

Pihlajalinna

Yhtiöraportti

4/2019

Fokus kannattavuuden parantamiseen

Toistamme Pihlajalinnan 10,5 euron tavoitehinnan ja nostamme kurssilaskun johdosta suosituksemme lisää-tasolle (aik. vähennä). Yhtiöllä on taustallaan väestön ikääntymisen sekä sosiaali- ja terveydenhuoltoalan suotuisat megatrendit ja uskomme yhtiön kuuluvan alan murroksen voittajiin.

Pihlajalinna on yksi Suomen johtavista sosiaali- ja terveyspalveluiden tuottajista

Pihlajalinna on Suomen 3. suurin sosiaali- ja terveyspalveluyhtiö, jonka liikevaihto on 488 MEUR ja liikevoitto 12,8 MEUR (EBIT 2,6 %). Yhtiö kuuluu Terveystalon ja Mehiläisen kanssa siihen harvaan joukkoon, joka pystyy laajan palveluvalikoiman, verkoston ja kokemuksen ansiosta ottamaan haltuun isoja sote-palveluiden ulkoistuksia kunnilta, voittamaan valtakunnallisia työterveyshuolto- ja vakuutusyhtiö- asiakkaita ja kasvamaan yritysostoin. Markkina on viimeisen kahden vuosikymmenen ajan konsolidoitunut näiden isojen pelaajien kesken ja uskomme Pihlajalinnan kuuluvan tulevaisuudessa toimialan voittajiin.

Poliittiset riskit varjostavat markkinanäkymiä, sote-uudistuksen toteutuminen edelleen pimennossa

Pihlajalinna toimii laajasti terveydenhuoltomarkkinoilla ja tuottaa valikoidusti sosiaalihuollon palveluita. Näiden molempien markkinoiden yhteenlaskettu koko on lähes 30 miljardia euroa, ja se on historiallisesti kasvanut noin 5 %:n vauhtia. Väestön ikääntyminen luo kasvavaa tarvetta sote-palveluiden kysynnälle ja kuntien heikko taloustilanne pakottaa niitä etsimään uusia ratkaisuja niiden tuottamiseksi. Suomessa on jo yli 10 vuotta valmisteltu sote-uudistusta, missä yksityinen sektori voitaisiin tuoda auttamaan palveluiden tuottamisessa ja kustannusten nousun hillitsemisessä. Toimintaympäristöä varjostaa kuitenkin poliittinen riski, mikä näkyi sote-uudistuksen kaatumisena ja johti Suomen hallituksen eroon. Viimeaikaiset hoivakohut ovat myös lyöneet oman varjonsa yksityisten toimijoiden ympärille, mikä näkyy myös voimakkaasti poliittisessa keskustelussa.

Vahvin kasvuvaihe on tasoittumassa, katse pitäisi siirtää nyt kannattavuuden parantamiseen

Pihlajalinnan liikevaihto on kasvanut perustamisesta lähtien noin 50 %:n vuosivauhtia suurten kuntaulkoistussopimusten ja lukuisten yrityskauppojen vetämänä. Yhtiön tase on investointivaiheen takia jo melko velkainen (nettovelka/EBITDA 2,9x) ja kannattavuus on selvästi yhtiön tavoitetason (EBIT 7 %) alapuolella mm. 2018 avattujen uusien lääkärikeskusten heikon tuloksen takia (2018 oik. EBIT: 2,9 %). Yhtiön fokus siirtynee vahvan kasvun jälkeen nyt enemmän kannattavuuden parantamiseen. H1'18 aikana pidettyjen yt-neuvottelujen tuomat säästöt alkoivat näkyä jo H2'18 luvuissa ja odotamme kannattavuusparannuksen jatkuvan myös vuosien 2019-2021 aikana lähemmäs yhtiön omaa tavoitetasoa (EBIT 7 %).

Osakkeen arvostus on laskenut muiden kuolevaisten tasolle

Pihlajalinnan osake on nyt alempana kuin yhtiön listautuessa vuonna 2015 (10,5 euroa). Osakkeen arvostus on ollut koko pörssitaipaleen ajan korkea, sillä siihen on heijastunut yksityisille toimijoille avautuva potentiaalinen miljardien eurojen markkina ja suuret tulokasvuodotukset. Sote-uudistuksen viivästyminen, kiristynyt lainsäädäntö ja kilpailutilanne, tulospettymykset ja hidastuneet kasvunäkymät ovat vaikuttaneet negatiivisesti osakkeen arvostukseen ja se on laskenut ns. muiden kuolevaisten yhtiöiden tasolle. Pihlajalinnalla on mielestämme hyvät pitkän aikavälin trendit taustalla (väestön ikääntyminen, julkisen sektorin talousvaikeudet, kasvava tarve sote-palveluille) ja kannattavuudessa on selvää nousuvaraa. Ennusteillamme 2019 ja 2020 P/E-luvut ovat kohtuulliset 18x ja 16x, vastaavat EV/EBITDA-kertoimet noin 8x ja osinkotuotot 1,8 % ja 2,2 %.

Analytiikot



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



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

Suositus ja tavoitehinta

Lisää

Edellinen: Vähennä



10,50 EUR

Edellinen: 10,50 EUR

Osakekurssi: 9,80 EUR

Potentiaali: 7 %

Avainluvut

	2018	2019e	2020e	2021e
Liikevaihto	488	508	523	537
kasvu-%	15 %	4 %	3 %	3 %
EBIT oik.	14,0	20,7	22,5	24,5
EBIT-% oik.	2,9 %	4,1 %	4,3 %	4,6 %
Nettotulos	3,8	12,4	14,3	15,9
EPS (oik.)	0,22	0,55	0,63	0,70
P/E (oik.)	44,9	17,8	15,5	13,9
P/B	1,9	1,7	1,6	1,4
Osinkotuotto-%	1,0 %	1,8 %	2,2 %	2,9 %
EV/EBIT (oik.)	24,0	15,9	14,1	12,3
EV/EBITDA	10,8	8,1	7,4	6,2
EV/Liikevaihto	0,7	0,6	0,6	0,6

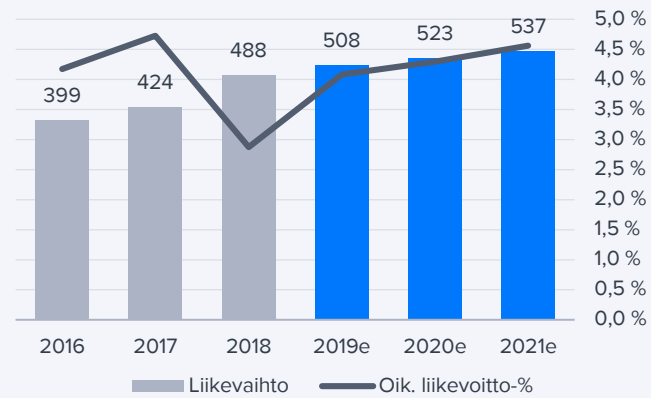
Lähde: Inderes

Kurssikehitys



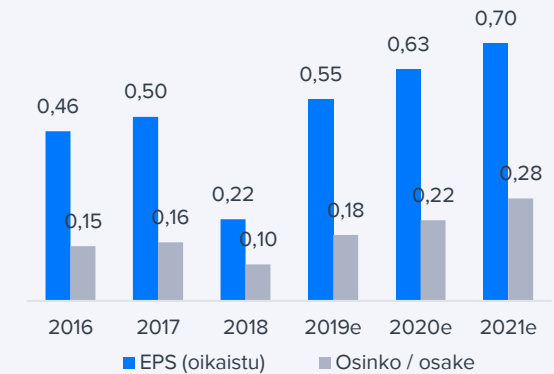
Lähde: Thomson Reuters

Liikevaihto ja liikevoitto



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



Arvoajurit

- Pitkän aikavälin kasvunäkymät ikääntyvän väestön ja terveyspalveluiden kysynnän kasvun kautta
- Laaja palvelutarjonta ja –verkosto tuovat kilpailuetua alan pieniin toimijoihin nähden
- Julkisen sektorin avun tarve sote-kustannusten hillintään
- Kannattavuudessa merkittävää parannuspotentiaalia



Riskitekijät

- Poliittisten päätösten arvaamattomuus sote-toimialalla
- Liiallinen kasvuhakuisuus voi mennä kannattavuuden edelle
- Kilpailijoiden aggressiivinen laajentuminen ja taistelu markkinaosuudesta
- Sote-yhtiöiden toimintaa mahdollisesti kiristävä lainsäädäntö
- Kasvanut velkaantuneisuus vaikeuttaa edellisvuosien tapaista investointi- ja yrityskauppavetoista kasvua



Arvostus

- Arvostus on oikeutetusti laskenut houkuttelevan kasvuyhtiön tasolta ns. muiden kuolevaisten tasolle
- Arvostuskertoimet ovat selvästi maltillisemmat kuin mitä yhtiöltä on historiassa totuttu näkemään
- Osake on toteutuneeseen tulokseen nähden haastavasti hinnoiteltu, mutta näemme kannattavuudessa merkittävää parannuspotentiaalia
- Lähipuosien kannattavuudessa pitää tapahtua merkittävä parannus, jotta osakkeen nykyinen arvostus on perusteltu

Lähde: Inderes

Sisällysluettelo

Yhtiöesittely ja palvelualueet	6-12
Liiketoimintamalli	13-17
Taloudellinen kehitys	18-21
Strategia ja taloudelliset tavoitteet	22-23
Toimialakatsaus	24-28
Kilpailuympäristö	29-33
Sote-uudistus	34-35
Ennusteet	36-39
Arvostus	40-44
Sijoitusprofiili	45-49
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	50

Pihlajalinna lyhyesti

Pihlajalinna on Suomen kolmanneksi suurin yksityinen sosiaali- ja terveystalouden tuottaja. Yhtiön asiakkaita ovat yksityishenkilöt, yritykset, vakuutusyhtiöt ja julkisyhteisöt kuten kunnat ja kuntayhtymät.

2001

Perustamisvuosi

2015

Listautuminen

488 MEUR (+15 % vs. 2017)

Liikevaihto 2018

222 MEUR

Markkina-arvo (9,80 euron osakekurssilla)

14,0 MEUR (EBIT 2,9 %)

Oikaistu liikevoitto 2018

5900 työntekijää

2018 lopussa

1400 ammatinharjoittajaa

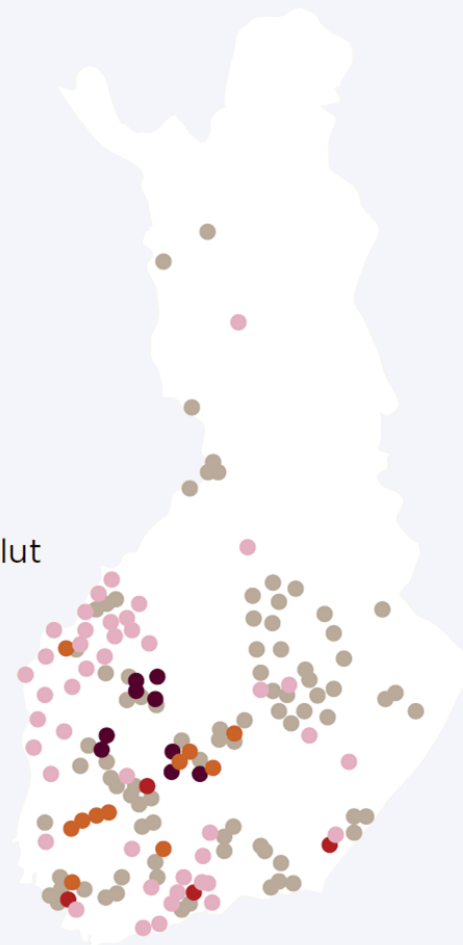
2018 lopussa

Noin 60 %

Liikevaihdosta kiinteähintaisista sopimuksista

Pihlajalinnan toimipisteet vuonna 2018

- Lääkärikeskus, sairaala, hammasklinikka, työterveyspiste
- Sote-ulkoistus
- Asumispalvelut
- Liikuntakeskukset
- Vastuulääkäripalvelut



Yhtiöesittely 1/3

Yksi Suomen johtavista sosiaali- ja terveydenhuoltopalveluiden tuottajista

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

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

Historia

Mikko Wirén perusti Pihlajalinnan Parkanossa vuonna 2001 tarjoamaan ratkaisuja perusterveydenhuollon lääkärripulaan 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 Pihlajalinna ja Mänttä-Vilppulan kaupunki sopivat kaupungin koko sosiaali- ja terveystoimen ulkoistamisesta. Vuonna 2015 Kolmostien terveys -yhteisyritys aloitti Parkanon ja Kihniön kuntien sosiaali- ja terveydenhuollon. Samana vuonna myös Jämsän Terveys –yhteisyritys aloitti Jämsän kaupungin palveluiden kokonaisulkoistukset. Tuorein kasvupyrähdys tapahtui vuoden 2016 alussa, kun Pihlajalinna aloitti tähän asti suurimman kuntaulkoistuksen 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 julkisti tekoälyavusteisen etälääkärisovelluksen. Pihlajalinna jatkoi laajentumistaan edelleen myös yrityskauppojen myötä. Pihlajalinna toimitusjohtaja vaihtui joulukuussa 2017, kun Joni Aaltonen aloitti yhtiön johdossa ja edellinen toimitusjohtaja Aarne Aktan jätti yhtiön.

Myös vuonna 2018 yhtiö on ollut hyvin aktiivinen

yrityskaupoissa. Yhtiö laajeni hyvinvointipalveluihin, kun se hankki enemmistön Forever-liikuntakeskuksista (70 %). Yhtiö hankki myös Doctagonin, Linnan Klinikan, Kymijoen työterveyden sekä Työterveyspalvelu Verson ja enemmistön Suomen Yksityisistä Hammaslääkäreistä (51 %) sekä nosti omistuksiaan kuntien kanssa perustetuissa yhteisyrityksissä. Vuonna 2018 yhtiö avasi myös uudet yksityissairaalat Turkuun, Ouluun ja Seinäjoelle.

Yhtiön vuotta 2018 ovat leimanneet yksityisen puolen kannattavuushaasteet ja yhtiö joutui myös kesällä alentamaan ohjeistustaan. Vuoden 2018 jälkimmäisellä puoliskolla yhtiö onnistui parantamaan kannattavuuttaan selvästi tahmean alkuvuoden jälkeen, mutta koko vuoden 2018 osalta kannattavuuteen ei voi olla tyytyväinen.. Kannattavuushaasteet ovat johtuneet etenkin vahvoista kasvupanostuksista, kiristyneestä kilpailutilanteesta ja markkinoille syntyneestä ylikapasiteetista. Arviomme mukaan markkinoiden isoimmat pelurit (Terveystalo, Mehiläinen ja Pihlajalinna) ovat investoineet toimipisteverkon laajentumiseen hyvin etupainotteisesti varautuessaan mahdollisen markkinauudistuksen myötä lisääntyvään yksityisten toimijoiden asiakasvirtaan.

Listautuminen tapahtui kesällä 2015

Pihlajalinna listautui Helsingin pörssiin vuoden 2015 kesäkuussa 10,5 euron osakekohtaisella hinnalla. Yhtiön osakekurssi on heilunut voimakkaasti ja nykyisellä 9,8 euron osakekurssilla markkina-arvo on 222 MEUR. Yhtiön suurin omistaja on LähiTapiola (23,8 % osakkeista). Toiseksi suurin omistaja on yhtiön perustajan Mikko Wirénin hallitsema MWW Yhtiöt (10,2 % osakkeista) ja kolmanneksi suurin omistaja on Keskinäinen Vakuutusyhtiö Fennia (10 % osakkeista).

Yhtiöesittely 2/3

Vanha segmenttirakenne

Pihlajalinna jakoi ennen toimintonsa Lääkärikeskukset ja erikoissairaanhoidon (L&E) sekä Perusterveyden ja sosiaalihuollon palvelut (P&S) -segmentteihin, mutta tästä jaottelusta luovuttiin vuonna 2018. Tämä heikensi mielestämme selvästi sijoittajien näkyvyyttä eri toimintojen kehitykseen ja olemmekin vielä tässä raportissa pitäneet historiallisen jaottelun esillä.

Lääkärikeskukset ja erikoissairaanhoidon palvelut (2017: 55 % liikevaihdosta) tuottaa lääkärikeskuksissa ja sairaalayksiköissä yleis- ja erikoislääkäripalveluita, kirurgisia palveluita sekä työterveyshuollon ja suunterveyshoidon palveluita. Segmentin asiakkaita ovat yksityishenkilöt, yritykset, elinkeinoharjoittajat, liikelaitokset, kaupungit, kunnat ja muut julkisen sektorin yhteisöt sekä yhdistykset ja säätiöt.

Perusterveyden ja sosiaalihuollon palvelut (2017: 45 % liikevaihdosta) tuottaa palveluita julkisyhteisöille. Palveluihin kuuluvat perusterveyden ja sosiaalihuollon palvelut sekä hoivapalvelut, jotka toteutetaan joko kokonaisulkoistuksina, terveysasemaulkoistuksina, työvoimapalveluina tai erillisinä hoivapalveluyksikköinä.

Uusi alueellinen jako

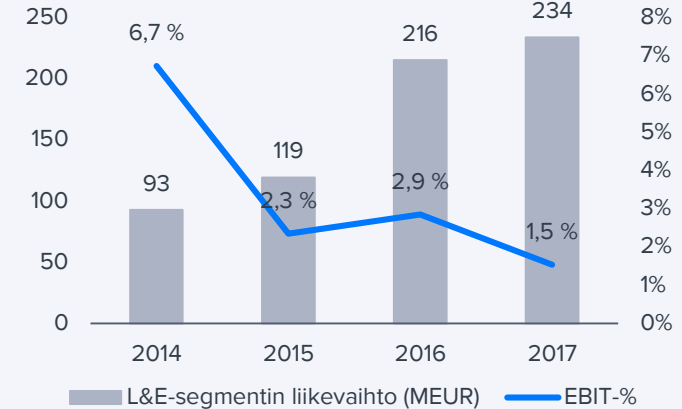
Vuonna 2018 Pihlajalinna siirtyi alueellisiin organisaatioihin entisen L&E- ja P&S-jaottelun sijaan ja yhtiö raportoi liikevaihtonsa nykyään alueellisen jaon perusteella. Tuloksensa yhtiö raportoi vain yhtenä lukuna koko konsernin osalta, mikä vaikeuttaa näkyvyyttä eri liiketoimintoihin. Pihlajalinnan alueellinen jaottelu on seuraava:

1. Etelä-Suomeen (2018 liikevaihto: 108 MEUR) kuuluu Pihlajalinnan liiketoiminta Uudenmaan, Varsinais-Suomen, Päijät-Hämeen, Kymenlaakson ja Etelä-Karjalan maakunnissa. Yhtiöllä ei ole alueella kuntien kokonaisulkoistuksia tai

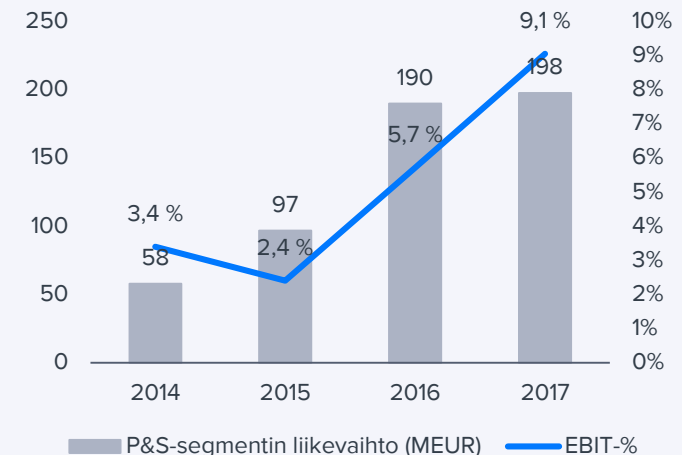
terveysasemaulkoistuksia, joten liikevaihdosta valtaosa tulee L&E-segmentistä yksityis- ja yritysasiakkailta. Yhtiö on alkanut laajentua voimakkaasti liikuntakeskuksiin, joiden liikevaihto-osuus on arviomme mukaan noin 20 MEUR.

- 2. Väli-Suomeen (2018 liikevaihto: 312 MEUR)** kuuluu Pihlajalinnan liiketoiminta Pirkanmaan, Satakunnan, Kanta-Hämeen, Keski-Suomen, Etelä-Savon, Pohjois-Karjalan ja Pohjois-Savon maakunnissa. Väli-Suomessa yhtiön verkosto on vahva. Alueella on neljä julkisen sektorin kanssa muodostettua kokonaisulkoistusta sekä yksi osittaisulkoistus ja arvioimme niiden liikevaihdoksi noin 200 MEUR. Loput liikevaihdosta on pitkälti yksityisen puolen liiketoimintaa yritys- ja yksityisasiakkaille.
- 3. Pohjanmaahan (2018 liikevaihto: 109 MEUR)** kuuluu Pihlajalinnan liiketoiminta Etelä-Pohjanmaan, Pohjanmaan ja Keski-Pohjanmaan maakunnissa. Alueen liikevaihto painottuu vahvasti P&S-segmenttiin ja julkisen sektorin asiakkaisiin, sillä yhteisyritys Kuusiolinnan Terveys muodostaa liikevaihdosta noin 90 MEUR.
- 4. Pohjois-Suomeen (2018 liikevaihto: 12 MEUR)** kuuluu Pihlajalinnan liiketoiminta Pohjois-Pohjanmaan, Kainuun ja Lapin maakunnissa. Pientä liikevaihtoa selittää se, että yhtiö on vasta hiljattain levittäytynyt alueelle. Liikevaihto keskittyy yksityishenkilöihin ja yrityksiin ja yhtiön tärkeimmät yksiköt ovat Ouluun 2018 alussa avattu yksityissairaala sekä 2017 ostettu työterveys- ja lääkäripalveluihin keskittynyt Caritas Lääkärit Oy.
- 5. Konsernin sisäinen myynti (2018 liikevaihto: -58 MEUR).** Konsernilla on reilusti sisäistä myyntiä, joka pitää vähentää kokonaisliikevaihdosta, jotta samaa liikevaihtoa ei lasketa kahteen kertaan.

Vanhan L&E-segmentin kehitys



Vanhan P&S-segmentin kehitys



Yhtiöesittely 3/3

Liikevaihto asiakasryhmittäin

Sen lisäksi, että Pihlajalinna jaottelee liikevaihdon kehittymisen maantieteellisesti, yhtiö jaottelee liikevaihtonsa myös asiakasryhmien mukaan. Eri asiakasryhmiä ovat: yritysasiakkaat, yksityisasiakkaat ja julkisen sektorin asiakkaat.

Yritysasiakkaat (19 % liikevaihdesta) koostuvat työterveyshuollon asiakkaista, vakuutusyhtiöasiakkaista ja muista yrityssovimusasiakkaista lukuun ottamatta julkisen sektorin työterveysasiakkaita. Segmentin liikevaihto on kasvanut viime aikoina lähes täysin yritysostojen tukemana (2018: +28 %). Myös uudisrakennetuilla lääkäriasemilla on ollut vaikutusta. Segmentin sisällä yhtiö ilmoittaa myös vakuutusyhtiöasiakkaiden myynnin. Se on ollut paineessa vuosien 2017 ja 2018

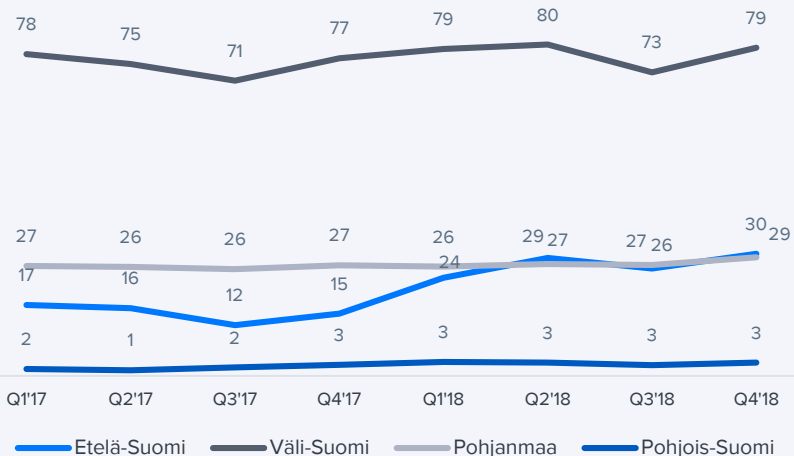
aikana, kun mm. OP on alkanut ohjata asiakkaita omiin Pohjola Sairaaloihin ja LähiTapiola on alkanut ohjata omia asiakkaita enemmän Pihlajalinnan kilpailijalle Mehiläiselle. Vakuutusyhtiöasiakkaiden liikevaihto vuonna 2018 oli 25,2 MEUR, missä oli 5 % laskua edellisvuoteen. Lasku hidastui selvästi vuoden loppua kohden.

Yksityisasiakkaat (17 % liikevaihdesta) ovat itse maksavia yksityishenkilöitä, jotka saattavat hakea myöhemmin korvausta vakuutusyhtiöiltä. Forever-liikuntakeskusketjun hankinta vaikutti merkittävästi yksityisasiakkaiden liikevaihdon kasvuun vuonna 2018 (+35 %). Liikevaihtoa kasvattivat myös pienet yritysostot ja uudet lääkärikeskukset (Turku, Oulu ja Seinäjoki). Yksityis- ja yritysasiakkaiden palvelukysyntä on kausiluonteisesti alhaisempi ja kannattavuus heikompi lomakausina, erityisesti heinä-elokuussa.

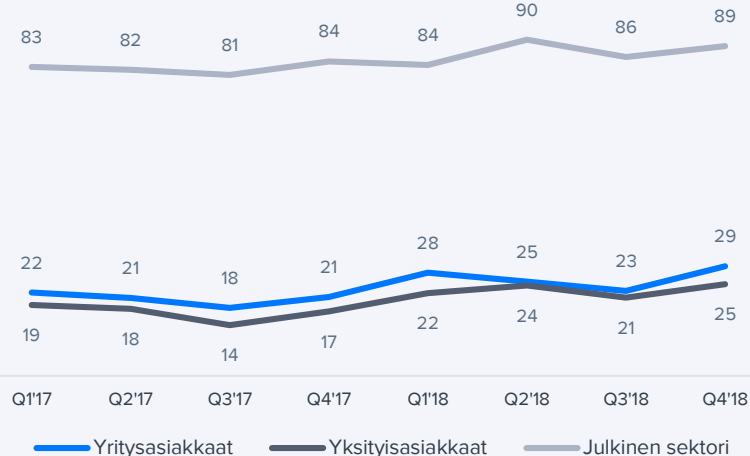
Julkisen sektorin asiakkaat (64 % liikevaihdesta) ryhmään kuuluvat julkisen sektorin organisaatiot Suomessa kuten kunnat, kuntayhtymät, seurakunnat, sairaanhoitopiirit ja julkishallinto hankkiessaan sosiaali- ja terveydenhuollon ulkoistuspalveluita, asumispalveluita, työterveyshuollon palveluita tai työvoimapalveluita.

Julkisen sektorin liikevaihto on kausiluonteisesti tasaisinta, sillä sen laskutus perustuu pääsääntöisesti kiinteisiin hintoihin, jotka rullaavat Pihlajalinnan liikevaihtoon tasaisesti pitkin vuotta. Kesälomakausina, erityisesti heinäkuussa, tällaisiin sopimuksiin liittyvät henkilöstökustannukset pienenevät ja kannattavuus paranee. Tämän takia Pihlajalinnan kannattavuus on kausiluonteisesti korkeimmillaan Q3:lla.

Liikevaihdon kehitys alueittain (MEUR)



Liikevaihdon kehitys asiakasryhmittäin (MEUR)



Kumppanit

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

Julkinen sektori
(kunnat, kuntayhtymät)

Valvontaviranomaiset

Järjestöt, liitot
(ammattiliitot,
potilasjärjestöt,
kansalaisjärjestöt)

Alihankintapalvelu
(Laboratoriopalvelut,
erikoissairaanhoidon
leikkaukset,
hoivapalvelut jne.)

Toimipisteet

Lääkärikeskukset 55 kpl

Työterveyspisteet 75 kpl

Sairaalat 11 kpl

Yhteisyritykset kuntien kanssa 5 kpl

Hammaslinikat 16 kpl

Kuntosalit 18 kpl

Ulkoistetut terveysasemat 1 kpl

Hoivakodit 9 kpl

Vastaanottokeskukset 3 kpl

Resurssit

Oma hoitohenkilöstö
ja yksityiset
ammattinharjoittajat



Tilat ja laitteet



Digitaaliset palvelut
(etälääkäri)



Toiminnanohjausjärjestelmä

Liiketoimintaidea

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



Pihlajalinna

- Brändi ja maine
- Palvelutarjoama (hoitoketjun kattavuus)
- Toimipisteverkosto ja sijaintien keskeisyys
- Asiakaskokemus
- Nykyinen asiakaskunta

MEHILÄINEN
Terveystalo
Attendo

Kilpailijat
Pohjola Sairaala
ORAL
plusterveys

Aava
Coronaria
Esperi

Asiakassegmentit

Kokonaisuudessaan yli 70 asiakastoimialaa

Yritysasiakkaat
(19 % liikevaihdesta)



Yksityisasiakkaat
(17 % liikevaihdesta)



Julkisen sektorin asiakkaat
(64 % liikevaihdesta)



Palvelualueet (vanha jaottelu)

L&E

Lääkärikeskukset

Leikkaustoiminta ja
julkinen
erikoissairaanhoido

Suunterveydenhoito

Työterveyshoito

P&S

Sosiaali- ja
terveydenhuollon
kokonaisulkoistukset

Terveysasemaulkoistukset

Työvoimapaalvelut

Hoivapalvelut

+ Hyvinvointipalvelut

Kustannusrakenne



Materiaalit ja
palvelut
(39 %)



Työsuhde-etuuksista
aiheutuvat kulut
(43 % kustannuksista)



Liiketoiminnan
muut kulut
(13 %)

5850 hlö (2018)



Poistot
(4 %)

Liikevaihto 2017

L&E



55%

P&S



45%

Tulovirrat



Palvelualueet 1/2

Lääkärikeskukset ja erikoissairaanhoito

1. Lääkärikeskukset

Pihlajalinnan lääkärikeskukset tarjoavat monipuolisia perusterveyden- ja erikoissairaanhoidon palveluita. Erikoislääkäreiden tyypillisiä aloja ovat muun muassa ortopedia ja käsikirurgia, neurologia, ihotaudit ja korva-, nenä- ja kurkkutaudit. Diagnostiikkapalveluihin kuuluvat magneettikuvaus, röntgen- ja ultraäänikuvantaminen sekä laboratoriopalvelut.

Pihlajalinnalla oli vuoden 2018 lopussa yhteensä 55 lääkärikeskusta (2017: 38 kpl).

2. Leikkaustoiminta ja julkinen erikoissairaanhoito

Pihlajalinna tuottaa kirurgisia palveluita yksityissairaaloissaan, joita oli vuoden 2018 lopussa yhteensä 11 kpl (2017: 6 kpl). Pihlajalinnan leikkausyksiköt sijaitsivat Helsingissä (2 kpl), Tampereella, Jämsässä, Hämeenlinnassa, Joensuussa, Kuopiossa, Ähtärissä, Turussa, Seinäjoella ja Oulussa. Kolme viimeksi mainittua ovat uudisrakennuksia ja ne aloittivat toimintansa vuoden 2018 alkupuolella.

Leikkaustoiminta ja julkinen erikoissairaanhoito-palvelualue tuottaa laajasti yleiskirurgian ja eri erikoisalojen kirurgisia palveluita muun muassa ortopedian, plastiikkakirurgian, korva-, nenä- ja kurkkutautien, vatsaelinkirurgian, verisuonikirurgian ja urologian erikoisaloilla.

3. Suunterveydenhoito

Pihlajalinna Hammasklinikat tarjoavat yleis- ja erikoishammaslääkäripalveluita kuten kirurgisia toimenpiteitä, oikomahoitoa ja esteettistä hammashoitoa sekä suuhygienian ja hammaslaboratoriopalveluita. Asiakkaita ovat

yksityishenkilöt, yritykset, julkisyhteisöt ja vakuutusyhtiöt. Pihlajalinnalla oli vuoden 2018 lopussa yhteensä 16 hammasklinikkaa (2017: 8 kpl).

4. Työterveyshuolto

Pihlajalinna työterveys tarjoaa yrityksille ja yhteisöille kokonaisvaltaisia työterveys- ja työhyvinvointipalveluita. Palvelut tuottaa moniammatillainen tiimi, jossa on työterveyslääkäri, työterveyshoitaja, työfysioterapeutti, työ- ja organisointipsykologi sekä ravintoterapeutti. Pihlajalinnalla oli työterveyspisteitä vuoden 2018 lopussa noin 75 kpl (2017: 48 kpl).

Työterveyshuolto hyödyntää lääkärikeskusten tiloja sekä erillisiä työterveyspisteitä, joita on avattu mm. Forever-liikuntakeskusten kanssa samoihin tiloihin.

Perusterveyden- ja sosiaalihuollon palvelut

1. Sosiaali- ja terveydenhuollon kokonaisulkoistukset

Suomessa kunnat ovat vastuussa riittävien sosiaali- ja terveydenhuollon palveluiden järjestämisestä asukkaalleen. Yli puolet kuntatalouksien budjeteista kuluu sosiaali- ja terveydenhuoltomeneihin ja niiden kasvaessa monet kunnat ovat joutuneet taloudellisiin vaikeuksiin. Vuoden 2018 taloudellisten tietojen perusteella Suomen kunnista 2/3 tekivät negatiivisen tuloksen. Kuntatalouden heikosta tilasta johtuen kunnat ovat alkaneet etsiä säästöjä ulkoistamalla palveluiden tuotantovastuuta yhä enemmän yksityisille toimijoille.

Pihlajalinna tuottaa sosiaali- ja terveydenhuollon kokonaisulkoistuksia Jämsässä, Mänttä-Vilppulassa, Juupajoella, Parkanossa, Kihniössä, Kuusikunnissa (Alavus, Kuortane Ähtäri) ja Soinissa. Ulkoistukset on aikoinaan saatu julkisen kilpailutuksen kautta, missä kunta on määrittänyt tarvittavan palvelutason, hinnan

ja muita vaatimuksia, ja yksityiset palveluntuottajat ovat voineet jättää omia tarjouksiaan joko yksin tai yhteistyössä toisten palveluntuottajien kanssa.

Pihlajalinna on yksi harvoista toimijoista Suomessa, jolla on kyky ja kokemus tarjota kunnille suuria ulkoistusratkaisuja. Pihlajalinnan nykyisiin kuntaulkoistussopimuksiin sisältyy lisäksi useita laajennusoptioita, joiden kautta lähikunnat voivat liittyä olemassa oleviin sopimuksiin ilman julkista kilpailutusta. Voimassa olevien ulkoistussopimusten laajennusoptiot voivat toteutuessaan tarjota merkittävää kasvupotentiaalia Pihlajalinnan ulkoistusliiketoiminnalle ja näistä on aikaisempina vuosina ollut keskustelua mm. Kuusiokuntien ympärillä olevissa kunnissa.

Palvelut kunnille tuotetaan pääasiassa niiden osoittamissa tiloissa, joten ulkoistusliiketoiminnan kasvattaminen ei vaadi Pihlajalinnalta merkittäviä investointeja. Sopimukset ovat yleensä pitkiä (noin 10 vuotta) ja sopimuskauden hinnoittelua tarkastetaan sopimuskauden aikana väestön määrän ja ikärakenteenmuutosten mukaisten indeksikorotusten mukaisesti. Useimpiin Pihlajalinnan sopimuksiin kuuluu myös 5 vuoden lisäoptio alkuperäisen palvelusopimuksen päättymisen jälkeen.

Pihlajalinna ei ole saanut uusia suuria kuntien kokonaisulkoistuksia itselleen 2016 heinäkuussa voimaan tulleen ulkoistuksia ja investointeja rajoittavan väliaikaislain (548/2016) myötä. Laki on näillä näkymin voimassa 2022 loppuun saakka. Sen tarkoituksena oli turvata maakunta- ja sote-uudistuksen toteuttaminen yhdenvertaisesti ja kokonaistaloudellisesti. Laki rajoittaa ulkoistusten arvon 30 prosenttiin kunnan sotepalveluista ellei siihen lisätä irtisanomisehtoa. Vuonna 2017 aikana mm. Hattulan ja Forssan ulkoistushankkeet peruuntuivat, vaikka yhtiö oli voittanut aiemmin niitä koskevan kilpailutuksen.

Palvelualueet 2/2

2. Terveysasemaulkoistukset

Terveysasemaulkoistuksissa kunta ulkoistaa kokonaisulkoistuksen sijaan pelkästään terveysaseman palvelut yksityiselle toimijalle. Näissä tapauksissa Pihlajalinnan työntekijät tuottavat terveysaseman palvelut ja kunta vastaa sopimuksenmukaisista korvauksista sekä valvoo palveluiden toteutusta. Pihlajalinna käyttää terveysasemaulkoistuksissaan hoitaja-lääkäri-työparimallia, jonka avulla hoitoon pääsyn tarpeen arviointi nopeutuu ja palvelu tehostuu, kun potilaan tilan kriittisyyden perusteella potilas ohjataan joko lääkärin tai hoitajan vastaanotolle. Palveluita voidaan tuottaa sekä Pihlajalinnan omistamissa tiloissa että kuntien ja kaupunkien omistamissa tiloissa. Palvelualueen asiakkaita ovat julkisyhteisöt.

Pihlajalinna toimii Hattulan perusterveydenhuollon ja työterveyshuollon palveluntuottajana sisältäen kunnan terveysasemaulkoistuksen. Ulkoistus koskee noin 20 prosenttia kunnan tai kuntayhtymän vastuulla olevista sote-palveluista, joten sopimuksen arvo ei ylitä ulkoistuksia koskevan rajoituslain 30 prosentin rajaa. Käsityksemme mukaan osittaisulkoistukset eivät tarjoa Pihlajalinnalle yhtä hyviä mahdollisuuksia kustannussäästöihin kuin kokonaisulkoistukset, sillä niiden hoitoketjun optimointi ei ole yhtä tehokasta.

Pihlajalinna tuotti pitkään (vuodesta 2007 alkaen) terveysasemapalveluita Tampereen kaupungille Kehräsaareissa ja 2014 alkaen Hervannassa. Keväällä 2018 Mehiläinen voitti kuitenkin terveysasemia koskevan kilpailutuksen ja Pihlajalinnan ulkoistusopimukset päättyivät heinäkuussa 2018. Käsityksemme mukaan Mehiläinen tarjosi hyvin alhaisen hinnan kilpailutuksessa saadakseen terveysasemat hoitaakseen, sillä ne olivat Pihlajalinnalle imagollisesti tärkeitä niiden korkean asiakastytyytyväisyyden ja näkyvyyden johdosta.

3. Työvoimapalvelut

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

4. Hoiva- ja asumispalvelut

Palvelualue tuottaa sosiaalihuollon palveluita. Palvelualue sisältää sekä hoivakodeissa tarjottavia asumispalveluita että kotihoitopalveluita.

Hoivapalveluita tuotetaan julkisyhteisöille ja yksityishenkilöille, sekä yhtiön omissa hoivapalveluyksiköissä sekä kunnan tiloissa liittyen yhtiön kuntaulkoistuksiin. Hoivapalveluilla on merkittävä rooli kuntaulkoistusten tukifunktiona ja ne optimoivat potilashoitoketjua. Pihlajalinnalla oli vuoden 2018 lopussa 9 omaa tehostetun palveluasumisen lkipihlaja-kotia (2017: 10 kpl).

Suunniteltujen sote-linjausten vuoksi kuntien kokonaisulkoistukset ovat olleet viime aikoina jäissä ja ulkoistusratkaisut ovat keskittyneet kiinteistövetoiisiin hankkeisiin, jotka liittyvät tyypillisesti hoivapalveluihin. Yhtenä esimerkkinä tästä on Laihan kunnan ja Pihlajalinnan perustama yhteisyrittäjä, joka tuottaa alueella Hoivakotipalveluita ikäihmisille ja kehitysvammaisille. Pihlajalinna on myös Maahanmuuttoviraston puitesopimustoimittaja ja sillä on tällä hetkellä kolme vastaanottokeskusta, joissa se tarjoaa maahanmuuttajille asumispalveluita.

Uudet palvelualueet ja kokeilut

Liikuntakeskuspalvelut

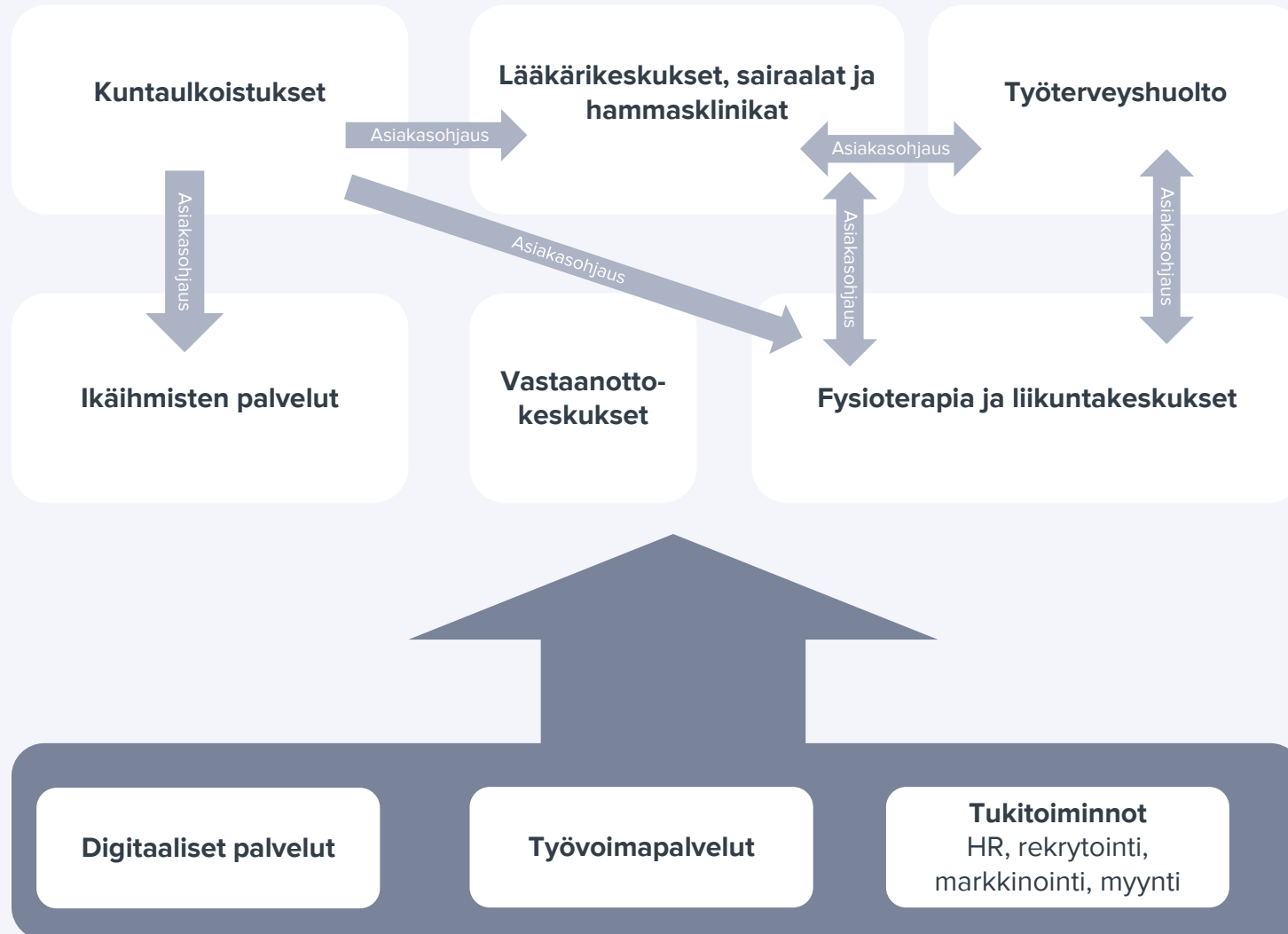
Pihlajalinna hankki Forever-liikuntakeskusketjun alkuvuodesta 2018 ja laajeni tätä kautta vahvasti hyvinvointi- ja liikuntakeskuspalveluihin. Liikuntakeskustoiminta täydentää ennaltaehkäisevää toimintaa työterveyshuollossa ja kuntoutumista erikoissairaanhoidon operaatioiden jälkeen.

Yhtiö hankki myös kesällä 2018 Leaf-areenan Turusta sekä vuoden 2019 alussa Fit1-kuntosalikeitun nostaen liikuntakeskusten määrän 18:aan. Pihlajalinnasta on nopeasti tullut yksi Suomen suurimmista liikuntakeskusketjuista ja käsityksemme mukaan toimintaa halutaan laajentaa vielä lisää tulevana vuosina.

Valinnanvapauskokeilut

Eri puolilla Suomea on parhaillaan käynnissä valinnanvapauskokeiluja, joissa pyritään selvittämään, mikä olisi paras tapa edetä Sote-uudistuksen toteuttamisessa. Piloteissa on erilaiset kiinteät korvausperusteet ja kokeiluihin sisältyvät palvelut poikkeavat toisistaan. Pihlajalinna on tällä hetkellä palveluntuottajana Hämeenlinnan ja Tampereen valinnanvapauskokeilussa. Jyväskylästä yhtiö vetäytyi kesällä 2018, sillä yhtiön mukaan se ei ollut kannattavaa liiketoimintaa. Myös nykyinen perusterveydenhuollon valinnanvapaus on voimassa, mikä tarkoittaa, että julkisen puolen asiakas voi valita kiireettömässä hoidossa Pihlajalinnan palveluntuottajakseen, mikäli asiakas valitsee terveysasemakseen Hattulan Terveysaseman. Pihlajalinna tarjoaa tätä kautta julkisen terveydenhuollon palveluita myös Hattulan lähikunnassa Lopella.

Pihlajalinnan palvelukokonaisuus ja asiakasohjaus



Liiketoimintamalli 1/3

Pihlajalinnan liiketoimintamalli kiinteähintaisessa laskutuksessa

Pihlajalinnan liiketoimintamallia tarkasteltaessa on hyvä erottaa eri palvelualueiden eroavaisuus ansaintalogiikassa. Vuonna 2018 enemmistö (~60 % liikevaihdosta) kertyi kiinteähintaisesta laskutuksesta. Näissä sopimuksissa yhtiö saa kiinteän korvauksen kunnalta tai yritykseltä (työterveys) ottaessaan kokonaisvastuun tietyn ihmisjoukon terveyspalveluista. Käytännössä tämä tarkoittaa esimerkiksi sitä, että yhtiölle maksetaan kustakin asiakkaasta vakiokorvaus vuosittain. Pihlajalinnan kannattavuuden selkeimmät ajurit kiinteähintaisissa sopimuksissa ovat toiminnan tehokkuus ja ennaltaehkäisy. Kiinteähintaisissa laskutuksissa liikevaihto on ennustettavaa ja se kertyy tasaisesti sopimusperiodin ajan, mikä näkemyksemme mukaan lisää sen arvoa osakkeenomistajan kannalta.

Perusterveyden ja sosiaalihuollon palvelut

Julkisesti rahoitetuissa perusterveyden ja sosiaalihuollon palveluissa on käytössä kiinteähintainen laskutus, joka perustuu Pihlajalinnan ja kuntien yhteistyössä tekemiin sopimuksiin kustannustason suuruudesta. Pihlajalinnan kehittämä malli kuntapalveluissa perustuu siihen, että ennaltaehkäisyllä, nopealla ja vaikuttavalla perusterveydenhuollolla sekä nopeasti saatavilla erikoissairaanhoidon lähipalveluilla keskitytään pitämään ihmiset mahdollisimman terveinä ja kalliin erikoissairaanhoidon tarve vähenee.

Perusterveyden- ja sosiaalihuollon palvelut toteutetaan joko kokonaisulkoistuksina, työvoimapalveluina, terveysasemaulkoistuksina tai erillisinä hoivapalveluyksikköinä. Perusterveyden ja sosiaalihuollon palveluissa yhtiön toimintamalli nojaa vahvasti julkisyhteisöille tehtyihin ulkoistussopimuksiin, joissa Pihlajalinnan tehtävänä on tehostaa toiminnan kustannusrakennetta, optimoida hoitoketjua ja tarjota

samalla parempaa palvelutasoa asiakkaille kuin mitä kunta on itse pystynyt teettämään.

Työterveyshuolto

Työterveyshuollossa on kiinteähintaisen laskutuksen elementtejä ja myös työterveyshuollossa Pihlajalinnan kannattavuus paranee, mitä terveempinä ihmiset pysyvät. Vuoden 2018 alusta Pihlajalinnan työterveyspalveluiden asiakasmäärä on kasvanut voimakkaasti noin 110 000 henkilöasiakkaasta nykyiseen yli 170 000:een. Yhtiön laajentunut toimipisteverkosto on mahdollistanut uusien isojen asiakkaiden voittamisen (esim. Stora Enso). Voimakas kasvu on johtunut osittain myös yritysostoista kohdistuen julkisen puolen työterveystoimijoihin.

Vuonna 2018 yhtiö hankki Kymijoen työterveyden (24 000 uutta asiakasta) ja Verson eli Ylä-Savon työterveyspalveluyhtiön (17 000 uutta asiakasta). Pihlajalinnalla toimii myös esimerkiksi Laihan kunnan työterveyshuoltopalveluiden tuottajana vuoden 2019 alusta lähtien.

Digipalvelut tehostavat toimintaa

Pihlajalinnalla pyrkii lisäämään toiminnan tehokkuutta muun muassa panostamalla digipalveluihinsa. Yhtiö tuottaa digisovelluksensa kautta etälääkäripalveluja, jotka helpottavat henkilöstöresurssien ja asiakkaiden kohtaamista. Asiakas voi sovelluksen kautta keskustella lääkärin kanssa ajasta ja paikasta riippumatta. Etävastaanotolla voidaan mm. määrätä lääkkeitä, tehdä lähete jatkotutkimuksiin tai kirjoittaa lyhyt sairausloma.

Tekoälyavusteinen lääkäripalvelu on toinen esimerkki Pihlajalinnan digipalveluista, sillä se kysyy potilaalta vaadittavat esitietokysymykset sekä ohjaa potilaan tämän perusteella oikealle hoitohenkilökunnalle, jolloin Pihlajalinnan henkilöstöresurssien kuormitus laskee.

Henkilöstön toiminta avainasemassa

Potilaiden hoitoketjun tehokas hallinta on avainasemassa erityisesti isojen ulkoistushankkeiden kannattavuuden kehityksessä. Potilashoitoketjun hallinnalla asiakkaat pystytään toimipisteverkostoa hyödyntämällä ohjaamaan oikeaan hoitoon tehokkaasti.

Osaava henkilöstö on potilashoitoketjun hallinnassa avainasemassa, sillä mitä nopeammin asiakas saadaan hoidettua kuntoon, sitä vähemmän kustannuksia kertyy. Yhtiö hankki vuoden 2018 aikana Doctagon Oy:n, jonka kehittämällä kuntien vastuulääkärimallilla on saatu aikaan merkittävää tehokkuuden nostoa hoidon vaikuttavuudesta erityisesti vanhusten huollossa. Terveysasemaulkoistuksissaan yhtiö käyttää tehokkaaksi havaittua hoitaja-lääkäri-työparimallia, jossa sairaanhoitaja arvioi ensin asiakkaan hoidontarpeen nopeuttaen näin potilaan pääsyä oikeanlaiseen hoitoon.

Liikuntakeskuspalvelut ennaltaehkäisevät ja myös kuntouttavat nopeammin

Ennaltaehkäisy on kiinteähintaisissa palveluissa vahvistuva trendi. Tähän liittyen on mielestämme luonnollista, että yhtiö aloitti myös hyvinvointipalveluiden tarjoamisen asiakkailleen liikuntakeskusten hankinnan myötä. Arvioimme yhtiön jatkavan liikuntakeskusten hankintoja niillä alueilla, missä sillä ei ole vielä toimipisteitä ja joissa sillä on jo valmiiksi (tai tulee olemaan) muuta kiinteähintaisesti laskutettavaa palvelua. Yhtiö voi saada omille kuntosaleilleen lääkärikeskusten ja työterveyshuollon toimipisteiden kautta lisää asiakaskuntaa ja kuntosaleilta voidaan ohjata lisää asiakkaita Pihlajalinnan työterveyshuollon piiriin, joten ristiin myynnin mahdollisuudet ovat mielestämme ilmeiset.

Liiketoimintamalli 2/3

Yhteisyritykset tekevät valtaosan tuloksesta

Yksi Pihlajalinnan liiketoimintamallin erikoisluonne on kuntien sote-ulkoistuksia varten laadittu ns. ”Yhteisyritysmalli”, joissa Pihlajalinna ja julkisyhteisö (esim. kaupunki tai kunta) perustavat yhteisesti omistetun uuden tytäryhtiön tuottamaan kunnan kaikki sote-palvelut. Pihlajalinnan mukaan mallin avulla yhtiö voi tuottaa palveluita läpinäkyvästi, minkä lisäksi malli mahdollistaa riskin ja tuottojen jakamisen kuntien kanssa. Yhteisyrityksille Pihlajalinnan omistus on pääsääntöisesti ollut perustettaessa 51 % ja kunnan omistus 49 %, mutta viime vuosina Pihlajalinna on kasvattanut omistusosuuksiaan yhteisyrityksissä. Yhteisyritykset ovat muodostaneet viime vuosina Pihlajalinnan tuloksesta valtaosan.

Vuonna 2017 yhteisyritysten yhteenlaskettu liikevoitto oli 12,9 MEUR (Pihlajalinna-konserni 19,1 MEUR). Yhteisyritysten suuren painoarvon seurauksena myös merkittävä osa Pihlajalinna-konsernin raportoimasta

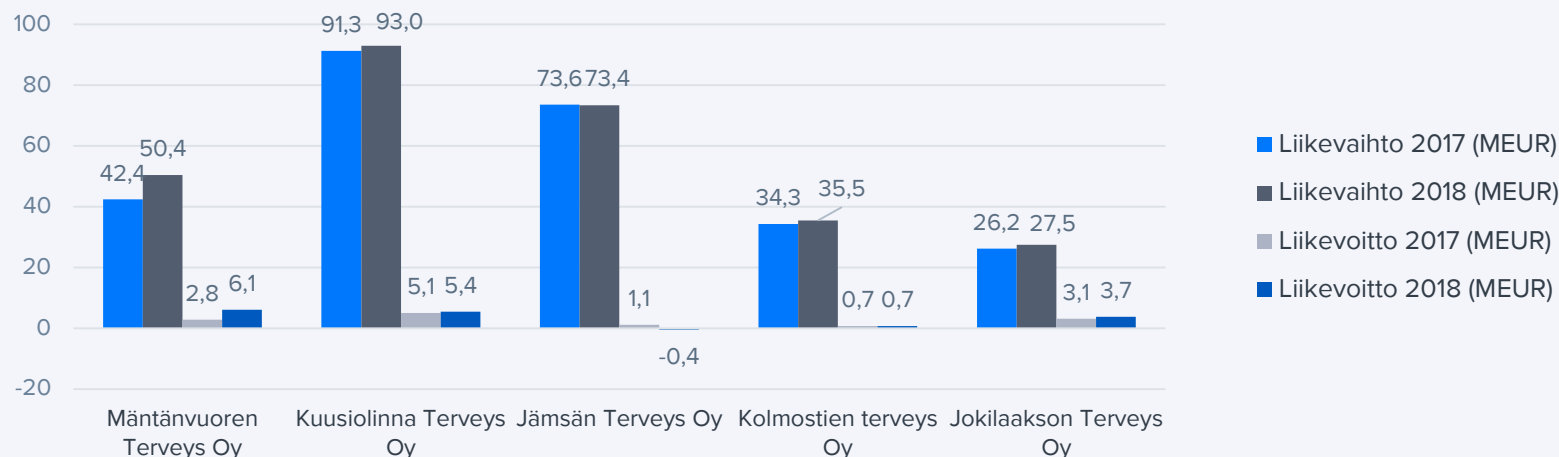
nettotuloksesta on valunut määräysvallattomille omistajille eli kunnille. Vuonna 2017 konserniin 14,1 MEUR:n nettotuloksesta kuului vähemmistöomistajille 4,6 MEUR (eli 33 %). Vuonna 2018 yhteisyritysten yhteenlaskettu liikevoitto oli 15,6 MEUR (Pihlajalinna-konserni 12,8 MEUR). Vuonna 2018 konserniin 7,1 MEUR:n nettotuloksesta 3,3 MEUR kuului vähemmistöomistajille (eli 46 %). Pihlajalinna-konsernilla on yhteensä 29 tytäryhtiötä, jotka ovat osittain omistettuja. Mukana on kuntaulkoistusten lisäksi myös muita liiketoimintoja (mm. Forever-liikuntakeskusketjun vähemmistöosuus 30 %, Dextra Lapsettomuuskliniikka 49 % jne.), mutta merkittävimmät vähemmistöosuudet ovat kuntaulkoistuksiin liittyviä.

Kesällä 2018 Pihlajalinna nosti omistustaan kolmessa yhteisyrityksessä (Mäntänvuoren Terveys, Kolmostien Terveys ja Jokilaakson Terveys). Yhtiö nosti omistuksen Jokilaaksosta 90 %:iin, Mäntävuoresta 81 %:iin ja Kolmostiestä 81 %:iin. Ostot maksoivat

yhteensä 8,4 MEUR. Järjestely loi näkemyksemme mukaan merkittävästi omistaja-arvoa, sillä 2018 toteutuneilla luvuilla laskettuna ja omistuosuuksien lisäyksillä järjestelyn vuotuinen positiivinen vaikutus Pihlajalinnan osakkeenomistajille kuuluvaan nettotulokseen oli noin 2 MEUR. Kaupan P/E-kerroin oli siis hyvin halpa 4x ja tällä on selvä positiivinen vaikutus tulevien vuosien osakekohtaiseen tulokseen. Tämän jälkeen yhtiö nosti helmikuussa 2019 omistuksen Kolmostien Terveys Oy:stä 96 %:iin (81 %).

Pihlajalinna teki alustavan sopimuksen ostaa myös 18,4 MEUR:lla Kuusiolinna Terveys Oy:n omistus 97 %:iin vuoden 2018 loppuun mennessä (nyt 51 %). Sopimusta ei ole kuitenkaan vielä toteutettu. Uskomme sote-uudistuksen kaatumisen takia Kuusiolinnan vähemmistöomistajien odottavan mitä kuntaulkoistuskentän aktivoituminen tarkoittaa Kuusiokuntien sote-alueen kannalta. Kuusiolinnan sopimuksen toteutumista voidaan joutua odottamaan, jos omistajat pyrkivät saamaan siitä paremman hinnan.

Pihlajalinnan yhteisyritysten taloudellinen kehitys



Liiketoimintamalli 3/3

Pihlajalinnan liiketoimintamalli suoriteperusteisessa hinnoittelussa

Pihlajalinnan 2018 liikevaihdosta noin 40 % kertyi yksityisellä puolella perinteisesti käytössä olevasta liiketoimintamallista, jossa yhtiö saa tulovirtaa hoitaessaan asiakkaiden sairauksia (laskutus per tapahtuma). Suoriteperusteisesti laskutettaviin palveluihin kuuluvat pääsääntöisesti Lääkärikeskusten ja erikoissairaanhoidon segmentin alla tarjottavat palvelut. Palveluiden tarjonta asiakkaille nojaa yhtiön laajaan verkostoon ja Pihlajalinna-brändin korkeaan laatumielikuvaan, jota yhtiö pyrkii hyödyntämään eri palvelualueiden läpi. Pihlajalinna on viime vuosina hankkinut yritysostoilla markkinoilta eri palvelualueiden pieniä toimijoita (mm. pieniä lääkäriasemia ja yksityisiä hammasklinikoita) laajentaakseen palvelunsa maantieteellistä peittoa.

Kannattavuuden selkeimpänä ajurina ovat toiminnan kasvu sekä käyttöasteen nosto, jolloin käytössä olevat resurssit (lääkärit, kuvantamislaitteet tai tilat) saadaan kohtamaan mahdollisimman tehokkaasti asiakasvirran kanssa. Kattava toimipisteverkosto tietyillä paikkakunnilla (Pirkanmaa, Helsinki) edesauttaa käyttöasteiden hallinnassa onnistumista, sillä asiakkaiden liikkuminen eri toimipisteiden välillä on helpompaa.

Suuri osa toiminnan pyörittämisen kustannuksista on kiinteitä ja käyttöaste näkyy tulosvuvalla molempiin suuntiin nopeasti. Liikevaihto on kausiluontoista ja vähemmän ennustettavaa, sillä asiakasvirran suuruus riippuu sekä yhtiön omista toimista (markkinointi, asiakastytytyväisyys) sekä kilpailijoiden toimista. Viime aikoina Pihlajalinnan lääkärikeskusten kannattavuus on ollut paineessa juuri alhaisen käyttöasteen vuoksi. Yhtiö onkin ottanut yhdeksi fokusalueekseen toimipistekohtaisen kannattavuuden parantamisen, sillä johtuen yhtiön nopeasta laajentumisesta on yksittäisten klinikoiden kannattavuus jäänyt aiemmin

vähemmälle huomiolle ja tässä yhtiöllä on selvää parantamisen varaa kilpailijoihin verrattuna.

Vakuutusyhtiöohjaus

Vakuutusyhtiöllä on merkittävä rooli potilasvirtojen ohjaamisessa tietyn palveluntarjoajan luokse ja yhteistyö niiden kanssa on olennainen osa Pihlajalinnan toimintaa. Erityisesti leikkaustoiminnassa vakuutusyhtiöohjauksella on merkittävä rooli. Pihlajalinnan vahvuus vakuutusyhtiöiden kanssa on kyky tarjota vakuutusyhtiön asiakkaille koko hoitoketjun palvelut laajalla maantieteellisellä alueella, sekä näin ollen minimoida hoitoaikaa ja parantaa kustannustehokkuutta, jolloin siitä tulee houkutteleva kumppani vakuutusyhtiöille.

Viime aikoina vakuutusyhtiöohjauksen heikkeneminen (Lähi-Tapiola ja aiemmin OP) on näkynyt Lääkärikeskusten ja erikoissairaanhoidon segmentin kannattavuuden laskuna. Yhtiö pyrkii parhaillaan syventämään yhteistyötään Fennian kanssa. Muita tärkeitä kumppaneita Pihlajalinnalle ovat IF sekä edelleen Lähi-Tapiola sen syventyneestä Mehiläis-yhteistyöstä huolimatta.

Segmenttien välinen yhteistyö on tärkeää

Pihlajalinnan liiketoimintamalli nojaa myös hyvin vahvasti tehokkaan hoitoketjun hyödyntämiseen ja konsernin eli palvelualueiden väliseen yhteistyöhön. Tämä on myös kilpailuetu Pihlajalinnalle, joka pystyy hyödyntämään laajaa palvelutarjontaansa ja pitämään potilaan ns. ”talon sisällä” liikuttaen tätä tarvittaessa läpi aivan perusterveyden ensihoidosta alkaen kuvantamis- ja laboratoripalveluiden kautta edelleen omien sairaalayksiköiden kirurgisiin palveluihin ja siitä vielä kuntoutukseen.

Pihlajalinna pystyy tarjoamaan monipuolisesti kaikki yleisimmät perus- ja erikoissairaanhoidon sekä suunterveyden- ja työterveyshuollon palvelut samalta

luukulta ja potilaan liikuttaminen sisäisen toiminnanohjausjärjestelmän avulla sujuu huomattavasti tehokkaammin kuin tapauksessa, jossa henkilö joutuu käymään eri palveluntarjoajien erillisissä yksiköissä.

Kattava toimipisteverkosto ja palvelutarjonta

Pihlajalinna on erityisen vahva Pirkanmaalla, Keski-Suomessa, Etelä-Pohjanmaalla ja pääkaupunkiseudulla. Yhtiö on keskittänyt toimintansa erityisesti muutamiin strategisiin maantieteellisiin alueisiin, minkä ansiosta yhtiö pystyy ohjaamaan potilasvirtoja tehokkaasti palvelualueelta toiseen. Lisäksi henkilöstöresurssien tehokas käyttö helpottuu, kun työvoimaa voidaan tarpeiden mukaan siirtää eri toimipisteiden välillä hukka-ajan minimoimiseksi. Pihlajalinna pyrkii kasvamaan olemassa olevien toimialueidensa ympärillä, jotta alueellisia synergioita voidaan hyödyntää erotuksena sille, että yhtiö laajentaisi toimipisteitä ympäri Suomea.

Pihlajalinna on laajan toimipisteverkoston ja palvelutarjontansa ansiosta yksi harvoista toimijoista, joilla on kyky tarjota kokonaisia sote-ulkoistuksia kunnille. Uskomme tämän tarjoavan yhtiölle merkittävän kilpailuedun, jos/kun kuntien tekemät ulkoistukset jälleen lisääntyvät. Näin voisi tapahtua esimerkiksi sote-uudistuksen kaatumisen jälkeen, kun kuntien paine hakea säästöjä kasvaisi edelleen.

Asiakkuusohjelman kautta vauhtia ristiinmyyntiin

Vuonna 2018 yhtiö lanseerasi asiakkuusohjelman ”Kauan Eläköön Elämä”, jonka tavoitteena on koko Pihlajalinnan tarjooman tunnettuuden lisääminen, palveluiden ristiinmyynti sekä asiakkaiden terveyden edistäminen. Asiakkaan valinnanvapauden lisääntyessä myös brändin tunnettuudella tulee olemaan entistä isompi rooli ja tähän Pihlajalinna pyrkii asiakkuusohjelmalla satsaamaan.

Pihlajalinnan liiketoimintamalli



Liiketoimintamallin riskiprofiili



Taloudellinen kehitys 1/4

Liikevaihdon kasvu ollut voimakasta

Pihlajalinnan liikevaihto on noussut 47 MEUR:sta (2012) tasolle 488 MEUR (2018). Tämä tarkoittaa noin 47 %:n vuotuista kasvuvauhtia (CAGR). Kasvu on tapahtunut sekä yritystostoin että organisesti.

Yritystostoilla hankittu liikevaihto on 2012-2018 aikana muodostanut kasvusta merkittävän osan ja ostettujen yritysten liikevaihto on arviomme mukaan ollut yhteensä noin 160 MEUR. Liikevaihdon osalta merkittävimmät ostokohteet ovat olleet Forever-liikuntakeskukset 2018 (18 MEUR), Doctagon 2018 (17 MEUR), Kymijoen työterveys 2018 (9 MEUR), Itä-Suomen Lääkärikeskus 2015 (7 MEUR), Tampereen Lääkärikeskus 2015 (15 MEUR), 3 yksityistä hoitokotia Varsinais-Suomesta 2015 (8 MEUR), Laser Tilkka (10 MEUR) sekä Dextra Oy 2012 (28 MEUR). Yhtiö on myös hankkinut useita pienempiä kohteita, joiden liikevaihdot ovat olleet välillä 1-6 MEUR. Kohteet ovat tyypillisesti olleet yksityisiä lääkärikeskuksia, suunterveyden klinikoita tai ikääntyneiden palveluita tarjoavia hoiva-alan yrityksiä.

Toinen merkittävä kasvun lähde on ollut kuntien sote-palveluiden ulkoistusliiketoiminta. Ulkoistusten myötä saavutettu liikevaihto lasketaan orgaaniseksi, vaikkakin liikevaihdon lisäys tulee nopeana kasvupyrähdyksenä. Vuosien 2012-2018 välillä perustettujen yhteisyritysten nykyinen liikevaihto on yhteenlaskettuna noin 240 MEUR. Pihlajalinnan orgaaninen kasvu on 2017-2018 aikana pysynyt nollan tuntumassa osittain kokonaisulkoistusmarkkinan hiljentymisen ja kiristyneen kilpailun vuoksi. Yhtiön orgaaninen kasvu on siten jäänyt markkinakasvusta, joka on samaan aikaan ollut hieman positiivista. Vuonna 2017 yhtiön orgaaninen kasvu oli vain 2,5 % ja pelkästään Soinin palvelutuotannon aloitus 1.1.2017 toi kasvusta noin puolet. Vuonna 2018 orgaaninen kasvu oli nollassa huolimatta uusien lääkärikeskusten avauksista Oulussa, Turussa ja Seinäjoella.

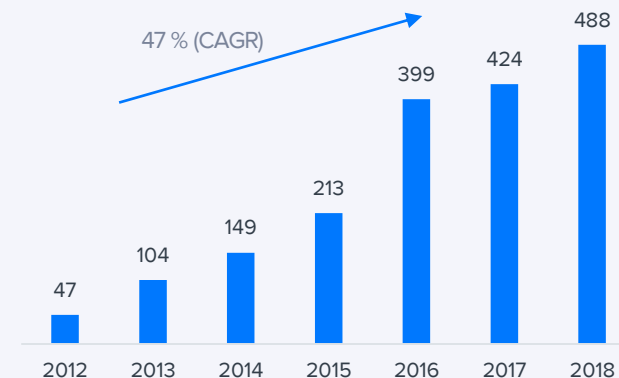
Kannattavuus ei ole kehittynyt liikevaihdon mukana

Tarkastelujaksolla Pihlajalinnan liikevoittomarginaali on laskenut trendinomaisesti ja yhtiö on tällä hetkellä kaukana tavoittelemastaan pitkän aikavälin tavoitteesta (EBIT 7 % liikevaihdesta). Vanhojen L&E ja P&S segmenttien kannattavuuskehitys on ollut toistensa peilikuva. Siinä missä P&S on parantanut jatkuvasti kannattavuuttaan on L&E:n tuloskunto heikentynyt selvästi. Olemme esittäneet segmenttien historiallisen kehityksen kuvaajat sivulla 7.

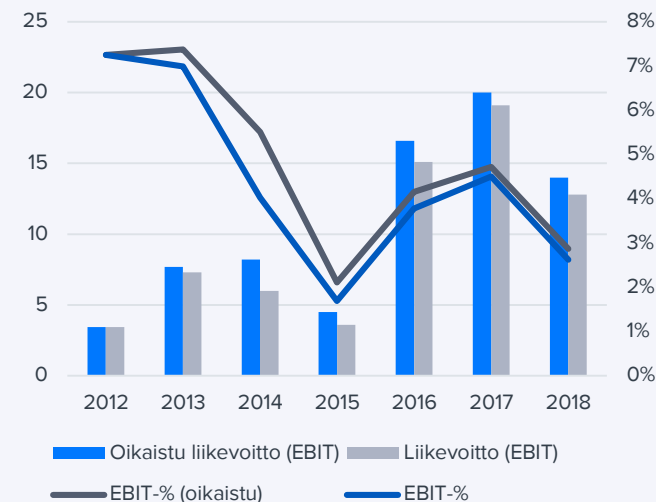
Vuonna 2014 L&E segmentti teki vielä tervettä 6,7 % liikevoittomarginaalia, mutta sen kannattavuus on laskenut vähitellen ja vuonna 2017 liikevoitto-% oli enää 1,5 %. Myös vuonna 2018 kehitys on ollut ilmeisen heikkoa uusien avattujen lääkärikeskusten rasittaessa liikevoittoa -4,9 MEUR. L&E-segmentin kannattavuus on kärsinyt etenkin kilpailun kiristymisestä ja yksityisen puolen nopeasti kasvaneesta kapasiteetista kilpailijoiden investoitua hyvin etupainotteisesti toimipisteverkostoidensa laajentamiseen. Myös Pihlajalinnan toimipisteiden määrä on kasvanut voimakkaasti, mutta yhtiön kysyntä ei ole kasvanut samassa tahdissa. Samalla vakuutusyhtiöiden asiakasohjauksen heikentyminen on näkynyt erityisesti Pihlajalinnan leikkaustoiminnan kysynnän laskuna. Myös brändiuudistus, organisaatiouudistus sekä panostukset digitalisaatioon ovat painaneet kannattavuutta lyhyellä tähtäimellä, mutta niiden voi olettaa kantavan hedelmää myöhemmin.

P&S-segmentin kannattavuus on kehittynyt erittäin hyvin ja se on kannatellut muuta konsernia. Vuonna 2014 segmentin liikevoittomarginaali oli vain 2,4 %, mutta se nousi 9,1 %:iin vuonna 2017. Arviomme mukaan yhtiö on kyennyt tehostamaan toimintaansa asteittain kiinteästi hinnoiteltujen ulkoistusopimusten kanssa ja toimintamallien jatkuva parantaminen on nostanut segmentin kannattavuuden erittäin hyvälle tasolle.

Liikevaihto (MEUR)



Liikevoitto (MEUR)



Taloudellinen kehitys 2/4

Työsuhde-etuuksista aiheutuneet kulut

Pihlajalinnan merkittävin kuluryhmä on työsuhde-etuuksista aiheutuvat kulut, jotka olivat vuonna 2018 yhteensä 208 MEUR (43 % liikevaihdosta).

Henkilöstön määrä vuoden 2018 aikana oli keskimäärin 4868, joten kustannus per henkilö on noin 43 tuhatta euroa/vuosi. Henkilöstökulut koostuvat työsuhteessa olevien terveydenhuollon ammattihenkilöiden ja muiden työntekijöiden palkoista sekä sivukuluista. Vuonna 2018 käydyt yt-neuvottelut laskivat vuositasolla hallinnon henkilöstökustannuksia noin 2,8 MEUR:lla, minkä pitäisi jatkossa laskea kulujen suhteellista osuutta liikevaihdosta.

Materiaalit ja palvelut

Materiaalit ja palvelut on Pihlajalinnan toiseksi suurin kuluerä, joka oli vuonna 2018 yhteensä 189 MEUR (39 % liikevaihdosta).

Tärkeimpiä materiaali- ja palveluhankintoja ovat työvoimapalveluiden ostot terveydenhoitoalan ammatinharjoittajilta, ostot ulkopuolisilta lääke-, tarvike- ja palvelutoimittajilta, diagnostiikan sekä vanhus- ja sosiaalipalveluiden ostot alan palveluntuottajilta sekä ostot erikoissairaanhoidon tarvike- ja palvelutoimittajilta. Pihlajalinnan kanssa sopimussuhteessa työskentelevä ammatinharjoittaja laskuttaa yhtiöltä työpanoksensa ammatinharjoittajan roolissa eikä tämä siten näy yhtiön työsuhdekuluissa. Yhtiön palveluksessa oli 1400 ammatinharjoittajaa vuonna 2018 (2017: 992). Pihlajalinnan eri toimipisteissä asioidessa on käytännössä mahdollonta sanoa ulkoapäin, onko esim. tietty lääkäri yhtiön kanssa vakituisessa työsuhteessa vai onko hän ammatinharjoittaja. Tuloslaskelmassa ne näkyvät kuitenkin eri kuluryhmissä.

Yhtiön materiaali- ja palvelut kustannusrivi on kasvanut vuosien varrella merkittävästi 2012 vuoden 23 %:sta

39 %:iin vuonna 2018. Suhteellisen osuuden kasvu johtuu erityisesti kokonaisulkoistusten kasvusta, sillä niiden kustannuksiin liittyy merkittävänä osana alihankintana ostettuja palveluita tärkeimpänä erikoissairaanhoidon palvelut sairaanhoitopiireiltä

Liiketoiminnan muut kulut

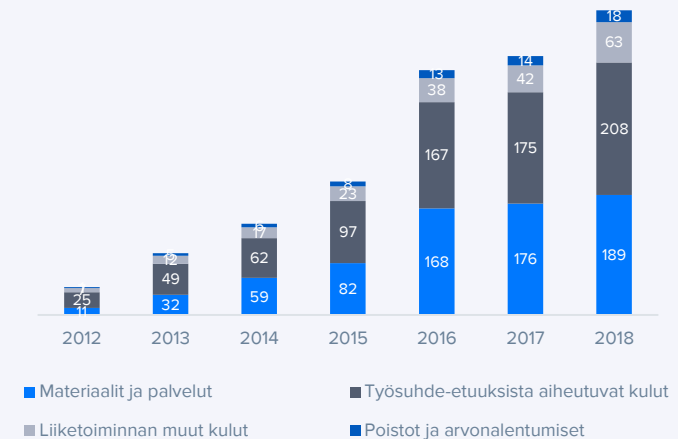
Liiketoiminnan muut kulut liittyvät konsernin toiminnallisen infrastruktuurin ylläpitoon. Nämä kulut koostuvat muun muassa toimitilakuluista, kalusto- ja tietojärjestelmäkuluista, myynnin ja markkinoinnin kuluista sekä muista kuluista. Yhtiön koon kasvaessa tiettyjen kuluerien kuten markkinoinnin tai tietojärjestelmäkulujen pitäisi skaalautua.

Kokonaisuutena liiketoiminnan muiden kulujen suhteellinen osuus liikevaihdosta on laskenut vuoden 2012 tasosta 14 % vuoden 2018 tasoon 13 %. Kulujen skaalautuminen toimi kohtalaisesti vuoteen 2016 asti, mutta sen jälkeen niiden suhteellinen osuus liikevaihdosta on jälleen kääntynyt kasvuun. Vuoden 2018 lukua nosti arviomme mukaan yhtiön uudet toimitilat, markkinointi- ja it-panostukset.

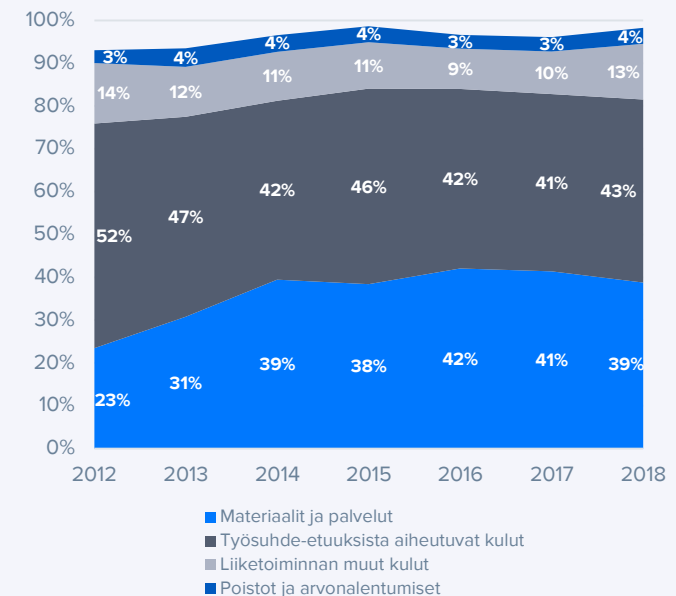
Poistot ja arvonalentumiset

Pihlajalinnan poistot ja arvonalentumiset olivat yhteensä 18 MEUR vuonna 2018 eli 4 % liikevaihdosta. Aineellisten hyödykkeiden poistot ja arvonalentumiset olivat tästä noin 11 MEUR. Aineettomien hyödykkeiden poistot olivat yhteensä 7 MEUR, josta noin 2 MEUR oli yhtiön omia taseeseen aktivoituja kehityshankkeita (mm. ohjelmistokehitys), joita yhtiö poistaa noin 3-10 vuoden kuluessa. Loput noin 5 MEUR liittyivät yrityskauppojen hankintamenojen allokointeihin liittyviin aineettomien hyödykkeiden poistoihin (ppa-poistot). Yrityskauppojen yhteydessä Pihlajalinnassa aktivoi mm. taseeseensa yritysostokohteen asiakassopimuksia ja potilastietokantoja, kilpailukieltosopimuksia sekä tavaramerkkejä, joita yhtiö poistaa noin 2-10 vuoden aikana.

Kulurakenne (MEUR)



Kulurakenne (% liikevaihdosta)



Taloudellinen kehitys 3/4

Bruttoinvestoinnit kertovat kasvufokuksesta

Pihlajalinnan vuotuiset bruttoinvestoinnit ovat olleet tarkasteluperiodilla 2013-2018 selvästi yli poistojen, mikä kertoo voimakkaasta kasvufokuksesta. Tämä myös viittaa siihen, että poistotaso pysyy korkealla tulevina vuosina. Investointikohteet (käyttöomaisuus, uudet yksiköt, yritysostot) ovat vaihdelleet kulloinkin voimassa olevista strategisista painotuksista, jotka ovat voineet muuttua esim. tarjolla olevista kohteista, yrityskaupparakennan arvostuskertoimista, ja uudisrakentamisen houkuttelevuudesta. Käyttöomaisuusinvestoinnit, joita tarvitaan toiminnan pyörittämiseen ovat olleet vakaampia, mutta myös ne ovat olleet kasvussa toiminnan laajentumisen myötä.

Kokonaisuutena bruttoinvestointien merkittävin erä ovat olleet yritysostot. Niiden ajoittuminen on ollut myös pääsyyinä siihen, että vuotuinen investointitaso suhteessa liikevaihtoon on vaihdellut voimakkaasti välillä 7-21 % liikevaihdosta. Esimerkiksi vuonna 2015 yhtiö osti Suomen Keinojuuriklinikan, Tampereen Lääkärikeskuksen sekä Itä-Suomen Lääkärikeskuksen, ja yhtiön niihin käyttämä raha oli yhteensä 36 MEUR.

Bruttoinvestoinnit vanhaan L&E-segmenttiin ovat tarkasteluperiodilla olleet moninkertaiset verrattuna P&S-segmenttiin. Tämä johtuu pääosin siitä, että laajentaessaan yksityisen puolen verkostoa yhtiö joutuu investoimaan yritysostojen lisäksi mm. uusiin laitteisiin ja tiloihin, kun taas kokonaislukoistuksia voittaessaan yhtiö usein siirtyy käyttämään kunnan käytössä olleita tiloja ja laitteita, jolloin kasvu on huomattavasti pääomakeveämpää.

Vuonna 2017 yhtiön bruttoinvestoinnit olivat 30 MEUR (2016: 27 MEUR). Bruttoinvestoinnit yritysjärjestelyihin liittyen olivat 17 MEUR (2016: 22 MEUR).

Käyttöomaisuuteen kohdistuneita investointeja yhtiö teki 8,3 MEUR:lla (2016: 5,5 MEUR). Yhtiö oli myös 2017 aktiivinen uusien yksiköiden rakentamisessa avaamisessa (Turku, Seinäjoki, Oulu) ja niihin liittyvät

investoinnit nousivat 5,1 MEUR:oon (2016: 0,1 MEUR).

Huippuvuosi investoinneissa oli 2018, minkä aikana bruttoinvestoinnit nousivat 102 MEUR:oon (21 % liikevaihdosta). Näistä 79 MEUR liittyi yritysjärjestelyihin (Doctagon, Forever, Kymijoen Työterveys jne.) uusien yksiköiden avaamisiin 12 MEUR ja investoinneista käyttöomaisuuteen 10 MEUR.

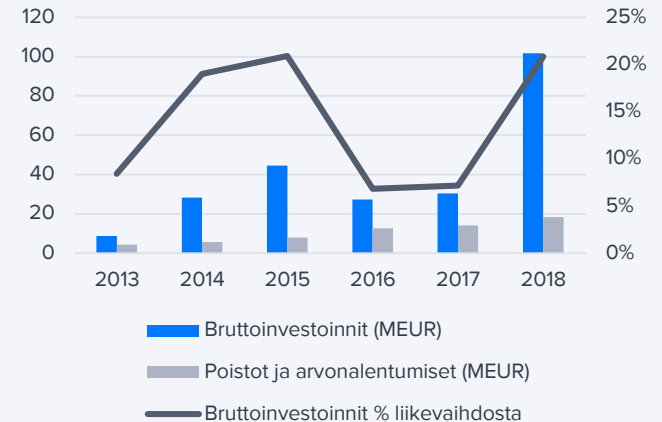
Taserakenne ja velanhoitokyky

Yhtiön omavaraisuusaste oli vuoden 2018 lopulla 38 % ja nettovelkaantumisaste (gearing) 69 %. Näiden lukujen puolesta taseen pääomarakenne on edelleen tasapainossa ja yhtiöllä ei ole mielestämme absoluuttisesti liikaa velkaa. Yhtiön tulokunto herättää kuitenkin huolia kasvustrategian toteuttamisen näkökulmasta. Yhtiön oikaistu käyttökate laski vuonna 2018 32 MEUR:oon ja samalla velkaantuneisuus kasvoi selvästi johtuen lukuisista yritysostoista.

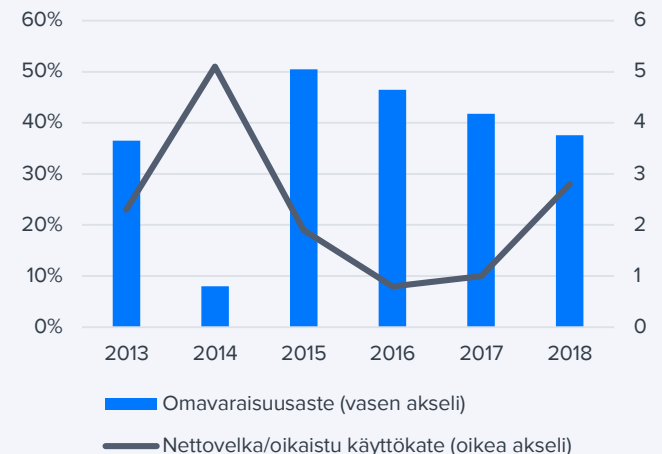
Pihlajalinnan pitkän aikavälin taloudellinen tavoite on pitää nettovelka/oikaistu käyttökate (EBITDA) - suhdeluku alle 3x tasolla. Velkaantuminen alkaa olla toteutuneella tulokunnolla jo lähellä tavoitteen ylärajaa, sillä yhtiön nettovelka/ oikaistu EBITDA nousi 2018 lopussa 2,9X tasolle. Vuoden 2018 aikana korolliset nettovelat lähes kolminkertaistuivat 90 MEUR:oon (2017: 35 MEUR), mikä selittää selvää hyppäystä nettovelka/EBITDA -suhdeluvussa.

Yhtiön tavoitteleman kannattavuusparannuksen onnistuminen onkin vuoden 2019 aikana mielestämme kriittistä, jotta sen velanhoitokyky paranee ja se voi myös jatkossa käyttää vierasta pääomaa yritysostojen ja investointien rahoittamiseen. Korkea nettovelan taso alkaa myös näkyä konsernin nettorahoituskuluissa, jotka kasvoivat vuoden 2018 aikana -2,8 MEUR:oon vuoden 2017 tasosta (-1,7 MEUR).

Investoinnit ja poistot



Taserakenne ja velanhoitokyky



Taloudellinen kehitys 4/4

Merkittävä osa konsernin tuloksesta valuu määräysvallattomille omistajille

Pihlajalinnalla on 29 tytäryhtiötä, joita se ei omista 100 prosenttisesti ja vähemmistöomistuksilla on näin merkittävä vaikutus emoyhtiön omistajille kuuluvaan tulokseen. Sijoittajan on hyvä huomata, että merkittävä osuus Pihlajalinna-konsernin raportoinnista tuloksesta valuu määräysvallattomille omistajille ja tämän takia mielestämme yhtiössä kannattaa seurata enemmänkin nettotulosta kuin käyttökatetta tai liikevoittoa.

Vähemmistöosuuden merkityksen kasvu on johtunut pääosin kuntien kanssa perustettujen kokonaisulkoistuksista vastaavien yhteisyritysten suotuisasta kehityksestä, kun samaan aikaan yhtiön kokonaan omistamien tytäryhtiöiden liiketoiminta ei ole kehittynyt yhtä hyvin. Pihlajalinnan emoyhtiön omistajille kuuluva osakekohtainen tulos onkin jäänyt vaatimattomaksi, vaikka konsernin liikevaihto ja käyttökate ovat kehittyneet hyvin. Vuosien 2016-2018 välillä konsernin nettotulos on ollut yhteensä 32 MEUR, mutta emoyhtiön omistajille kuuluva osuus on ollut tästä vain 21 MEUR ja vähemmistöosuus on ollut 11 MEUR. Karkeasti kolmasosa konsernin tuloksesta on valunut määräysvallattomille vähemmistöomistajille.

Kesällä 2018 Pihlajalinna osti merkittävät osuudet kuntien vähemmistöosuuksista itselleen (käsitelty tarkemmin sivuilla 13-14). Kauppojen seurauksena vähemmistöosuuden merkitys yhtiön tuloslaskelmassa laskee selvästi. Arviomme mukaan vaikutus emoyhtiön omistajille kuuluvaan tulokseen on vuositasolla noin 2 MEUR. Vuonna 2018 hankittujen muiden yhtiöiden (mm. Forever-liikuntakeskusketjun) vähemmistöosuudet kuitenkin taas kasvattavat hieman määräysvallattomille omistajille kuuluvaa osuutta tuloksesta.

Osakekohtainen tulos on heilunut rajusti

Pihlajalinnan osakekohtainen tulos on heilahdellut rajusti tarkastelujakson 2012-2018 aikana.

Pääsääntöisesti liikevaihdon kasvu on ajanut myös tulokasvua, mutta ajanjaksolle mahtuu kuitenkin kaksi heikompaa vuotta. Vuonna 2015 EPS laski väliaikaisesti 0,08 euroon (2014: 0,29 euroa). Yhtiön kannattavuuden väliaikaista heikentymistä selittivät listautuminen, hallinnon ja tukitoimintojen vahvistaminen, uuden toiminnanohjausjärjestelmän käyttöönotto sekä Kuusiokuntien ja Jämsän sote-ulkoistusten haltuunottovaihe. Vuoden 2018 ongelmat liikevoiton kehityksessä (ja erityisesti uusien lääkärikeskusten aiheuttamat tappiot emoyhtiölle) näkyivät myös rajuna osakekohtaisen tuloksen laskuna 0,17 euroon (2018: 0,46 euroa). Yhtiön tuloksen pilasivat vuoden alkupuoliskon haasteet ja H2'18:lla oli kuitenkin nähtävillä jo pientä elpymistä osakekohtaisessa tuloksessa.

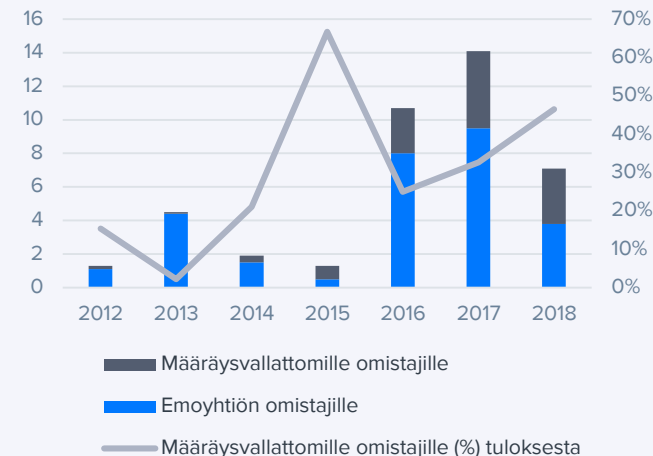
Kasvuyhtiölle tyypillisesti vaatimaton osinkohistoria

Pihlajalinna on maksanut pörssitaipaleensa aikana osinkoa tilikausilta 2016, 2017 ja 2018. Yhtiön piti maksaa osinkoa myös tilikaudelta 2015, mutta osinko peruuntui, kun huomattiin, ettei emoyhtiöllä ollut taseessa jakokelpoisia varoja osingon maksuun.

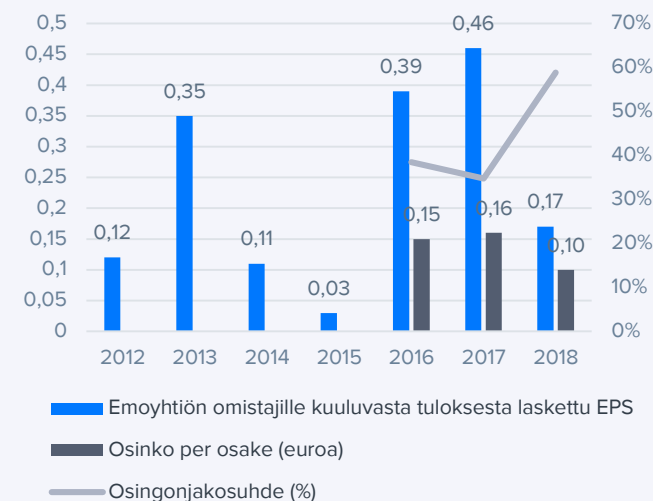
Tilikauden 2018 osalta Pihlajalinna maksoi osinkoa 0,10 euroa per osake, mikä tarkoittaa 58 %:n osingonjakosuhdetta. Tilikaudelta 2017 yhtiö maksoi osinkoa 0,16 euroa per osake (2016: 0,15 euroa), mikä tarkoittaa 35 %:n (2016: 38 %) osingonjakosuhdetta raportoidusta tuloksesta.

Pihlajalinnan aiempiin taloudellisiin tavoitteisiin oli kirjattu tavoite jakaa osinkoa tai pääomanpalautusta vähintään 1/3 tilikauden tuloksesta. Yhtiön vuonna 2018 päivitettyissä taloudellisissa tavoitteissa osinkopolitiikasta ei kuitenkaan enää ole mainintaa, mikä lisää epävarmuutta tulevan osingonmaksun suhteen. Yhtiö todennäköisesti käyttää suuren osan tulo- ja investointikassastaan myös jatkossa yritystoihin ja kasvuinvestointeihin, mistä syystä olemme pitäneet ennusteemme osingonjakosuhteesta suhteellisen matalalla 30-40 %:n tasolla.

Tilikauden voitto (MEUR)



EPS ja osinko



Strategia ja taloudelliset tavoitteet

Pihlajalinna pyrkii auttamaan suomalaisia elämään parempaa elämää

Pihlajalinnan liiketoiminta lähtee sen tehtävästä, joka on auttaa suomalaista elämään parempaa elämää. Strategia perustuu laajaan palvelutarjontaan sekä yksityisen että julkisen sosiaali- ja terveydenhuollon markkinalla. Laajan palveluvalikoiman ansiosta yhtiö pystyy toimimaan erilaisissa toimintaympäristöissä ja hajauttamaan riskejä. Laaja palveluvalikoima ja hyvä maantieteellinen peitto mahdollistavat myös operatiivisten hyötyjen saavuttamisen eri toimintojen välillä

Kasvua maantieteellisen laajentumisen, palveluvalikoiman kasvattamisen ja yritysostojen kautta

Pihlajalinna tavoittelee merkittävää roolia niin vakuutuspuoleisissa, ihmisten itse maksamissa kuin julkisestikin rahoitettavissa palveluissa. Jotta Pihlajalinna voi täyttää tehtävänsä, se laajenee uusille paikkakunnille ja kasvattaa palveluvalikoimaansa. Näin se voi vastata ihmisten tarpeisiin tarjoamalla helposti saatavilla olevia lähipalveluita.

Uusien toimipisteiden perustamisen lisäksi yhtiö tekee jatkuvasti strategisia yritysostoja. Pihlajalinnan yritysostot ovat perinteisesti kasvattaneet yhtiön lääkärikeskus-, kuvantamisyksikkö-, hoiva- ja hammasklinikoiden verkostoa. Pihlajalinna osallistuu myös valikoidusta kuntien tekemien sote-palveluiden ulkoistamiskilpailutuksiin, joissa yhtiö on historiallisesti pärjännyt hyvin.

Ennaltaehkäisy

Pihlajalinna laajentaa palveluvalikoimaansa ja osaamistaan sairauksien hoidosta hyvinvointipalveluihin ja ennaltaehkäisyyn. Yhtiö osti Forever-liikuntakeskusketjun helmikuussa 2018 ja Fit1-ketjun tammikuussa 2019. Liikuntakeskustoiminta täydentää ennaltaehkäisevää toimintaa työterveyshuollossa ja kuntoutumista erikoissairaanhoidon toimenpiteiden jälkeen.

Digikehitys

Pihlajalinna kehittää voimakkaasti digitaalisia palvelujaan. Digipalveluiden kehitys tukee erityisen hyvin juuri kiinteähintaista liiketoimintaa, jota Pihlajalinnan toiminta suurimmaksi osaksi on. Kiinteähintaishinnassa palveluntuottajalla, tilaajalla ja asiakkaalla on parhaimmillaan sama tavoite: pitää ihmiset terveisinä ja toimintakykyisinä. Pihlajalinna otti Suomessa ensimmäisenä käyttöön keinoälyavusteisen etälääkärisovelluksen keväällä 2017.

Brändiuudistus

Pihlajalinna vei vuosien 2017-2018 aikana läpi brändiuudistuksen, jossa kaikki palvelut siirrettiin Pihlajalinna-nimen alle. Vuonna 2012 ostetun Dextran ja lukuisten muiden yritysostojen jälkeen Pihlajalinna-brändi haluttiin tuoda vahvemmin esille kaikkiin konsernin toimipisteisiin ja nimi lanseerattiin lääkärikeskuksille, sairaaloille ja hammasklinikoille. Alan muista toimijoista poikkeavalla markkinoinnilla Pihlajalinna pyrkii parantamaan yhtiön spontaania tunnettuutta.

Uusi toimintarakenne

Pihlajalinnan liiketoiminta oli ennen jaettu kahteen segmenttiin: Perusterveyden ja sosiaalihuollon palvelut (P&S) sekä Lääkärikeskukset ja erikoissairaanhoidon (L&E). Yhtiö uudisti toimintarakenteensa keväällä 2018. Yhtiö siirtyi liiketoimintapohjaisesta organisaatiosta aluepohjaiseen. Pihlajalinnan uudessa toimintarakenteessa on neljä maantieteellistä liiketoiminta-alueita: Väli-Suomi, Etelä-Suomi, Pohjanmaa ja Pohjois-Suomi. Kullakin liiketoiminta-alueella on liiketoimintajohtaja, joka vastaa alueensa liiketoiminnasta ja palvelutarjonnasta sekä yksityiselle että julkiselle sektorille.

Taloudelliset tavoitteet

Pihlajalinnalla on kaksi pitkän aikavälin taloudellista tavoitetta, jotka liittyvät yhtiön kannattavuuteen ja taserakenteeseen.

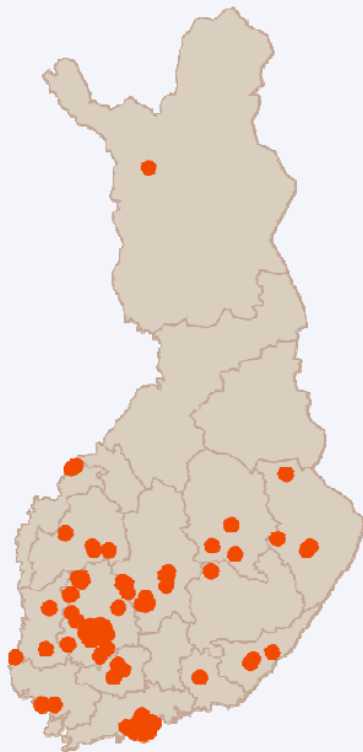
- Liikevoitto (EBIT) 7 % liikevaihdesta
- Nettovelan suhde käyttökatteeseen alle 3x.

Ohjeistus tilikaudelle 2019

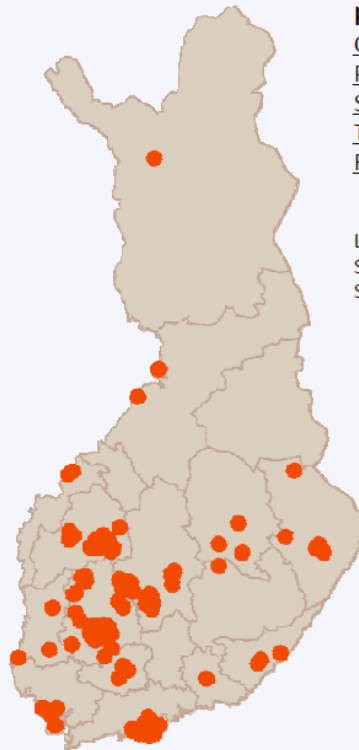
Pihlajalinna arvioi tilikauden 2019 liikevaihdon kasvavan vuodesta 2018 (488 MEUR) ja oikaistun liikevoiton paranevan selvästi vuodesta 2018 (14,0 MEUR). Meidän ennustemme yhtiön kuluvan vuoden liikevaihdon kasvusta on 4 % (508 MEUR) ja oikaistu liikevoittoennuste 20,7 MEUR (EBIT 4,1 %).

Pihlajalinnan maantieteellinen laajentuminen etenee strategian mukaisesti

01.2017



01.2018

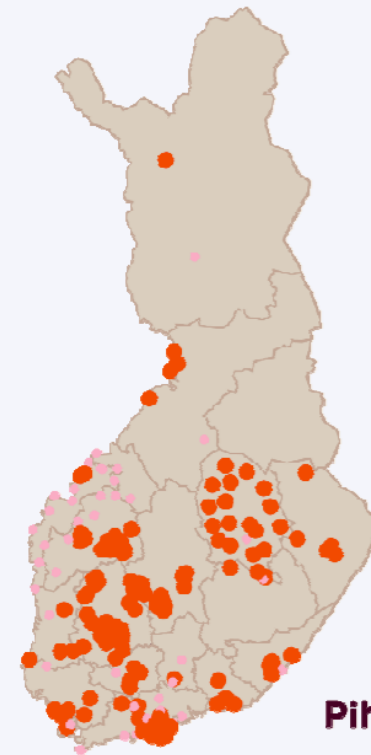


8 uutta
paikkakuntaa:

Oulu
Parainen
Salo
Turku
Raahe

Leppävirta
Suonenjoki
Somero

01.2019



26 uutta
paikkakuntaa:

Kotka
Varkaus
Kouvola
Hamina
Hämeenlinna
Kerava
Järvenpää
Lahti
Raisio
Iisalmi
Karhula

Lammi	Pielavesi
Tuulos	Rautalampi
Paimio	Rautavaara
Joroinen	Sonkajärvi
Juankoski	Tervo
Kaavi	Vesanto
Keitele	Vieremä
Kiuruvesi	

Pihlajalinna

Toimialakatsaus 1/2

Pihlajalinna toimii Suomen sosiaali- ja terveydenhuoltomarkkinoilla

Pihlajalinna harjoittaa liiketoimintaa vain Suomessa. Yhtiö toimii laaja-alaisesti terveydenhuollon markkinoilla ja tuottaa valikoidusti myös sosiaalihuollon palveluita.

Suomen terveydenhuollon menot 20,5 miljardia euroa vuonna 2016

Terveydenhuollon markkina käsittää mm. perusterveydenhuollon, erikoissairaanhoidon, suun terveydenhuollon ja työterveyshuollon palvelut. Terveyden ja hyvinvoinnin laitoksen (THL) tuoreimpien tilastojen mukaan vuonna 2016 Suomen terveydenhuoltomenot olivat 20,5 miljardia euroa*. Edelliseen vuoteen verrattuna terveydenhuollon menot pysyivät lähes ennallaan, kasvaen reaalisesti 0,1 %. Vuosien 2000-2016 aikana terveydenhuoltomenot ovat kasvaneet vuosittain keskimäärin 5,1 % (CAGR). Terveydenhuollon menot asukasta kohden ovat samaan aikaan kaksinkertaistuneet 1800 eurosta vuoden 2016 tasolle 3727 euroon.

Vuonna 2016 terveydenhuoltomenojen suhde bruttokansantuotteeseen oli 9,5 %, mikä oli 0,2 %-yksikköä vähemmän kuin vuotta aikaisemmin. Terveydenhuoltomenojen suhde BKT:hen on Suomessa on 0,5 %-yksikköä OECD-maiden keskitasoa (9,0 %) korkeampi.

Terveydenhuoltomenot toiminnoittain

THL:n mukaan vuonna 2016 terveydenhuollon suurimmat menoerät koostuivat

erikoissairaanhoidon (35,4 %), perusterveydenhuollon (16,5 %), ikääntyneiden ja vammaisten pitkäaikaishoidon eli laitoshoidon ja ympärivuorokautisen hoivan sisältävien asumispalvelujen sekä kotihoidon (18,8 %) ja avohoidon lääkkeiden sekä muiden lääkinnällisten kulutustavaroiden (12,5 %) menoista. Nämä muodostivat yli neljä viidesosaa vuoden 2016 terveydenhuoltomenoista.

Erikoissairaanhoidon (7,2 miljardia euroa) ja perusterveydenhuollon (3,4 miljardia euroa) menot muodostivat noin puolet vuoden 2016 terveydenhuoltomenoista. Erikoissairaanhoidon menot kasvoivat reaalisesti 1,4 % vuodesta 2015. Lääkkeiden ja muiden lääkinnällisten kulutustavaroiden menot (2,6 miljardia euroa) nousivat reaalisesti 5,0 %. Ikääntyneiden palveluiden osalta laitoshoidon menot jatkoivat laskuaan (-16,5 %), kun taas ikääntyneiden ympärivuorokautisen hoivan sisältävien asumispalvelujen menot kasvoivat (+5,1 %).

Terveydenhuoltomenojen rahoitus

THL:n tilastojen mukaan vuonna 2016 terveydenhuoltomenojen julkisen rahoituksen osuus oli 74,6 % (15,3 miljardia euroa) ja yksityisen rahoituksen osuus 25,4 % (5,2 miljardia euroa). Julkisen rahoituksen osuus laski 0,5 %-yksikköä vuodesta 2015.

Kuntien rahoitusosuus terveydenhuoltomenoista oli vuonna 2016 edelleen suurin, 35,6 %, mikä oli 1,4 %-yksikköä edellisvuotta vähemmän. Valtion rahoittama osuus terveydenhuollon menoista oli

26,4 %. Kansaneläkelaitoksen (KELA) rahoitusosuus oli yhteensä 12,6 % eli 0,4 %-yksikköä vähemmän kuin vuotta aikaisemmin. Kotitalouksien rahoittama osuus oli 4,2 miljardia euroa, mikä vastaa 20,4 % terveydenhuollon kokonaismenoista. Tämä oli 0,6 %-yksikköä enemmän kuin vuotta aikaisemmin. Työnantajien rahoitusosuus terveydenhuollon kokonaismenoista oli 2,2 %. Avustuskassojen, yksityisten vakuutusten ja voittoa tavoittelemattomien yhteisöjen yhteenlaskettu rahoitusosuus terveydenhuoltomenoista oli 2,8 %.

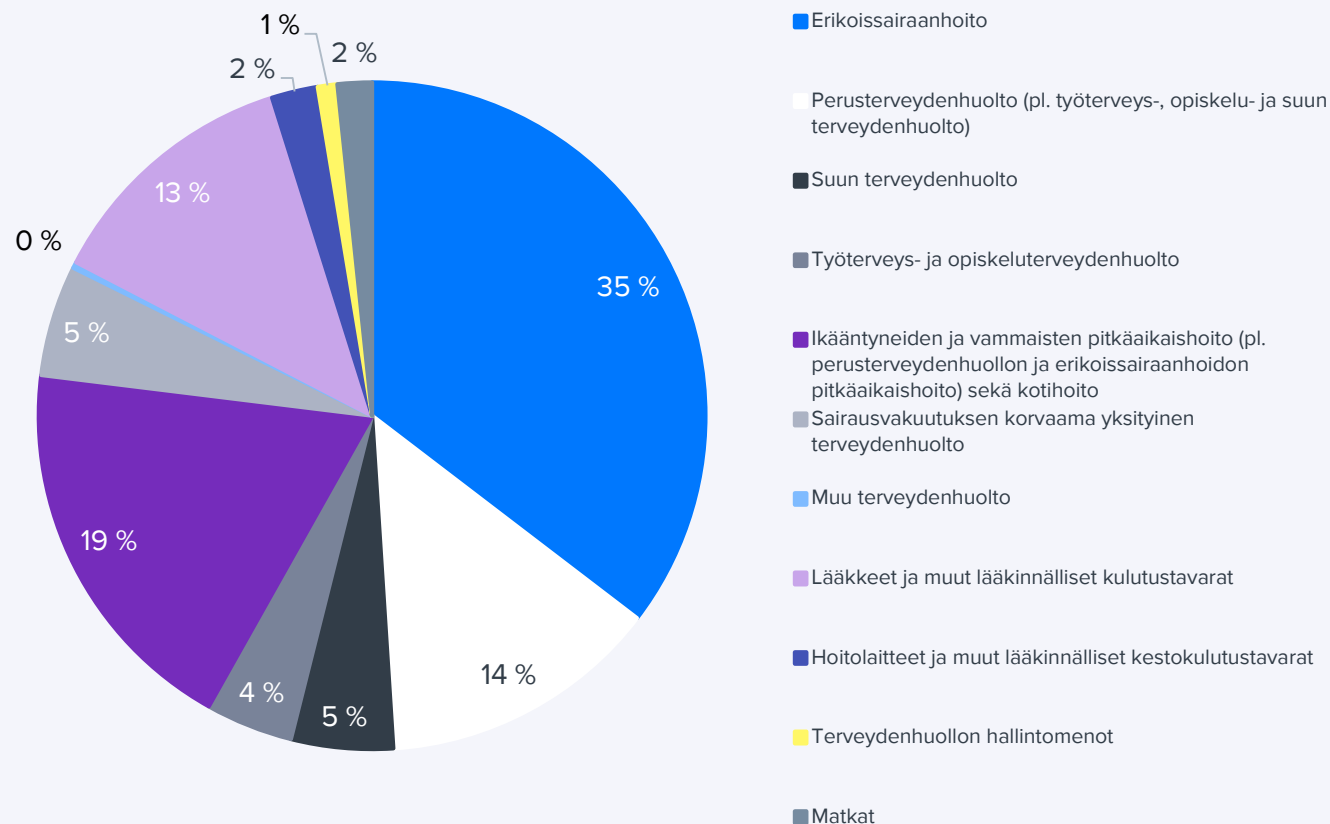
Sosiaalipalveluiden markkina

Sosiaalihuollon markkina kattaa mm. vanhusten, mielenterveys- ja päihdeongelmaisten sekä vammaisten asumispalvelut, vanhusten ja vammaisten avopalvelut, lasten, nuorten ja perheiden palvelut sekä päivähoidon palvelut. Tilastokeskuksen mukaan sosiaalipalveluiden tuotos oli vuonna 2013 10,8 miljardia euroa ja se on kasvanut keskimäärin 6,5 % vuosien 2005 ja 2013 välillä. Pihlajalinna tuottaa valikoidusti sosiaalipalveluita, ja tarjoaa pääasiassa ikääntyneiden palveluita.

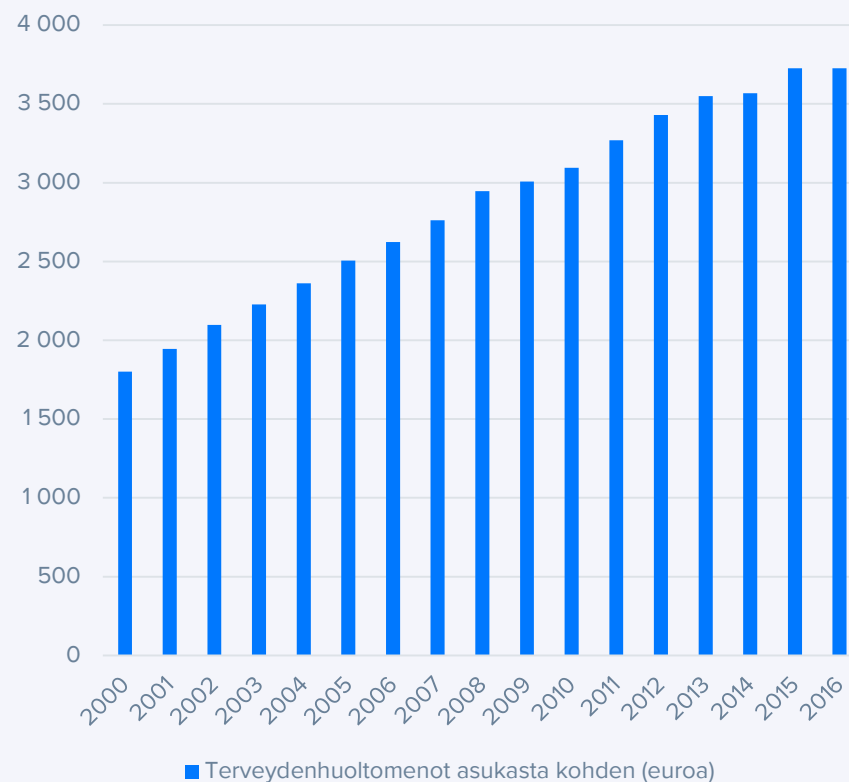
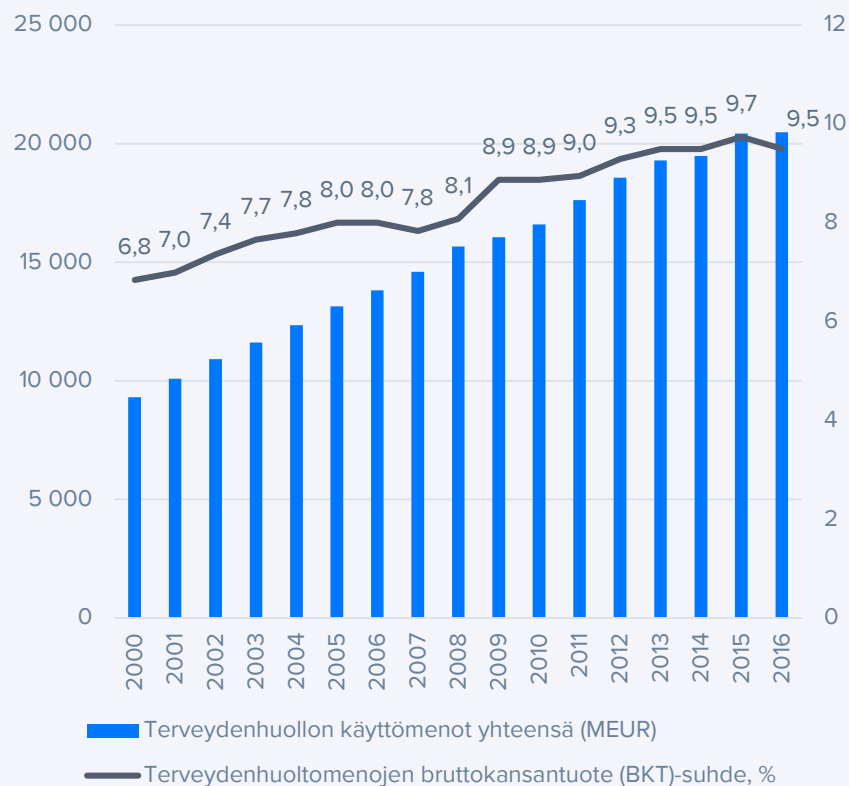
Laajentuminen hyvinvointipalveluihin

Pihlajalinna osti vuonna 2018 Forever-liikuntakeskusketjun, jonka jälkeen yhtiö on laajentanut toimintaansa myös hyvinvointi- ja kuntosalimarkkinoille. Selvästi suurin osa Pihlajalinnan liiketoiminnasta liittyy kuitenkin sosiaali- ja terveydenhuollon palveluihin.

Suomen terveydenhuoltomenojen rakenne vuonna 2016 (20,5 mrd. euroa)



Suomen terveydenhuoltomenot (2000-2016)



Toimialakatsaus 2/2

Suomen terveydenhuollon kokonaiskustannukset

Edellä mainittu THL:n tilastoima käsite Suomen terveydenhuoltomenoista on hyvin laaja. Siihen sisältyy terveydenhuollon palveluiden lisäksi myös muita menoja, kuten lääkkeitä, hoitolaitteita, ambulanssimatkoja jne. Terveydenhuollon markkinat on määritelty selvästi suppeammin mm. Terveystalon listautumisesitteessä käytetyssä NHG:n raportissa, jossa on yhdistelty eri tahojen, kuten THL, Kela ja Tilastokeskus, tuottamaa julkista tilastotietoa.

NHG:n mukaan Suomen terveydenhuollon kokonaiskustannukset olivat noin 14,2 miljardia euroa vuonna 2016. Tämä luku käsittää perusterveydenhuollon, erikoissairaanhoidon, suun terveydenhuollon sekä työterveyshuollon palvelut. Pihlajalinna tarjoaa palveluita kaikissa näissä kategorioissa.

Vuosien 2000-2016 aikana terveydenhuollon kokonaiskustannusten keskimääräinen kasvu (CAGR) oli 5,1 % vuodessa. Toimialan kasvuvauhti on ollut selvästi BKT:n kasvua nopeampaa ja kasvu on ollut tasaista huolimatta esimerkiksi ajanjaksolle osuneista laskusuhdanteista. Terveydenhuollon kustannukset henkilöä kohden ovat tarkastelujaksolla kaksinkertaistuneet, mikä on ollut pääasiallinen markkinakasvuun vaikuttanut tekijä.

Terveydenhuoltomarkkinoiden jakautuminen

Suomen terveydenhuoltomarkkinat jakautuvat julkisesti ja yksityisesti rahoitettuihin palveluihin. Julkisesti rahoitetut palvelut ovat lakisääteisiä, joita kunnat ovat velvollisia järjestämään ja

tarjoamaan. Nämä palvelut koostuvat perusterveydenhuollosta, julkisesta suunterveydenhuollosta ja erikoissairaanhoidosta.

Yksityisesti rahoitetut ja tuotetut palvelut koostuvat yksityisistä klinikoista, työterveyshuollosta ja yksityisesti rahoitettavista suunterveyden palveluista.

Terveydenhuoltomarkkinat voidaan jakaa kolmeen erilliseen osaan rahoituksen ja tarjottavien palveluiden tyypin mukaan.

- 1. Julkisesti rahoitetut ja tuotetut palvelut**, joiden arvo oli noin 10,9 miljardia euroa vuonna 2016 eli 77 % kokonaismarkkinasta.
- 2. Yksityisesti rahoitetut ja tuotetut palvelut**, joiden arvo oli noin 2,7 miljardia euroa vuonna 2016 eli 19 % kokonaismarkkinasta.
- 3. Julkisesti rahoitetut ja yksityisesti tuotetut palvelut**, joiden arvo oli noin 0,6 miljardia euroa vuonna 2016 eli noin 4 % kokonaismarkkinasta.

Terveydenhuoltomarkkinoiden kasvun ajurit

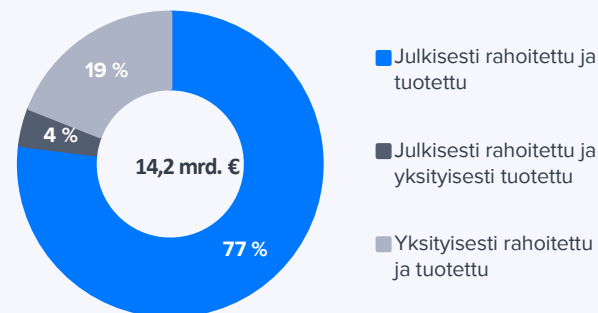
NHG ennustaa terveydenhuoltomarkkinoiden kasvavan vuosien 2017-2022 aikana noin 3,7 % vuosittain, joten kasvuvauhdin odotetaan hidastuvan hieman historialliselta tasoltaan. Markkinan suotuisia kasvuajureita ovat mm. ikääntyvä väestö, joka tarvitsee enemmän palveluita, elintasosairauksien kasvava määrä, vapaaehtoisten sairausvakuutuksien kasvu, terveys- ja hyvinvointitietoisuuden lisääntyminen, ennaltaehkäisevän hoidon kasvava rooli, kuntien heikentyvä taloustilanne, julkisen sektorin kasvava paine ulkoistaa palveluita yksityiselle sektorille ja terveysteknologian kehittyminen.

Terveydenhuollon kokonaiskustannukset Suomessa (mrd. €)



Lähde: NHG, Terveystalo Oyj sijoittajaesitys (2/2019)

Terveydenhuollon kokonaismarkkinoiden jakautuminen (2016)



Lähde: NHG, Terveystalo Oyj listalleottoesitys

Suomen terveydenhuoltomarkkinoiden rakenne

Julkisesti rahoitetut terveyspalvelut

Segmentti	Perusterveydenhuolto (sis. suunterveyden palvelut)	Erikoissairaanhoito
Organisaation vastuu	Kunnat ~300 kpl	Sairaanhoitopiirit 20 kpl
Palvelun tuottajat	Terveyskeskukset ~500 kpl	Yliopistosairaalat 5 kpl
		Keskussairaalat 17 kpl
	Ulkoistus yksityisille palveluntuottajille	
Rahoitus	Valtion osuus	
	Kunnat	
	Asiakasmaksut	

Yksityisesti rahoitetut terveyspalvelut

Yksityiset klinikat	Työterveyshuolto	Suunterveyden hoito
Yksityishenkilöt	Työnantajat	Yksityishenkilöt
Yksityiset palveluntuottajat		
Sairausvakuutus (KELA)		
Itse maksettavat palvelut		
Yksityiset vakuutukset	Työnantajat	Yksityiset vakuutukset

Kilpailuympäristö 1/3

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 terveyspalveluiden tuotanto on usein paikkaan ja kieleen sidottua, joskin alalla nopeasti yleistyvät digitaaliset palvelut ovat kasvattaneet myös etälääkäripalveluiden tarjontaa. Pihlajalinna toimii Suomen rajojen sisällä, eikä yhtiö ole lähivuosina laajentamassa toimintaa muihin maihin.

Yksityisten toimijoiden osuus kokonaismarkkinasta on vielä pieni

Terveydenhuolto on Suomessa vielä pääosin julkisesti tuotettua ja yksityisillä palveluntuottajilla on vain reilu 20 %:n osuus kokonaismarkkinasta. Suomessa on ollut pitkään suunnitteilla sosiaali- ja terveydenhuoltomarkkinoiden uudistus ("sote-uudistus"), jonka on arvioitu merkittävästi vaikuttavan toimialan kilpailuympäristöön ja siihen tapaan, jolla julkisia sosiaali- ja terveydenhuoltopalveluita tuotetaan ja rahoitetaan Suomessa.

Arviomme mukaan sote-uudistus voisi toteutuessaan parantaa yksityisten palveluntuottajien asemaa lisäämällä asiakkaiden mahdollisuutta valita oma palvelutuottajansa valinnanvapauslainsäädännön nojalla. Sote-uudistus kuitenkin kaatui maaliskuussa 2019 ja johti Suomen hallituksen eroon. Tällä hetkellä sote-uudistuksen etenemiseen ja toteutumiseen liittyy merkittävää epävarmuutta ja se nousee varmasti jälleen kevään 2019 vaalien jälkeen uuden hallituksen työlisterille.

Pihlajalinna on Suomen kolmanneksi suurin yksityinen toimija

Pihlajalinnan liikevaihto vuonna 2018 oli 488 MEUR (+15 %). Pihlajalinna on liikevaihdolla mitattuna Suomen 3. suurin yksityinen sosiaali- ja terveydenhuoltopalveluiden tarjoaja. Suurimmat kilpailijat ovat koon ja palvelutarjonnan perustella Terveystalo ja Mehiläinen.

Suomen suurin toimija 2018 liikevaihdolla mitattuna on Mehiläinen: 916 MEUR (+21 %). Mehiläinen toimii laajalla palveluvalikoimalla terveydenhuollon lisäksi myös vanhusten-, vammaisten-, mielenterveys- ja päihdehoidon puolella. Mehiläinen vaihtoi omistajaa vuonna 2018 noin 1,8 miljardin euron velattomalla arvolla ja yhtiön nykyisiin omistajiin kuuluvat mm. CVC Capital Partners, Varma, Ilmarinen, LähiTapiola ja Mehiläisen toimiva johto. Mehiläinen on selvästi Pihlajalinnaa kannattavampi ja sen oikaistu 2018 EBITDA oli 11,8 % (2017: 12,3 %). Pihlajalinnan oikaistu EBITDA oli 6,6 % (2017: 8,0 %)

Terveystalo on Suomen 2. suurin toimija 745 MEUR:n liikevaihdolla (+8 %). Terveystalo keskittyy pääasiassa yksityishenkilöiden ja yritysten terveydenhuoltoon, eikä tarjoa esim. Mehiläisen ja Pihlajalinnan tavoin laajaa hoivapalveluiden valikoimaa. Vuoden 2018 lopussa toteutetun Attendo Suomen terveyspalveluiden oston jälkeen Terveystalon palvelutarjonta julkiselle sektorille kasvoi merkittävästi ja pro forma-liikevaihto tälle kokonaisuudelle nousee jo 976 MEUR:oon.

Terveystalo on selvästi verrokkejaan kannattavampi ja sen oikaistu EBITDA vuonna 2018 oli 14,6 % (2017: 13,4 %). Terveystalo on

listattu Helsingin pörssiin ja sen markkina-arvo on noin 1,2 miljardia euroa.

Konsolidaatio on voimakasta

Suomen sosiaali- ja terveydenhuoltomarkkinat ovat 2000-luvulla keskittyneet yleisen rakennemuutoksen ja yritysostojen seurauksena isoihin konserneihin, joiden palvelutarjonta kattaa lähes koko sosiaali- ja terveydenhuollon palveluketjun. Toimialaa ovat aktiivisesti konsolidoineet muutamat isot pelaajat, joita ovat terveydenhuoltomarkkinoilla esim. Terveystalo, Mehiläinen ja Pihlajalinna. Hoivapuolella markkinoiden konsolidaatiota ovat vieneet aktiivisesti eteenpäin esim. Attendo, Espero Care ja Coronaria. Suunterveydenhuollossa mm. Oral ja Plusterveys. Muilta osin markkinat ovat vielä hajanaiset ja tarjoavat hyvät edellytykset edelleen jatkuvalla konsolidaatiolla

Terveystalo, Mehiläinen ja Pihlajalinna ovat konsolidaation seurauksena ainoat toimijat Suomessa, joilla on tarjota (lähes) koko maan kattava toimipisteverkosto. Pihlajalinna kasvatti verkostoaan selvästi vuoden 2018 aikana, mutta on vielä kahta isointa kilpailijaa jäljessä. Terveystalon ja Mehiläisen lisäksi Pihlajalinna kohtaa kilpailua sekä alueellisesti vahvoilta toimijoilta (mm. Aava pääkaupunkiseudulla) tai eri palvelualueilla (esim. Oral ja PlusTerveys suunterveydenhoidon alalla). Hoivapalveluissa vahvoja kilpailijoita ovat mm. Attendo, Espero Care ja Coronaria. Leikkaustoiminnassa nopeasti viime vuosina kapasiteettiaan kasvattanut Pohjola Sairaala on myös onnistunut viemään Pihlajalinnalta asiakkaita niissä viidessä isossa kaupungissa, joihin se on sairaalan rakentanut.

Suurimmat yksityiset sote-toimijat 2018 liikevaihdolla (MEUR) mitattuna



Terveystalo osti vuoden 2018 lopussa Attendo Suomen terveystalot (liikevaihto 235 MEUR). Näiden yhteenlaskettu pro forma-liikevaihto olisi ollut 976 MEUR.

Attendo Suomi liikevaihto sisältää vain jatkuvat hoiva-alan toiminnot (eli ilman myytyjä terveystalotia).

Esperi Care liikevaihto on Inderesin arvio (2017: 213 MEUR). **Coronaria** liikevaihto on Inderesin arvio (2017: 168 MEUR).

Colosseum Dental Group liikevaihto on Inderesin arvio (Oral noin 100 MEUR ja Med Group (Onni) noin 25 MEUR).

Plusterveys liikevaihto on Inderesin arvio (2017: 115 MEUR).

Kilpailuympäristö 2/3

Keskittymisestä mittakaavahyötyjä

Suuren kokoluokan tuomat mittakaavaedut edistävät yksityisten palvelutuottajien keskittymistä. Suuret yhtiöt hyötyvät mittakaavaeduista esim. laajemman maantieteellisen verkoston tuomana kilpailuetuna, kehittäessään digitaalisia työkaluja, henkilöstöhallintoa, laatua ja brändiä. Mittakaavaedut edesauttavat toimintojen kustannustehokkuutta ja tuovat siten kilpailuetuja pienempiin toimijoihin nähden. Tämä edelleen auttaa suuria yhtiöitä voittamaan lisää asiakkuuksia, mikä ruokkii positiivista kasvukierrettä. Laaja palveluvalikoima ja -verkosto toimivat myös kilpailuetuina, kun yhtiöt kilpailevat julkisen sektorin ulkoistussopimuksista tai solmivat yhteistyösopimuksia vakuutusyhtiöiden kanssa, joilla on keskeinen asema potilasohjauksessa.

Alan keskittymisestä puhuttaessa pitää kuitenkin huomioida, että sosiaali- ja terveydenhuollon kokonaismarkkinat ovat edelleen vahvasti julkisen sektorin hallinnassa ja tämä huomioiden yksityisten palvelutuottajien kasvumahdollisuudet ovat suuret. Yksityisesti tuotettujen palveluiden osuus koko terveydenhuoltomarkkinasta on vain reilu 20 %.

Yrityskaupat ovat olennainen osa toimialaa

Yrityskaupat ovat olennainen osa sosiaali- ja terveydenhuoltomarkkinoiden toimintaa. Tällä alalla yhtiöiden kasvu tapahtuu pitkälti yrityskauppojen kautta, sillä uusien keskusten rakentaminen johtaa nopeasti ylikapasiteettiin, millä on vaikutusta kaikkien alueen toimijoiden

kannattavuuden ja uusien keskusten kääntäminen kannattavaksi voi kestää kauan.

Yrityskaupat voidaan jakaa strategisesti kahteen tyyppiin: 1) nykyistä liiketoimintaa täydentävät yrityskaupat ja 2) liiketoiminnan laajentamiseen tähtäävät yrityskaupat. Tarkoituksena on siis joko laajentaa maantieteellistä verkostoa tai palvelutarjontaa, jotta asiakkaita pystytään palvelemaan paremmin.

Pihlajalinna on tehnyt perustamisestaan lähtien kymmeniä yrityskauppoja. Yhtiö tekee jatkuvasti pieniä yrityskauppoja (liikevaihto 1-5 MEUR), mutta historiasta löytyy myös merkittävän kokoisia kauppoja. Pihlajalinnan suurimpia kauppoja olivat vuonna 2012 ostettu Dextra Oy (liikevaihto 28 MEUR), jonka avulla yhtiö laajentui valtakunnalliseksi vahvaksi lääkärikeskusten ja erikoissairaanhoidon brändiksi. Dextra-brändi on sittemmin muutettu Pihlajalinnaksi. Vuonna 2015 ostettu Tampereen Lääkärikeskus Oy/ Koskiklinikka (liikevaihto 15 MEUR) vahvisti edelleen Pihlajalinnan lääkärikeskusten ja sairaaloiden peittoa. Vuonna 2018 ostettu Forever-liikuntakeskusketju laajensi toimintaa ennaltaehkäisevään kuntosalitoimintaan ja antaa yhtiölle mahdollisuuksia laajentua uusille toimipaikoille ja työterveyshuoltoon.

Terveystalo ilmoitti vuonna 2017 julkistetussa listautumisesitteessään tehneensä vuodesta 2001 lähtien yli 150 yritystoa. Tämä tarkoittaa noin 10 yrityskauppaa per vuosi. Terveystalo on ollut erityisen aktiivinen pienten noin 0-5 MEUR liikevaihtoa tekevien lääkärikeskusten tai hammasklinikoiden ostoissa, mutta yhtiö on

tehnyt viime vuosina hyvin suuria yrityskauppoja. Näistä merkittävimmät olivat vuonna 2016 toteutettu Diacor-kauppa (liikevaihto 80 MEUR), jolla Terveystalo laajensi toimintaansa entistä vahvemmin pääkaupunkiseudulle, työterveyshuoltoon ja leikkaustoimintaan. Vuonna 2018 Terveystalo osti Attendo Suomen terveyspalvelut 233 MEUR:n velattomalla kauppahinnalla (liikevaihto 2018: 235 MEUR).

Mehiläinen on myös erittäin aktiivinen pienten yrityskauppojen markkinoille. Mehiläisen suurimmat kaupat olivat 2014 Mediverkko (liikevaihto 110 MEUR) , vuonna 2016 Mainio Vire (liikevaihto 87 MEUR) ja vuonna 2017 Neo Terveys (liikevaihto 16 MEUR). Sekä Mehiläinen että Terveystalo ovat muutaman vuoden aikana kaksinkertaistaneet liikevaihtonsa lähes 1,0 miljardin euron luokkaan yritysostoilla.

Konsolidaation voidaan olettaa jatkuvan

Asiakastiedon rekisterin mukaan pelkästään terveydenhuollon markkinoilla on Suomessa edelleen noin 600 yritystä, joiden liikevaihto on välillä 0,4-10 MEUR. Alalla on siten edelleen runsaasti pieniä alueellisia toimijoita tarjolla ostokohteiksi. Arvioimme suurten konsernien jatkavan edelleen markkinoita nopeampaa kasvua, joka nojaa osittain niiden tekemiin lukuisiin palveluvalikoimaa tai maantieteellistä verkostoa täydentäviin yritysostoihin. Tällä hetkellä näyttää siltä, että vain Terveystalo ja Mehiläinen ovat liian isoja suupaloja muille Suomen markkinoilla jo valmiiksi toimiville sote-yhtiöille. Kaikki muut toimijat ovat periaatteessa potentiaalisia ostokohteita.

Kilpailuympäristö 3/3

Kilpailussa menestymiseen vaikuttavia tekijöitä

Palvelutarjonnan ja -verkoston kattavuus

Kattava palvelutarjonta on merkittävä kilpailuetu. Pihlajalinnan palvelutarjonta kattaa lähes koko sosiaali- ja terveydenhuollon palveluketjun ja palveluita voidaan tarjota sekä yksityiselle että julkiselle sektorille. Pihlajalinnan palveluvalikoima sisältää lääkärikeskus-, sairaala-, työterveys- ja suunterveydenhoidon palveluita. Pihlajalinna on myös yksi harvoista toimijoista, joka voi tarjota julkiselle sektorille esim. sairaala-, terveyskeskus- ja kokonaisulkoistuksia. Palveluvalikoimasta löytyy myös henkilöstönvuokrausta, hoivapalveluita ja kuntosalipalveluita. Laaja maantieteellinen verkosto on myös merkittävä kilpailuetu, mikä auttaa etenkin yhtiötä voittamaan tärkeitä työterveyshuollon asiakkaita tai vakuutusyhtiökumppanuuksia. Laaja palvelutarjonta yhdistettynä kattavaan toimipisteverkostoon antaa yhtiölle mahdollisuuksia optimoida hoitoketjua eri toimipisteiden välillä, nostaa kapasiteetin käyttöastetta ja tehostaa operatiivista toimintaa.

Taloudelliset resurssit ja mittakaavaedut

Toimialalla menestyminen vaatii jatkuvasti investointeja uusiin tai olemassa oleviin lääkärikeskuksiin, teknologioihin ja IT-järjestelmiin. Kaupaksi tulee myös aika ajoin houkuttelevia yritysostokohteita, joihin voi tarvita isoja hetkellisiä panostuksia. Isot taloudelliset resurssit auttavat pysymään kehityksen kärjessä ja käyttämään hyvät investointimahdollisuudet hyväksi, kun niitä tulee eteen. Isoilla toimijoilla on etulyöntiasema yritysostotilanteissa myös sen takia, että isoilla yhtiöillä voi olla varaa maksaa

tarjolle tulevista kohteista muita enemmän, koska mittakaavaetujen ja synergioiden jälkeen kaupan arvostus laskee matalammaksi.

Kyky houkutelaa ja pitää hyviä työntekijöitä ja ammatinharjoittajia

Terveydenhuolto on ihmistyövaltaista eikä henkilökuntaa välttämättä ole aina helposti saatavilla. Yhtiön menestys riippuu sen kyvystä houkutelaa ja pitää palveluksessaan päteviä työntekijöitä ja ammatinharjoittajia. Rekrytointi, sitouttaminen, mielenkiintoiset tehtävät ja urapolku ovat tästä syystä tärkeitä. Yhtiön tulee onnistua pitämään yllä hyvää työnantajaimagoa, tarjota kilpailukykyistä korvausta ja riittävä määrä potilaita esim. ammatinharjoittajina toimiville lääkäreille, jotka voivat helposti vaihtaa toisen yhtiön palvelukseen.

Tuotannon tekijöiden ja käyttöasteen optimointi

Hyvän kannattavuuden aikaansaamiseksi yhtiön tulee onnistua tehokkaasti yhdistämään tuotannon tekijöiden (esim. lääkäri) ja asiakkaiden optimaalinen kohtaaminen, jotta tietyllä alueella kysyntä ja tarjonta kohtaavat niin että käyttöasteet pysyvät hyvällä tasolla. Pihlajalinna on todennut, että yhtiöllä on käyttöasteiden osalta vielä kehitettävää, eikä se ole toimipaikkakohtaisessa kannattavuudessa vielä kilpailijoiden tasolla.

Brändi ja laatumielikuva

Brändin vahvuus ja palveluiden laatumielikuva ovat tärkeitä tekijöitä asiakkaan valitessa palveluntarjoajaa. Pihlajalinna on panostanut viime vuosina merkittävästi vahvemman brändin ja asiakasohjelmien luomiseen sekä yhtenäistänyt kaikki lukuisat yritysostokohteet

Pihlajalinna-brändin alle.

Onnistuminen kilpailutuksissa

Julkinen sektori järjestää kilpailutuksia ulkoistettavista terveyspalveluista. Työnantajat järjestävät kilpailutuksia työterveyspalveluista. Vakuutusyhtiöt kilpailuttavat eri palveluntarjoajia. Sopimukset ovat usein pitkäaikaisia ja tarjouskilpailujen voittamiseen vaaditaan korkeaa laatua, joustavuutta ja kilpailukykyisiä hintoja. Pihlajalinna on yksi harvoista toimijoista Suomessa, jolla on kyky tarjota laajalla maantieteellisellä alueella ja laajalla palveluvalikoimalla erilaisia palveluita.

Digitaalisten ratkaisujen hyödyntäminen

Digitaaliset palvelut (mm. etälääkäri ja erilaiset mobiilisovellukset) mahdollistavat palveluiden tarjoamisen kustannustehokkaasti, valtakunnallisesti ja vuorokauden ympäri, vaikka yhtiöllä ei olisi fyysisiä toimipisteitä alueella. Digitaaliset terveydenhuollon palvelut kasvavat nopeasti ja näiden kehittäminen on yksi tärkeimpiä lähivuosien menestystekijöitä.

Mukautuminen lainsäädännön muutoksiin

Lainsäädännön muutokset vaikuttavat olennaisesti toimintaympäristöön ja sitä kautta yksityisten palveluntuottajien mahdollisuuksiin menestyä. Lainsäädännön esimerkkejä ovat mm. yli 10 vuotta valmistelussa ollut sote-uudistus, joka on vaikeuttanut tulevaisuuden suunnittelua sekä kuntien sote-palveluiden ulkoistamista rajoittava rajoituslaki, joka on ollut yksityisille toimijoille selvästi haitallinen. Yhtiöiden kyky mukautua näihin muutoksiin on olennaista toimialalla menestymiseen.

Sote-uudistus

Uudistuksen tarve

Yli 10 vuotta valmisteltu Sote-uudistus on yksi suurimpia hankkeita, mitä Suomessa on koskaan yritetty tehdä. Uudistuksen tarve syntyy 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 toimintatappoja. Kunnat ovat vastuussa sote-palveluiden järjestämisestä asukkailleen ja niiden menoista yli puolet kuluu sote-menoihin. Vuoden 2018 taloustietojen mukaan Suomen kunnista 2/3 teki negatiivisen tuloksen. Kasvavat sote-menot ja heikko talustilanne pakottavat järjeistämään toimintoja.

Uudistuksen tavoitteet

Uudistuksen tavoitteena on ottaa käyttöön tehokkaimmat ja vaikuttavimmat toimintatavat, jotta erot hyvinvoinnissa ja terveydessä vähenevät ja sote-palveluita saadaan jatkossa nykyistä yhdenvertaisemmin. Uudistuksella on tarkoitus kuroa umpeen iso osa julkisen talouden kestävyysvajeesta ja siitä on odotettu 3 miljardin euron "säätöjä" 2029 mennessä. Sote-uudistuksen yhteyteen kaavailussa maakuntauudistuksessa oli tarkoitus siirtää sote-palveluiden järjestämisvastuu noin 300 kunnalta 18 maakunnalle. Vastuun siirtämistä maakunnille perusteltiin sillä, että suurilla maakunnilla olisi taloudellisesti parempi kantokyky.

Mahdollisesta valinnanvapaudesta 5,4 miljardin euron "uusi" markkina yksityisille

Yksi sote-uudistuksen keskeisin kohta yksityisten palveluntuottajien kannalta on valinnanvapaus,

joka tarkoittaa sitä, että asiakas voisi valita nykyistä laajemmin mistä se hankkii sote-palvelut. Valinnanvapauden piiriin kuuluvissa palveluissa voisi valita joko julkisen sektorin, yksityisen yrityksen tai järjestön, ja kaikissa maksu olisi sama. Tavoitteena on lisätä asiakkaan vaikutusmahdollisuuksia, nopeuttaa palveluun pääsyä ja parantaa palvelujen laatua. Jos valinnanvapaus lisääntyy, oletus on, että yksityiset yritykset alkavat tuottaa yhä enemmän julkisilla varoilla tuotettavia sote-palveluja. Aluksi nämä palvelut liittyisivät etenkin perusterveydenhuoltoon ja hoivapalveluihin.

Sosiaali- ja terveysministeriö on arvioinut, että valinnanvapausmarkkinan koko olisi noin 5,4 miljardia euroa (sote-keskukset 1,9 miljardia euroa, asiakassetelit 1,6 mrd. euroa, henkilökohtainen budjetti 1,5 mrd. euroa ja suunhoidon yksiköt 0,4 mrd. euroa). Pihlajalinnalla on arvioinut, että yksityiselle sektorille avautuisi mahdollisuuksia täydentää julkisen sektorin palveluntarjontaa etenkin perustason erikoissairaanhoidossa ja kiireettömässä erikoissairaanhoidossa, kun väestö ikääntyy ja julkinen sektori karsii erikoissairaanhoidon aiempaa harvempiin yksiköihin.

Tulevaisuus on iso kysymysmerkki

Sote-uudistuksen muoto ja aikataulu ovat jatkuvasti venyneet, eikä kaikkia puolueita ja perustuslakivaliokuntaa tyydyttävää ratkaisua ole vielä löytynyt. Kuntien talustilanne on samaan aikaan muuttunut entistä heikommaksi ja uudistukselle on jatkuvasti suurempi tarve. Juha Sipilän hallitus nimesi sote-uudistuksen merkittävimäksi hankkeekseen, mutta se

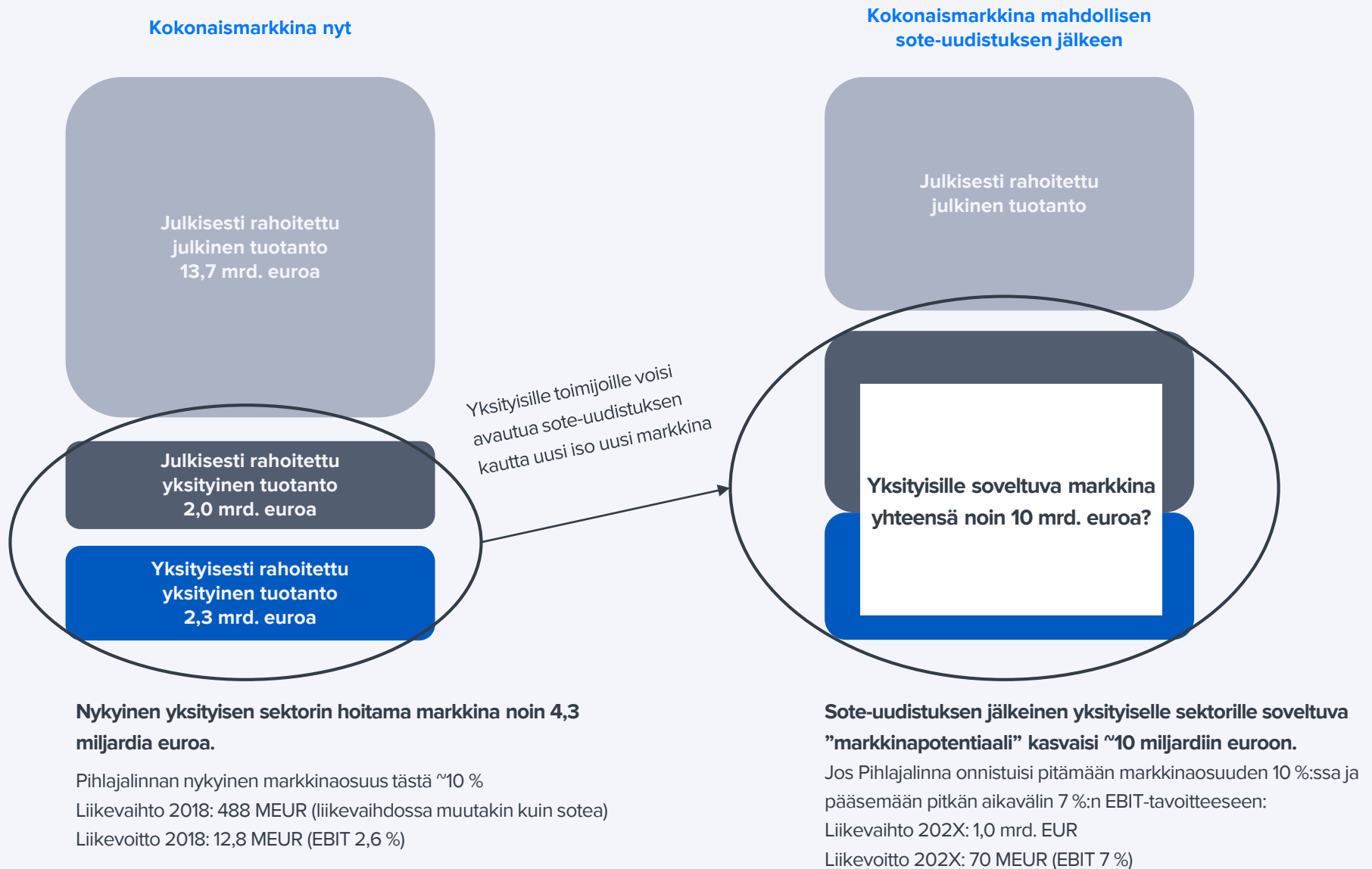
kaatui 8.3.2019 ja johti hallituksen eroon. Sote-uudistus törmäsi neljä vuotta sitten perustuslakivaliokunnan lausuntoon ja jälleen tällä kertaa perustuslain tulkinnasta nousseet esteet nousivat viime metreillä uudistuksen tielle.

Sote-uudistuksen piti viimeisten suunnitelmien mukaan astua voimaan vuonna 2021 ja valinnanvapauden tuli alkaa lisääntyä tämän jälkeen vaiheittain. Uudistuksen tulevaisuudesta ei tällä hetkellä ole mitään tietoa ja uusi hallitus joutuu todennäköisesti aloittamaan valmistelun jälleen kerran siitä mihin viimeksi jäätin.

Sote-uudistuksen kompurointi ja poliittinen epävarmuus kasvattavat 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 riskiprofiilia pääomamarkkinoilla. Monet yksityiset palveluntuottajat ovat todenneet, että heidän tulevaisuutensa ei riipu sotesta ja kannattavaa kasvua on mahdollista saada aikaan sotella tai ilman. Soten kaatuminen voi johtaa myös siihen, että talousvaikeuksissa olevat kunnat aktivoituvat jälleen etsimään uusia ratkaisuja sote-menojen hillitsemiseksi yksityisten palveluntuottajien kanssa, mikä saattaa poikia uusia kilpailutuksia.

Sote-uudistuksen mahdolliset vaikutukset yksityisen markkinaan



Ennusteet 1/2

Vuosi 2019 näyttää jo selvästi paremmalta

Pihlajalinna ohjeistaa 2019 liikevaihdon kasvavan ja oikaistun liikevoiton (EBIT) paranevan selvästi vuodesta 2018. Liikevaihto vuonna 2018 oli 488 MEUR ja oikaistu liikevoitto 14 MEUR (EBIT 2,9 %). Ennustamme liikevaihdon kasvavan tänä vuonna 508 MEUR:oon (+4 %) ja oikaistun liikevoiton paranevan 21 MEUR:oon (EBIT 4,1 %).

Vuonna 2019 liikevaihdon kasvua ylläpitävät viime vuonna tehdyt yritysostot (mm. Forever, Doctagon, Kymijoen Työterveys ja Verso). Näiden vaikutus näkyy kasvussa eniten H1:llä, mutta vaikutus alkaa hiipua H2:llä. Yhtiö tulee tänäkin vuonna todennäköisesti tekemään pieniä täydentäviä yritysostoja pitkin vuotta. Emme ole ottaneet näitä huomioon ennusteissamme, sillä niiden kokoluokkaa, ajoitusta, arvostusta jne. on mahdotonta arvioida. Yhtiön velkaantumisaste on noussut melko korkeaksi, joten arvioimme yritysosto- ja investointiaktiiviteetin hidastuvan merkittävästi viime vuoden ennätystasolta.

Odotamme liikevoiton kasvavan noin 50 % edellisvuodesta, minkä ei pitäisi olla vaikeaa, sillä alkuvuoden luvut olivat heikot (H1'18 EBIT: 0,9 MEUR). Tulosparannuksen ajureina toimivat vuonna 2018 pidetyt yt-neuvottelut, joiden säästöt (2,8 MEUR) eivät vielä ehtineet vaikuttaa koko vuoden 2018 tulokseen. Lisäksi uusien lääkärikeskusten (Turku, Oulu ja Seinäjoki) tappio oli ensimmäiseltä vuodelta 4,9 MEUR, minkä pitäisi pienentyä merkittävästi tänä vuonna. Jo pelkästään näillä tekijöillä tuloksen tulisi parantua noin 20-30 % tänä vuonna olettaen, että muissa liiketoiminnoissa ei tapahdu muutoksia.

Kunnilta ostetut vähemmistöosuudet näkyvät

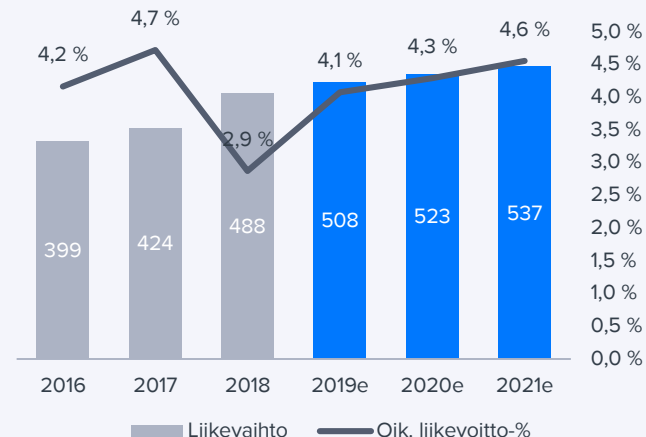
myös positiivisesti osakekohtaisessa tuloksessa. Emoyhtiön omistajille kuuluva EPS-ennusteemme vuodelle 2019 on 0,55 euroa (2018: 0,17 euroa), mistä 30 %:n jakosuhteella voi odottaa 0,18 euron osinkoa (2018: 0,10).

Soten kaatumisen vaikutukset voivat olla lyhyellä aikavälillä positiiviset

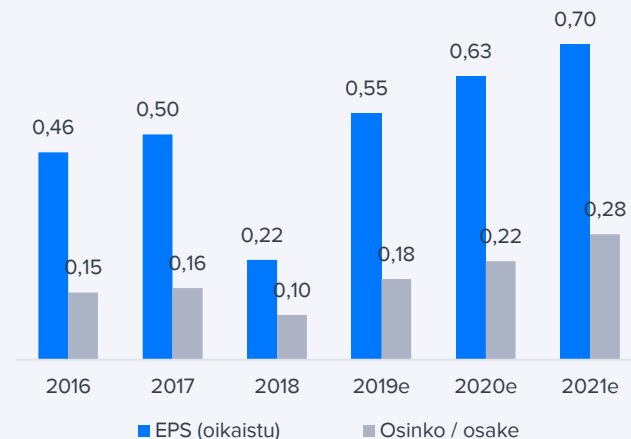
Sote-uudistuksen viivästyminen on heikentänyt monien kuntien taloustilannetta ja uskomme maaliskuussa 2019 kaatuneen sote-uudistuksen aiheuttavan ulkoistusmarkkinoille taas liikettä. Monet kunnat tahtovat odottaa loppuun asti mitä uudistuksen kanssa käy, mutta entistä velkaisempina ja turhautuneempina ne voivat alkaa jälleen kaivaa ulkoistamishankkeita esille.

Käsityksemme mukaan mm. Savonlinnan sairaala on keväällä tulossa julkisen kilpailutukseen ja sopimuksen arvo on vuositasolla noin 50 MEUR. Pihlajalinna on myös aiemmin käynyt Kuusiokuntien ympärillä keskusteluja muiden kuntien liittymisestä Kuusiokuntien sote-alueeseen, minkä arvioimme nousevan taas ajankohtaiseksi. Pihlajalinnan historian suurin kasvu on tullut ulkoistussopimusten kautta ja ne ovat yhtiölle hyvin pääomakevyt tapa hankkia kasvua. Pihlajalinnalla on myös tällaisten kilpailutusten voittamisessa hyvät näytöt ja niiden haltuunotto on ollut nopeaa ja kannattavaa. Vuoden 2019 puolella ei varmastikaan ehdi alkaa vielä uusia sopimuksia, mutta peli on näiden kanssa varmasti avattu nyt uudelleen. Emme luonnollisesti ole sisällyttänyt uusia ulkoistuksia ennusteisimme, sillä kilpailutusten määrää, kokoa, voittajaa, toteutumisaiakataulua jne. on mahdoton ennustaa. Toteutuessaan niiden vaikutukset voivat olla kuitenkin positiiviset.

Liikevaihto- ja liikevoittoennusteet



Vertailukelpoiset EPS- ja osinkoennusteet



Ennusteet 2/2

Keskipitkän aikavälin ennusteet

Pihlajalinna on koko historiansa ajan kasvanut voimakkaasti ja vuotuinen kasvuvauhti on ollut lähes 50 %. Yhtiö on kasvanut jo merkittävään kokoluokkaan ja samanlainen liikevaihdon kasvu ei ole enää realistista. Kovan kasvuvauhdin saavuttamista ainakin lyhyellä välillä haittaa myös se, ettei yhtiön tase mahdollista tällä hetkellä edellisvuosien kaltaisia suuria yritysostoja- ja investointeja, eikä markkinoiden orgaaniset kasvunäkymät riitä historiallisen kasvutason ylläpitämiseen. Pihlajalinnan omavaraisuusaste oli 2018 lopussa laskenut 38 %:iin ja nettovelkaantumisaste noussut 69 %:iin. Taloudellisten tavoitteiden mukainen nettovelka/EBITDA-luku on jo 2,9x tasolla, kun tavoitteen yläraja on 3x. Pihlajalinnan suurimmat kasvuharppaukset ovat historiassa tapahtuneet merkittävien kuntaulkoistusten tai suurten yritysostojen kautta, mutta ainakaan tällä hetkellä meillä ei ole näkyvyyttä tällaisiin uusiin kasvupyrahdyksiin.

Odotamme liikevaihdon kasvun hidastuvan keskipitkällä aikavälillä selvästi historialliselta tasolta. Liikevaihdon kasvuennusteemme vuosien 2019-2021 välillä on linjassa ennustetun markkinakasvun kanssa eli 3-4 %:n välillä.

Pitkän aikavälin ennusteet

Vaikka sosiaali- ja terveydenhuoltomarkkinoista puhutaan yleisesti houkuttelevana kasvualana (ikäääntynvä väestö, kasvava tarve palveluille jne.), on toimialan kasvutrendi viime vuosina loiventunut, mikä on saanut myös meidät laskemaan tulevaisuuden kasvuennusteitamme viimeisen parin vuoden aikana.

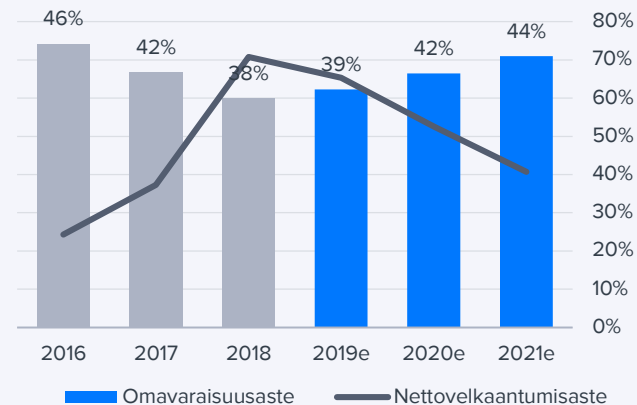
Vuosina 2000-2016 nähty terveydenhuoltoalan noin 5 %:n vuotuinen kasvu on alkanut taittua ja alan suurimmista toimijoista mm. Pihlajalinnan liikevaihdon orgaaninen kasvu on vuosina 2017 ja 2018 ollut hyvin lähellä nollaa. Mehiläisen orgaaninen kasvu vuonna 2018 oli yli 10 % Länsi-Pohjan suuren ulkoistussopimuksen takia, mutta myös Terveystalon orgaaninen kasvu oli matalia yksinumeroisia prosentteja.

Kilpailu markkinaosuuksista on kiristynyt ja valtio on samaan aikaan halunnut suitsia yksityisten palveluntuottajien kasvua. Markkinaolosuhteet ovat mielestämme muuttuneet haastavammiksi kuin mitä ne muutama vuosi sitten olivat. Näistä syystä ennustejakson välillä 2022-2027 odotamme Pihlajalinnan liikevaihdon (orgaanisen) kasvun olevan vain 4 %:n tasolla ja odotamme yhtiön (nykyisen portfolion) liikevoiton pysyvän keskimäärin 5 %:n tasolla eli alle yhtiön 7 %:n pitkän aikavälin taloudellisen tavoitteen.

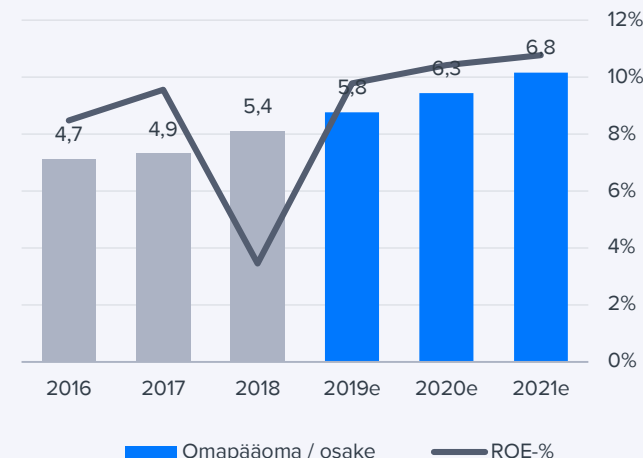
Yhtiö pystyy kasvamaan ja luomaan omistaja-arvoa

Pihlajalinnan tulisi mielestämme lähivuosina keskittyä kannattavuuden parantamiseen, sillä yhtiön toiminnassa on ollut nähtävissä pientä vauhtisokeutta. Tarvittavat maantieteelliset alueet ovat jo pääosin paalutettu ja nyt on aika alkaa keräämään niiden hedelmiä ja keskittyä toimipaikkakohtaiseen kannattavuuteen. Ennusteidemme mukaan yhtiö palaa heikon viime vuoden jälkeen taas lähivuosina tekemään noin 10 %:n oman pääoman tuottoa (ROE.%), mikä yhdistettynä liikevaihdon maltilliseen kasvuun ja kohenevaan taseeseen antavat hyvät lähtökohdat omistaja-arvon luomiseen.

Taseen avainlukujen kehitys



Oma pääoma / osake ja ROE-%



Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2017	Q1'18	Q2'18	Q3'18	Q4'18	2018	Q1'19e	Q2'19e	Q3'19e	Q4'19e	2019e	2020e	2021e	2022e
Liikevaihto	424	119	125	116	127	488	129	129	119	131	508	523	537	558
Etelä-Suomi	60,7	23,7	28,5	25,9	29,5	108	29,7	29,4	26,5	30,0	116	120	124	129
Väli-Suomi	301	79,0	80,1	73,5	79,3	312	81,4	82,0	74,7	81,0	319	326	331	344
Pohjanmaa	105	26,4	27,0	26,8	28,6	109	29,0	28,5	28,2	29,8	116	119	124	128
Pohjois-Suomi	7,6	3,3	3,2	2,6	3,2	12,3	3,5	3,4	2,8	3,4	13,1	13,6	13,2	13,7
Muut toiminnot	6,0	0,9	1,1	0,8	2,0	4,8	1,0	1,1	0,8	2,1	5,0	4,9	4,9	5,1
Konsernin sisäinen myynti	-57,1	-14,2	-14,5	-13,2	-15,7	-57,6	-15,4	-15,4	-13,9	-15,4	-60,1	-60,0	-60,0	-62,4
Käyttökate	33,3	4,5	5,5	10,6	10,6	31,2	8,7	9,6	11,6	10,8	40,7	42,5	48,3	49,6
Poistot ja arvonalennukset	-14,2	-4,4	-4,7	-4,7	-4,6	-18,4	-5,0	-5,0	-5,0	-5,0	-20,0	-20,0	-23,8	-23,6
Liikevoitto ilman kertaeriä	20,0	-0,3	1,9	5,9	6,5	14,0	3,7	4,6	6,6	5,8	20,7	22,5	24,5	26,0
Liikevoitto	19,1	0,1	0,8	5,9	6,0	12,8	3,7	4,6	6,6	5,8	20,7	22,5	24,5	26,0
Konserni	0,0	0,1	0,8	5,9	6,0	12,8	3,7	4,6	6,6	5,8	20,7	22,5	24,5	26,0
Nettorahoituskulut	-1,7	-0,7	-0,6	-0,7	-0,9	-2,9	-0,8	-0,8	-0,7	-0,7	-3,0	-2,6	-1,8	-3,0
Tulos ennen veroja	17,4	-0,6	0,2	5,2	5,2	10,0	2,9	3,8	5,9	5,1	17,7	19,9	22,7	23,0
Verot	-3,4	0,0	-0,3	-1,2	-1,4	-2,8	-0,6	-0,8	-1,2	-1,0	-3,5	-4,0	-4,5	-4,6
Vähemmistöosuudet	-4,6	-0,6	0,1	-1,7	-1,1	-3,3	-0,3	-0,4	-0,6	-0,5	-1,8	-1,6	-2,3	-2,3
Nettotulos	9,5	-1,2	0,0	2,4	2,7	3,8	2,1	2,7	4,1	3,6	12,4	14,3	15,9	16,1
EPS (oikaistu)	0,50	-0,07	0,05	0,10	0,14	0,22	0,09	0,12	0,18	0,16	0,55	0,63	0,70	0,71
EPS (raportoitu)	0,46	-0,05	0,00	0,10	0,12	0,17	0,09	0,12	0,18	0,16	0,55	0,63	0,70	0,71

Tunnusluvut	2017	Q1'18	Q2'18	Q3'18	Q4'18	2018	Q1'19e	Q2'19e	Q3'19e	Q4'19e	2019e	2020e	2021e	2022e
Liikevaihdon kasvu-%	6,2 %	8,3 %	17,5 %	17,1 %	17,7 %	15,1 %	8,4 %	2,9 %	2,3 %	3,1 %	4,2 %	2,9 %	2,7 %	4,0 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	20,4 %	-105,2 %	-51,3 %	9,3 %	31,3 %	-30,0 %	-1345,8 %	138,8 %	11,4 %	-10,5 %	47,9 %	8,2 %	9,0 %	6,2 %
Käyttökate-%	7,9 %	3,7 %	4,4 %	9,1 %	8,4 %	6,4 %	6,8 %	7,5 %	9,7 %	8,3 %	8,0 %	8,1 %	9,0 %	8,9 %
Oikaistu liikevoitto-%	4,7 %	-0,3 %	1,5 %	5,1 %	5,1 %	2,9 %	2,9 %	3,6 %	5,5 %	4,4 %	4,1 %	4,3 %	4,6 %	4,7 %
Nettotulos-%	2,2 %	-1,0 %	0,0 %	2,0 %	2,1 %	0,8 %	1,6 %	2,1 %	3,4 %	2,7 %	2,4 %	2,7 %	3,0 %	2,9 %

Lähde: Inderes

IFRS16-muutosten vaikutus tuloslaskelmaan :

Pihlajalinna alkaa vuonna 2019 soveltaa uutta IFRS16-standardia (Vuokrasopimukset). Standardin myötä lähes kaikki vuokrasopimukset tullaan merkitsemään taseeseen omaisuuseräksi (oikeus käyttää vuokrattua hyödykettä) ja vuokrien maksamista koskevaksi rahoitusvelaksi, mikä vaikuttaa myös vuokrien ja poistojen käsittelyyn.

Yhtiö aikoo julkaista ennen Q1'19-raporttia oikaistun lukuihin raportointikaudelta 2018, minkä jälkeen päivitämme myös omat ennusteemme vastaamaan IFRS16-standardia. Alustavien laskelmien mukaan IFRS16-standardin vaikutus vuoden 2018 liikevoittoon olisi ollut melko vähäinen +1,5 MEUR ja nettotulokseen vähäisempi -0,6 MEUR.

Käyttökatteeseen vaikutus olisi ollut huomattavan suuri +18 MEUR.

Vastaavaa	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Pysyvät vastaavat	189	271	282	282	282
Liikearvo	104	170	170	170	170
Aineettomat hyödykkeet	16,6	22,9	25,4	24,6	23,6
Käyttöomaisuus	61,9	72,6	81,3	82,1	82,6
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	3,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Muut pitkäaikaiset varat	1,6	1,8	1,8	1,8	1,8
Laskennalliset verosaamiset	2,2	3,7	3,7	3,7	3,7
Vaihtuvat vastaavat	64,3	78,4	81,1	82,8	84,5
Vaihto-omaisuus	2,2	2,5	2,6	2,7	2,8
Muut lyhytaikaiset varat	1,1	1,7	1,7	1,7	1,7
Myyntisaamiset	24,0	37,9	39,0	39,6	40,1
Likvidit varat	37,1	36,3	37,8	38,9	39,9
Taseen loppusumma	254	349	363	365	366

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Oma pääoma	106	131	141	152	163
Osakepääoma	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Kertyneet voittovarot	12,3	5,3	15,5	25,7	36,6
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	87,9	117	117	117	117
Vähemmistöosuus	5,6	9,3	9,3	9,3	9,3
Pitkäaikaiset velat	74,3	131	111	102	92,1
Laskennalliset verovelat	5,5	6,0	6,0	6,0	6,0
Varaukset	0,8	0,3	0,3	0,3	0,3
Lainat rahoituslaitoksilta	66,3	123	104	94,3	84,3
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	1,7	1,5	1,5	1,5	1,5
Lyhytaikaiset velat	73,4	87,7	111	111	112
Lainat rahoituslaitoksilta	10,3	6,4	26,6	24,3	21,8
Lyhytaikaiset korottomat velat	61,8	79,5	82,8	85,7	88,5
Muut lyhytaikaiset velat	1,3	1,9	1,3	1,3	1,3
Taseen loppusumma	254	350	363	365	366

IFRS16-muutosten vaikutus taseeseen :

Pihlajalinna alkaa vuonna 2019 soveltaa uutta IFRS16-standardia (Vuokrasopimukset). Standardin myötä lähes kaikki vuokrasopimukset tullaan merkitsemään taseeseen omaisuuseräksi (oikeus käyttää vuokrattua hyödykettä) ja vuokrien maksamista koskevaksi rahoitusvelaksi, mikä vaikuttaa myös vuokrien ja poistojen käsittelyyn.

Yhtiö aikoo julkaista ennen Q1'19-raporttia oikaisut lukuihin raportointikaudelta 2018, minkä jälkeen päivitämme myös omat ennustemme vastaamaan IFRS16-standardia.

Alustavien laskelmien mukaan IFRS16-standardin vaikutus vuoden 2018 taseen varoihin olisi +113,2 MEUR (josta toimitilojen kasvu 108,7 MEUR).

Taseen velkoihin standardin vaikutus olisi +115,2 MEUR (vuokrasopimusvelkojen kasvu) ja omaan pääomaan vaikutus olisi -2,0 MEUR.

Pihlajalinnan mukaan standardin käyttöönotto ei vaikuta konsernin lainakovenantteihin ja ne lasketaan alkuperäisen rahoitusjärjestelyn laskentaperiaatteiden mukaisesti.

Arvostus 1/2

Markkina-arvo ja yritysarvo

Pihlajalinna listautui Helsingin pörssiin kesällä 2015. Yhtiö keräsi 10,5 euron merkintähinnalla listautumisannissa 60 MEUR:n bruttovarat ja markkina-arvo asettui 200 MEUR:oon. Vuoden 2015 lopulla tehtyjen yritysostojen rahoittamiseksi yhtiö keräsi suunnatulla annilla 25,5 MEUR:n bruttovarat 17,0 euron merkintähintaan. Keväällä 2018 Pihlajalinna osti Doctagonin suunnatulla osakeannilla, jossa tarjottiin merkittäväksi 2,0 miljoonaa uutta Pihlajalinnan osaketta osakevaihdoilla 15,0 euron merkintähintaan. Nykyisellä osakemäärällä (22,6 miljoonaa osaketta) ja osakekurssilla (9,8 euroa) yhtiön markkina-arvo on 222 MEUR. Yhtiöllä oli vuoden 2018 lopussa 90 MEUR:n nettovelat.

Liikevaihtopohjainen arvostus

Pihlajalinnan liikevaihtopohjainen arvostus on tällä hetkellä matalimmalla tasolla mitä se on ollut yhtiön pörssitaipaleella (EV/S 0,7x). Tämä johtuu siitä, että yhtiön markkina-arvo on lähes samalla tasolla kuin listautumisen yhteydessä, mutta liikevaihto on kasvanut 130 % listautumisvuoden 2015 tasolta. Pihlajalinnan kasvunäkymät olivat listautumisen aikaan erittäin houkuttelevat ja yhtiön kannattavuudessa nähtiin merkittävää nousuvaraa. Nämä odotukset heijastuivat osakkeen korkeana EV/S-kertoimena. Nykyään kasvunäkymät on selvästi maltillisemmat ja viime vuosina nähdyn heikon kannattavuuskehityksen takia yhtiölle ei hyväksytty enää niin korkeita arvostuskertoimia.

Tulospohjainen arvostus

Pihlajalinnan tapauksessa kehotamme sijoittajia

kiinnittämään huomiota erityisesti emoyhtiön osakkeenomistajille kuuluvasta nettotuloksesta laskettuun P/E-lukuun. Tämä johtuu siitä, että iso osa konsernin tuloksesta tehdään Pihlajalinnan ja kuntien yhteisyrityksissä, minkä takia konsernin ulkopuolisille määräysvallattomille omistajille valuu osa tuloksesta. EV/EBITDA ja EV/EBIT-kertoimien tarkastelu sellaisinaan voivat antaa tästä syystä harhaanjohtavan kuvan arvostuksesta.

Ennusteidemme mukaiset P/E-kertoimet emoyhtiön tuloksesta laskettuna ovat vuosille 2019 ja 2020 ovat 18x ja 16x. Nämä ovat selvästi Pihlajalinnan historiallisen tason alapuolella, mikä juontaa juurensa samoista tekijöistä kuin madaltunut EV/S-kerroin (yhtiön lähivuosien kasvu- ja kannattavuusodotukset eivät ole enää niin vahvat kuin 2-3 vuotta sitten).

Osinkopohjainen arvostus

Pihlajalinna on vahvassa investointivaiheessa, minkä takia yhtiö on käyttänyt suurimman osan rahavirrastaan yritysostoihin tai laajennus- ja kehitysinvestointeihin. Tästä syystä yhtiön osingonjakosuhte on pysynyt melko matalana ja odotamme sen pysyvän matalana myös jatkossa. Vuonna 2018 päivitettyissä taloudellisissa tavoitteissa ei ole osinkopolitiikasta mainintaa. Ennusteidemme mukaisella noin 30 %:n osingonjakosuhteella Pihlajalinnan osinkotuotot 2019 ja 2020 tuloksista ovat 1,8 % ja 2,2 %.

Kassavirtapohjainen arvostus

Kassavirtapohjainen DCF-laskelmamme antaa Pihlajalinnan oman pääoman arvoksi 240 MEUR eli noin 10,6 euroa per osake. Mallissamme

liikevaihdon vuotuinen (orgaaninen) kasvu on noin 4 %:n tasolla (2019-2027) ja terminaalikasvu on 2 %. Arvioimme yhtiön liikevoittomarginaalin pysyvän lyhyellä aikavälillä (2019-2022) noin 4 %:n tasolla, jonka jälkeen sekä pitkän aikavälin että terminaalijakson ennusteemme liikevoittomarginaalille on 5 %. DCF-mallissamme terminaalijakson painoarvo kassavirtojen arvosta on 56 %. Mallissa käyttämämme pääoman keskimääräinen kustannus (WACC) on 8,4 %, riskitön koko 3 %, markkinan riskipreemio 4,8 % ja osakkeen beta 1,4.

Arvostus verrokkiryhmään nähden

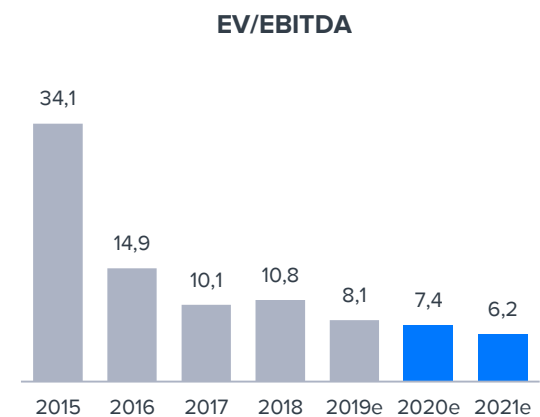
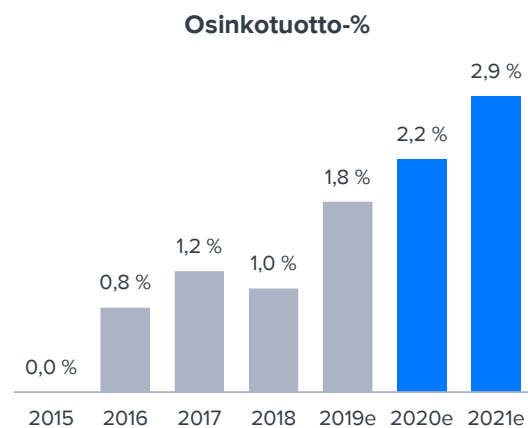
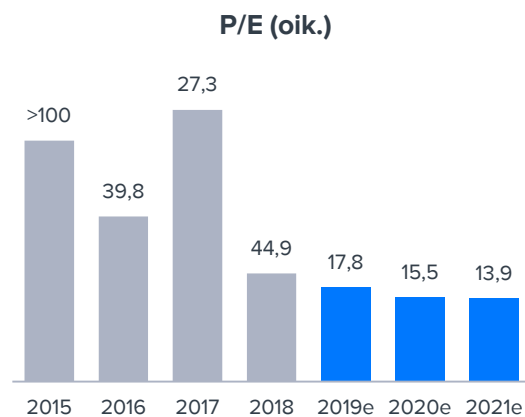
Olemme käyttäneet Pihlajalinnan verrokkiryhmä-arvostuksessa kansainvälisiä sosiaali- ja terveydenhuoltoalan yhtiöitä. Lähin verrokki yhtiölle maantieteellisesti ja toimintaympäristön puolesta on luonnollisesti Terveystalo. Näidenkin yhtiöiden palvelutarjonta, kokoluokka ja kannattavuus eroavat toisistaan jonkin verran, joten arvostukset eivät ole täysin verrattavissa.

Vuosien 2019 ja 2020 ennusteidemme mukaan Pihlajalinnan liikevaihtopohjainen arvostus (EV/S) on noin 50 % verrokkiryhmän alapuolella ja EV/EBITDA-kertoimet ovat myös noin 20 % verrokkiryhmän alapuolella. Mittareihin liittyy kuitenkin em. haasteita vähemmistöosuuksien ja Pihlajalinnan verrokkiryhmää heikomman kannattavuuden osalta. Tämän lisäksi konsensus voi sisältää ennusteita, joihin on tehty IFRS16:n muutokset ja niitä joihin ei ole tehty, mikä vaikeuttaa vertailukelpoisuutta. P/E-luvut ovat ennusteillamme 10 % verrokkiryhmän alapuolella ja Pihlajalinnan osinkotuotot jäävät noin 10 % verrokkiryhmän alapuolelle.

Pihlajalinnan arvostus

Arvostustaso	2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e	2022e
Osakekurssi	17,7	18,4	13,7	10,0	9,80	9,80	9,80	9,80
Osakemäärä, milj. kpl	16,8	20,6	20,6	22,6	22,6	22,6	22,6	22,6
Markkina-arvo	365	380	282	226	222	222	222	222
Yritysarvo (EV)	397	417	338	336	330	316	301	289
P/E (oik.)	>100	39,8	27,3	44,9	17,8	15,5	13,9	13,8
P/E	>100	47,2	29,9	58,9	17,8	15,5	13,9	13,8
P/Kassavirta	neg.	61,0	neg.	neg.	31,9	10,9	10,0	9,7
P/B	4,0	3,9	2,8	1,9	1,7	1,6	1,4	1,4
P/S	1,7	1,0	0,7	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4
EV/Liikevaihto	1,9	1,0	0,8	0,7	0,6	0,6	0,6	0,5
EV/EBITDA (oik.)	34,1	14,9	10,1	10,8	8,1	7,4	6,2	5,8
EV/EBIT (oik.)	87,4	25,0	16,9	24,0	15,9	14,1	12,3	11,1
Osinko/tulos (%)	0,0 %	38,4 %	34,9 %	58,9 %	32,8 %	34,8 %	39,8 %	40,0 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,8 %	1,2 %	1,0 %	1,8 %	2,2 %	2,9 %	2,9 %

Lähde: Inderes



Kassavirtamalli

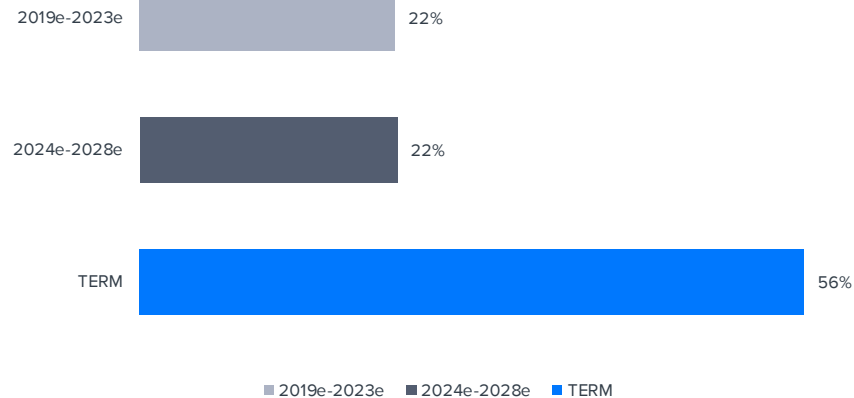
DCF-laskelma	2018	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	TERM
Liikevoitto	12,8	20,7	22,5	24,5	26,0	27,9	30,2	31,4	32,6	33,9	34,6	
+ Kokonaispoistot	18,4	20,0	20,0	23,8	23,6	23,7	23,8	23,8	23,9	23,8	23,8	
- Maksetut verot	-3,8	-3,5	-4,0	-4,5	-4,6	-5,0	-5,6	-5,9	-6,2	-6,6	-6,8	
- verot rahoituskuluista	-0,8	-0,6	-0,5	-0,4	-0,6	-0,5	-0,5	-0,4	-0,3	-0,2	-0,1	
+ 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	3,4	1,6	2,2	2,2	2,9	3,1	3,3	3,5	3,6	3,8	1,3	
Operatiivinen kassavirta	30,0	38,2	40,2	45,6	47,4	49,1	51,2	52,4	53,6	54,8	52,8	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	-0,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-101,6	-31,2	-19,9	-23,4	-24,5	-24,5	-24,5	-24,4	-24,3	-24,1	-26,0	
Vapaa operatiivinen kassavirta	-72,4	7,0	20,3	22,2	22,8	24,6	26,7	28,0	29,3	30,7	26,8	
+/- Muut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	-72,4	7,0	20,3	22,2	22,8	24,6	26,7	28,0	29,3	30,7	26,8	430
Diskontattu vapaa kassavirta	6,6	17,6	17,8	16,9	16,8	16,9	16,3	15,7	15,2	12,3	197	
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		349	342	325	307	290	273	256	240	224	209	197
Velaton arvo DCF	349											
- Korolliset velat		-129,2										
+ Rahavarat		36,3										
-Vähemmistöosuus		-15,6										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
Oman pääoman arvo DCF	241											
Oman pääoman arvo DCF per osake	10,6											

Pääoman kustannus (wacc)

Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	20,0 %
Vieraan pääoman kustannus	4,0 %
Yrityksen Beta	1,40
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	0,00 %
Riskitön korko	3,0 %
Oman pääoman kustannus	9,7 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	8,4 %

Lähde: Inderes

Rahavirran jakauma jaksoittain



Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus	Osakekurssi	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
Yhtiö		MEUR	MEUR	2019e	2020e	2019e	2020e	2019e	2020e	2019e	2020e	2019e	2020e	2019e
Terveystalo Oy	9,65	1225	1637	19,4	18,1	10,5	10,2	1,6	1,6	17,9	18,2	2,2	2,7	2,2
Mediclinic International PLC	313,10	2754	4926	13,4	12,0	8,6	8,2	1,4	1,4	12,4	11,0	2,3	2,5	0,7
Fresenius SE & Co KGaA	51,64	28927	55244	11,8	11,1	8,7	8,3	1,6	1,5	15,3	14,3	1,6	1,7	1,6
Netcare Ltd	2347,00	2237	2589	10,6	9,9	9,0	8,5	1,8	1,7	13,6	12,7	4,9	5,4	3,2
Ramsay Health Care Ltd	63,83	8172	11827	17,2	15,6	12,0	10,8	1,7	1,5	22,4	20,5	2,3	2,5	5,0
Orpea SA	107,50	6966	11985	24,8	23,2	18,2	16,8	3,2	3,0	27,2	24,3	1,2	1,4	2,3
Korian SA	34,70	2797	5531	16,6	14,8	10,7	9,8	1,5	1,5	21,0	17,8	1,9	2,0	1,1
LNA Sante SA	46,30	445	647	16,2	14,9	10,8	9,7	1,2	1,1	15,9	14,2	0,8	0,9	2,2
Life Healthcare Group Holdings Ltd	2793,00	2594	3627	13,2	11,9	9,5	8,7	2,3	2,1	20,1	16,9	3,5	4,2	2,5
GHP Specialty Care AB (publ)	14,25	92	103	15,3	13,9	10,9	10,0	0,9	0,8	19,9	17,7	2,3	2,6	2,4
Attendo AB (publ)	48,52	723	957	14,6	11,6	10,1	6,8	0,8	0,8	15,3	13,8	1,3	1,8	1,2
Rhoen Klinikum AG	26,75	1765	1632	27,4	29,9	13,7	13,5	1,3	1,2	40,1	40,9	1,1	1,1	1,5
Spire Healthcare Group PLC	136,00	629	1154	17,8	15,8	8,0	7,5	1,0	1,0	20,6	16,8	2,2	2,3	0,5
Ambea AB (publ)	77,80	503	693	10,6	8,2	6,6	4,8	0,6	0,6	11,1	9,5	1,6	2,6	1,5
Pihlajalinna (Inderes)	9,80	222	330	15,9	14,1	8,1	7,4	0,6	0,6	17,8	15,5	1,8	2,2	1,7
Keskiarvo				16,3	15,1	10,5	9,5	1,5	1,4	19,5	17,8	2,1	2,4	2,0
Mediaani				15,7	14,4	10,3	9,2	1,5	1,4	18,9	16,8	2,0	2,4	1,9
Erotus-% vrt. mediaani				1 %	-2 %	-22 %	-19 %	-57 %	-57 %	-6 %	-8 %	-10 %	-7 %	-12 %

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

Arvostus 2/2

Vuonna 2018 merkittävät yrityskaupat toivat esiin suurten toimijoiden arvostuskertoimet

Toukokuu 2018 oli sote-toimialalla poikkeuksellisen mielenkiintoinen, sillä saman viikon aikana tapahtui kaksi merkittävää yrityskauppaa. Ensin Terveystalo kertoi ostavansa Attendo Suomen terveyspalvelut 233 MEUR:n velattomalla kauppahinnalla ja heti perään KKR:n ja Tritonin rahastot kertoivat myyneensä Mehiläisen huhutulla 1,8 miljardin euron velattomalla hinnalla. Yrityskauppa-aktiiviteetti ja korkealle nousseet hinnat tarttuivat heti sekä Terveystalon että Pihlajalinnan pörssikursseihin ja molempien yhtiöiden osakkeet liikkuvat uutisten jälkeisinä päivinä ylöspäin.

Mehiläisen EV/EBITDA-kerroin toteutuneilla 2018 luvuilla huikea 17x

Mehiläisen uudeksi enemmistöomistajaksi tuli CVC Capital Partnersin rahasto. Eläkeyhtiöt Varma ja Ilmarinen ilmoittivat jatkavansa Mehiläisen vähemmistöomistajina samoin kuin vakuutusyhtiö LähiTapiola. Mehiläisen toimiva johto jatkoi myös yhtiössä omistajana. Yhtiöt eivät julkistaneet kauppahintaa, mutta Financial Times viittasi asiasta perillä oleviin lähteisiin, joiden mukaan velaton kauppahinta (EV) oli 1,8 miljardia euroa. Mehiläisen vuoden 2018 toteutuneilla luvuilla (liikevaihto 916 MEUR ja oikaistu käyttökate 108 MEUR, EBITDA 12 %) EV/liikevaihto oli 2,0x ja EV/EBITDA 16,7x. Varsinkin tulospohjainen arvostus oli erittäin korkea verrattuna mm. molempiin Helsingin pörssissä listattuihin verrokkeihin (Pihlajalinna ja Terveystalo).

Attendo Suomen terveyspalvelut irtosi EV/EBITDA 12x kertoimella

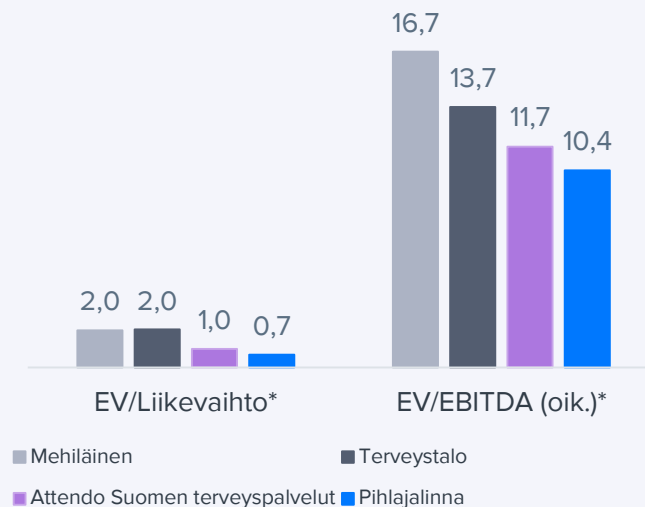
Terveystalo ja Attendo kuuluvat molemmat Suomen neljän suurimman sote-alan toimijan joukkoon. Kauppa oli siinä mielessä erityinen, että aiemmin nämä neljä olivat keskittyneet ostamaan selvästi itseään pienempiä toimijoita ja kilpailemaan markkinajohtajan tittelistä. Nyt kuitenkin suurimpia kilpailijoita alettiin ostaa vierestä pois. Tukholman pörssiin listattu Attendo on tuonut strategiassaan selvästi esiin, että se aikoo keskittyä konsernina enemmän hoivapuoleen, joten siinä mielessä Suomen terveyspalveluiden myynti oli luonnollista ja sopi hyvin Terveystalon portfolioon. Attendo-kaupan velaton hinta (EV) oli 233 MEUR, mikä tarkoitti vuoden 2018 toteutuneella liikevaihdolla 1,0x EV/liikevaihto-kerrointa ja toteutuneella käyttökateella 11,7x EV/EBITDA-kerrointa.

Pihlajalinnan arvostus on ryhmä matalin

Pihlajalinnan arvostus on 2018 toteutuneilla luvuilla tämän joukon matalin sekä liikevaihto- että käyttökate-pohjaisilla kertoimilla. Pihlajalinnan EV/liikevaihto on 0,7x ja EV/EBITDA 10,4x.

Pihlajalinnan matala liikevaihto- ja käyttökate-pohjainen arvostus on perusteltua ryhmän heikoimman kannattavuuden takia. Pihlajalinnan tuloksesta myös merkittävä osa valuu määräysvallattomille vähemmistöomistajille, mikä puoltaa matalampaa liikevaihto- ja käyttökate-pohjaista arvostusta. Suosittelemme sijoittajia vertailemaan Pihlajalinnaa verrokkeihin emoyhtiön omistajille kuuluvasta tuloksesta lasketun P/E-kertoimen kautta.

Mehiläisen 2018 omistajavaihdoksen arvostus omassa luokassaan



*Taulukon EV/Liikevaihto-kertoimet on laskettu tilikauden 2018 toteutuneella liikevaihdolla. EV/EBITDA-kertoimet on laskettu tilikauden 2018 oikaistulla käyttökateella (EBITDA).

Terveystalon ja Pihlajalinnan arvostuskertoimet perustuvat 4/2019 pörssikursseihin ja tilikauden 2018 lopun nettovelkaan. Terveystalon nettovelasta on oikaistu Attendo-kauppa.

Mehiläisen ja Attendo Suomen terveyspalveluiden arvostuskertoimet perustuvat 2018 toukokuussa julkistettuihin yrityskauppahintoihin (Mehiläinen 1,8 miljardia euroa ja Attendo Suomen terveyspalvelut 233 MEUR).

Sijoitusprofiili 1/3

Sote-markkinoiden pronssimitalisti

Pihlajalinna on Suomen 3. suurin sosiaali- ja terveydenhuoltomarkkinoiden yksityinen toimija. Yhtiö on vahvoista kasvupanostuksista huolimatta jäänyt viime vuosina yhä selvemmin haastajan asemaan, kun alan suurimmat toimijat Mehiläinen ja Terveystalo ovat kasvaneet aggressiivisilla yritysostoilla, investoinneilla ja asiakashankinnalla selvästi suurempaan kokoluokkaan.

Pihlajalinnan kilpailukyvyssä, kasvustrategiassa ja kannattavuudessa on selvästi parannettavaa, jos sitä vertaa alan suurimpien toimijoiden viime vuosien suoritukseen. Pihlajalinnan kannattavuus ei ole tällä hetkellä johdon mukaan tyydyttävä, eikä se ole lähelläkään pitkän aikavälin tavoitetasoa (2018 EBIT 2,6 %, kun EBIT-tavoite on 7 % liikevaihdosta). Suurista kilpailijoista Mehiläisen raportoitu liikevoittomarginaali on 7,5 % ja Terveystalon 10,0 %. Viime vuosien heikko kannattavuuskehitys ja hidastuneet kasvunäkymät ovat olleet osakemarkkinoille selkeä pettymys, mikä on näkynyt myös Pihlajalinnan osakkeen kurssikehityksessä (3v: -40 %)

Kuuman kasvuyhtiön arvostus ei ole enää perusteltua

Pihlajalinna on kasvanut perustamisesta lähtien noin 50 %:n vuosivauhtia ja yhtiötä on pidetty murroksessa olevan ja nopeasti kasvavan toimialan kuumana kasvuyhtiönä. Kasvunäkymät ovat kuitenkin viimeisen parin vuoden aikana muuttuneet heikommiksi. Kuntaulkoistukset eivät ole enää tuoneet isoja liikevaihtohyppyjä ja alan suurten toimijoiden aggressiiviset kasvupanostukset ovat kiristäneet kilpailua

asiakkaista johtaan lisääntyneeseen kapasiteettiin, kovempaan kilpailuun yritysostokohteista ja tuotannontekijöistä. Sote-uudistuksen kaatuminen ja tuoreet hoivakohut kielivät myös siitä, ettei asenne yksityisen sektorin toimijoita kohtaan ole välttämättä aivan niin suotuista kuin mitä aiemmin on voitu kuvitella.

Em. syistä johtuen Pihlajalinnaa on mielestämme enää vaikea luokitella kuumaksi korkean arvostuksen kasvuyhtiöksi toisin kuin aiemmin. Pihlajalinnalla on tällä hetkellä mielestämme kohtuulliset (hieman BKT:n kasvua nopeammat) kasvunäkymät, melko velkainen tase ja kannattavuusongelmia. Tästä syystä yhtiölle on vaikea enää perustella edellisten vuosien tasoista korkeaa tulospohjaista arvostusta. Pihlajalinnan arvostuksessa on syystäkin nähty listautumisen jälkeen laskua erittäin korkeista arvostustasoista (P/E 2016: ~40x) muiden kuolevaisten yhtiöiden tasolle (P/E 2019e: 18x).

Potentiaali

Ikääntyvä väestö ja terveyspalveluiden kysynnän kasvu:

Suomen väestö on yksi Euroopan nopeimmin ikääntyvistä ja yli 75 vuotta täyttäneiden osuuden odotetaan kaksinkertaistuvan vuodesta 2011 vuoteen 2035 mennessä. Koska ikääntyvät ihmiset vaativat keskimäärin enemmän terveydenhuollon palveluita, ikääntyneiden kasvavan määrän odotetaan lisäävän sosiaali- ja terveydenhuollon palveluiden kysyntää pitkällä aikavälillä.

Kuntien heikko taloustilanne: Suomen kunnat ovat lailla velvoitettuja järjestämään sosiaali- ja terveydenhuollon palvelut asiakkailleen. Kunnista

vuoden 2018 taloustietojen perusteella 2/3 eli 196 kuntaa teki negatiivisen tuloksen. Kuntien heikko taloudellinen tilanne pakottaa niitä etsimään uusia ratkaisuja sote-kustannusten hillitsemiseksi, mikä voi tarjota yksityisille toimijoille uusia kasvumahdollisuuksia.

Yksityisen markkinan kasvu julkista nopeammin:

Suomen sosiaali- ja terveydenhuoltomarkkina on valtavan kokoinen ja yksityisillä palveluntuottajilla on vielä hyvin pieni osuus tästä. Yksityisen palveluntuotannon on osoitettu monissa kolmansien osapuolten tutkimuksissa olevan kustannustehokasta ja saavan aikaan suuria säästöjä kuntien sote-menoihin (kts. mm. Pihlajalinna ja Mänttä-Vilppula). Julkisen sektorin kasvavat kustannuspaineet luovat yksityisille toimijoille mahdollisuuksia ottaa jatkossa yhä suurempi osa markkinasta haltuun ja niiden kyky tuottaa palvelut kustannustehokkaasti on tärkeä kasvunäkymiin vaikuttava tekijä.

Kannattavuuden parantaminen: Pihlajalinnan pitkän aikavälin tavoitetaso liikevoitolle on 7 %. Vuonna 2018 raportoitu liikevoittomarginaali oli 2,6 % (2017: 4,5 %) ja oikaistu liikevoittomarginaali oli 2,9 % (2017: 4,7 %). Lukuisat yrityskaupat, suuret investoinnit, kova kilpailu markkinaosuuksista ja uudelleenjärjestelyt ovat painaneet kannattavuutta viime vuosina. Pihlajalinna on aina ollut kannattavuudessa selvästi lähimpien kilpailijoidensa alapuolella. Näemme kannattavuudessa reilusti parantamisen varaa, kunhan vahvin kasvuvaihe hellittää ja yhtiö voi keskittyä toiminnan tehostamiseen ja yksiköiden käyttöasteiden parantamiseen.

Sijoitusprofiili 2/3

Ulkoistussopimusten voittaminen: Pihlajalinnan historian suurimmat kasvuharppaukset ovat tulleet sen voittamista kuntien ulkoistussopimuksista. Esim. vuonna 2016 alkanut Kuusiokuntien ulkoistussopimuksen arvo oli noin 80 MEUR vuodessa ja se oli täysin orgaanista kasvua. Pihlajalinna on yksi harvoista toimijoista, joilla on kykyä ja kokemusta ottaa haltuun suuria kuntien kilpailuttamia ulkoistussopimuksia.

Sote-uudistuksen kaatuminen voi johtaa monia kuntia harkitsemaan uudelleen palveluiden järjestämistä ja ulkoistamiskeskustelut tulevat todennäköisesti nousemaan jälleen taloudellisissa vaikeuksissa olevien kuntien pöydälle. Ulkoistussopimukset tarjoavat Pihlajalinnalle vahvaa orgaanista kasvua, mistä jää ensimmäisestä vuodesta lähtien hyvää katetta. Myös kunnat ovat päässeet hyötymään taloudellisesti Pihlajalinnan käyttämän Yhteisyritysmallin kautta, joten sopimukset ovat olleet myös poliittisesti kestävä tapa saada yksityisen palveluntuotannon tehokkuus auttamaan hädässä olevia kuntia selviämään nousevista sote-kustannuksista. Viimeiset pari vuotta ulkoistusmarkkina on kuitenkin ollut pahasti jäissä, kun kaikki osapuolet ovat odottaneet ratkaisua sote-uudistuksen kohtalosta.

Keskeinen rooli markkinan konsolidaatiossa: Pihlajalinna on toteuttanut 2010-luvulla kymmeniä yritysostoja. Pihlajalinnalla on muiden suurten toimijoiden tavoin hyvä mahdollisuus konsolidoida markkinaa, jossa on jatkuvasti pieniä ja keskisuuria toimijoita myynnissä. Pihlajalinnan tekemät yrityskaupat ovat olleet pääosin matalasti hinnoiteltuja, yhtiö on saanut valmista kannattavaa

liiketoimintaa ja laajempaa verkostoa luomatta toimialalle lisää uutta kapasiteettia. Verrattuna joihinkin alan pääomasijoittaja-taustaisiin kilpailijoihin, Pihlajalinnalle on ollut etua siitä, että yhtiö on profiloitunut suomalaiseksi vastuulliseksi toimijaksi, mikä ei ainakaan ole haitannut yhtiötä saamaan itselleen hyvä ostoksia viime vuosina kohtuulliseen hintaan.

Työterveyshuollon kasvava merkitys: Työnantajat kiinnittävät yhä enemmän huomiota työntekijöiden terveyteen ja ennaltaehkäisevään työterveyshuoltoon. Kasvava työterveyden rooli ja ennaltaehkäisevien palveluiden käyttö tukee yksityisrahoitteisten palveluiden kysyntää.

Vapaaehtoisten vakuutusten määrän kasvu: Vapaaehtoisten sairauskuluvakuutusten määrä on ollut viime vuosina selvässä kasvussa ja tämän taustalla on vaikuttanut mm. huoli julkisten palveluiden saatavuudesta. Jo lähes 1,2 miljoonalla suomalaisella oli vapaaehtoinen sairauskuluvakuutus, minkä voidaan olettaa tukevan yksityisten palveluntuottajien näkymiä.

Riskit

Poliittinen riski: Pihlajalinnan liiketoiminta on hyvin riippuvainen poliittisesta päätöksenteosta ja pidämme tätä yhtiön suurimpana epävarmuustekijänä. Poliittinen riski on näkynyt mm. siten, että jo kolmen hallituskauden ajan suunniteltu sote-uudistus on venynyt jatkuvasti aikataulusta, eikä markkinoilla ole ollut tietoa tulevaisuuden pelikentän säännöistä. Kunnat ja palveluntuottajat eivät ole voineet suunnitella toimintaansa tuleville vuosille, kun uudistuksesta (tai sen toteutumisesta) ei ole ollut tarkkaa tietoa.

Maaliskuussa 2019 sote-uudistus kaatui ja johti Suomen hallituksen eroamiseen, eikä uudistuksen tulevaisuudesta ole tällä hetkellä tietoa.

Riippuvuus muutamista isoista sopimuksista: Pihlajalinna on riippuvainen muutamasta isosta kuntaulkoistusasiakkaasta (mm. Kuusiokunnat, Jämsä ja Mänttä-Vilppula). Nämä tuovat yhtiölle tasaista ja hyvin kannattavaa liikevaihtoa, jonka menettäminen vaikuttaisi selvästi Pihlajalinnan tulokuntoon. Näiden lisäksi yhtiö on riippuvainen kumppanuuksista vakuutusyhtiöiden kansaa, joilla on iso rooli asiakkaiden syöttämisessä yhtiön toimipisteisiin samoin kuin isoista työterveyshuollon sopimuksista. Kun Mehiläinen lyöttäytyi vuonna 2017 entistä vahvemmin yhteistyöhön LähiTapiolan kanssa, alkoi Pihlajalinnan luvuissa näkyä pitkää negatiivista kehitystä vakuutusyhtiöiden kautta tulevasta potilasohjauksesta. Sama tilanne kävi, kun OP päätti alkaa operoida omia sairaaloitaan ja sen jälkeen Pohjola Sairaalat alkoivat vaikuttaa Pihlajalinnan asiakasvirtoihin negatiivisesti.

Yrityskauppojen epäonnistuminen: Pihlajalinna on 2010-luvulla toteuttanut monia kymmeniä yrityskauppoja ja se on toimialalla yleinen tapa hankkia kasvua. Yrityskauppojen hinnoitteluun, avainhenkilöiden sitouttamiseen sekä uusien yhtiöiden integroimiseen osaksi Pihlajalinnaa liittyy riskejä. Nyt kun toimiala on yhä selkeämmin jakautumassa isojen toimijoiden kesken (Terveystalo, Mehiläinen ja Pihlajalinna), voi hyvistä tarjolla olevista kohteista myös joutua maksamaan helposti ylihintaa, mikä nostaa yrityskauppojen riskiä.

Sijoitusprofiili 3/3

Arvioimme vuonna 2016 tapahtuneen Diacor ja Terveystalo -fuusion olleen juuri tällainen, missä tarjouskilpailusta voittajana ulos selvinnyt Terveystalo joutui maksamaan kovan hinnan. Samoin vuonna 2018 tapahtunut Attendo-kauppa näytti ainakin ilman laskettuja synergiaetuja toteutuneilla luvuilla kalliilta. Diacorin ja Attendon tapaisia kohteita on hyvin harvoin tarjolla, joten hinnat nousevat korkeiksi. Markkinoiden isommilla toimijoilla voi myös olla varaa maksaa kohteista korkeita hintoja, jos kaupan jälkeisistä synergioista saadaan enemmän irti kuin vaikka mitä pääomasijoittajat tai pienemmät alan toimijat voisivat saada.

Korkea liikearvon määrä: Pihlajalinnalla on lukuisten yritysostojen jäljiltä taseessa runsas määrä liikearvoa. Tilikauden 2018 lopussa taseessa oli 170 MEUR liikearvoa, mikä on 130 % konsernin omasta pääomasta. Yhtiö ei ole nähnyt vuotuisissa tarkastuksissaan tarvetta tehdä liikearvoon alaskirjauksia, mutta suuri liikearvon määrä kannattaa huomioida riskinä varsinkin, kun yhtiön viime aikainen kannattavuus ei ole kehittynyt erityisen hyvin ja orgaanisen kasvun luvut ovat olleet hyvin lähellä nollaa.

Vauhtisokeus: Toimialan yhtiöt voivat tunnistaa tällä hetkellä kasvun olevan niin tärkeä tekijä, että sitä vaikuttaa joskus olevan pakko saada jopa kannattavuuden kustannuksella. Vauhtisokeus on näkynyt toimialalla esim. niin, ettei edellisen yritysoston integraatiota olla ehditty vielä edes kunnolla aloittaa, kun uutta ison kokoluokan yritysostoa tai investointia ollaan jo viemässä loppuun. Tietyillä alueilla aggressiiviset kasvupanostukset ovat johtaneet joidenkin alan

toimijoiden mukaan haitalliseen ylikapasiteettiin, kun kaikki suuret toimijat ovat avanneet toimipisteitä samoihin kaupunkeihin, eikä asiakkaita/terveydenhuollon ammattilaisia millään riitä jokaiseen pisteeseen. Pihlajalinnan viime vuodet ovat olleet tällä saralla erittäin hektisiä. Yhtiö on laajentunut voimakkaasti uusille alueille, tehnyt paljon yrityskauppoja, järjestänyt osakeanteja, kasvattanut hallintoa, pyöräyttänyt johtoryhmää monta kertaa uusiksi, investoinut kokonaan uusiin lääkärikeskuksiin, digitaalisiin järjestelmiin ja brändiuudistukseen jne. Yhtiössä on ollut useasti käynnissä mielestämme ehkä liian monta asiaa päällekkäin ja liiallinen kasvuhakuisuus on näyttänyt menevän usein kannattavuuden edelle.

Rajoituslaki ja muut potentiaalisesti haittaavat muutokset: Kuntien toteuttamia sosiaali- ja terveydenhuollon ulkoistushankkeita päätettiin rajoittaa hallituksen toimesta vuonna 2016 ja sitä kiristettiin vielä vuonna 2017. Tämä osui erityisesti Pihlajalinnan leipälajiin (kuntien sote-palveluiden kokonaisulkoistuksiin) ja laski yhtiön markkina-arvoa parin päivän aikana noin 20 %. Väliaikaisen rajoituslain mukaan sopimukseen pitää laittaa irtisanomisehto, jos yritys ottaa hoitaakseen yli 30 % kunnan sote-palveluista. Rajoituslain voimaantumisen jälkeen ulkoistusmarkkinoilla on ollut selvästi hiljempaa

Rajoituslaki tuli voimaan sen takia, että sote-uudistuksen tekemiselle haluttiin antaa työrauha, kun monet kunnat olivat alkaneet ulkoistaa palveluitaan yksityisille palveluntuottajille. Alan yksityiset toimijat ovat argumentoineet, että rajoituslaki pitäisi poistaa, kun sote-uudistus

raukesi, mutta näin ei kuitenkaan näytä tapahtuvan rajoituslain voimassaoloa on jatkettu vuoden 2022 loppuun asti.

Hoivakohun vaikutukset: Vuoden 2019 alussa esille nousseet kohut hoivapalveluyhtiöiden heikosta hoidon laadusta ovat johtaneet julkiseen keskusteluun hoitajamitoituksen tarpeesta ja yksityisten palveluntuottajien roolista sosiaali- ja terveydenhuoltoalalla. Keskustelussa on annettu kovalla kädellä palautetta yksityisille toimijoille ja näitä on vaadittu korjaamaan puutekohtia tai joitain yksiköitä on jopa suljettu. Mm. Attendo tiedotti 27.3.2019 kirjaavansa kuluvalle vuodelle noin 20 MEUR ylimääräisiä kuluja, koska yhtiön hoivakoteihin oli tehty yli 150 tarkastusta ja yhtiön tuli nostaa palvelun laatua lisäämällä henkilökuntaa. Jos ala muuttuu entistä vihamielisemmäksi yksityisiä palveluntuottajia kohtaan, voi se vaikuttaa kaikkien toimijoiden kasvu- ja kannattavuusnäkömiin negatiivisesti.

Maantieteellinen riski: Pihlajalinnalla harjoittaa liiketoimintaa vain Suomessa. Suomen talouden heikot kasvunäkymät, velkaantumisen lisääntyminen ja ailahteleva poliittinen päätöksenteko voivat vaikuttaa toimialaan negatiivisesti, minkä johdosta alan yhtiöt joutuvat kilpailemaan entistä kireämmin toisiaan ja julkista sektoria vastaan asiakkaiden suosiota. Toisaalta kuntien heikentyvä taloustilanne voi olla Pihlajalinnalle myös positiivinen asia, sillä talousvaikeudet pakottavat kuntia etsimään uusia ratkaisuja tilanteeseen, mikä voi toimia positiivisena ajurina ulkoistusliiketoiminnalle.

Sijoitusprofiili



1.

Yksi markkinoiden johtavista sote-toimijoista laajalla palveluvalikoimalla

2.

Toimialalla houkuttelevat pitkän aikavälin kysyntäajurit, konsolidaatio voimakasta

3.

Laajentumissuunnitelman vaatima investointivaihe näkynyt kannattavuudessa

4.

Kannattavuusongelmat ja velkainen tase rajoittavat epäorgaanista kasvua

5.

Iso poliittinen riski, sote-uudistus edelleen kysymysmerkki

Potentiaali

- Ikääntyvä väestö ja terveyspalveluiden kysynnän kasvu
- Kuntien heikko taloustilanne pakottaa etsimään uusia ratkaisuja sote-kustannusten hillitsemiseksi
- Yksityisen markkinan kasvu julkista nopeammin
- Uusien ulkoistussopimusten voittaminen
- Vapaaehtoisten vakuutusten määrän kasvu
- Työterveyshuollon ja ennaltaehkäisevän terveydenhuollon kasvava rooli
- Keskeinen rooli markkinan konsolidaatiossa
- Kannattavuuden parantaminen nykyiseltä heikolta tasolta

Riskit



- Poliittinen riski: rajoituslaki ja muut potentiaalisesti toimialaa haittaavat muutokset
- Hoivakohdan vaikutukset yksityisiin toimijoihin
- Riippuvuus muutamista isoista sopimuksista
- Korkea liikearvon määrä
- Maantieteellinen riski
- Yrityskauppojen epäonnistuminen
- Kasvun hankkiminen menee kannattavuuden edelle

Yhteenveto

Tuloslaskelma	2016	2017	2018	2019e	2020e	Osakekohtaiset luvut	2016	2017	2018	2019e	2020e
Liikevaihto	399,1	424,0	487,8	508,2	522,7	EPS (raportoitu)	0,39	0,46	0,17	0,55	0,63
Käyttökate	27,9	33,3	31,2	40,7	42,5	EPS (oikaistu)	0,46	0,50	0,22	0,55	0,63
Liikevoitto	15,1	19,1	12,8	20,7	22,5	Operat. kassavirta / osake	1,57	1,81	1,32	1,69	1,78
Voitto ennen veroja	13,7	17,4	10,0	17,7	19,9	Vapaa kassavirta / osake	0,30	-0,21	-3,20	0,31	0,90
Nettovoitto	8,0	9,5	3,8	12,4	14,3	Omapääoma / osake	4,74	4,87	5,39	5,84	6,29
Kertaluontoiset erät	-1,5	-0,9	-1,2	0,0	0,0	Osinko / osake	0,15	0,16	0,10	0,18	0,22
Tase	2016	2017	2018	2019e	2020e	Kasvu ja kannattavuus	2016	2017	2018	2019e	2020e
Taseen loppusumma	217,7	253,6	349,5	363,4	365,0	Liikevaihdon kasvu-%	87 %	6 %	15 %	4 %	3 %
Oma pääoma	101,0	105,9	131,2	141,4	151,6	Käyttökateen kasvu-%	140 %	20 %	-6 %	31 %	4 %
Liikearvo	92,3	103,9	169,9	169,9	169,9	Liikevoiton oik. kasvu-%	267 %	20 %	-30 %	48 %	8 %
Nettovelat	24,6	39,5	92,9	92,3	79,8	EPS oik. kasvu-%	467 %	9 %	-56 %	146 %	15 %
Kassavirta	2016	2017	2018	2019e	2020e	Käyttökate-%	7,0 %	7,9 %	6,4 %	8,0 %	8,1 %
Käyttökate	27,9	33,3	31,2	40,7	42,5	Oik. Liikevoitto-%	4,2 %	4,7 %	2,9 %	4,1 %	4,3 %
Nettokäyttöpääoman muutos	6,5	8,4	3,4	1,6	2,2	Liikevoitto-%	3,8 %	4,5 %	2,6 %	4,1 %	4,3 %
Operatiivinen kassavirta	32,4	37,4	30,0	38,2	40,2	ROE-%	8,5 %	9,6 %	3,5 %	9,8 %	10,4 %
Investoinnit	-27,0	-41,4	-101,6	-31,2	-19,9	ROI-%	10,5 %	11,4 %	5,8 %	7,8 %	8,3 %
Vapaa kassavirta	6,2	-4,3	-72,4	7,0	20,3	Omavaraisuusaste	46,4 %	41,8 %	37,5 %	38,9 %	41,5 %
						Nettovelkaantumisaste	24,3 %	37,3 %	70,8 %	65,3 %	52,6 %
Suurimmat omistajat	% -osakkeista					Arvostuskertoimet	2016	2017	2018	2019e	2020e
Lähitapiola Insurance	23,8 %					EV/Liikevaihto	1,0	0,8	0,7	0,6	0,6
MWW Yhtiö Oy	10,2 %					EV/EBITDA (oik.)	14,9	10,1	10,8	8,1	7,4
Fennia Group	10,0 %					EV/EBIT (oik.)	25,0	16,9	24,0	15,9	14,1
Elo Mutual Pension Insurance Company	5,6 %					P/E (oik.)	39,8	27,3	44,9	17,8	15,5
Fondita Fonder	3,9 %					P/B	3,9	2,8	1,9	1,7	1,6
Leena Niemistö	3,1 %					Osinkotuotto-%	0,8 %	1,2 %	1,0 %	1,8 %	2,2 %

Lähde: Inderes

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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

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

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

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

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen tämänhetkisen hinnan ja 12 kuukauden tavoitehintamme väliseen prosenttiero. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituskin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään neljä kertaa vuodessa yhtiöiden osavuosikatsausten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti.

Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvion mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmääritysmenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF) ja lisäarvomalli (EVA), 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 nousuvaraan 12-kk tavoitehintaan:

Osta	>15 %
------	-------

Lisää	5-15 %
-------	--------

Vähennä	-5-5 %
---------	--------

Myy	< -5 %
-----	--------

Inderesin tutkimusta laatineilla analytikoilla tai Inderesin työntekijöillä ei voi olla 1) merkittävän taloudellisen edun ylittäviä omistuksia tai 2) yli 1 %:n omistusosuuksia missään tutkimuksen kohteena olevissa yhtiössä. Inderes Oy voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoittavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oy:n omistukset esitetään yksilöitynä mallisalkussa. Inderes Oy:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin laatineen analyytikon palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oy: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 Corporate Broking -palveluita, joiden tavoitteena on parantaa yhtiön ja pääomamarkkinoiden välistä kommunikaatiota. Näitä palveluita ovat sijoittajatilaisuuksien ja -tapahtumien järjestäminen, sijoittajaviestintään liittyvä neuvonanto, sijoitustutkimusraporttien laatiminen.

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

Suositushistoria (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
12.5.2017	Lisää	20,00 €	17,81 €
18.8.2017	Lisää	19,00 €	16,62 €
10.11.2017	Lisää	18,00 €	15,62 €
23.11.2017	Osta	18,00 €	14,64 €
14.2.2018	Osta	17,00 €	13,70 €
7.5.2018	Lisää	13,50 €	11,94 €
21.6.2018	Vähennä	11,00 €	11,10 €
1.7.2018	Lisää	12,00 €	11,28 €
20.8.2018	Vähennä	11,00 €	11,50 €
5.11.2018	Vähennä	11,00 €	10,88 €
18.2.2019	Vähennä	10,50 €	10,20 €
8.4.2019	Lisää	10,50 €	9,80 €



Inderes on kaikille osakesijoittajille avoin analyysipalvelu ja yhteisö. Toimintaamme ohjaavat viisi periaatetta: riippumattomuus, laadukas analyysi, intohimo osakemarkkinoita kohtaan, pääomamarkkinoiden avoimuuden parantaminen sekä toiminta yhteisönä yhteisen hyvän edistämiseksi. Tavoitteemme on vaikuttaa positiivisesti yhteiskuntaan edistämällä kotimaista omistajuutta ja kansankapitalismia. Yhteisöömme kuuluvat sijoittajat oppivat tuntemaan kohdeyhtiöt paremmin, ymmärtävät omistajuuden merkityksen ja voivat kehittyä paremmiksi sijoittajiksi. Pörssiyhtiöille varmistamme, että yhtiöstä on jatkuvasti sijoittajien ja omistajien saatavilla laadukasta tietoa päätöksentekoon. Inderes-yhteisöön kuuluu yli 35 000 aktiivista sijoittajaa ja yli 100 kotimaista pörssiyhtiötä, jotka haluavat pitää omistajiensa tietotarpeista huolta. Palvelemme yhteisöämme yli 20 työntekijän tiimillä intohimosta osakesijoittamiseen.

Inderes Oy

Itämerentori 2
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

Palkittua analyysiä osoitteessa www.inderes.fi

Palkinnot



2015, 2018
Suositus- ja
ennustetarkkuus



2014, 2016, 2017
Suositustarkkuus



2014, 2015, 2016, 2018
Suositus- ja
ennustetarkkuus



2012, 2016, 2018
Suositustarkkuus



2012, 2016, 2017, 2018
Suositus- ja
ennustetarkkuus



2017
Suositustarkkuus



2017
Suositustarkkuus



2018
Ennustetarkkuus



**Analyysi kuuluu
kaikille.**