiköitä. Myös Pihlajalinnan toimipisteiden määrä kasvoi voimakkaasti vuonna 2018, kun se avasi uudet isot lääkärikeskus- ja leikkausyksiköt mm. Ouluun, Turkuun ja Seinäjoelle. Kysyntä ei kuitenkaan kasvanut samassa tahdissa. Samalla vakuutusyhtiöiden asiakasohjauksen heikentyminen näkyi leikkaustoiminnan kysynnän laskuna. Vuonna 2019 yhtiö julkaisi kustannussäästöohjelman (17 MEUR). Sen järeillä toimenpiteillä toimipaikkakohtaista kannattavuutta pyrittiin parantamaan sulkemalla tappiollisia yksiköitä ja toteuttamalla organisaatiouudistus. Ohjelma onnistui ja sen keskeisenä saavutuksena oli, että henkilöstön työaika kyettiin kohdentamaan enemmän palveluntuotantoon hallinnollisesta työstä. Yhtiö käynnisti myös samankaltaisen ohjelman vuoden 2023 alussa.

## Asiakasmäärät ovat kasvaneet pitkään hyvin

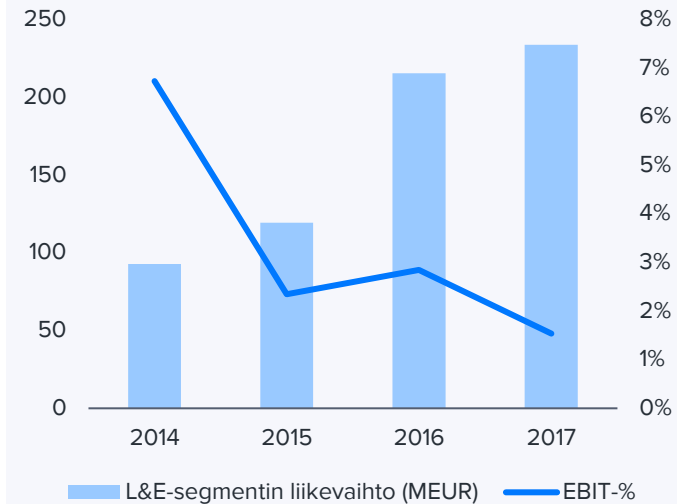
Asiakasmäärien kasvun myötä toimipaikkojen käyttöasteet ovat parantuneet, mikä on tukenut niiden kannattavuutta. Positiivisen kehityksen

taustalla ovat olleet kasvaneet työterveyden loppuasiakasmäärät (2022: 270 000 vs. 2015: 60 000) ja vakuutusyhtiöyhteistyön tiivistyminen. Kokonaisuutena Pihlajalinnan yksityisten yritysasiakkaiden liikevaihto on kasvanut vuoden 2017 83 MEUR:sta vuoden 2022 223 MEUR:oon. Myös julkinen palvelumyyni, josta osa on työterveyttä, on tuplannut liikevaihtonsa 109 MEUR:oon vuoden 2019 tilanteesta. Kasvua on saatu etenkin yritysostojen myötä sekä kilpailijoita aggressiivisemmalla hinnoittelulla ja palveluiden ketterällä räätälöinnillä asiakkaan tarpeisiin.

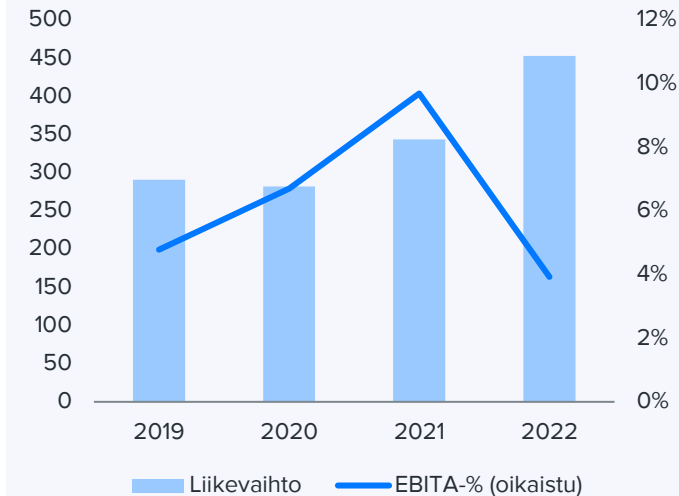
Vuodesta 2019 alkaen vakuutusyhtiömyynnin positiivisen kehityksen taustalla on ollut tiivistynyt yhteistyö Fennian sekä Pohjola vakuutuksen kanssa. Lopulta yhtiö päätyi ostamaan Pohjola Sairaalan ja sopimuksen teon yhteydessä allekirjoitettiin viisivuotinen sopimus, joka yhtiön mukaan kattoi laajasti myös muita palveluita kuin Pohjola-Sairaalassa tarjottuja palveluita. Yhtiön vakuutusyhtiömyynnin kehitys esitetty sivulla 25.

Koronapalveluiden myynti tuki yksityisen verkoston kannattavuutta merkittävästi etenkin aikavälillä Q4'20-Q1'22. Näinä kvartaaleina niiden myynnit olivat 7-12 MEUR/kvartaali ja arvioimme näiden tulleen sisään korkealla ~50 % EBITA-marginaalilla. Tämä selittää osin sitä, miksi segmentin aikaan saama vahva orgaaninen lisämyynti (2021-22) perinteisissä operaatioissa ei ole skaalautunut alariville. Myös kiihtynyt kustannusinflaatio ja sairauspoissaolot tylsistyttivät marginaaleja etenkin kiinteästi hinnoitelluissa työterveyden sopimuksissa vuonna 2022. Q1'23:lla segmentin kehitys oli jälleen erittäin hyvää (s. 36).

## Vanhan L&E-segmentin kehitys



## Konserni ilman kokonaisulkoistuksia (MEUR)



# Taloudellinen kehitys

## Laajentuminen pääoman allokoinnin keskiössä

Olemme oheisessa kuvaajassa havainnollistaneet Pihlajalinnan liiketoiminnan operatiivista rahavirtaa, siten, että olemme vähentäneet liiketoiminnan nettorahavirrasta (IFRS-rahavirtalaskelma) yhtiön maksamat vuokrat (2022: 29 MEUR).

Tätä rahavirtaa yhtiö pyrkii allokoimaan yritysostoihin, orgaanista kasvua luoviin investointeihin, osinkoon ja rahoituskuluihin. Pääoman allokoinnissa onnistuminen on keskeistä, jotta kassavirtaan syntyy korkoa korolle ilmiö ja myös taseen velankantokyky paranee. Kuvaajia vertaamalla huomataan, että operatiivinen rahavirta on ollut useana vuonna selvästi pienempi kuin pelkästään investointeihin ja yrityskauppihin käytetyt pääomat (ennen lainojen korkokuluja ja osinkoa). Tämä kertoo vahvasta kasvufokuksesta ja on toisaalta johtanut taseen velkavivun kasvuun.

## Yritysostot vieneet valtaosan panoksista

Investointien mix (uudet yksiköt, yritysostot) on vaihdellut kulloinkin voimassa olevista strategisista painotuksista sekä yrityskauppamarkkinan hintatasoista riippuen. Käyttöomaisuusinvestoinnit, joita tarvitaan toiminnan pyörittämiseen ovat olleet vakaampia. Valtaosa yhtiön investoinneissa kohdistuu yksityiseen verkostoon johtuen siitä, että ulkoistuksia voittaessaan yhtiö siirtyy yleensä käyttämään kunnan tiloja ja laitteita.

Vuonna 2018 yritysostoja tehtiin 79 MEUR:lla, kun yhtiö hankki mm. Doctagonin, Foreverin ja Kymijoen Työterveyden. Vuosina 2019-2020

investointeja tehtiin puolestaan maltillisesti, sillä yhtiöstä oli osan näitä vuosia käynnissä Mehiläisen ostarjous, jolloin laajentamiseen ei investoitu.

Vuonna 2021 yhtiö alkoi jälleen aktivoitua yritysostoissa ja etenkin vuonna 2022 yritysostoihin käytettiin jälleen runsaasti pääomia etenkin Pohjola-Sairaalan hankinnan myötä.

Yhtiö on vuonna 2022 investoinut lisäksi normaalia enemmän aineellisiin hyödykkeisiin lisätäkseen Pohjola Sairaalassa olevien vastaanottohuoneiden määrää, sillä tehokkaan toiminnan näkökulmasta yksiköt rakennettiin alun perin liian väljästi. Muutosten myötä 2 huoneesta on yleensä saatu tehtyä 3 vastaanottohuonetta.

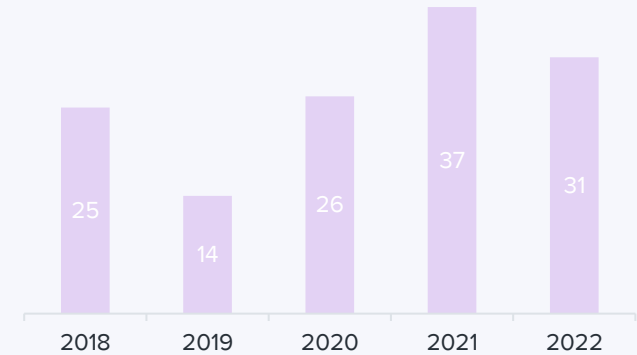
Yhtiö ei erittele investointejaan aineellisiin ja aineettomiin hyödykkeisiin. Investoinnit aineettomiin hyödykkeisiin (sis. digi-investoinnit) ovat poistojen perusteella (~5 MEUR) ja siten selvästi pienemmät kuin pääkilpailijoilla (vrt. Terveystalo ~20 MEUR/v).

## Rahoituskuluihin kuluu yhä enemmän pääomia

Vieraan pääoman korkokuluihin (ei sis. IFRS 16) yhtiöltä hupeni lisäksi vuonna 2022 3,4 MEUR ja vuonna 2021 1,7 MEUR johtuen yli tavoitteiden kohonneesta velkaantumisesta. Myös korkojen nousu alkoi jo osin näkyä yhtiön rahoituskuluissa.

Vuonna 2021 yhtiö maksoi omistajilleen myös osinkoa noin 5 MEUR:lla, mutta vuonna 2022 siihen ei enää riittänyt pääomia.

## Operatiivinen rahavirta (MEUR)\*



## Investoinnit ja yrityskaupat (MEUR)



Lähde: Inderes, Pihlajalinna, Operatiivinen rahavirta\* oikaistu IFRS 16 vaikutuksella, jolloin siitä on vähennetty jo vuokrien maksuun kuluva pääoma

# Taloudellinen kehitys

## Käyttöpääoma negatiivinen

Pihlajalinnan käyttöpääoma on negatiivinen (2022 -7 % liikevaihdosta) ja yhtiö saakin sen turvin ilmaista rahoitusta. Yhtiön liiketoiminta ei tarvitse juurikaan varastoja ja myöskään myyntisaamia ei kerry taseeseen normaalisti merkittävästi. Yksityisasiakkaat maksavat laskunsa tyypillisesti jo vastaanotolla, mutta yritys ja kunta-asiakkailla on pidemmät maksuajat. Vuosina 2020-21 sekä myyntisaamiset että ostovelat kokivat selvän hyppäyksen. Saamisten nousu liittyi ulkoistusten palveluntuotannon kohonneisiin kustannuksiin ja kiistaan niiden jaosta tilaajan kanssa. Jämsä ei ollut maksanut Pihlajalinnan lähettämiä laskuja ja Pihlajalinnasta vastaavasti jätti maksamatta omia laskujaan tilaajalle, mikä nosti ostovelkoja. Nämä erät normalisoituivat kuitenkin vuoden 2022 aikana, kun käräjäoikeus teki asiasta päätöksen. Päätös oli Pihlajalinnan näkökulmasta epäedullinen ja se johti taseessa alaskirjauksiin.

## Velkaantuminen kasvanut yli tavoitteiden

Yhtiön tavoitteena on pitää sen nettovelan suhde viimeisen 12 kk oikaistuun käyttökatteeseen (EBITDA) alle 3x. Suhdetta ovat kuitenkin nostaneet selvästi vuonna 2022 tehdyt yritysostot. 2022 lopussa suhde oli erittäin korkea 6,0x (2021: 3,0x), mutta Q1'23:n lopussa se laski 5,3x:ään.

Korostamme kuitenkin, että näitä lukemia nostavat yhtiön korkeat vuokrasopimusvelat, joita etenkin Pohjola Sairaalan pitkien vuokrasopimusten tuonti taseeseen nosti. Rahoittajat puolestaan katsovat taseessa nettovelan suhdetta käyttökatteeseen

(EBITDA) ilman IFRS-16 muutoksia, ja tämä suhde oli Q1'23:n lopussa 3,3x. Myös tämä tunnusluku on silti edelleen absoluuttisesti korkea, kun huomioidaan, että yhtiöllä on nykyisin myös omaksi pääomaksi laskettava 20 MEUR:n hybridilaina taseessaan, joka ei näy suhteessa. Yhtiön velkaantumista rahoittajien näkökulmasta on käsitelty tarkemmin seuraavalla sivulla.

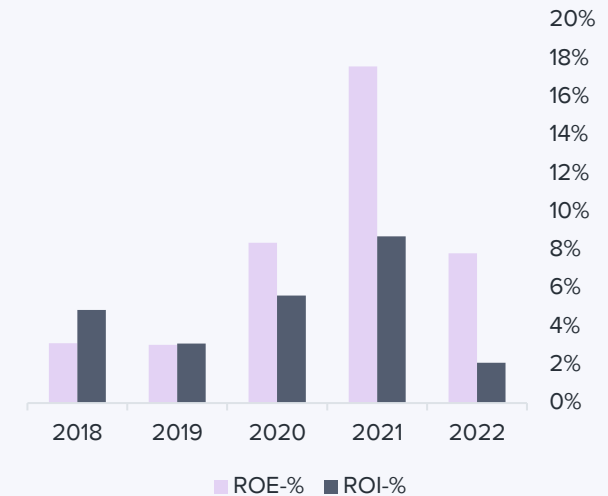
## Pääoman tuottoa rasittanut kallis rakennusvaihe

Yhtiön kokonaispääoman tuotosta kertova ROI-% oli hyvin viime vuonna vaatimaton eli 2 %, eikä se yltänyt lähellekään pääoman tuottoaodetta.

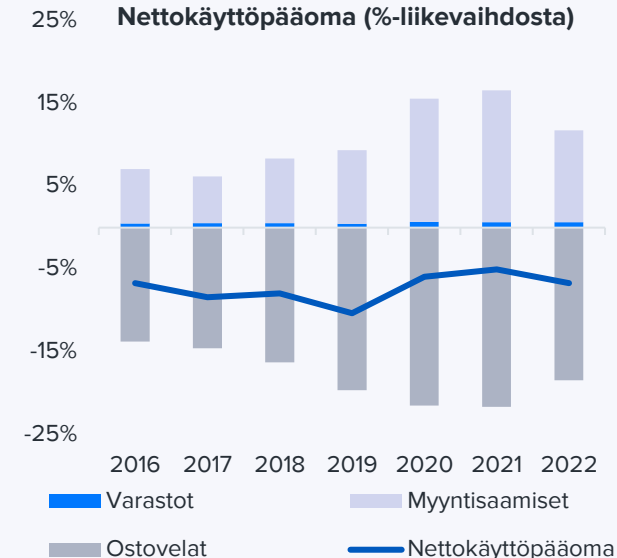
Mielestämme tätä mittaria tarkasteltaessa sijoittajan on hyvä kuitenkin ymmärtää, että yhtiön nousu nykyiseen markkina-asemaan on vaatinut erittäin pääomaintensiivisen rakennusvaiheen johtuen verkostovaikutuksista. Infrastruktuurin ollessa paikallaan orgaanisen lisämyynnin pitäisi jatkossa tulla sisään korkealla marginaalilla.

Yhtiön aiempiin yrityskauppoihin liittyy myös ppa-poistoja (kohteen asiakassopimusten ja tavaramerkkien poistoja), jotka heikentävät osaltaan hieman tuloskomponenttia (2022: 2,7 MEUR = 12 senttiä/osake), vaikka niillä ei ole vaikutusta yhtiön operaatioiden tuottamaan rahavirtaan. On silti selvää, että yhtiön on jatkossa oleellista alkaa ottaa selvästi enemmän tuottoja irti omaisuusaristään, jotta tulevaisuuden investointi- ja osingonmaksukyky säilyvät. Q1'23 osalta tuloskehitys olikin rohkaisevaa. Olemme käsitelleet tarkemmin tuloskasvuodotuksiamme ennusteosiossa.

Pääoman tuotto



Nettokäyttöpääoma (%-liikevaihdosta)



\*sis IFRS 16 muutokset

Lähde: Inderes, Pihlajalinnasta



# Taloudellinen kehitys

## Taseen vastaavaa puoli

Pihlajalinnan Q1'23 taseen loppusumma oli 665 MEUR. Yhtiön taseessa on aineellisia käyttöomaisuushyödykkeitä 264 MEUR. Näistä valtaosa muodostuu käyttöomaisuuseristä (~200 MEUR), jotka liittyvät IFRS-16 standardin mukaisiin vuokravastuisiin. On huomattavaa, että näiden IFRS 16-vastuiden määrä nousi noin 130 MEUR:lla yhtiön hankittua Pohjola-Sairaalaan. Tämä johtui viiden sairaalaysikön pitkistä vuokrasopimuksista. Muita aineellisia käyttöomaisuushyödykkeitä ovat liiketoiminnassa tarvittavat laitteet ja kalusteet.

Aineettomia hyödykkeitä taseessa on 274 MEUR, joista valtaosa on liikearvoa (251 MEUR), joka on syntynyt lukuisten yrityskauppojen seurauksena. Tämä on ymmärrettävää, sillä tyypillisesti asiantuntijaliiketoiminnassa yrityskaupoilla ostetaan osaamista ja alueellista markkinaosuutta, joka ei näy ostokohteen taseessa. Se osa "ylihinnasta" jota ei voida kohdistaa ostokohteen tavaramerkeille ja asiakassuhteille (PPA) jää liikearvoon. Pihlajalinna testaa tasaisin väliajoin, että liikearvon kirjanpitoarvo ei ylitä käypää arvoa. Mikäli yhtiön tulos kehittyy ennusteidemme mukaisesti, emme odota liikearvoon alaskirjauksia. Mikäli tulospääasua ei lähivuosina saataisi aikaan näemme riskejä alaskirjaukselle, mikä heikentäisi rahoittajien taseessa katsomia tunnuslukuja.

Yhtiön varasto näyttelee suhteellisen pientä roolia sen ollessa vain 4 MEUR. Yhtiön saamiset olivat yhteensä noin 104 MEUR, josta myyntisaamisiin laskettavien erien osuus oli noin 76 MEUR. Yhtiöllä oli Q1'23 lopussa lisäksi rahavaroja 15 MEUR.

## Taseen vastattavaa puoli

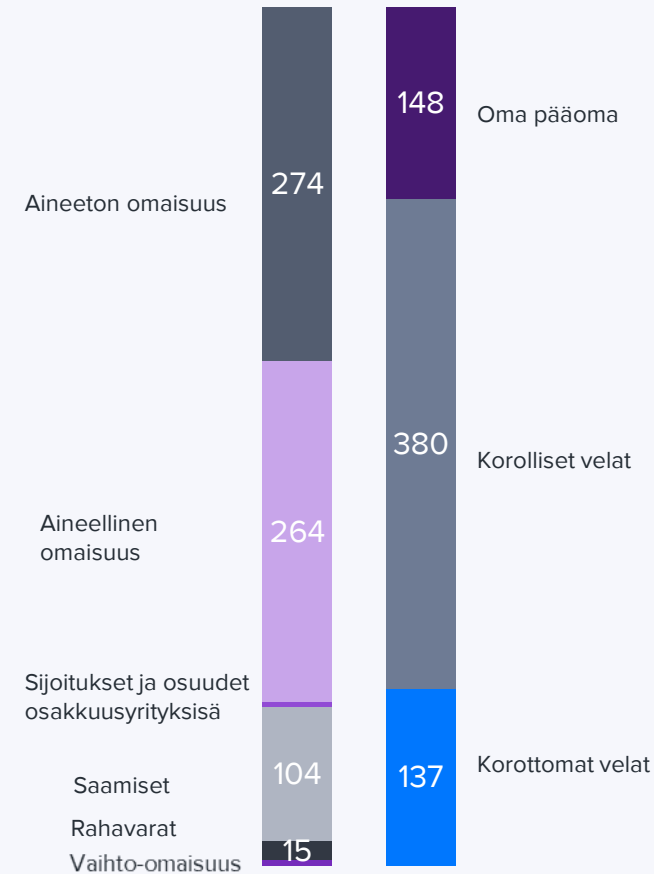
Vastattavien osalta tase on yksinkertainen. Yhtiön oma pääoma oli 2022 lopussa 148 MEUR, johon sisältyy myös 27.3.2023 liikkeelle laskettu 20 MEUR:n hybridilaina. Korollista velkaa yhtiöllä on taseessa noin 380 MEUR koostuen 149 MEUR:n pankkilainoista ja loput ovat laskennallista IFRS-vuokrasopimusvelkaa. Lyhytaikaista korotonta vierasta pääomaa yhtiöllä oli 2022 lopussa noin 137 MEUR. Näistä 125 MEUR oli ostovelkoihin laskettavia eriä.

## Rahoittajat katsovat kahta taseen tunnuslukua

Yhtiön tase on velkaantunut aktiivisen laajentumisvaiheen jälkeen, eikä verkostosta ole toistaiseksi saatu irti vielä sen täyttää kannattavuuspotentiaalia. Yhtiön pankkilainojen kovenanttitasot ovat nettovelka/EBITDA (viim. 12kk) 3,75x sekä gearing alle 115 %. Kovenanttien laskennassa ei oteta huomioon IFRS 16 – vuokrasopimusvelkoja. Yhtiön vuosi 2022 oli tulosmielessä hankala ja näitä kovenanttitasoja jouduttiin väliaikaisesti nostamaan selvästi, mikä nosti myös yhtiön rahoituskuluja tuntuvasti.

Yhtiö laski kuitenkin Q1'23 lopussa liikkeelle 20 MEUR:n hybridilainan ja samalla Q1:llä aikaansaatu vahva tulospääasua auttoi yhtiötä pääsemään taas kovenanttitasojen alle, sillä nettovelka/EBITDA laski 3,3x:ään ja gearing 100 %:iin. Taseen tunnuslukujen parantumisen myötä pankkilainojen korkomarginaalit laskevat Q2:sta alkaen. Kääntöpuolena on, että hybridilainan korkokulut ovat seuraavat kolme vuotta korkeita (korko 12 %).

## Q1'23 tase (665 MEUR)



# Sijoitusprofiili

1.

**Alueellisesti vahva brändi ja tarjooma**

2.

**Verkoston ylösajo edelleen osin kesken pitäen tulospotentiaalia piilossa**

3.

**Velkaantuminen noussut korkeaksi aktiivisen laajentumisen myötä**

4.

**Poliittiset riskit ja markkinan osaajapula**

5.

**Hyvä pidemmän ajan osinkopotentiaali tulosparannuksen realisoituessa**

## Potentiaali



- Alueellisesti vahva asema ja arviomme mukaan myös kannattavuus
- Pohjola-Sairaalan myötä kasvu korkeamman jalostusasteen erikoislääkäri- ja leikkauspalveluissa
- Toimipisteiden ylösajon etenemisen myötä paraneva kannattavuus
- Väestön ikääntyminen
- Julkisen puolen haasteet hoitojonojen purussa
- Kattava maakunnallinen sairaalaverkosto
- Ammattilaisten määrä rajallinen markkinalla

## Riskit



- Nykyisen hallituksen sote-uudistus luo epävarmuutta kuntaulkoistusten jatkolle vuoden 2025 jälkeen
- Kilpailutilanteen ja taloustilanteen kehitys
- Verkoston laajentamisen kalleus nostanut velkavivun korkeaksi
- Digi-investointien kilpailijoita pienempi rahallinen arvo
- Ammattilaisten määrä on rajoitettu markkinalla
- Palkkainflaation mahdollinen kiihtyminen korkeassa kysynnässä

# Ennusteet

## Ohjeistus vuodelle 2023 vaikuttaa varovaiselta

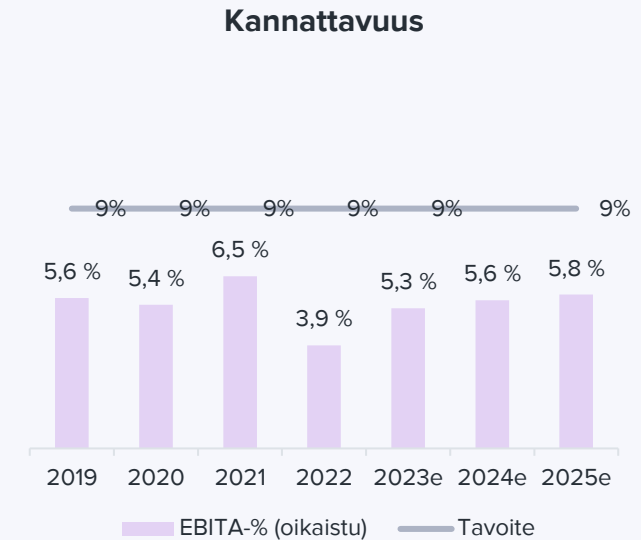
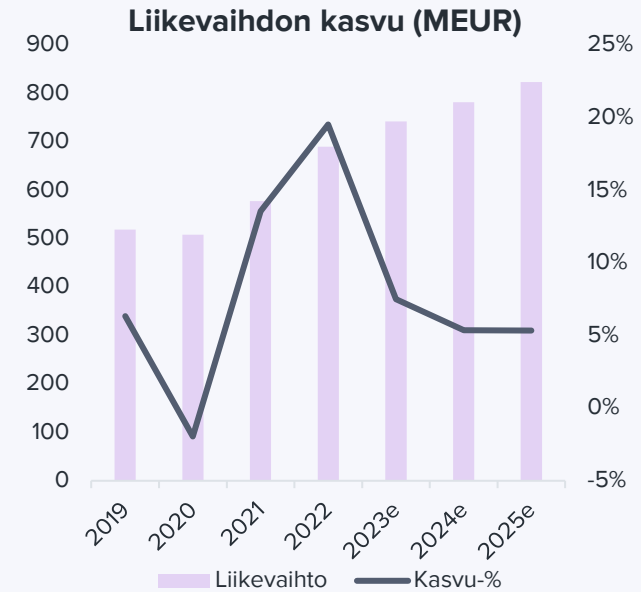
Pihlajalinnan ohjeistus vuodelle 2023 on, että liikevaihdon odotetaan kasvavan edellisen vuoden tasosta (2022: 690,5 MEUR) ja oikaistun EBITA:n odotetaan paranevan (2022: 26,7 MEUR). Ohjeistus ei rajaa sitä kuinka paljon tulos kasvaa, mutta se ei toisaalta tarjoa kunnon selkänöjaakaan tuloskasvuodotuksille, sillä 2022 oikaistu EBITA jäi hyvin vaisuksi suhteessa yhtiön potentiaaliin. Yhtiö kommentoi ohjeistuksenannon yhteydessä, että tammikuussa 2023 käynnistettyjen muutosneuvottelujen sekä kokonaisulkoistusten tehostamisohjelmien odotetaan parantavan kannattavuutta. Hinnankorotusten odotetaan kompensoivan kustannusinflaation vaikutuksia.

## Vuosi lähti Pihlajalinnalta käyntiin vahvasti

Q1:llä tulos parani jo selvästi EBITA:n noustua 11,0 MEUR:oon (Q1'22: 7,8 MEUR), mutta tästä huolimatta yhtiö toisti varovaisen ohjeistuksensa. Yhtiö kertoi, että ohjeistusta ei haluttu muuttaa, sillä H2'23:lla tuleviin henkilöstön palkankorotuksiin ei ole lopullista näkyvyyttä. [Yksityisen sosiaalialan](#) neuvottelut ovat myös edelleen jumissa. Ennustamme konsernin 2023 liikevaihdon kasvavan 8 %:lla 742 MEUR:oon ja EBITA:n 50 %:lla 39,1 MEUR:oon (EBITA 5,3 %). Odotammekin yhtiön nostavan vielä ohjeistustaan, sillä 50 %:n parannusta pitäisi käsityksemme mukaan sanallisesti kuvata ”kasvaa merkittävästi”. Vuoden 2023 tulosparannusta tukevat vuodenvaihteen 5-10 %:n hinnankorotukset, jotka saatiin Q1:n perusteella vietyä hyvin läpi yritys- ja vakuutusyhtiöasiakkaille. Myös

hengitystieinfektioista johtuneet sairauspoissaolot normalisoituivat nopeasti jo Q1:llä ja uskomme samankaltaisen kehityksen jatkuvan loppuvuonna. Yhtiö kertoi myös ammatinharjoittajien määrän kasvaneen Q1:llä edelleen 22 %:lla, mikä on positiivinen indikaatio orgaanisen kasvun jatkumista ajatellen. Q2:sta eteenpäin myös alkuvuonna toteutetun tehostamisohjelman pitäisi tukea tulosparannusta reilulla 1 MEUR:lla/kvartaali. Samalla koronapalveluiden menetyksen selvin negatiivinen tulosvaikutus nähtiin jo Q1:llä ja loppuvuonna vertailukaudet ovat pehmeämpiä.

Epävarmuutta liittyy edelleen siihen kuinka paljon SOSTES:n mukaiset palkankorotukset tulevat olemaan, mutta [TPTES:n](#) korotukset selvisivät viime viikolla. Olemme mallintaneet kokonaisuudessaan noin 5 %:n palkankorotuksia per henkilö vuodelle 2023. mutta ennustamista hankaloittaa se, että yhtiön palkat per henkilö ovat viime vuosina nousseet selvästi yli TES-korotusten. Vuosien 2018-2022 välillä oman henkilöstön keskimääräinen ansio kokoaikaiseksi muutettuna on kasvanut 6,2 %:lla (CAGR). Tämä on käsityksemme mukaan johtuu osin markkinan kroonisesta osaajapulasta ja osin yritysostokohteiden palkkatasoissa olleista eroista. Maaliskuun muutosneuvotteluissa konsernihallintoa myös karsittiin, mikä vaikuttaa keskipalkkaan alentavasti. Palkankorotuksista johtuen yhtiölle ennustamamme tulostaso on etenkin Q4:llä vahvaa Q1:stä matalampi, sillä yritysasiakkaissa ja ulkoistuksissa hintoja tarkastellaan vuoden vaihteessa. Kvartaaliennusteet ovat nähtävillä sivulla 39.



# Segmentti-ennusteet

## Yksityisen verkoston 2023 ennusteet

”Konserni ilman kokonaisulkoistuksia” - segmentissä ennustamme 2023 liikevaihdon kasvavan 13 %:lla 511 MEUR:oon ja oikaistun EBITA:n nousevan 24,6 MEUR:oon (2022: 17,8 MEUR). Koronapalveluita on segmentin 2022 vastaluvuissa liikevaihdon osalta noin 16 MEUR ja arvioimme sen poistumisesta tulevan noin 8 MEUR:n negatiivisen vaikutuksen EBITA-tulokseen. Tästä negatiivisesta vaikutuksesta nähtiin jo puolet Q1:llä, mutta silti segmentin oikaistu EBITA nousi 6,8 MEUR:oon (Q1'22: 6,2 MEUR). EBITA-marginaali laski kuitenkin 5,2 %:iin (Q1'22: 5,9 %). Yritysasiakkaissa tehdyt hinnankorotukset tulivat tehokkaasti läpi ja muiltakin osin orgaaninen kasvu jatkui kauniisti henkilöstön infektioipoissaolojen laskettua. Yhtiö kertoi myös, että leikkaustoiminnan kannattavuus parani suurempien volyymien johdosta ja Pohjola Sairaalan tuloskäänne vaikuttaa etenevän hyvin.

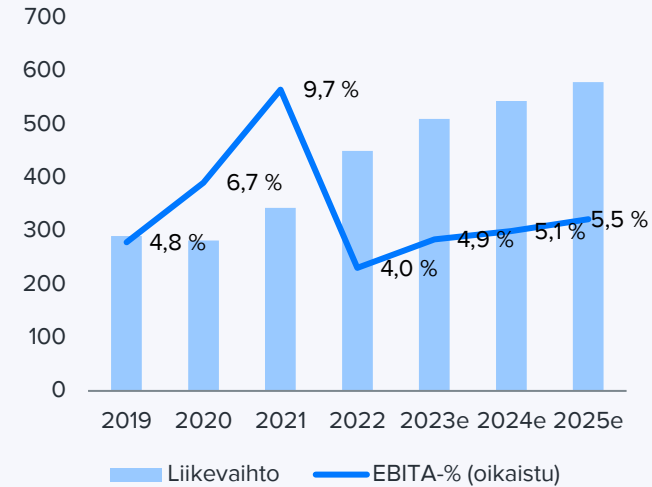
Myös Q2:sta eteenpäin yhtiön palveluiden volyymikasvu painottuu ennusteessamme yritysasiakkaisiin. Yritysasiakkaiden sisällä odotamme vakuutusyhtiömyynnin jatkavan kasvuaan, mikä tukee Pohjola-Sairaalaan käyttöasteita. Pohjola-Sairaalaan on viime vuonna rakennettu lisää vastaanottohuoneita ja sen palveluntuotantoon pyritään edelleen saamaan lisää ammattilaisia. Pohjola Sairaala pääsi oikaistun EBITA:n tasolla jo vuonna 2022 plusmerkkiseen tulokseen ja odotamme sen kannattavuuden edelleen parantuvan volyymien noston kautta. Myös viime vuoden aikana avatuilta neljältä lääkärikeskukselta (s. 19) odotamme asteittain

paranevaa tulosta niiden käyttöasteiden parantuessa. Yhteistyö hyvinvointialueiden kanssa on käynnistynyt, mutta julkisen puolen pitkien kiireettömien leikkaushoitajajonojen purkuun liittyviä tilauksia ei käsityksemme mukaan ole alettu vielä saada isommassa mittakaavassa.

Sijoittajan on tärkeää huomata, että ennustammamme kasvu tulee pääosin nykyisen verkoston sisällä ja siten lisämyynnin EBITA-marginaalilla on edellytykset tulla sisään selvästi korkeammalla kannattavuudella kuin mitä tähän mennessä yhtiön aikaansaamat EBITA-marginaalit ovat. Toisaalta kuluinflaatio nostaa edelleen nykyisen verkoston ja henkilöstön kuluja, mikä lisää epävarmuutta tulosvivun kulmakeroita kohtaan. Merkittävimmät erät vuoden 2023 kuluinflaatioissa ovat palkat ja vuokrat. Oman henkilöstön palkkojen odotamme nousevan noin 5 %:lla ja vuokrat nousevat ennusteessamme kuluttajahintaindeksin mukana.

Yhtiö sai maaliskuussa valmiiksi yksityisen puolen [muutosneuvottelut](#), jotka tähtäsivät maltillisiin henkilöstövähennyksiin ja hoitohenkilökunnan hallinnollisen työn osuuden vähentämiseen. Myös pieniä työterveyden toimipisteitä yhdisteltiin ja organisaatorakennetta yksinkertaistettiin. Yhteensä näistä kerrottiin tulevan noin 5 MEUR:n vuositason säästöt Q2'23:sta alkaen. Q2:sta alkaen kasvuluvut saavat edelleen jonkin verran tukea viime vuonna tehdyistä yritysostoista, mutta Q1'23:n lopussa tapahtunut suunterveyden divestointi kumoaa tätä vaikutusta, sillä se luo Pihlajalinnan myyntiin vuositasolla noin 16 MEUR:n loven, vaikkakin sen tulosvaikutus jää pieneksi.

## Konserni ilman kokonaisulkoistuksia (MEUR)



# Segmentti-ennusteet

## Yksityisen verkoston pidemmän ajan ennusteet

Myös vuosina 2024-25 odotamme ”Konserni ilman kokonaisulkoistuksia” -segmentissä myynnin kasvua edelleen erityisesti yritysasiakasmyyntiltä. Myös julkisen palvelumyynnin odotamme ajavan kasvua. Tässä vaiheessa hyvinvointialueet ovat arviomme mukaan saaneet operaatioidensa haltuunoton jo riittävän pitkälle, jotta myös uusien palveluntuotantomallien tilaamiseen yksityiseltä jää riittävästi resursseja. Myös pidemmällä perspektiivillä kannattavuus paranee Pihlajalinnan verkostossa asteittain myynnin kasvun skaalatessa kuluja. Ammattilaisten ja asiakkaiden välisistä verkostovaikutuksista johtuen myynnin kasvattaminen on kuitenkin pitkäjänteistä työtä. Odotamme konsernin ilman kokonaisulkoistuksia EBITA-%:n elpymän 2022 4,0 %:ista asteittain vuoden 2025 5,5 %:iin. Tulosvivun voimakkuus riippuu kuitenkin paljon siitä kuinka tehokkaasti yhtiö saa hinnankorotuksilla kumottua kustannusinflaation vaikutusta.

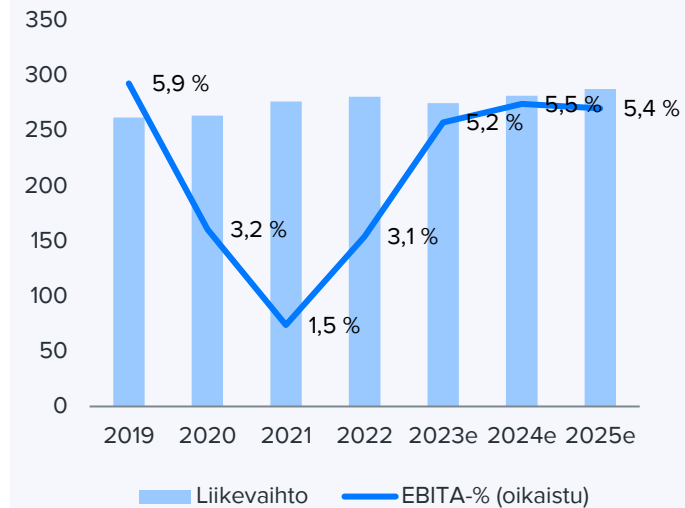
## Kokonaisulkoistusten ennusteet

Kokonais- ja osulkoistusten segmentin liikevoitto nousi Q1'23:lla 4,1 MEUR:oon (Q1'22: 1,5 MEUR). Niiden kannattavuus parani vertailukaudesta vähentyneiden infektiosairauspoissaolojen johdosta. Sitä tuki edelleen myös keväällä 2022 toteutettu ulkoistusten tehostaminen ja tilaajalle ylimääräisenä tuotettujen palveluiden karsinta, jotka onnistuivat hyvin. Erikoissairaanhoidosta ei myöskään saatu nyt negatiivisia yllätyksiä. Odotamme segmentin tulosparannuksen hieman maltillistuvan H2'23:lla, kun palkankorotukset nostavat kustannuksia ja se näkyy kiinteähintaisten

sopimusten hinnoissa vasta vuoden 2024 alusta. Vuositasolla tarkasteltuna ennustamme segmentin nostavan silti 2023 EBITA-liikevoittoaan selvästi 14,5 MEUR:oon (2022: 8,7 MEUR). Lähivuosina tilaajalle tuotettuja palvelutasoja on käsityksemme mukaan edelleen mahdollista karsia vastaamaan hyvinvointialueiden muuta palvelutuotantotasoa, mikä voi pitkällä ajalla hieman tukea segmentin tulostasoa. Myös aiemmin käsitelty työkykyjohtamisen kärkihanke työeläkeyhtiöiden kanssa voisi onnistuessaan laskea ulkoistusten henkilöstön poissaoloja ja sen kustannustasoa. Kokonaisuutena ennustamme kuitenkin kokonaisulkoistusten segmentin EBITA-tuloksen jäävän lähivuodet noin 15 MEUR:n tasolle.

Hyvinvointialueet ovat johdon kommenttien perusteella toistaiseksi jatkamassa kokonaisulkoistuksia. Yksi ero yhtiön ulkoistusten sisällä tulee olemaan se, että vuoden 2023 alusta Pirkanmaan hyvinvointialue on ottanut omaan palvelutuotantonsa kuntaulkoistusten vaativan ja kiireellisen erikoissairaanhoidon. Tällä on hieman yli 20 MEUR:n negatiivinen vaikutus liikevaihtoon. Myös muissa ulkoistuksissa pyritään yhtiön toimesta samanlaiseen ratkaisuun, mutta näistä ei olla päästy vielä sopimukseen. Vastuun poistuminen pienentäisi ulkoistusten volatiilia kustannuskomponenttia ja voisi parantaa myös ulkoistusten tulosta verrattuna viime vuosiin, sillä sairaanhoitopiirien laskutukset ovat olleet koholla. Korostamme, että nykyennusteemme pitävät sisällään ulkoistusten jatkon nyky muodossaan. Selkeä epävarmuus lähivuosina liittyy kuitenkin siihen jatkuvatko mm. elokuussa 2025 katkolla olevat Jokilaakson ja Jämsän sopimukset.

## Kokonaisulkoistukset (MEUR)



# Ennusteet

## Konsernin ennusteet suhteessa tavoitteisiin

Ennustemme 2025 liikevaihdolle on 824 MEUR ja se on linjassa yhtiön taloudellisen tavoitteen kanssa. Sen sijaan oikaistun EBITA:n ennustamme yltävän 47,6 MEUR:oon ja EBITA-marginaali (5,8 %) on siten selvästi alle yhtiön omien tavoitteiden (yli 9 %). Vuosien 2026-2031 välillä ennustamme liikevaihdon kasvavan 3 %:lla (CAGR) ja sen jälkeen 1,5 %:lla terminaalissa. Olemme pitäneet pidemmän ajan EBITA-%:n ennustemme 6,0 %:ssa ja alle yhtiön tavoitteiden. Kaipaamme vielä konkretiaa tulosparannuksen realisoitumisesta ennen rohkeamman etunojan ottamista.

## Rahoituskulu- ja nettotulosennusteet

Rahoituskuluilla alkaa olla yhä enemmän vaikutusta osakekohtaisen tuloksen määräytymisessä nettovelkojen nousua korkeiksi ja korkotason nousun realisoituessa asteittain.

Vuonna 2022 pankkilainojen korkoihin kului yhtiöltä jo 3,4 MEUR (2021: 1,7 MEUR). Odotamme pankkilainojen korkokulujen nousevan vuonna 2023 jo 7,5 MEUR:oon. Yhtiön noin 150 MEUR:n pankkilainoista osa on korkosuojattu, mutta noin puolet lainoista on sidottu 3 kk ja 6 kk Euriborien kehitykseen, joiden päälle yhtiö maksaa myös pankin marginaalia. Tämän lisäksi myös hybridilainan korkokuluihin hupenee seuraavat kolme vuotta 2,4 MEUR/v Q2'23:sta alkaen.

Rahoituskulujen kasvulla on selvää vaikutusta, sillä ne syövät merkittävän osan tuloslaskelman alimmasta rivistä ja myös tästä näkökulmasta tuloksen elpymisen jatkaminen on tärkeää.

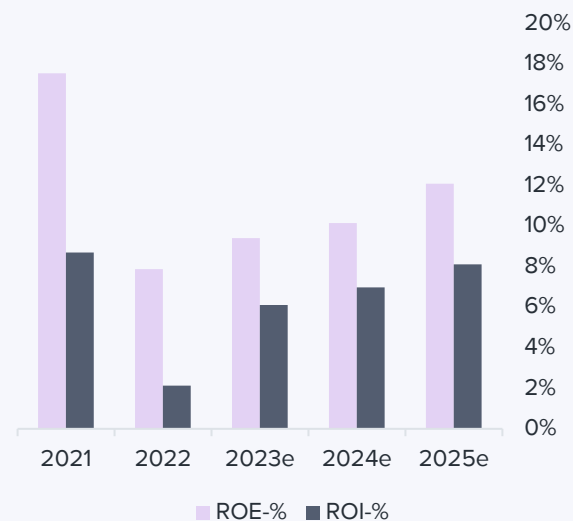
Odotamme yhtiön omistajille kuuluvan nettotuloksen olevan 2023 13,2 MEUR ja nousevan 2024 16,6 MEUR:oon ja 2025 jo 21,3 MEUR:oon. Kertaeristä oikaistu osakekohtainen tulos on ennusteessamme vuonna 2023 0,56 euroa ja 2024 0,77 euroa ja 2025 0,98 euroa. Tuloksen vahva parannus johtuu siitä, että olemassa olevista omaisuuseristä aletaan saada yhä enemmän liikevoittoa irti, mikä valuu kauniisti alariville, kun rahoituskulut alkavat samalla kääntyä laskuun velkaantumisen laskiessa.

## Investointiennusteet

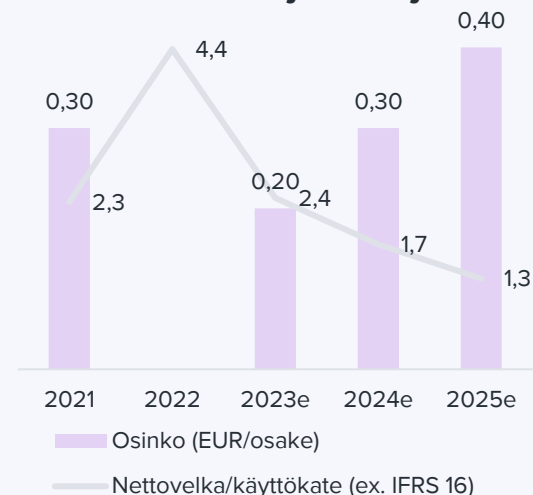
Ennustamme yhtiön investointien aineellisiin ja aineettomiin hyödykkeisiin olevan jatkossa n. 20 MEUR/v, josta noin 5 MEUR painottuu aineettomiin hyödykkeisiin. Yrityskauppoihin odotamme jatkossa kuluvan historiaa selvästi vähemmän pääomia, emmekä mallinna niitä ennusteissamme. Siten tulevina vuosina ennustamme operatiivisen rahavirran nousevan selvästi yli investointien ja yrityshankintojen (vrt. historia sivu 31).

Osinkoa ennustamme yhtiön maksavat tilikaudelta 2023 0,20 €/osake ja tilikaudelta 2024 jo 0,30 €/osake ja tilikaudelta 2025 0,40 €/osake. Nämä vastaavat tavoitteiden mukaista yli 30 %:n osingonjakosuhdetta nettotuloksesta. Kuvaajasta nähdään, että samalla myös rahoittajien katsoma nettovelka/EBITDA suhde laskee selvästi alle rahoitusjärjestelyn edellyttämän kovenanttitason (3,75x). Täten tulostulokseen edetessä ennusteidemme mukaisesti on osingonmaksuun lähivuosina jälleen hyvät edellytykset.

## Pääoman tuotto



## Pääomarakenne ja voitonjako



# Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2021	Q1'22	Q2'22	Q3'22	Q4'22	2022	Q1'23	Q2'23e	Q3'23e	Q4'23e	2023e	2024e	2025e	2026e
<b>Liikevaihto</b>	<b>578</b>	<b>163</b>	<b>174</b>	<b>165</b>	<b>188</b>	<b>690</b>	<b>188</b>	<b>184</b>	<b>174</b>	<b>197</b>	<b>742</b>	<b>782</b>	<b>824</b>	<b>848</b>
Yrityisasiakkaat	138	49	56	53	65	223	70	66	62	73	271	292	315	324
Yksityisasiakkaat	85,2	23	27	24	28	102	29	28	24	29	110	115	120	121
Julkinen sektori	428	109	109	106	114	438	109	108	105	114	437	455	474	488
<b>Käyttökate</b>	<b>63,0</b>	<b>9,3</b>	<b>15,4</b>	<b>18,0</b>	<b>11,8</b>	<b>54,4</b>	<b>23,0</b>	<b>20,3</b>	<b>21,5</b>	<b>18,4</b>	<b>83,2</b>	<b>84,4</b>	<b>88,2</b>	<b>91,3</b>
Kokonais- ja osaulkoistukset (EBITA)	4,1	1,6	2,7	5,3	-0,8	8,8	4,2	3,8	5,0	1,5	14,5	15,5	15,6	15,7
Konserni ilman kokonais- ja osaulkoistuksia (EBITA)	33,2	6,2	4,6	4,0	3,0	17,8	6,8	6,0	5,8	6,0	24,6	28,0	32,0	35,2
<b>EBITA ilman kertaeriä</b>	<b>37,3</b>	<b>7,8</b>	<b>7,3</b>	<b>9,3</b>	<b>2,3</b>	<b>26,7</b>	<b>11,0</b>	<b>9,8</b>	<b>10,8</b>	<b>7,5</b>	<b>39,1</b>	<b>43,5</b>	<b>47,6</b>	<b>50,9</b>
Aineettomien hyödykkeiden poistot	-6,9	-1,8	-2,2	-1,6	-2,1	-7,7	-2,1	-2,1	-2,1	-2,1	-8,4	-7,8	-6,7	-6,7
<b>Liikevoitto ilman kertaeriä</b>	<b>30,4</b>	<b>5,9</b>	<b>5,2</b>	<b>7,3</b>	<b>0,2</b>	<b>18,6</b>	<b>8,9</b>	<b>7,7</b>	<b>8,7</b>	<b>5,4</b>	<b>30,7</b>	<b>35,7</b>	<b>40,9</b>	<b>44,2</b>
<b>Liikevoitto</b>	<b>28,0</b>	<b>-1,2</b>	<b>4,1</b>	<b>6,6</b>	<b>-0,5</b>	<b>9,0</b>	<b>10,5</b>	<b>7,4</b>	<b>8,4</b>	<b>5,1</b>	<b>31,4</b>	<b>34,9</b>	<b>40,1</b>	<b>43,4</b>
Nettorahoituskulut	-3,8	-1,5	-1,6	-2,0	-2,3	-7,4	-3,0	-2,6	-2,8	-2,8	-11,1	-9,4	-8,9	-8,6
<b>Tulos ennen veroja</b>	<b>24,2</b>	<b>-2,7</b>	<b>2,5</b>	<b>4,6</b>	<b>-2,9</b>	<b>1,6</b>	<b>7,5</b>	<b>4,8</b>	<b>5,6</b>	<b>2,3</b>	<b>20,3</b>	<b>25,4</b>	<b>31,2</b>	<b>34,7</b>
Verot	-5,1	5,2	-0,3	-0,6	1,8	6,1	-1,6	-0,8	-1,0	-0,4	-3,8	-4,3	-5,3	-6,6
Vähemmistöosuudet	1,0	2,7	-0,4	-0,8	0,4	1,9	-0,4	-0,4	-0,7	-0,1	-1,6	-2,1	-2,1	-1,8
<b>Nettotulos</b>	<b>20,1</b>	<b>5,3</b>	<b>1,8</b>	<b>3,3</b>	<b>-0,7</b>	<b>9,6</b>	<b>5,5</b>	<b>3,6</b>	<b>3,9</b>	<b>1,9</b>	<b>14,9</b>	<b>19,0</b>	<b>23,7</b>	<b>26,3</b>
<b>EPS (oikaistu)</b>	<b>0,99</b>	<b>0,55</b>	<b>0,13</b>	<b>0,18</b>	<b>0,00</b>	<b>0,85</b>	<b>0,17</b>	<b>0,15</b>	<b>0,16</b>	<b>0,07</b>	<b>0,55</b>	<b>0,77</b>	<b>0,98</b>	<b>1,18</b>
<b>EPS (raportoitu)</b>	<b>0,89</b>	<b>0,23</b>	<b>0,08</b>	<b>0,15</b>	<b>-0,03</b>	<b>0,42</b>	<b>0,24</b>	<b>0,13</b>	<b>0,15</b>	<b>0,06</b>	<b>0,58</b>	<b>0,74</b>	<b>0,95</b>	<b>1,14</b>

Tunnusluvut	2021	Q1'22	Q2'22	Q3'22	Q4'22	2022	Q1'23	Q2'23e	Q3'23e	Q4'23e	2023e	2024e	2025e	2026e
Liikevaihdon kasvu-%	13,6 %	16,6 %	21,9 %	17,6 %	21,6 %	19,5 %	15,3 %	5,8 %	5,1 %	4,5 %	7,5 %	5,3 %	5,3 %	3,0 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	44,0 %	-12 %	-22 %	-27 %	-97 %	-38,9 %	51 %	48 %	19 %	2887 %	65,1 %	16,3 %	14,6 %	8,0 %

Ennustemuutokset	2023e	2023e	Muutos	2024e	2024e	Muutos	2025e	2025e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	742	742	0 %	782	782	0 %	824	824	0 %
EBITA ilman kertaeriä	39,1	39,1	0 %	43,4	43,4	0 %	47,6	47,6	0 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	30,7	30,7	0 %	35,7	35,7	0 %	40,9	40,9	0 %
Liikevoitto	31,4	31,4	0 %	34,9	34,9	0 %	40,1	40,1	0 %
Tulos ennen veroja	20,3	20,3	0 %	25,5	25,4	0 %	31,2	31,2	0 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,56	0,55	-1 %	0,77	0,77	0 %	0,98	0,98	0 %
Osakekohtainen osinko	0,12	0,20	67 %	0,30	0,30	0 %	0,38	0,40	5 %

Lähde: Inderes

# Tase

Vastaavaa	2021	2022	2023e	2024e	2025e
<b>Pysyvät vastaavat</b>	<b>357</b>	<b>560</b>	<b>547</b>	<b>543</b>	<b>540</b>
Liikearvo	189	251	251	251	251
Aineettomat hyödykkeet	14,9	22,8	19,4	16,6	15,0
Käyttöomaisuus	141	256	247	245	244
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,3	2,1	2,1	2,1	2,1
Muut sijoitukset	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2
Muut pitkäaikaiset varat	5,2	9,2	9,2	9,2	9,2
Laskennalliset verosaamiset	5,5	17,3	17,3	17,3	17,3
<b>Vaihtuvat vastaavat</b>	<b>101</b>	<b>102</b>	<b>108</b>	<b>113</b>	<b>119</b>
Vaihto-omaisuus	3,7	4,3	4,6	4,9	5,1
Muut lyhytaikaiset varat	0,4	7,4	7,4	7,4	7,4
Myyntisaamiset	92,1	76,8	81,7	86,0	90,6
Likvidit varat	4,3	13,1	14,1	14,8	15,6
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>457</b>	<b>662</b>	<b>655</b>	<b>656</b>	<b>658</b>

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2021	2022	2023e	2024e	2025e
<b>Oma pääoma</b>	<b>123</b>	<b>123</b>	<b>156</b>	<b>168</b>	<b>183</b>
Osakepääoma	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Kertyneet voittovarot	2,5	7,4	20,5	32,5	47,1
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	20,0	20,0	20,0
Uudelleenarvostusrahasto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	116	116	116	116	116
Vähemmistöosuus	3,5	-1,1	-1,1	-1,1	-1,1
<b>Pitkäaikaiset velat</b>	<b>186</b>	<b>379</b>	<b>287</b>	<b>272</b>	<b>256</b>
Laskennalliset verovelat	5,9	8,5	8,5	8,5	8,5
Varaukset	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Lainat rahoituslaitoksilta	179	369	277	262	246
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	1,0	0,8	0,8	0,8	0,8
<b>Lyhytaikaiset velat</b>	<b>148</b>	<b>160</b>	<b>212</b>	<b>216</b>	<b>220</b>
Lainat rahoituslaitoksilta	19,7	31,4	70,1	66,3	62,3
Lyhytaikaiset korottomat velat	125	128	141	149	157
Muut lyhytaikaiset velat	3,4	1,2	1,2	1,2	1,2
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>457</b>	<b>662</b>	<b>655</b>	<b>656</b>	<b>658</b>



# Arvonmääritys ja suositus

## Suosimme tulospohjaisia kertoimia

Katsomme Pihlajalinnan kohdalla P/E- ja EV/EBITDA-kertoimia. P/E-kertoimen etuna on se, että se huomioi tuloslaskelman kaikki rivit. Etenkin korkean velkaantuneisuuden nostamat rahoituskulut sekä vähemmistöille suuntautuva tulososuus tulevat sitä käytettäessä huomioitua.

EV/EBITDA-kertoimen etuna puolestaan on, että se antaa paremman kuvan yhtiön velattomasta arvostuksesta suhteessa operatiiviseen kassavirtaan, kun aiempiin yrityskauppoihin liittyviä PPA-poistoja (2022: 2,7 MEUR = 12 senttiä/osake) ei ole vielä vähennetty käyttökatteesta. Toki IFRS 16 muutokset ovat vaikuttaneet tunnuslukuun, mutta ne nostavat molempia EV:tä sekä EBITDA:a.

Vuoden 2023e P/E-kerroin on 17x ja EV/EBITDA-kerroin 6,8x. Näistä etenkin P/E-kerroin nousee yli hyväksymämme tason johtuen vuoden 2023 aikana nousevista rahoituskuluista. Vuoden 2024e P/E 12x ja EV/EBITDA 6,5x kertoimet alkaisivat puolestaan olla nopeasti edullisia, jos liikevoitto saadaan odotustemme mukaisesti elpymään.

## Suhteellinen arvostus on lähellä neutraalia

Oikea lähtökohta Pihlajalinnan tulospohjaiselle hinnoittelulle on mielestämme verrokkiryhmän tasolla ja tästä kulmasta tarkasteltuna arvostus on neutraali. Yhtiön arvostusta suhteessa verrokkiryhmään (s. 44) tukee mielestämme se, että yhtiön pidemmän ajan tuloskasvunäkymä on keskimääräistä verrokkia selvästi parempi. Toisaalta hyväksyttävää arvostusta painaa se, että kotimarkkinallaan se on edelleen pääkilpailijoitaan

heikommissa kilpailuasemassa toiminnan kokoluokan ja kannattavuuden osalta. Myös sote-riski on arviomme mukaan toista listattua toimijaa Terveystaloa selvästi korkeampi.

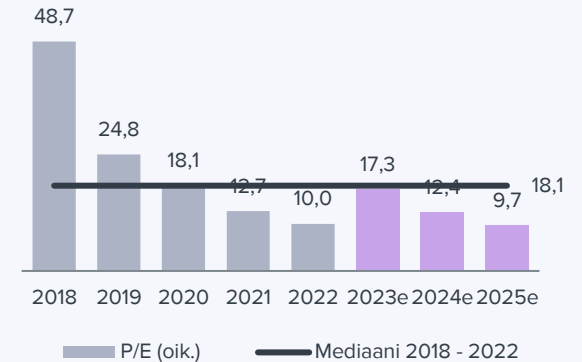
EV/EBITDA-kerrointa vertailtaessa on huomattava, että Pihlajalinnalla suhdetta on nostanut Pohjola-Sairaalan hankinnan myötä taseeseen tulleet pitkät vuokrasopimukset. Tämä on nostanut yhtiölle hyväksyttäviä kertoimia. Ulkoistusten vähemmistöosuudet eivät näy kuitenkaan vielä negatiivisesti käyttökatteessa, eivätkä niiden pääomakeyvyyden myötä juuri nosta EV:tä. Tällä on vastaavasti hyväksyttäviä EV-kertoimia laskeva vaikutus. Kokonaisuutena nämä tekijät kumoavat toisiaan, jolloin vertailukelpoisuus säilyy.

## Historialliseen arvostukseen ei voi tukeutua liikaa

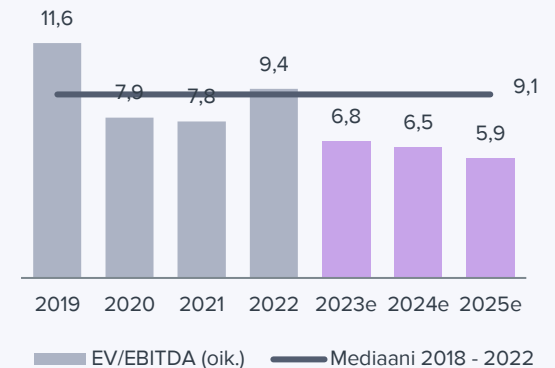
Yhtiön viimeisen 12kk tuloksella laskettava EV/EBITDA-kerroin on 8x ja P/E-kerroin 20x. Kertoimet ovat lähellä historiallisia tasoja (EV/EBITDA noin 9x ja P/E noin 18x). Korokojen nopea nousu on kuitenkin painanut osakkeille hyväksyttäviä arvostuskertoimia vuodesta 2022 alkaen. Aiemman pörssitaipaleen arvostuksiin ei siten voi liikaa tukeutua.

Vuoden 2019 jälkeen Pihlajalinnan arvostuskertoimia on myös painanut sote-uudistuksen sisällössä tapahtuneet merkittävät muutokset Marinin hallituksen ajamana. Sipilän hallituksen kariutunut uudistus oli kasvunäkymien osalta suosiollisempi yksityisille toimijoille. Hallituspohja on parhaillaan jälleen vaihtumassa, mutta siihen ei ole vielä näkyvyyttä, mitä vaikutuksia tällä on markkinan kasvunäkymiin.

## P/E (oik.)



## EV/EBITDA (oik.)



# Arvonmääritys ja suositus

## DCF-malli indikoi selvää nousuvaraa

DCF-mallimme (s. 45) arvo osakkeelle on 11,9 euroa, joka kertoo selvästä nousuvarasta, jos yhtiö saa tuloskehityksensä oikeenomaan odotustemme mukaisesti. Ennustamme yhtiön EBITA-marginaali olevan vuonna 2026 6,0 % (2022: 3,9 %) ja pysyttelevän sen jälkeen lähellä tätä tasoa ppa-poistojen samalla asteittain vähetessä. Yhtiön tavoittelemaan kannattavuuteen (EBITA yli 9 %) on silti vielä selvästi matkaa ja sen toteutuessa arvostuksessa on vielä erittäin paljon nousuvaraa.

Huomautamme, että tuotuumme Pohjola-Sairaalan vuokravastuut vuoden 2022 lopun taseeseen ovat nettovelat kasvaneet tuntuvasti johtuen yksiköiden pitkistä vuokrasopimuksista. IFRS-16 velka on jatkuvaluonteista ja olemme kompensoineet tätä nostamalla DCF-laskelmamme tavoiteltua velkaantuneisuutta. Näin rahavirrat tulevat diskontattua paremmin pääomarakennetta kuvaavalla velka/equity suhteella. Tämä syystä WACC 7,2 % on hyvin matala, vaikka oman pääoman kustannus (11,2 %) on ennallaan.

## PEG on hyvin maltillinen

Kasvuyhtiöiden hinnoittelussa käytetään usein PEG-mittaria (Viimeisen 12 kk P/E-luku jaettuna ennustetulla tuloskasvulla). Perinteisesti alle 1x-kertoimia on pidetty houkuttelevina. Jos käytämme meidän ennustamaamme 30 %:n tuloskasvuvauhia ja viimeisen 12 kk P/E-lukua 20x, tulee PEG-suhdeluvuksi vain noin 0,7x. Ennustamamme tuloskasvun realisoitumiseen liittyy kuitenkin epävarmuuksia, mistä syystä emme ole valmiita nojaamaan siihen täysimääräisesti suositukssamme. Keskeiset epävarmuudet

ennusteissamme liittyvät seuraaviin oletuksiin:

1) Näemme Pihlajalinnalle hyvät edellytykset nostaa yksityisen verkoston palveluidensa hintoja ja käyttöasteita korkeassa kysyntätilanteessa. Samalla kuitenkin näemme riskin, että korkea inflaatio ja osaaajapula voivat tylsyttää marginaaliparannusta.

2) Pidemmän ajan ennusteemme sisältävät edelleen merkittävää epävarmuutta, mikä liittyy nykyisten kokonaisulkoistussopimusten jatkuu. Ennustamme sopimusten jatkuvan myös terminaalisissa, mutta näemme riskin, että tämä oletus voi olla virheellinen. Yhtiön johto arvioi 2022 vuosikertomuksessa, että sopimukset jatkuisivat vähintään nykyisten sopimusperiodien loppuun eli 2025 (Jämsä ja Jokilaakso) ja 2030-31 (muut).

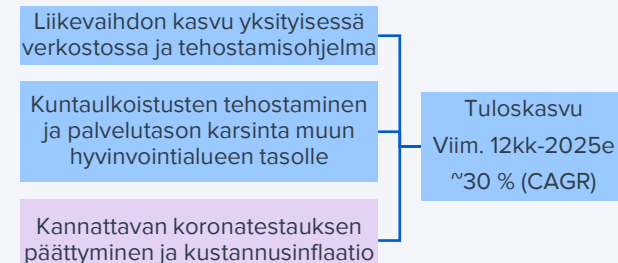
3) Yhtiön historiallinen suoriutuminen on ollut ailahtelevaa, eikä kovin ennustettavaa, mikä nostaa riskipreemiota. Pidämme hyvänä, että yhtiö on viime aikoina alkanut kiinnittää tiedolla johtamiseen ja omaan ennustekyvyykkyteensä kuitenkin yhä enemmän huomiota.

## Pidemmän ajan tuotto-odotus ja suositus

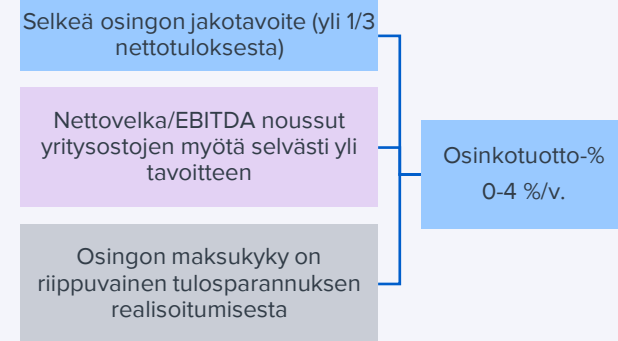
Osakkeen tuotto-odotusta on hahmoteltu vielä tiivistetysti sivupalkissa. Ennustamamme tuloskasvun realisoituminen on osakkeen tärkein ajuri ja myös lähivuosien osinkotuotto on hyvin riippuvainen siitä. Näemme osakkeessa potentiaalia vahvoihin tuottoihin tulosparannuksen realisoituessa, mutta vastapainona on runsaasti epävarmuuksia. Tuotto/riskisuhde on nykyisellään mielestämme lähellä neutraalia. Kyytiin hypätäksemme jääme odottamaan lisää vahvoja kvartaaleja tai huokeampaa arvostusta. Toistamme vähennä-suosituksen ja 9,5 € tavoitehintamme.

■ Positiivinen ■ Neutraali ■ Negatiivinen

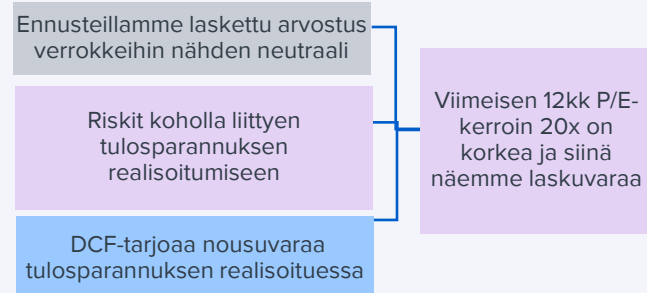
### Tuloskehitys



### Osinkotuotto



### Arvostuskertoimet

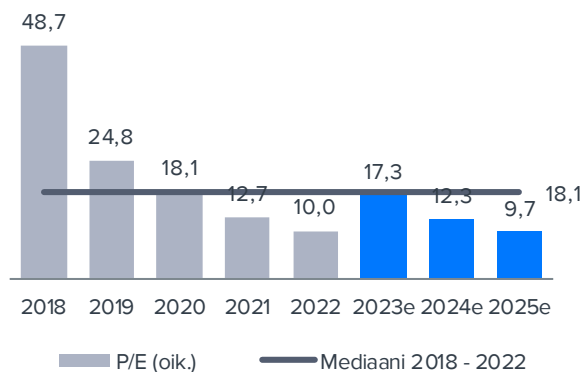


# Arvostustaulukko

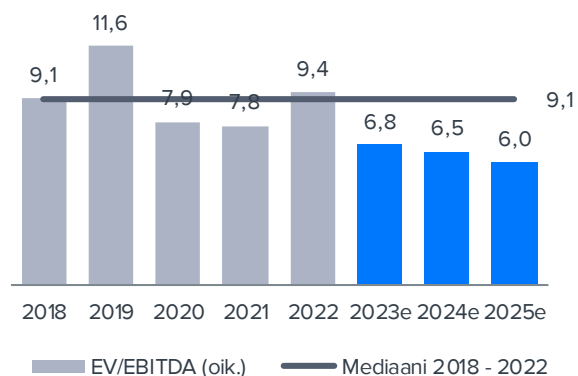
Arvostustaso	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
Osakekurssi	10,0	15,3	9,38	12,6	8,52	9,50	9,50	9,50	9,50
Osakemäärä, milj. kpl	22,6	22,6	22,6	22,6	22,5	22,5	22,5	22,5	22,5
Markkina-arvo	226	346	212	286	192	214	214	214	214
Yritysarvo (EV)	408	557	417	489	578	566	547	526	504
P/E (oik.)	48,7	24,8	18,1	12,7	10,0	17,3	12,3	9,7	8,1
P/E	65,7	>100	24,0	14,2	20,1	16,4	12,9	10,0	8,3
P/Kassavirta	neg.	>100	69,4	19,3	neg.	4,8	6,3	5,8	5,5
P/B	1,9	3,4	1,9	2,4	1,5	1,4	1,3	1,2	1,2
P/S	0,5	0,7	0,4	0,5	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
EV/Liikevaihto	0,8	1,1	0,8	0,8	0,8	0,8	0,7	0,6	0,6
EV/EBITDA (oik.)	9,1	11,6	7,9	7,8	9,4	6,8	6,5	6,0	5,5
EV/EBIT (oik.)	28,3	26,8	19,8	16,1	31,1	18,5	15,3	12,9	11,4
Osinko/tulos (%)	65,7 %	0,0 %	51,2 %	33,8 %	0,0 %	34,5 %	40,8 %	42,3 %	35,0 %
Osinkotuotto-%	1,0 %	0,0 %	2,1 %	2,4 %	0,0 %	2,1 %	3,2 %	4,2 %	4,2 %

Lähde: Inderes

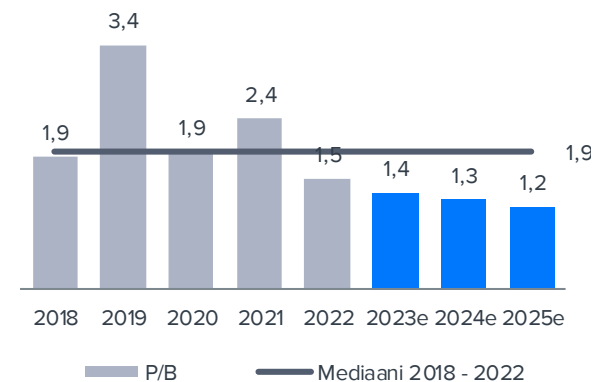
P/E (oik.)



EV/EBITDA



P/B



# Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
Yhtiö	MEUR	MEUR	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e
Terveystalo	1037	1621	18,5	14,8	8,3	7,5	1,2	1,2	16,1	12,9	2,8	3,5	1,7
Mediclinic International PLC	4255	6647	16,8	15,7	10,0	9,5	1,7	1,6	18,8	16,7	1,5	1,6	1,1
Fresenius SE & Co KGaA	14990	52237	15,2	12,5	8,2	7,3	1,2	1,2	9,9	8,6	3,5	3,8	0,8
Netcare Ltd	1010	1509	10,1	8,6	7,7	6,8	1,3	1,2	13,4	10,4	4,6	6,1	1,7
Ramsay Health Care Ltd	8164	15380	24,0	19,4	12,6	11,0	1,7	1,6	37,5	26,0	1,8	2,4	3,1
Orpea SA	142	12668	70,4	40,5	13,7	12,0	2,5	2,3			12,0	22,8	0,0
Korian SA	799	8506	28,2	23,9	8,4	7,7	1,7	1,6	26,8	16,0	4,0	4,9	0,2
LNA Sante SA	308	1026	15,9	14,3	7,2	6,4	1,3	1,2	12,3	11,3	1,5	1,6	1,0
Life Healthcare Group Holdings Ltd	1358	1940	11,8	10,2	7,2	6,4	1,3	1,2	16,8	13,6	2,8	3,8	1,4
Rhoen Klinikum AG	850	596	18,0	15,8	6,3	6,0	0,4	0,4	37,4	29,8			0,7
Ambea AB (publ)	287	1276	17,9	15,3	7,0	6,4	1,1	1,1	9,7	7,2	3,0	3,8	0,7
Attendo AB (publ)	479	1798	18,5	15,4	7,2	6,6	1,2	1,2	12,2	8,8	2,5	3,4	1,1
Humana AB	65	487	13,1	1535,2	5,9	6,1	0,6	0,7	4,5		9,8	6,7	0,3
Medicover AB	2204	3093	48,5	30,0	12,7	10,5	1,8	1,6	77,6	46,1	0,9	0,9	4,5
Spire Healthcare Group PLC	1066	2341	15,8	13,6	8,8	7,9	1,6	1,5	40,4	23,2	1,0	1,3	1,2
<b>Pihlajalinna (Inderes)</b>	<b>214</b>	<b>566</b>	<b>18,5</b>	<b>15,3</b>	<b>6,8</b>	<b>6,5</b>	<b>0,8</b>	<b>0,7</b>	<b>17,3</b>	<b>12,3</b>	<b>2,1</b>	<b>3,2</b>	<b>1,4</b>
<b>Keskiarvo</b>			<b>22,8</b>	<b>119,0</b>	<b>8,7</b>	<b>7,9</b>	<b>1,4</b>	<b>1,3</b>	<b>23,8</b>	<b>17,7</b>	<b>3,7</b>	<b>4,8</b>	<b>1,3</b>
<b>Mediaani</b>			<b>17,9</b>	<b>15,4</b>	<b>8,2</b>	<b>7,3</b>	<b>1,3</b>	<b>1,2</b>	<b>16,4</b>	<b>13,6</b>	<b>2,8</b>	<b>3,6</b>	<b>1,1</b>
<b>Erotus-% vrt. mediaani</b>			<b>3 %</b>	<b>0 %</b>	<b>-17 %</b>	<b>-11 %</b>	<b>-43 %</b>	<b>-43 %</b>	<b>5 %</b>	<b>-9 %</b>	<b>-25 %</b>	<b>-13 %</b>	<b>27 %</b>

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

# DCF-laskelma

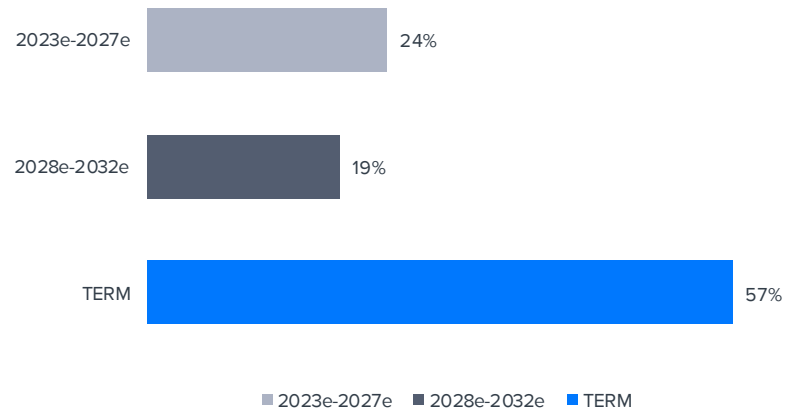
DCF-laskelma	2022	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	19,5 %	7,5 %	5,3 %	5,3 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	1,5 %	1,5 %
Liikevoitto-%	1,3 %	4,2 %	4,5 %	4,9 %	5,1 %	5,5 %	5,5 %	5,5 %	5,5 %	5,5 %	5,5 %	5,5 %
<b>Liikevoitto</b>	<b>9,0</b>	<b>31,4</b>	<b>34,9</b>	<b>40,1</b>	<b>43,4</b>	<b>48,0</b>	<b>49,5</b>	<b>51,0</b>	<b>52,5</b>	<b>54,1</b>	<b>54,9</b>	
+ Kokonaispoistot	45,5	51,8	49,5	48,4	48,6	44,9	45,4	45,8	46,1	46,3	46,4	
- Maksetut verot	-3,1	-3,8	-4,3	-5,3	-6,6	-7,9	-8,3	-8,7	-9,2	-9,6	-9,9	
- verot rahoituskuluista	-1,5	-2,1	-1,6	-1,6	-1,7	-1,7	-1,6	-1,5	-1,3	-1,2	-1,1	
+ 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	7,9	4,6	2,7	2,9	1,7	1,7	1,8	1,9	1,9	2,0	1,0	
<b>Operatiivinen kassavirta</b>	<b>57,8</b>	<b>81,9</b>	<b>81,2</b>	<b>84,6</b>	<b>85,4</b>	<b>85,1</b>	<b>86,8</b>	<b>88,4</b>	<b>90,0</b>	<b>91,5</b>	<b>91,4</b>	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-235,3	-39,0	-47,0	-47,0	-47,0	-47,0	-47,0	-47,0	-47,0	-47,0	-49,9	
<b>Vapaa operatiivinen kassavirta</b>	<b>-177,7</b>	<b>42,9</b>	<b>34,2</b>	<b>37,6</b>	<b>38,4</b>	<b>38,1</b>	<b>39,8</b>	<b>41,4</b>	<b>43,0</b>	<b>44,5</b>	<b>41,4</b>	
+/- Muut	130	-1,8	-2,4	-2,4	-0,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	-47,7	41,1	31,8	35,2	37,8	38,1	39,8	41,4	43,0	44,5	41,4	734
<b>Diskontattu vapaa kassavirta</b>		<b>39,5</b>	<b>28,4</b>	<b>29,4</b>	<b>29,4</b>	<b>27,6</b>	<b>26,9</b>	<b>26,1</b>	<b>25,3</b>	<b>24,4</b>	<b>21,2</b>	<b>376</b>
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		654	615	586	557	528	500	473	447	422	397	376
<b>Velaton arvo DCF</b>		<b>654</b>										
- Korolliset velat		-400,6										
+ Rahavarat		13,1										
-Vähemmistöosuus		1,5										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
<b>Oman pääoman arvo DCF</b>		<b>268</b>										
<b>Oman pääoman arvo DCF per osake</b>		<b>11,9</b>										

## Pääoman kustannus (WACC)

Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	55,0 %
Vieraan pääoman kustannus	5,0 %
Yrityksen Beta	1,30
Markkinoiden riski-premio	4,75 %
Likviditeettipremio	2,50 %
Riskitön korko	2,5 %
<b>Oman pääoman kustannus</b>	<b>11,2 %</b>
<b>Pääoman keskim. kustannus (WACC)</b>	<b>7,2 %</b>

Lähde: Inderes

## Rahavirranjakauma jaksoittain



■ 2023e-2027e ■ 2028e-2032e ■ TERM

# Yhteenveto

Tuloslaskelma	2020	2021	2022	2023e	2024e	Osakekohtaiset luvut	2020	2021	2022	2023e	2024e
Liikevaihto	508,7	577,7	690,3	742,3	782,0	EPS (raportoitu)	0,39	0,89	0,42	0,58	0,74
Käyttökate	52,5	63,0	54,4	83,2	84,4	EPS (oikaistu)	0,52	0,99	0,85	0,55	0,77
Liikevoitto	18,2	28,0	9,0	31,4	34,9	Operat. kassavirta / osake	1,05	2,59	2,56	3,80	3,61
Voitto ennen veroja	13,8	24,2	1,6	20,3	25,4	Vapaa kassavirta / osake	0,14	0,66	-2,12	1,99	1,51
Nettovoitto	8,8	20,1	9,6	13,1	16,6	Omapääoma / osake	4,85	5,27	5,50	6,96	7,50
Kertaluontoiset erät	-2,9	-2,4	-9,6	0,7	-0,8	Osinko / osake	0,20	0,30	0,00	0,20	0,30
<b>Tase</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023e</b>	<b>2024e</b>	<b>Kasvu ja kannattavuus</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023e</b>	<b>2024e</b>
Taseen loppusumma	442,1	457,1	661,6	655,0	655,8	Liikevaihdon kasvu-%	-2 %	14 %	19 %	8 %	5 %
Oma pääoma	114,9	122,6	122,9	155,9	168,0	Käyttökateen kasvu-%	10 %	20 %	-14 %	53 %	1 %
Liikearvo	173,6	188,9	251,0	251,0	251,0	Liikevoiton oik. kasvu-%	2 %	44 %	-39 %	65 %	16 %
Nettovelat	194,8	194,7	387,5	333,3	313,8	EPS oik. kasvu-%	-16 %	92 %	-14 %	-35 %	40 %
<b>Kassavirta</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023e</b>	<b>2024e</b>	Käyttökate-%	10,3 %	10,9 %	7,9 %	11,2 %	10,8 %
Käyttökate	52,5	63,0	54,4	83,2	84,4	Oik. Liikevoitto-%	4,1 %	5,3 %	2,7 %	4,1 %	4,6 %
Nettokäyttöpääoman muutos	-23,8	1,4	7,9	8,4	2,9	Liikevoitto-%	3,6 %	4,8 %	1,3 %	4,2 %	4,5 %
Operatiivinen kassavirta	23,7	58,5	57,8	85,6	81,4	ROE-%	8,4 %	17,5 %	7,9 %	9,3 %	10,2 %
Investoinnit	-20,5	-43,5	-235,3	-39,0	-45,0	ROI-%	5,6 %	8,7 %	2,1 %	6,1 %	7,0 %
Vapaa kassavirta	3,1	14,8	-47,7	44,8	34,0	Omavaraisuusaste	26,0 %	26,8 %	18,6 %	23,8 %	25,6 %
						Nettovelkaantumisaste	169,6 %	158,8 %	315,4 %	213,7 %	186,8 %
<b>Arvostuskertoimet</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023e</b>	<b>2024e</b>						
EV/Liikevaihto	0,8	0,8	0,8	0,8	0,7						
EV/EBITDA (oik.)	7,9	7,8	9,4	6,8	6,5						
EV/EBIT (oik.)	19,8	16,1	31,1	18,5	15,3						
P/E (oik.)	18,1	12,7	10,0	17,3	12,3						
P/B	1,9	2,4	1,5	1,4	1,3						
Osinkotuotto-%	2,1 %	2,4 %	0,0 %	2,1 %	3,2 %						

Lähde: Inderes

# Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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

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

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

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

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

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

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

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

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

## Suositushistoria (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite Osakekurssi
10.5.2021	Lisää	12,50 € 11,76 €
7.6.2021	Lisää	12,50 € 11,00 €
16.8.2021	Lisää	13,00 € 11,82 €
5.11.2021	Lisää	13,20 € 11,92 €
12.1.2022	Lisää	13,50 € 12,60 €
21.2.2022	Vähennä	12,50 € 12,00 €
5.5.2022	Vähennä	12,50 € 11,78 €
15.8.2022	Vähennä	11,50 € 11,00 €
7.11.2022	Vähennä	9,50 € 9,14 €
22.11.2022	Vähennä	9,00 € 8,91 €
20.2.2023	Vähennä	8,00 € 8,68 €
11.4.2023	Vähennä	7,70 € 7,84 €
2.5.2023	Vähennä	9,50 € 9,15 €
30.5.2023	Vähennä	9,50 € 9,50 €

Inderes yhdistää pörssiyritykset ja sijoittajat. Asiakkainamme on yli 400 pohjoismaista pörssiyritystä, jotka haluavat palvella sijoittajia tarjoamalla parempaa sijoittajaviestintää. Yhteisöömme kuuluu yli 70 000 aktiivista sijoittajaa.

Yhteiskunnallisena tavoitteenamme on demokratisoida tieto finanssimarkkinoilla.

Rakennamme pörssiyrityksien tarpeisiin ratkaisuja, joiden avulla voidaan tehdä tehokasta ja oikeat kohderyhmät tavoitettavaa sijoittajaviestintää. Liikevaihdostamme suurin osa muodostuu pörssiyrityksiä asiakkailta, joille tarjottavia päätuotteitamme ovat Tilausanalyysi, Virtuaalitapahtumaratkaisut (Flik), Yhtiökokousratkaisut sekä Teknologia- ja IR-ratkaisut.

Sijoittajayhteisölle tarjoamme palveluita, joiden avulla jäsenet voivat oppia ja kehittyä, tutustua muihin sijoittajiin sekä saada ajantasaista tietoa sijoituspäätösten tueksi.

Inderes on listattu Nasdaq First North markkinapaikalla ja toimii Suomessa, Ruotsissa, Norjassa ja Tanskassa.

### Inderes Oyj

Itämerentori 2  
00180 Helsinki  
+358 10 219 4690

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



STARMINE  
ANALYST AWARDS  
FROM REFINITIV



THOMSON REUTERS  
ANALYST AWARDS



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



Mikael Rautanen  
2014, 2016, 2017, 2019



Sauli Vilén  
2012, 2016, 2018, 2019, 2020



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



Olli Koponen  
2020



Joni Grönqvist  
2019, 2020



Erkki Vesola  
2018, 2020



Petri Gostowski  
2020



Atte Riikola  
2020



**Analyysi kuuluu  
kaikille.**