

PIHLAJALINNA

16.03.2026 08.00 EET



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

INDERESIN YHTIÖASIAKAS
LAAJA RAPORTTI



Murrosvaiheen kulminaatiovuosi

Pihlajalinnan tulostakäänne viime vuosina on ollut vakuuttava, mutta tänä vuonna tulos ottaa takapakkia päättyvien ulkoistusten vuoksi. Kuluvan vuoden jälkeen ulkoistuksista tuleva vastatuuli päättyy, minkä jälkeen yhtiöllä on edellytykset palata orgaaniseen kasvuun ja tuloskasvuun. Tähän kokonaisuuteen nähden arvostus on mielestämme erittäin matala (2026e oik. P/E alle 9x ja IFRS16 oik. EV/EBIT 8x), ja osakkeen tuottoriski-suhde on erittäin houkutteleva, vaikka tuloskehitys liikkeuukin tänä vuonna väärään suuntaan. Toistamme 17,0 euron tavoitehintamme ja osta-suosituksemme.

Kokonaiskustannusvaikuttavia hoitopolkuja kumppaneille

Pihlajalinna on yksi Suomen johtavista yksityisistä sosiaali- ja terveystalouden tuottajista. Yhtiö palvelee hyvinvointialueita, vakuutusyhtiöitä, yritysasiakkaita sekä yksityishenkilöitä. Näistä etenkin vakuutusyhtiö- ja yritysasiakkaiden painoarvo liiketoiminnassa on kasvanut viime vuosina orgaanisen kasvun ja toisaalta hyvinvointialueita palvelevan ulkoistusliiketoiminnan supistumisen myötä. Pihlajalinna toimii varsin pitkälle konsolidoituneella yksityisen terveydenhuollon markkinalla, missä yhtiö kuuluu kolmen suurimman joukkoon (suurimmat kilpailijat Mehiläinen ja Terveystalo). Yhtiö pyrkii erottautumaan markkinalla erityisesti kumppaneille tarjottavilla kokonaiskustannusvaikuttavilla hoitoketjuilla. Tämän pitäisi nähdäksemme olla osuva arvolutaus nykyisessä markkinatilanteessa, jossa yhtiön suurimmat asiakasryhmät hakevat kustannussäästöjä paisuviin terveydenhuollon menoihinsa.

Liiketoiminnan rakenne on muuttunut merkittävästi

Pihlajalinnalla on yritysostovetoisen kasvun ja heikommin ennustettavan merkittävän ulkoistusliiketoiminnan vuoksi vivahteikas historia, missä kasvua on tavoiteltu kiivaasti osittain myös kannattavuuden kustannuksella. Vuoden 2022

kannattavuusnotkahduksen ja tasekriisin myötä fokus on kääntynyt vahvasti kannattavuuteen, mikä on ollut trendi myös kilpailijoilla. Yhtiön kannattavuuskäänne vuosilta 2023-2025 on ollut erittäin onnistunut yhtiön tulostason tehdessä uusia ennätyksiä, mikä on samalla heijastunut tervehtyneeseen taseasemaan. Kannattavuus on kohentunut yhtiön yksityisen verkoston liiketoiminnassa, mutta vielä voimakkaampi käänne on tapahtunut ulkoistusliiketoiminnassa. Kääntöpuolena tälle on se, että ulkoistusliiketoiminta on supistunut voimakkaasti, ja tänä vuonna laskeva liikevaihto tulee viemään merkittävästi myös tuloskuormaa mennessään. Jatkossa yksityisen verkoston liiketoiminnan osuus liikevaihdosta ja tuloksesta on entistä suurempi, ja siitä onkin muodostunut sijoitustarinan kannalta tärkein arvoajuri. Pihlajalinna ohjeistaa kuluvana vuonna 570-600 MEUR:n liikevaihtoa (2025: 652 MEUR) ja 9-10 % oikaistua EBITA-marginaalia (2025: 10,0 %). Ulkoistusliiketoiminnasta tuleva vastatuuli liikevaihtoon päättyy kuluvan vuoden jälkeen ja yhtiöllä on mielestämme hyvät edellytykset palata maltilliseen orgaaniseen kasvuun ensi vuodesta alkaen. Tätä myös yhtiön kunnianhimoiset taloudelliset tavoitteet vaativat (vuonna 2028 liikevaihto 700 MEUR ja oik. EBITA-% 12 %).

Nykyinen arvostus ei paljoa odota

Pihlajalinnan arvostus on kuluvan vuoden laskevasta tuloksesta huolimatta mielestämme erittäin matala. Oikaistu P/E-luku on tälle vuodelle alle 9x ja IFRS16 oik. EV/EBIT 8x. Ensi vuonna tuloskasvuun paluuta odottavilla ennusteillamme vastaavat kertoimet ovat 7x. Nykyisellä arvostuksella markkina ei mielestämme hinnoittele osakkeeseen mitään tuloskasvua, vaan pikemminkin sitä, ettei nykyinen kannattavuustaso ole kestävä. Mielestämme yhtiö on nykyään historiaansa selvästi vakaampi suorittaja, ja tämä huomioiden arvostuksen asettama turvamarginaali on turhan suuri. Nykyarvostuksella pidämme riski-tuottosuhtetta erittäin houkuttelevana.

Suositus

Osta

(aik. Osta)

Tavoitehintaa:

17,00 EUR

(aik. 17,00 EUR)

Osakekurssi:

12,90 EUR

Liiketoimintariski



Arvostusriski



	2025	2026e	2027e	2028e
Liikevaihto	652	584	602	620
kasvu-%	-7 %	-10 %	3 %	3 %
EBITA oik.	65,3	55,0	59,7	63,5
EBITA-% oik.	10,0 %	9,4 %	9,9 %	10,2 %
Nettotulos	37,6	32,6	38,2	40,7
EPS (oik.)	1,84	1,49	1,73	1,84

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

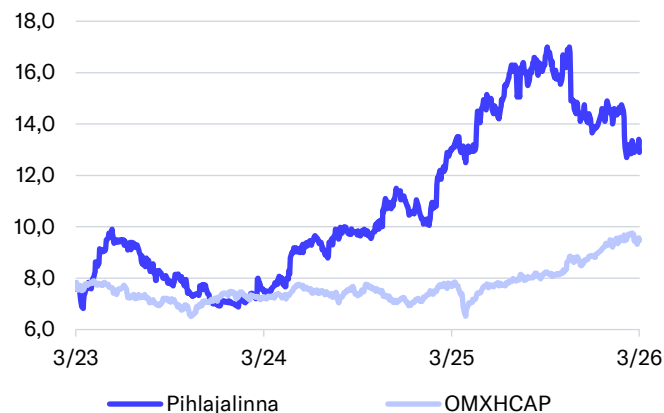
Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

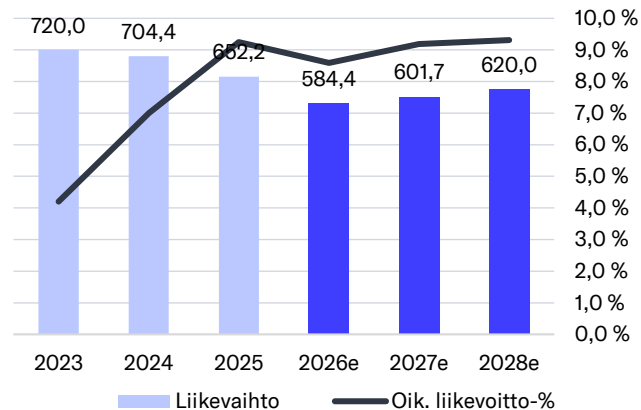
Pihlajalinna arvioi vuoden 2026 liikevaihdon olevan 570-600 MEUR (2025: 652 MEUR) ja oikaistun liikevoiton ennen aineettomien hyödykkeiden poistoja ja arvonalentumisia (EBITA) olevan 9-10 prosenttia.

Osakekurssi



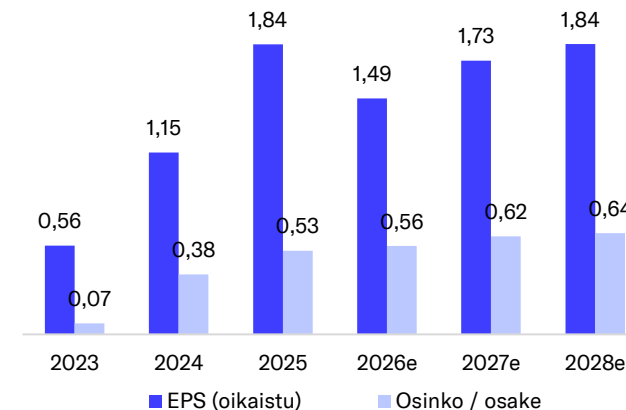
Lähde: Millistream Market Data AB

Liikevaihto ja liikevoitto-% (oik.)



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes

Arvoajurit

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

Riskitekijät

- Verkoston laajentaminen on pääomaintensiivistä sekä orgaanisesti että epäorgaanisesti
- Digi-investointien kilpailijoita pienempi rahallinen arvo
- Ammattilaisten määrä rajallinen markkinalla
- Palkkainflaation mahdollinen kiihtyminen korkeassa kysynnässä
- Kilpailutilanteen kiristyminen

Arvostustaso	2026e	2027e	2028e
Osakekurssi	12,9	12,9	12,9
Osakemäärä, milj. kpl	22,5	22,5	22,5
Markkina-arvo	290	290	290
Yritysarvo (EV)	570	542	515
P/E (oik.)	8,6	7,4	7,0
P/E	9,1	7,6	7,1
P/B	1,5	1,3	1,2
P/S	0,5	0,5	0,5
EV/Liikevaihto	1,0	0,9	0,8
EV/EBITDA	5,6	5,0	4,7
EV/EBIT (oik.)	11,4	9,8	8,9
Osinko/tulos (%)	38,6 %	36,5 %	35,3 %
Osinkotuotto-%	4,3 %	4,8 %	5,0 %

Lähde: Inderes

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	6-11
Sijoitusprofiili	12-13
Strategia ja taloudelliset tavoitteet	14-16
Toimiala ja kilpailu	17-24
Taloudellinen tilanne ja historiallinen kehitys	25-29
Ennusteet	30-34
Arvonmääritys	35-37
Taulukot	38-42
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	43

Pihlajalinna lyhyesti

Pihlajalinna on yksi Suomen johtavista yksityisistä sosiaali- ja terveydenhuoltopalveluiden tuottajista. Yhtiö tuottaa sosiaali- ja terveydenhuollon palveluita yksityishenkilöille, yrityksille, vakuutusyhtiöille ja hyvinvointialueille.

2001

Perustamisvuosi

2015

Listautuminen

652,3 MEUR

Liikevaihto 2025

65,3 MEUR (10,0 % lv:sta)

Oikaistu EBITA 2025

>270 000

Työterveyden loppuasiakasta 2025

4540 / 2251

Henkilöstö / ammatinharjoittajat

-2018

Vahva kasvu ulkoistuksissa etenkin vuosina 2015-2018

Lukuisia yritysostoja tukemassa kasvua

Kannattavuus vielä vaisulla tasolla

2018-2022

Mehiläinen tekee Pihlajalinnasta julkisen ostotarjouksen loppuvuonna 2019, mutta ostotarjous kaatuu vuonna 2020 kilpailuviranomaisen toimesta

Vuonna 2022 Pohjola Sairaalan hankinta ja useita muita yrityskauppoja

Kannattavuus romahtaa yritysostojen, kustannusinflaation ja koronatestien loppumisen myötä

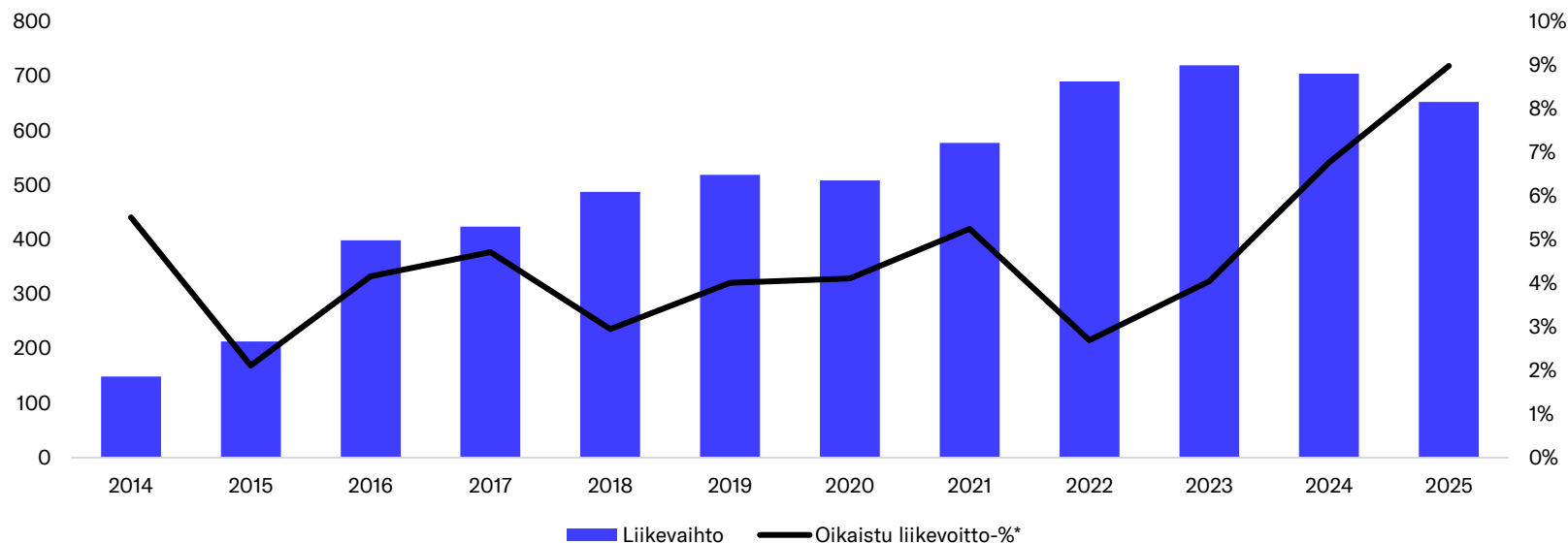
2023-

Kannattavuuskäännä käynnistyi vuonna 2023 ja yhtiön kannattavuus nousi ennätystasolle vuonna 2025

Taseasema tervehtynyt merkittävästi

Päättävien ulkoistusten myötä liikevaihto supistuu vuosina 2024-2026 ja vuonna 2026 katoaa myös merkittävästi tuloskuormaa

Liikevaihdon (MEUR) ja kannattavuuden kehitys



*Pidemmän aikavälin vertailukelpoisuuden vuoksi oik. EBIT (ei oik. EBITA)

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/6

Yhtiökuvaus ja lyhyt historia

Pihlajalinna on yksi Suomen johtavista yksityisistä sosiaali- ja terveydenhuoltopalveluiden tuottajista. Yhtiö tuottaa mm. lääkärikeskus- ja sairaalapalveluita sekä työterveys- ja vakuutusyhteistyöpalveluita. Lisäksi yhtiö tarjoaa hyvinvointialueille sosiaali- ja terveydenhuollon ulkoistuspalveluita. Pihlajalinnan asiakkaita ovat yksityishenkilöt, yritykset, vakuutusyhtiöt ja hyvinvointialueet. Pihlajalinnalla oli vuonna 2025 1,8 miljoonaa käyntiä sen yksityisten terveyspalveluiden vastaanotoilla. Yhtiöllä on yhteensä 160 toimipistettä (140 ilman ulkoistuksia).

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

Orgaanisesti merkittävä osa kasvusta on historiassa tullut ulkoistusliiketoiminnasta, mikä on ollut pääomakevyt tapa kasvaa. Merkittäviä kasvuharppauksia ulkoistuksissa olivat muun muassa Suomen ensimmäisen julkisen ja yksityisen toimijan yhdessä omistaman Jokilaakson Terveys Oy:n toiminnan aloitus vuonna 2010, Mänttä-Vilppulan kaupungin ulkoistuksen käynnistyminen vuoden 2012 lopussa, Kolmostien terveyden sekä Jämsän terveyden toiminnan käynnistyminen vuonna 2015 ja yhtiön suurimman kuntaulkoistuksen käynnistyminen Kuusiokunnissa vuonna

2016.

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

Pihlajalinna listautui Helsingin pörssiin vuonna 2015. Vuonna 2025 Pihlajalinna teki 652,3 MEUR liikevaihtoa ja 65,3 MEUR oikaistua EBITAa (10,0 % lv:sta).

Organisaatorakenne ja raportointisegmentit

Pihlajalinna on päivittänyt raportointisegmenttejään useaan kertaan historiansa aikana ja yhtiön viimeisin segmenttiraportointi päättyi 31.12.2025. Yhtiö tuleekin arviomme mukaan pian julkaisemaan uudet raportointisegmentit.

Tuorein päivitys liittyy yhtiön laajempaan toimintamallimuutokseen, joka astui voimaan 2026 alusta. Nyt yhtiön toimintamalli jakautuu terveyspalveluihin, lääketieteellinen johtaminen, kaupalliset toiminnot, erillisjohdettavat liiketoiminnot (kuten kokonaisulkoistukset) sekä toimintoja tukevat konsernipalvelut. Yhtiön vanhat liiketoiminnot, Yksityiset terveyspalvelut ja Julkiset palvelut, organisoitiin osaksi näitä toimintoja. Toimintamallimuutoksen taustalla on pyrkimys johtaa Pihlajalinnaa enemmän yhtenä kokonaisuutena. Ajankohta muutokselle on looginen huomioiden ulkoistusliiketoiminnan merkittävä supistuminen. Osana uudistusta yhtiö tehosti myös hallinnollisia rooleja ja yhtiö teki mittavat muutosneuvottelut.



Historian avaintapahtumia:

- Työvoimapalvelut (2001)
- Lääkärikeskukset, leikkaustoiminta ja työterveyshuolto (2005)
- Terveysasemaulkoistukset (2007)
- Hoivapalvelut (2008)
- Jokilaakson sairaalan ulkoistus (2010)
- Useita kuntien kokonaisulkoistuksia (2012-2016)
- Liikuntakeskuspalvelut (2018)
- Vastuulääkäripalvelut ja etävastaanotot (2018 Doctagon hankinnan myötä)
- Lääkäriverkoston merkittävä laajentuminen 2018-2020
- Mehiläisen ostotarjous (2019) ja sen kaatuminen (2020)
- Pohjola Sairaalan hankinta sekä lukuisia muita yrityskauppoja (2022)
- Suun terveyden divestointi (2023)
- Useamman kokonaisulkoistuksen päätyminen (2023-2025)
- Asumispalveluiden divestointi (2025)

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/6

Yhtiön vanhat raportointisegmentit kuitenkin mielestämme kuvaavat varsin hyvin yhtiön eri liiketoimintojen kehitystä, joten käsittelemme yhtiön liiketoiminnan rakennetta ja muutosta vielä näiden segmenttien kautta. Segmenttijako oli ns. ”tuotantokoneisto”-kohtainen, ja yhtiö raportoi erikseen myös liikevaihtoa eri asiakassegmenteistä (yritysasiakkaat, yksityisasiakkaat ja julkinen sektori).

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

Segmentti on nähdäksemme kohtuullisen hyvin vertailukelpoinen Terveystalon Terveystalon palvelut -segmentin kanssa, vaikka tiettyjä eroja palvelujakaumassa myös on. Vuonna 2025 Yksityiset terveyspalvelut tekivät 465,2 MEUR liikevaihtoa ja 38,6 MEUR (2024: 33,6 MEUR) oikaistua EBITAa (8,3 % lv:sta). Segmentti vastasi siten 70 % konsernin liikevaihdosta ja 59 % oikaistusta EBITAsta. Yksityiset terveyspalvelut kattoivat viime vuonna tuloksellisesti suurimman osan konsernin tuloksesta, mutta jäivät kannattavuuden osalta alle Julkisten palveluiden näiden erittäin vahvan kannattavuuskehityksen vuoksi. Riippumatta minkälaisella segmenttijaolla yhtiö tulee jatkossa raportoimaan, yksityisen verkoston liiketoiminnan tuloksen osuus tulee kasvamaan selvästi vuonna 2026 päättäneiden ulkoistusten myötä.

Pihlajalinnan vanha Julkiset palvelut – segmentti koostuu lähinnä julkiselle sektorille tuotetuista sosiaali- ja

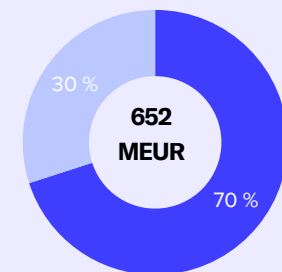
terveyspalveluista, jotka koostuvat ulkoistus- ja asumispalveluista, pääasiassa etänä tuotetuista vastuulääkäripalveluista sekä työvoima- ja rekrytointipalveluista. Mukana on siis paljon muutakin kuin ulkoistuksia, mutta nämä kattavat selvästi suurimman osan segmentin liikevaihdosta.

Segmentti teki vuonna 2025 199,2 MEUR liikevaihtoa vastaten 30 % konsernin liikevaihdosta. Oikaistua EBITAa segmentti teki 26,7 MEUR (2024: 21,5 MEUR) vastaten 41 % konsernin oikaistusta EBITAsta. Tuloksellisesti segmentti on ollut siten yksityisiä palveluita pienempi, joskin täällä vuosien 2023-2025 tulostähti oli selvästi yksityisen verkoston vastaavaa voimakkaampi ja tuloksen osuus konsernista kasvoi viime vuosina merkittävästi.

Yritysasiakkaat nykyään suurin asiakasryhmä

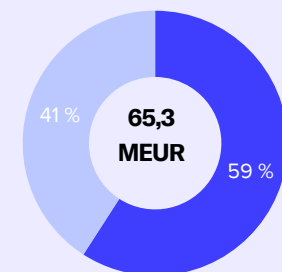
Pihlajalinnan merkittävän rakenteellisen muutoksen ja ulkoistusten päättymisen myötä julkisen sektorin painoarvo yhtiön asiakasjakaumassa on laskenut selvästi. Samalla yritysasiakkaista (sisältäen yritykset sekä vakuutusyhtiöasiakkaat) on tullut yhtiölle selvästi suurin asiakasryhmä. Yksityiset terveyspalvelut –segmentin yritysasiakkaiden liikevaihto vuonna 2025 oli yhteensä 302 MEUR liikevaihtoa vastaten noin 46 % konsernista. Etenkin vakuutusyhtiöasiakkaissa on nähty viime vuosina vahvaa kasvua, mille alkusysäyksen antoi Pohjola Sairaalan hankinta vuonna 2022. Kasvua on tukenut myös yksityisasiakkaiden siirtyminen tähän vakuutusyhtiöasiakasluokkaan. Myös muut yritysasiakkaat (työterveys) ovat kasvaneet viime vuosina.

Liikevaihdon jakauma vanhan segmenttiraportoinnin mukaan 2025



■ Yksityiset terveydenhuoltopalvelut ■ Julkiset palvelut

Operatiivisen tuloksen (oik. EBITA) jakauma vanhan segmenttiraportoinnin mukaan 2025



■ Yksityiset terveydenhuoltopalvelut ■ Julkiset palvelut

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 3/6

Julkisen sektorin asiakkaat tekivät vuonna 2025 yhteensä 253 MEUR liikevaihtoa, vastaten 39 % konsernista. Julkisen sektorin asiakkaat laskettiin pääasiassa Julkiset palvelut – segmenttiin, mutta myös Yksityiset terveyspalvelut – segmentti palveli julkisen sektorin asiakkaita segmenttijaon ollessa ”tuotantokoneistokohtainen”.

Yksityisasiakkaat tekivät vuonna 2025 yhteensä 105 MEUR liikevaihtoa vastaten 16 % konsernista. Tähän kuuluu sekä omasta lompakosta maksavat asiakkaat että myöhemmin vakuutusyhtiöltä korvausta hakevat asiakkaat. Tarkkaa jakoa näiden välillä ei ole tiedossa, mutta käsityksemme mukaan merkittävä osa yksityisasiakkaista hakee korvausta jälkikäteen ja siten suoraan omasta lompakosta maksavien asiakkaiden osuus liikevaihdosta on varsin rajallinen. Asiakassegmentin liikevaihtokehitys on ollut viime vuosina suhteellisen hidasta, mutta tätä selittää osaltaan suun terveyden myynti ja se että lisääntyneiden sairaskuluvakuutusten myötä liikevaihtoa on siirtynyt vakuutusyhtiöasiakkaisiin mm. suoraveloituspöytäprosessien kehittymisen myötä.

Yksityinen toimipisteverkosto ja palvelutuotanto

Pihlajalinnalla on tällä hetkellä yhteensä noin yhteensä 140 yksikköä pitäen sisällään yksityisiä lääkärikeskuksia, sairaaloita, liikuntakeskuksia ja tehostetun palveluasumisen yksiköitä. Verkosto on laajentunut reilun viiden vuoden takaisesta selvästi, sillä vuonna 2018 yksiköitä oli 110. Viime vuonna yhtiö on tehnyt myös hoivayksiköiden divestointeja.

Yksityisessä verkostossa Pihlajalinna tuottaa yleis- ja erikoislääkäripalvelut, diagnostiikkapalvelut, kirurgiset palvelut, työterveyspalvelut sekä mm. fysioterapia- ja psykologipalvelut ja hedelmöityshoidot. Suun terveyden

palvelut Pihlajalinnassa myi vuonna 2023.

Kunkin toimipisteen palvelutarjonta vaihtelee niiden koon ja tarkoituksen mukaan. Pihlajalinnan kolme suurinta täyden palvelun toimipistettä Helsingin Pikku-Huopalahti ja Munkkiniemi sekä Tampereen Koskikeskus. Suhteellisesti yhtiön asema on vahvimmillaan maakunnissa etenkin Pirkanmaan alueella.

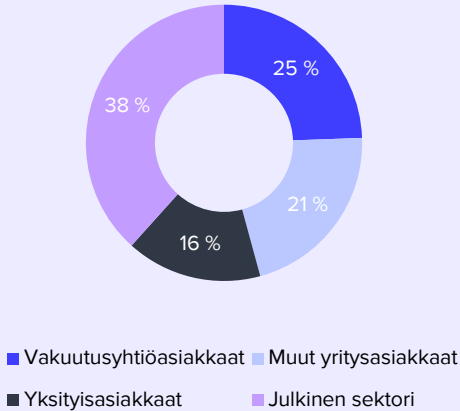
Yksityisen verkoston toimipisteissä tuotetaan palveluita myös julkisille asiakkaille, kun hyvinvointialueet tilaavat Pihlajalinnalta toimenpiteitä ostopalveluina. Esimerkiksi lonkkaleikkaukset ovat tyypillinen julkisen sektorin asiakkaiden Pihlajalinnalta tilaama palvelu. Pihlajalinna tuottaa näissä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

Liikuntakeskukset (Forever) ovat 2018 alkaen täydentäneet hoitoketjua etenkin ennaltaehkäisevässä toiminnassa ja asiakkaiden kuntoutumisessa erikoissairaanhoidon toimenpiteiden jälkeen. Liikuntakeskusten osalta yhtiö ei ole kuitenkaan käsityksemme mukaan löytänyt merkittäviä synergiahyötyjä, emmekä yllätyisi, mikäli yhtiö päättäisi jonakin päivänä divestoida liiketoiminnan.

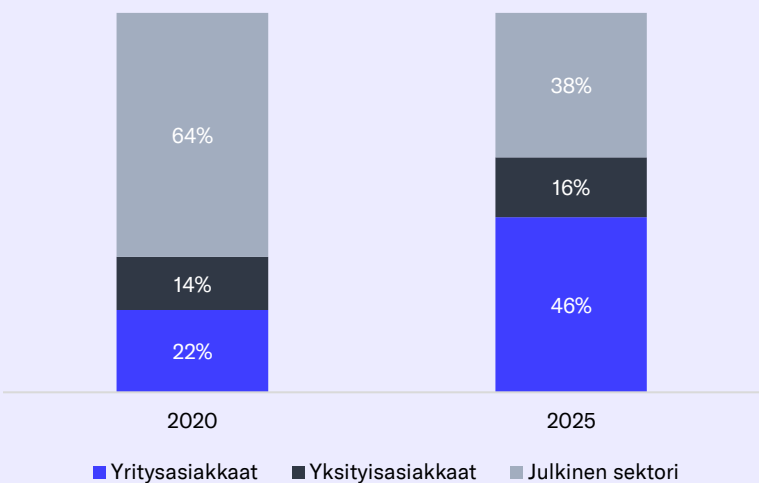
Palvelut julkiselle sektorille

Kokonaisulkoistukset ovat olleet historiassa Pihlajalinnalle merkittävä kasvulähde. Näiden osuus liikevaihdosta on supistunut erittäin voimakkaasti viime vuosina, kun aluksi erikoissairaanhoidon kustannusvastuita siirtyi hyvinvointialueille 2023 alkaen.

Liikevaihdon jakauma asiakassegmenteittäin 2025



Asiakasryhmien liikevaihdon osuuden muutos



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 4/6

Vuonna 2025 ja vuosien 2025-2026 vaihteessa merkittäviä ulkoistuksia on myös päättynyt täysin (Jämsän Terveys, Kuusiolinna Terveys & Jokilaakson Sairaala), joten näiden osuus liikevaihdosta supistuu edelleen vuonna 2026.

Toisaalta yhtiö on myös onnistunut voittamaan uusia kilpailutuksia, kuten Pohjois-Pirkanmaan kilpailutuksen, joka korvaa päättyvän Kolmostien Terveiden ulkoistuksen sekä vahvistaa toimintaa Ruoveden ja Virtain alueen palvelutuotannolla keväällä 2026. Ulkoistus pitää sisällään myös laajenemisoption alueisiin, joita operoi nykyisin Mäntänvuoren Terveys (Pihlajalinnan yhteisyritys).

Palvelut hyvinvointialueille tuotetaan pääasiassa niiden osoittamissa tiloissa, minkä vuoksi ulkoistusliiketoiminnan kasvattaminen on ollut yhtiölle historiassa pääomakevyt tapa kasvaa (liiketoimintaan sitoutunut pääoma jopa negatiivinen). Vastineeksi ulkoistusten kannattavuus on ollut historiallisesti varsin vaisulla tasolla, joskin vuosina 2023-2025 kannattavuus kohosi sopimusmuutoksista (erikoissairaanhoidon kulut siirtyivät hyvinvointialueille) sekä sopeuttamistoimista johtuen.

Kokonaisulkoistusten lisäksi yhtiö tuottaa tällä hetkellä Espoon Piispanportin ja Hangon terveysaseman palveluita sekä Kristiinankaupungin osaulkoistusta.

Historiassa Pihlajalinna on tuottanut hoiva- ja asumispalveluita pääosin osana ulkoistuksia. Pienessä mittakaavassa yhtiö on tuottanut näitä myös yksityisesti (mm. Ikipihlaja-kodit). Yhtiö on kuitenkin vuonna 2025 divestoinut useita asumispalveluyksiköitä. Divestointien ja päättyvien ulkoistusten myötä hoivapalveluiden osuus liikevaihdosta on enää hyvin pieni.

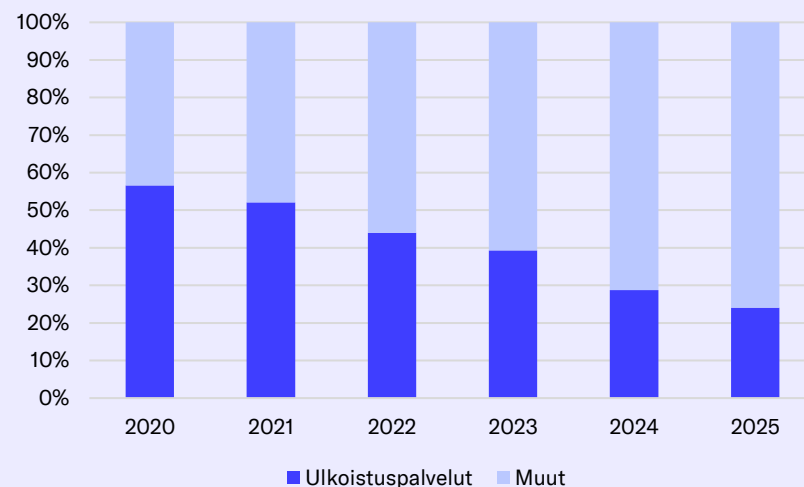
Pihlajalinnan työvoimapalvelut käsittävät sekä

julkisyhteisöille että Pihlajalinnan muille palvelualueille tuotetut ostolääkäri-, vuokralääkäri- ja päivystyspalvelut. Tyypillinen tarve työvoimapalvelujen käytölle on kilpailutettu lääkärityövoiman toimitus terveysasemalle tai päivystykseen. Työvoimapalveluita käytetään etenkin syrjäseuduilla, jonne hyvinvointialueen on itse vaikea saada lääkäreitä vakituiseen työhön. Henkilöstöpalvelut ovat monen nuoren lääkärin ensimmäisiä työpaikkoja ja ne toimivat myös hyvänä porttina siirtyä ammatinharjoittajaksi Pihlajalinnalle uran edetessä.

Ulkoisille asiakkaille tuotettujen palvelujen lisäksi Työvoimapalveluilla on myös tärkeä rooli osana yhtiön omaa resurssienhallintaa. Palvelualueella on rooli Pihlajalinnan sisäisenä tukifunktiona ulkoistuksissa.

Pihlajalinna tuottaa julkiselle sektorille myös ikäihmisten hoitoon tarkoitettua vastuulääkäripalvelua, joka on saanut Lääkäriliiton laaturäätin. Myös vastuulääkäri- ja työvoimapalveluiden liikevaihdot laskivat viime vuonna hyvinvointialueiden vähentäessä ostojaan yksityisiltä yhtiöiltä.

Liiketoimintarakenteen muutos (%-osuus lv:sta)



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 5/6

Integroitu hoitoketju ja kokonaiskustannusvaikuttavuus liiketoiminnan ytimessä

Yhtiön keskeinen arvolupaus kaikille asiakassegmenteille on kyky tarjota loppuasiakkaalle nopea hoitoon pääsy ja koko hoitoketjun palvelut. Integroitu hoitoketju tarkoittaa esimerkiksi potilaan ohjaamista perusterveyden ensihoidosta, diagnostiikkapalveluiden kautta edelleen omien sairaalayksiköiden kirurgisiin palveluihin ja siitä vielä kuntoutukseen. Hoitoketjuajattelun myötä potilaan toipumisaika kyetään minimoimaan. Tämä parantaa loppuasiakkaan kokemaa arvoa, mutta samalla vähentää hoidon tuottamisen kustannuksia, kun ongelmat eivät pääse syvenemään.

Tehokkaista hoitoketjuista syntyvä kokonaiskustannusvaikuttavuus Pihlajalinnan kumppaneille onkin yhtiön arvolupauksen ytimessä. Tämän pitäisi edesauttaa sen kumppaneiden (yritykset, vakuutusyhtiö ja hyvinvointialueet) kustannusten hallintaa sekä yleisesti optimoitua ja resurssitehokasta hoitoa terveydenhuoltoalalla.

Sekä asiakkaita että lääkäreitä pitää houkutella

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

Merkittävä osa yksityisen verkoston lääkäreistä työskentelee ammatinharjoittajina, eikä heillä ole kilpailullisia esteitä vaihtaa eri työnantajien välillä. Ammatinharjoittajina työskentelevien lääkärien palkka on

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

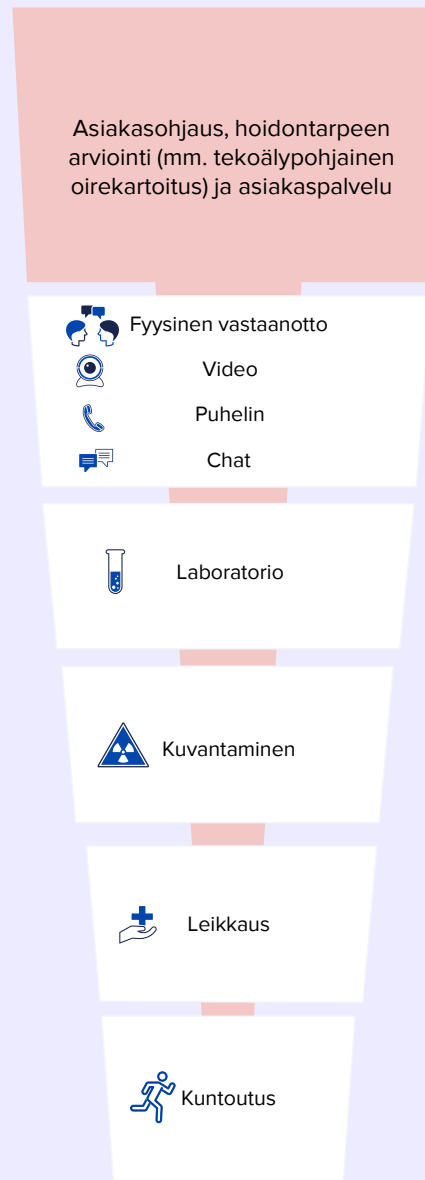
Kyky tarjota lääkäreille tasaista ja omaan osaamiseen relevanttia asiakasvirtaa sekä kilpailukykyiset palkkiomallit ovat näkemyksemme mukaan tärkeimpiä tekijöitä lääkärin valitessa työpaikkaansa. Myös integroitu hoitoketju ja tehokas sisäinen lähetejärjestelmä sekä hyvä työympäristö ovat näkemyksemme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

Käytön mukaan laskutettava liiketoimintamalli

Päättäneiden ulkoistusten myötä suurin osa Pihlajalinnan liiketoiminnasta toimii nykyään käytön mukaan tapahtuvalla laskutuksella (laskutus per tapahtuma). Tässä liiketoimintamallissa yhtiön kannattavuuden keskeisin ajuri ovat palveluiden käyttöasteet. Suuri osa toiminnan pyörittämisen kustannuksista on kiinteitä (vuokrat, osa henkilöstöstä), ja käyttöasteet heijastuvatkin vivulla molempiin suuntiin. Myös hoitoketjujen pituus on ratkaisevaa, sillä diagnostiikkamyynnissä ja leikkauksissa kiinteiden kustannusten osuus on suuri ja lisämyynnin marginaali siten korkea.

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

Integroitu hoitoketju yksinkertaistettuna:



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 6/6

Kiinteään hintaan perustuva liiketoimintamalli

Historiassa suurin osa Pihlajalinnan liikevaihdesta on muodostunut kiinteähintaisista sopimuksista ulkoistusten suuren roolin vuoksi, mutta nyt osuus on laskenut alle puoleen. Kiinteähintaisissa sopimuksissa kannattavuuden selkeimmät ajurit ovat toiminnan tehokkuus, ennaltaehkäisy ja hoitoon pääsy ilman suurta viivettä. Ulkoistukset on saatu aikoinaan julkisen kilpailutuksen kautta, missä kunta (nykyisin hyvinvointialue) on määrittänyt tarvittavan palvelutason, hinnan ja muita vaatimuksia. Ulkoistussopimukset ovat pitkiä ja hinnoittelua tarkastetaan yleensä sopimuskauden aikana vuosittain sote-indeksin, väestön määrän ja ikääntyneen väestön määrän muutosten perusteella.

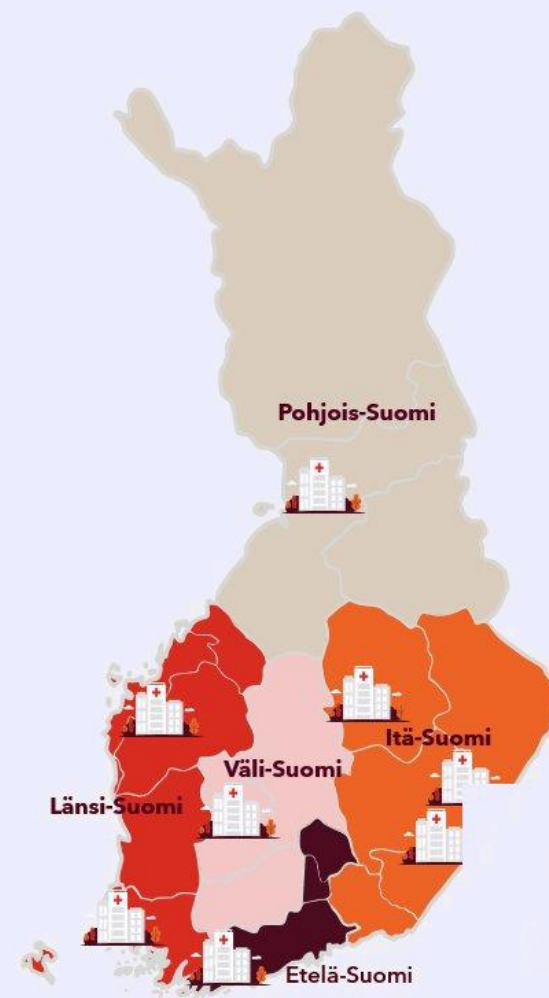
Ulkoistusten kannattavuuteen on historiassa aiheuttanut merkittävää heiluntaa vaativa erikoissairaanhoido, josta on tullut ajoittain yllättäviä suurempia kustannuksia.

Kiinteästi hinnoiteltuun laskutukseen kuuluvat myös liikuntakeskuspalvelut, rekrytointipalvelut, vastuulääkäripalvelut ja osa työterveyspalveluista.

Kiinteästi hinnoiteltujen työterveyspalveluiden osuus on tällä hetkellä käsityksemme mukaan noin neljännes kaikista työterveyden sopimuksista. Näiden osalta yhtiö on kommentoinut kannattavuuden olevan heikko etenkin kysynnän ollessa korkealla, ja toimenpiteet näiden osalta ovat yhtiöllä työn alla. Helppo ja yksinkertainen ratkaisu luonnollisesti olisi katkaista sopimukset, mutta yhtiö ei ole tätä halunnut tehdä. Yhtiö pyrkiikin optimoimaan omaa toimintaa siten, että sopimukset saadaan kannattaviksi. Myös tietyissä sopimuksissa sopimusmuutokset tulevat kysymykseen.

Myös vastuulääkäripalvelut tuotetaan käytännössä kiinteähintaisena palveluna. Kiinteähintaisessa mallissa myös monikanavaisella palvelun tuotannolla on keskeinen rooli kustannusten tehostajana ja hoitoon pääsyn varmistajana.

Pihlajalinnan sairaalaverkosto



Sijoitusprofiili

- 1 Alueellisesti vahva brändi ja tarjooma
- 2 Haastajan asema toimialan suurimpiin kilpailijoihin nähden
- 3 Liiketoiminta murrosvaiheessa päättäneiden ulkoistusten myötä
- 4 Onnistunut kannattavuuskäännö takana, mutta potentiaalia parempaan on vielä
- 5 Taseasema tervehtynyt kannattavuuskäänteeseen myötä

Potentiaali

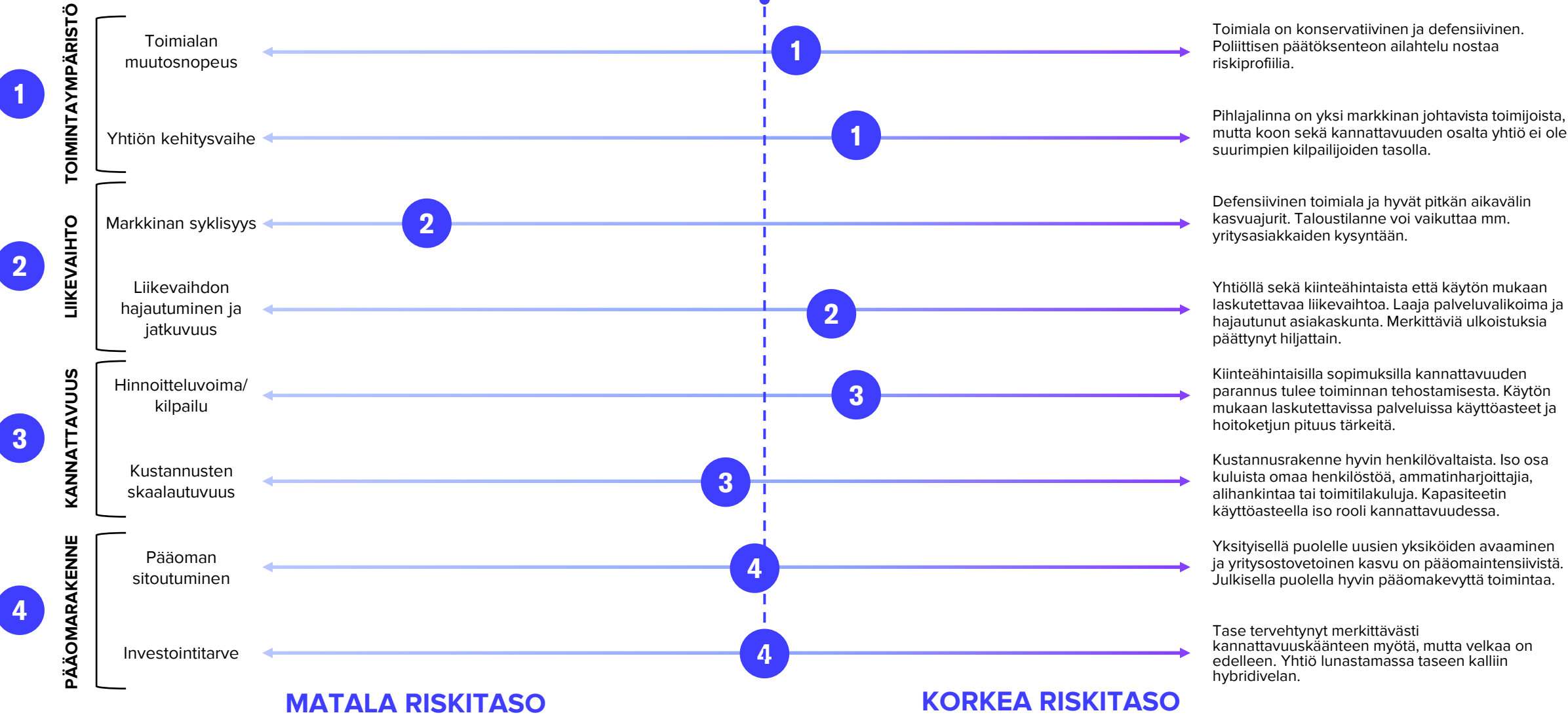
- Tulokasvu nojaa jatkossa pääasiassa yksityisen verkoston liiketoimintaan, jonka kannattavuudessa edelleen parannuspotentiaalia
- Hyvä asema vakuutusyhtiöiden ja hyvinvointialueiden kumppanina
- Väestön ikääntyminen ja julkisen terveydenhuollon hoitojonot tukevat pidemmän aikavälin kasvunäkymää
- Taseasema vahvistunut ja tuo joustavuutta pääoman allokointiin

Riskit

- Tulos laskee vuonna 2026 ja tulokasvun jatkuminen tulevina vuosina yksityisen verkoston kannattavuuskehityksen varassa
- Kasvu toimialalla suhteellisen pääomaintensiivistä (sekä orgaaninen verkosto että yritysostot)
- Väliinputojaksi jääminen toimialalla suurten kilpailijoiden puserruksessa
- Digi-investointien kilpailijoita pienempi määrä
- Poliittiset riskit

Liiketoiminnan riskiprofiili

Arvio Pihlajalinnan liiketoiminnan kokonaisriskitasosta



Strategia ja taloudelliset tavoitteet 1/3

Strategiaa päivitetty viimeksi vuonna 2025

Pihlajalinna järjesti pääomamarkkinapäivän vuonna 2025, minkä yhteydessä yhtiö myös päivitti strategiaansa ja taloudellisia tavoitteitaan. Yhtiön liiketoiminta on parhaillaan selvässä murrosvaiheessa, kun vuonna 2025 ja vuodenvaihteessa 2025-2026 on päättynyt suuria ulkoistuksia, joiden myötä yhtiön liikevaihto jatkaa vielä laskuaan tänä vuonna. Jatkossa yksityisen verkoston liiketoiminnan rooli korostuukin selvästi, ja täällä yhtiö tavoittelee vahvaa kannattavaa kasvua.

Kumppaneille kokonaiskustannusvaikuttavia terveyspalveluita

Pihlajalinnan strategian pääpainopisteinä ovat kumppanuudet, vaikuttavat hoitopolut sekä halutuin työyhteisö. Yhtiö pyrkii erottautumaan yksityisellä terveydenhuollon markkinalla erityisesti kumppaneille (vakuutusyhtiöt, yritykset ja hyvinvointialueet) tarjottavilla kokonaiskustannusvaikuttavilla hoitoketjuilla. Yhtiö on korostanut, ettei se toimi terveyspalveluiden suoriteperusteisella ”tukku­markkinalla”, vaan se pyrkii tarjoamaan potilaille aidosti vaikuttavia hoitopolkuja sekä kumppaneille rahassa mitattavia säästöjä sen kustannusvaikuttavuudella. Tätä kautta yhtiö pyrkii olemaan mukana ratkaisemassa terveydenhuoltomarkkinan resurssivajetta ja toimimaan terveydenhuollon uudistajana.

Vakuutusyhtiöasiakkaat merkittävin kasvuaajuri yksityisissä terveyspalveluissa

Yksityisissä terveyspalveluissa yhtiön strategian ytimessä on vahva kumppanuus yritys- ja vakuutusyhtiöasiakkaiden kanssa. Vakuutusyhtiöasiakkaat ovat olleet yhtiölle nopeimmin kasvava asiakassegmentti viime vuosina, ja yhtiö odottaa sen muodostavan edelleen merkittävän osan sen

kasvusta myös jatkossa. Yhtiö odottaa vakuutusyhtiömarkkinan olevan jatkossakin nopeimmin kasvava osa-alue yksityisestä terveyspalvelumarkkinasta. Tätä tukee erityisesti sairaskuluvakuutusten kasvava määrä, mikä on nähdäksemme osittain seurausta Suomen julkisen terveydenhuollon haasteista. Toisaalta vakuutusyhtiöt ovat arviomme mukaan myös muuttuneet tiukemmiksi ostajiksi näiden omien sairaskuluksiin liittyvien kannattavuushaasteiden vuoksi. Tämä osaltaan voi rauhoittaa kyseisen asiakassegmentin kasvu- ja kannattavuusnäky­miä tulevina vuosina. Tähän markkinatilanteeseen yhtiön kokonaiskustannusvaikuttavuuteen nojaava arvolupaus pitäisi nähdäksemme kuitenkin positioidua hyvin.

Esimerkkejä Pihlajalinnan palveluista vakuutusyhtiöasiakkaille on FenniaHoitaja ja Pohjola Terveysmestari ohjauspalvelut, jotka tarjoavat mahdollisuuden optimoida hoitopolkuja ja tuottaa merkittäviä kustannussäästöjä kumppaneille. Joskus oikea hoitopäätös hoitoonohjauksessa on esimerkiksi potilaan pitäminen kotihoidossa, joka luonnollisesti luo kumppanille (esim. vakuutusyhtiö tai työterveysasiakas) kustannussäästöjä.

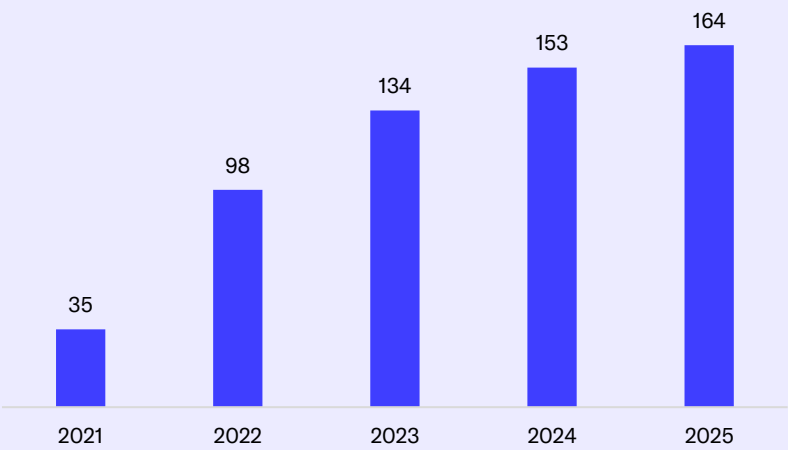
Yhtiöllä on myös pienemmän yksityisen verkoston markkinaosuuden ansiosta mahdollisuus toimia kumppaneilleen kokonaiskustannusvaikuttavasti, sillä tällä tavoin toimiessaan yhtiö ei kannibaliso­i merkittävästi omaa liiketoimintaa (asiakasvirtaa verkostossa) verrattuna suuremman markkinaosuuden kilpailijoihin.

Luonnollisesti yhtiö pyrkii kasvattamaan tarjontaansa niin, että yhtiöllä on myös tarjontaa omassa verkostossaan vastaamaan vakuutusyhtiöiden kysyntään. Vakuutusyhtiöasiakkaiden yhtiö odottaa olevan nopeimmin kasvava osa-alue yksityisestä terveyspalvelumarkkinasta.

Pihlajalinnan tarjoama kokonaiskustannus­vaikuttavuus eri kumppaniryhmille

Yritykset Kohennut tuottavuus ja kustannussäästöt vähentyneistä poissaoloista	Vakuutusyhtiöt Vahinkomenon hallinta
Pihlajalinna Resurssitehokkuus ja kasvavat liiketoiminta­mahdollisuudet	Eläkevakuuttajat Alhaisemmat työeläke- ja työkyvyttömyysmenot

Vakuutusyhtiöasiakkaiden liikevaihto (MEUR) on ollut vahvassa kasvussa



Strategia ja taloudelliset tavoitteet 2/3

Yhtiö näkee myös työterveyshuoltomarkkinassa kasvumahdollisuuksia kokonaiskustannusvaikuttavilla hoitopoluilla, mutta kokonaisuudessaan työterveysmarkkinan kasvunäkymä on maltillisempi, sillä työssäkäyvä väestö ei ole varsinaisesti kasvamassa ja markkinakasvu on siten enemmän kiinni hinnankorotuksista. Pihlajalinnalla on luonnollisesti mahdollista kasvaa markkinakasvua nopeammin markkinaosuuksia kasvattamalla. Samalla on myös hyvä huomata, että kilpailija Terveystalolla on omien vuonna 2025 nähtyjen työterveysliiketoimintaan liittyvien haasteiden jälkeen vahva kasvufokus.

Julkisrahoitteisen markkinan odotetaan palaavan kasvuun

Pihlajalinnalle historiassa relevantti julkisrahoitteinen markkina on viime vuosina supistunut, kun ostopalveluiden käyttö on kääntynyt laskuun ja merkittäviä ulkoistuksia on siirtynyt yksityisiltä palveluntarjoajilta (kuten Pihlajalinnalta) hyvinvointialueille sote-uudistuksen myötä. Markkinan tahmeudesta nähtiinkin merkkejä vuonna 2025 sekä Pihlajalinnan että Terveystalon luvuissa. Julkismarkkinan heikko kysyntä oli myös yksi Pihlajalinnan syksyllä 2025 liikevaihtoa koskevan negatiivisen tulosvaroituksen taustalla.

Pihlajalinna on kommentoinut odottavansa julkisesti rahoitetun markkinan palaavan kasvuun lähivuosina, kun hyvinvointialueet ovat saaneet oman toimintansa paremmin järjestykseen. Tiettyä heräämistä onkin jo tapahtunut, kun syksyllä kilpailutettiin Pohjois-Pirkanmaan ulkoistuskokonaisuus, jonka myös Pihlajalinna voitti. Toisaalta esimerkiksi työvoimapalveluiden, vastuulääkäripalveluiden ja muiden spot-ostojen kysyntä on ollut vielä hiljaista vuodenvaihteessa 2025-2026. Näkyvyyttä markkinan selkeämpään elpymiseen ei myöskään vielä ole. Toisaalta markkinalle on tullut myös uudenlaisia malleja, joissa hyvinvointialueet järjestävät nopeita

kilpailutuksia jononpurkuun.

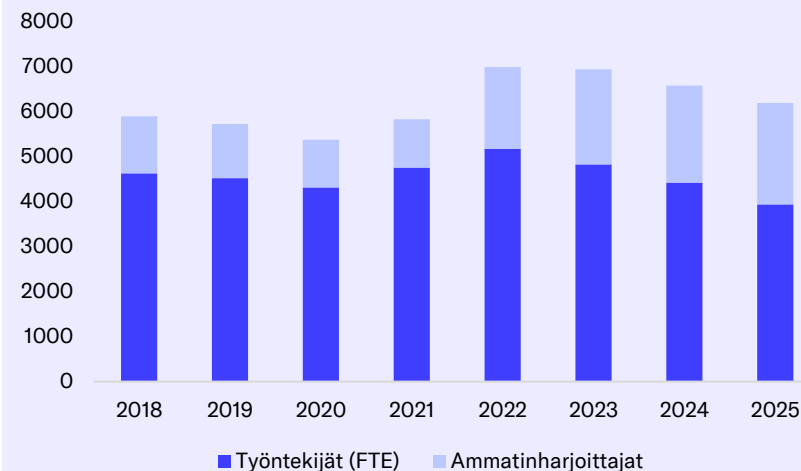
Yrityskulttuuri myös strategian keskiössä

Yrityskulttuurin vaaliminen on myös Pihlajalinnan strategian kärkiteemoja, ja yhtiö pyrkii saavuttamaan toimialan vetovoimaisimman yrityskulttuurin. Tämä on luonnollisesti tärkeää yhtiön liiketoiminnassa, sillä myös osaajat voivat muodostaa pullonkauloja kasvun osalta, eikä puhtaasti loppuasiakkaan houkuttelevuus riitä. Tarjonnan jatkuva kasvattaminen onkin kasvun osalta kriittistä. Pihlajalinnan mukaan tärkeässä roolissa ammattilaisten vetovoiman kehittämisessä on yhtiön panostus vaikuttavuuden maksimointiin, jolla pyritään ratkaisemaan Suomen terveydenhuoltojärjestelmän haasteita. Yhtiön henkilöstötyytyväisyys on kehittynyt viime vuosina pääasiassa oikeaan suuntaan, mutta vuoden 2025 lopussa eNPS luku oli negatiivinen -7 laskien vuoden takaisesta (2024: 9). Lasku on todennäköisesti seurausta yhtiön loppuvuonna 2025 tekemistä mittavista muutosneuvotteluista, mikä on varsin luonnollista ja normaalia. Negatiivinen lukema on joka tapauksessa kokonaisuudessaan varsin matala. Tavoite keskipitkällä aikavälillä eNPS:n osalta on 30, joten matkaa on vielä. Työntekijätyytyväisyydellä on vaikutusta mm. sairaspoissaoloihin, jolla on suora vaikutus myös liiketoiminnan ”koviin mittareihin”, kuten kannattavuuteen.

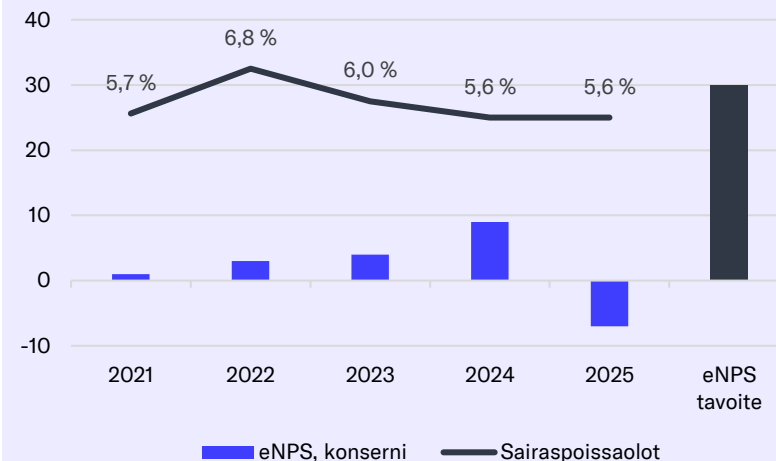
Digiratkaisuissa pyritään löytämään markkinan parhaat valmiit ratkaisut

Digistrategian osalta Pihlajalinna pyrkii käyttämään markkinan parhaita ja kustannustehokkaimpia ratkaisuja, jotka yhdistetään parhaaksi kokonaisuudeksi. Yhtiö ei siis ensisijaisesti itse kehitä omaa teknologiaa. Yhtiön digistrategia poikkeaa siten pääkilpailijoista (Terveystalo, Mehiläinen), jotka panostavat suhteellisen paljon teknologiseen kehitykseen.

Henkilöstön ja ammatinharjoittajien kehitys



Työntekijäkokemuksen ja sairaspoissaoloasteen kehitys



Strategia ja taloudelliset tavoitteet 3/3

Pihlajalinnan valitsema strategia on jossain määrin vähempiriskinen, sillä paine pysyä kehityksessä mukana omien investointien kannalta on vähäisempi ja yhtiö pystyy aina ostamaan tuoreimmat ratkaisut. Kääntöpuolena on, että tuotteiden räätälöintimahdollisuudet jäävät samalla rajallisiksi.

Pitkällä aikavälillä digipanostuksissa ja asiakasohjauksessa onnistuminen on arviomme mukaan tärkeää kilpailukyvyä kehittämisen kannalta.

Digiratkaisujen osalta kumppanien kanssa toimiessa on tärkeää rakentaa laadukkaat integraatiot, jotka takaavat sujuvat asiakaspolut. Tekoälyn ja automaation laajalla hyödyntämisellä yhtiö pyrkii myös tarjoamaan ammattilaisilleen arkea sujuvoittavia ratkaisuja. Yhtiö käyttääkin jo tekoälyavusteisia työkaluja oirekartoituksessa ja hoitoonohjauksessa.

Taloudelliset tavoitteet

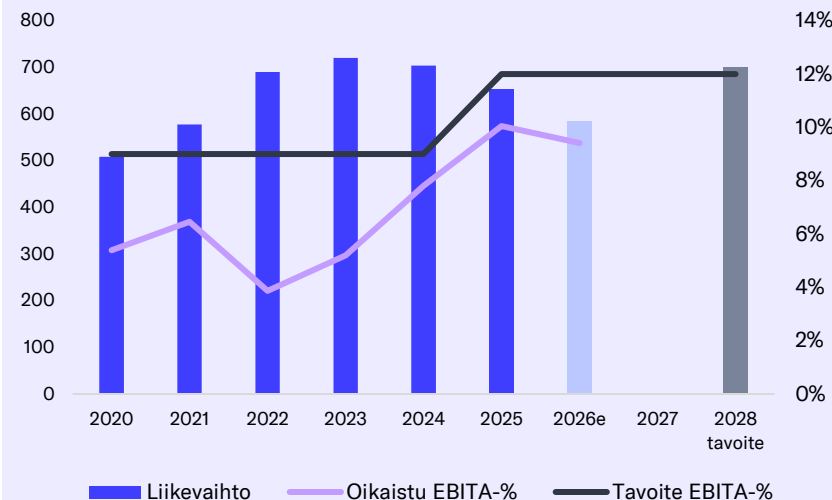
Pihlajalinnan keskipitkän aikavälin taloudelliset tavoitteet tähtäävät vuoteen 2028. Liikevaihdon osalta Pihlajalinna tavoittelee 700 MEUR:n liikevaihtoa. Pihlajalinna on ylittänyt tason vuosina 2023-2024, mutta tällöin suuret ulkoistukset toivat merkittävää liikevaihtoa. Vuonna 2025 liikevaihto oli 652 MEUR ja vuonna 2026 liikevaihto on ottamassa edelleen selvästi takapakkia (ohjeistus 570-600 MEUR). Siten tavoite vaatii voimakasta kasvua vuosina 2027-2028. Tavoite nojaa pääasiassa kasvuun yksityisissä terveyspalveluissa, joissa yhtiö pyrkii jatkossakin markkinoita nopeampaan kasvuun. Tässä avainasemassa ovat erityisesti vakuutusyhtiöasiakkaat, joissa yhtiö näkee edelleen merkittävää kasvupotentiaalia. Julkisrahoitteisen markkinan avautuminen pitäisi osaltaan myös tukea kasvutavoitteen saavuttamista. Pohjois-Pirkanmaan voitettu ulkoistus olikin tärkeä, mutta käytännössä tämä vain korvaa osan muista päättyvistä ulkoistuksista.

Kannattavuuden osalta Pihlajalinna tavoittelee 12 %:n oikaistua EBITAa. Yhtiö on todennut tien tänne olevan asteittainen. Vuonna 2025 yhtiö ylsi jo 10,0 %:iin ulkoistusliiketoiminnan vahvan kannattavuuskehityksen myötä. Vuodelle 2026 yhtiö ohjeistaa 9-10 % oik. EBITA-marginaalia, joten tämänkin tavoitteen saavuttamiseksi riittää tehtävää vuosille 2027-2028. Tavoite on osittain kytköksissä liikevaihtotavoitteeseen, sillä mikäli yksityisten terveyspalveluiden kasvu ei toteudu odotetusti, voisi myös kannattavuustavoitteeseen olla haastavaa päästä. Yhtiön mukaan kannattavuustavoite ei nojaa merkittäviin hinnankorotuksiin, vaan kannattavuustavoite on tarkoitus saavuttaa erityisesti volyymin / tarjonnan kasvun kautta, mikä tukisi yhtiön verkoston käyttöasteita. Myös toiminnan jatkuvalla tehostamisella on oma roolinsa kannattavuustavoitteeseen yltämisessä. Tähän tähtää muun muassa yhtiön viime vuoden lopun muutosneuvottelut. Yhtiö on kuitenkin myöntänyt kannattavuustavoitteen olevan kasvutavoitetta haastavampi.

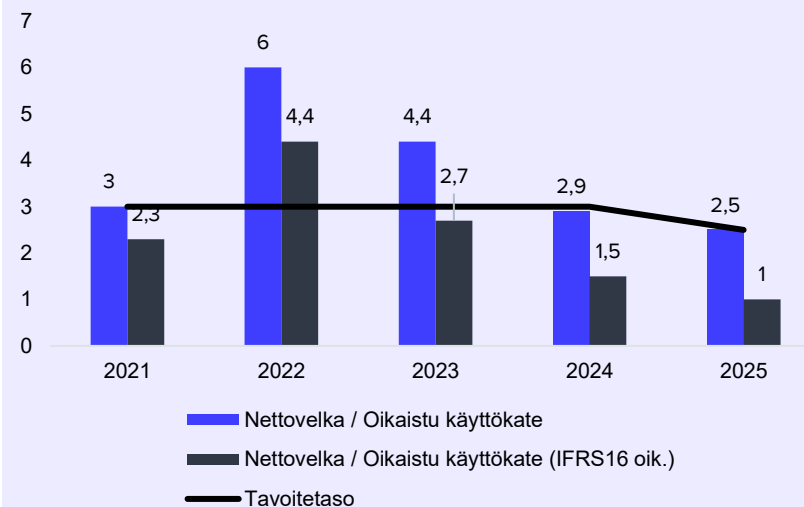
Taseaseman osalta yhtiö tavoittelee 2,5x nettovelan suhdetta oikaistuun käyttökatteeseen, mikä on hieman maltillisempi taso kuin aikaisemmalla strategiakaudella (alle 3x). Vuoden 2025 lopulla taso oli juuri 2,5x (IFRS16 oik. 1,0x). Tasossa on nähty merkittävää paranemista viime vuosina, mutta vuonna 2026 lukema saanee vastatuulta hybridivelan poismaksusta (vähentää nettokassaa, sillä hybridiä ei laskettu velaksi), laskevasta tulostasosta sekä arviomme mukaan sitoutuvasta käyttöpääomasta päättyvien ulkoistusten myötä. Yhtiö onkin todennut, että vaikka taloudellisessa asemassa on nähty merkittävää parantumista, kaipaava taseasema edelleen vahvistamista.

Nämä tekijät sekä maltillisesti kasvava investointitarve huomioiden maltillinen osinkopolitiikka (osinko yli 1/3 tuloksesta) on mielestämme looginen.

Liikevaihto ja kannattavuustavoitteet



Taseen velkaantuneisuus



Sosiaali- ja terveydenhuoltomarkkina 1/5

Terveydenhuoltomarkkinoiden jakautuminen

Pihlajalinna toimii pääasiassa Suomen noin 19 mrd. euron terveydenhuollon markkinoilla. Yksityisesti tuotettu terveydenhuollon markkina on noin 4,5 mrd. euroa ja se pitää sisällään työterveyshuollon, perusterveydenhuollon, suunterveydenhuollon, erikoissairaanhoidon sekä lastensuojelun. Pihlajalinna on itse arvioinut sen kohdemarkkinan olevan noin 3,5 mrd. euroa (mm. suunterveys ei ole yhtiölle relevantti markkina). Tästä markkinasta Pihlajalinnan osuus on arviomme mukaan reilu 15 % ja koko yksityisestä markkinasta alle 15 %. Yhtiön markkinaosuus on alle 5 %, kun myös julkisesti tuotettu terveydenhuolto huomioidaan.

Markkina on defensiivinen

Vuosien 2015-2024 välillä Suomen yksityisesti tuotettu terveydenhuolto on kasvanut reilun 2 %:n vuotuista vauhtia.

Pihlajalinna on arvioinut, että sille relevantti markkina tulee kasvamaan noin 3-4 %:n vuosivauhtia vuoteen 2030 asti. Arvio on pitkälti linjassa kilpailija Terveystalon arvion kanssa. Edellisen kolmen vuoden aikana markkina on kasvanut noin 3 %:n tahtia, missä kasvua on tukenut etenkin työterveyshuolto ja yksityisrahoitteiset terveystalot. Inflaation jälkeisillä hinnankorotuksilla on arviomme mukaan merkittävä rooli tässä, mutta julkisen terveydenhuollon haasteet ovat varmasti myös osaltaan tukeneet kasvua. Sen sijaan julkisesti rahoitettu ja yksityisesti tuotettu markkina sen sijaan on supistunut ja rajoittanut kasvua.

Tulevina vuosina Pihlajalinna arvioi, että työterveyshuollon ja yksityisrahoitteisten terveystalot kasvavat edelleen keskimäärin noin 3-4 % vuodessa. Kasvuodotus on varsin reipas huomioiden hinnankorotusten rauhoittuminen inflaatiovuosien jälkeen. Myös pidemmällä aikavälillä

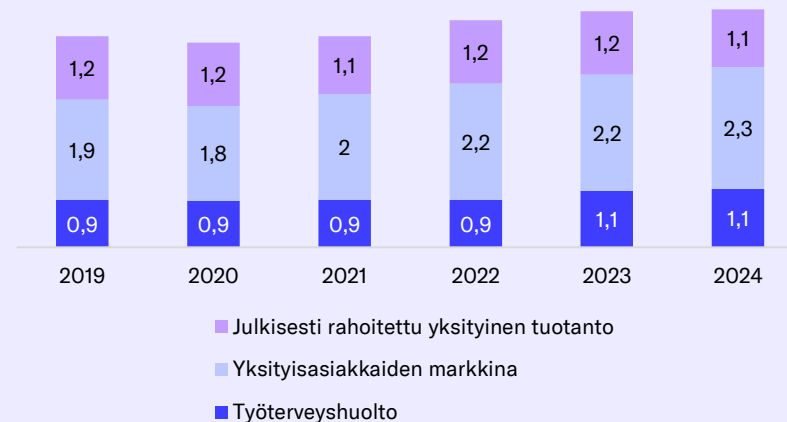
työterveyden kasvunäkymä on riippuvainen Suomen työikäisen väestön kehityksestä, mihin työllisyyden kehityksellä sekä maahanmuutolla tulee olemaan selvä vaikutus matalan syntyvyyden vuoksi. Yksityisesti rahoitetun terveydenhuollon kasvunäkymää tukevat muun muassa julkisen terveydenhuollon kasvaneiden hoitojonojen myötä lisääntyneet yksityishenkilöiden terveystalot.

Julkisesti rahoitetun markkinan yhtiö odottaa palaavan kasvuun 2024-2027 (ennuste 2-3 %) ja kasvun kiihtyvän vuosikymmenen lopulla (4-5 %). Kasvunäkymää tukee etenkin julkisen terveydenhuollon pitkät hoitojonot. Lyhyellä aikavälillä tämä ei ole kuitenkaan näkynyt kasvussa, vaan sote-uudistuksen jälkeen hyvinvointialueet ovat pikemminkin vähentäneet ostojaan yksityisiltä yhtiöiltä. Toisaalta ulkoistusmarkkina on osoittanut hiljattain pieniä heräämisen merkkejä (Pohjois-Pirkanmaan kilpailutus vuonna 2025). Kokonaisuudessaan markkina ei ole osoittanut vielä selkeitä merkkejä kasvusta paluusta kasvuun vuoden 2026 alussa.

Osaltaan historiassa yksityisten terveystaloyhtiöiden kasvua on rajoittanut ajoittain tarjonta, ja siten kysynnän voimistuminen ei aina myöskään automaattisesti näy yksityisten yhtiöiden kasvussa samassa mittakaavassa. Tämän luoma pullonkaula kasvuun on kuitenkin helpottanut, mikä osaltaan voi viestiä osaajien siirtymästä julkiselta puolelta yksityiselle puolelle.

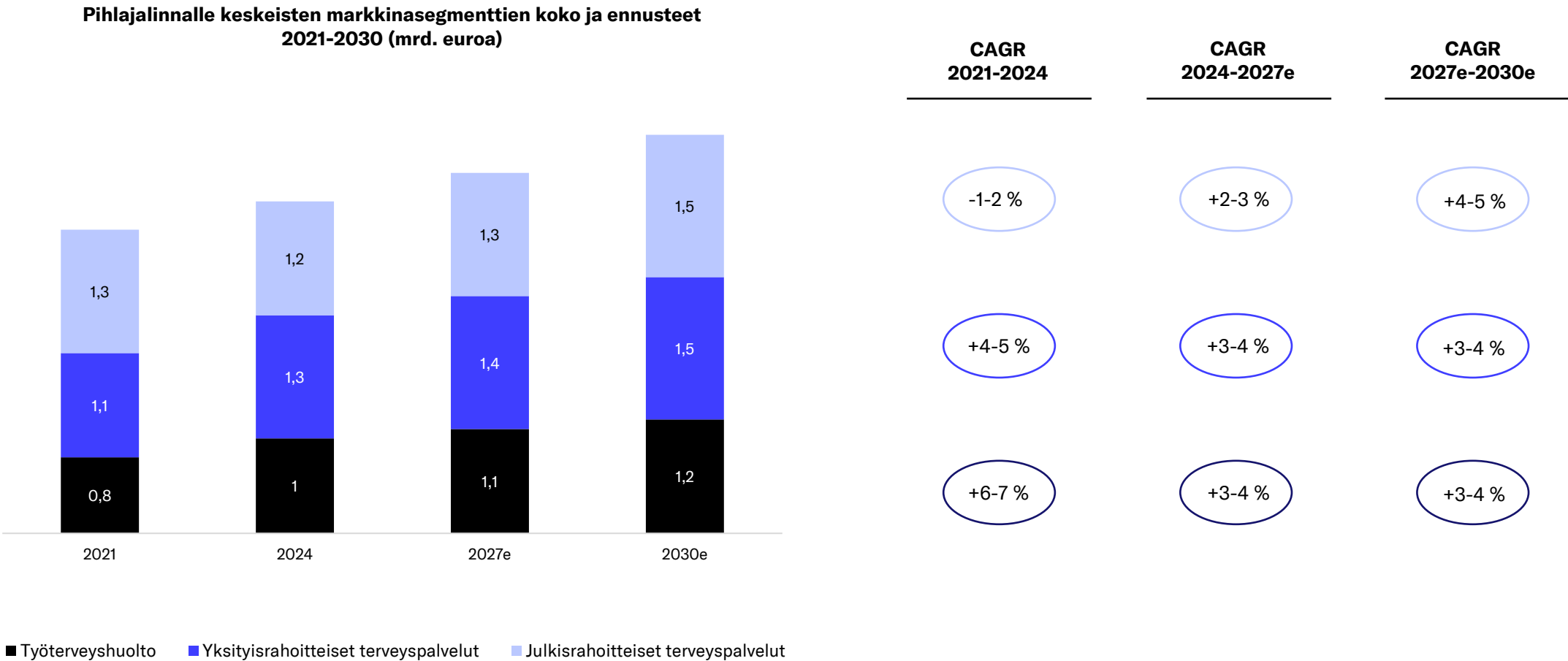
Yleisesti vuonna 2023 voimaan astuneella sote-uudistuksella ja sillä, missä määrin hyvinvointialueet tulevat hyödyntämään yksityisiä toimijoita palvelutuotannossaan, tulee pidemmällä aikavälillä olemaan merkittävä vaikutus yksityisen markkinan kasvuvauhtiin. Nykyinen hallitusohjelma vaikuttaa suotuisalta yksityisille terveystaloyhtiöille, mutta hyvinvointialueiden tiukkojen rahoitustilanteiden vuoksi myynti hyvinvointialueille on käytännössä laskenut sote-uudistuksen alkumetreillä.

Suomen yksityisen terveydenhuollon kohdemarkkina (mrd. euroa)*



* Sisältää Pihlajalinnalle epärelevantteja osa-alueita, kuten suunterveys

Keskeisten markkinasegmenttien kasvuennusteet



Lähde: Pihlajalinna, THL, Kela, hyvinvointialueiden tilinpäätökset, Valor

Sosiaali- ja terveydenhuoltomarkkina 2/5

Terveydenhuoltomarkkinoiden kasvun ajurit

Suomen terveydenhuollon markkinan kasvua tukee useampi megatrendi, joista suurin on arviomme mukaan ikääntyvä väestö. Kilpailija Terveystalo on aikoinaan arvioinut yli 65-vuotiaiden terveydenhuoltopalveluiden kulutuksen olevan kolme kertaa suurempi kuin tätä nuorempien. Suomessa on Eurostatin mukaan maailman neljänneksi vanhin väestö (yli 65-vuotiaiden osuudella mitattuna) Japanin ja Italian jälkeen ja vanhusten osuus tulee tulevina vuosikymmeninä kasvamaan entisestään. Tämä tulee väistämättä aiheuttamaan selvää nousupainetta terveydenhuollon menoille. Historiassa tämä on näkynyt enemmän julkisen terveydenhuollon menojen kasvuna, mutta julkisen terveydenhuollon kantokyvyn ollessa rajallinen ja hoitojonojen erittäin pitkiä, tulee tämä todennäköisesti toimimaan kasvuajurina myös yksityiselle terveydenhuollolle. Isossa kuvassa se mikä rooli yksityisillä terveystalveilla on Suomen terveydenhuollossa pitkällä aikavälillä, on kuitenkin poliittinen päätös.

Viime vuonna Suomessa käynnistyi kokeilupilotti, joka mahdollistaa yli 65-vuotiaille yleislääkärikäynnit (kolme käyntiä vuodessa) yksityisessä terveydenhuollossa julkisen terveydenhuollon hintaan. Mikäli pilotti otettaisiin käyttöön pysyvästi, voisi tämä tukea yksityisten terveystalveiden käyntimääriä ja avata yksityisille yhtiöille uuden kohderyhmän. Kokeilu on käynnistynyt kohtuullisesti, mutta käyntimäärät ovat jääneet kokonaisuutena arviomme mukaan vielä selvästi Kelan maalileimasta potentiaalista. Pullonkaulana suuremmille käyntimäärille on arviomme mukaan pääasiassa mallin tunnettuus sekä alueellisesti myös tarjonta.

Osittain vanhenevaan väestöön liittyvä elintapasairauksien yleistyminen on myös selkeä markkinaa ohjaava megatrendi. Nämä kasvattavat myös työikäisen väestön

terveydenhuoltopalveluiden kysyntää ja korostavat myös ennaltaehkäisevän terveydenhuollon merkitystä.

Pula terveydenhuollon ammattilaisista on myös selkeä toimialaan pidemmällä aikavälillä vaikuttava trendi. Tähän digitaaliset ratkaisut voivat tuoda helpotusta, sillä nämä mahdollistavat niukkojen resurssien tehokkaamman käytön tuoden apua henkilöstöpulaan. Toisaalta viime aikoina hyvinvointialueiden muutosneuvotteluiden myötä pula tekijöistä on rauhoittunut selvästi.

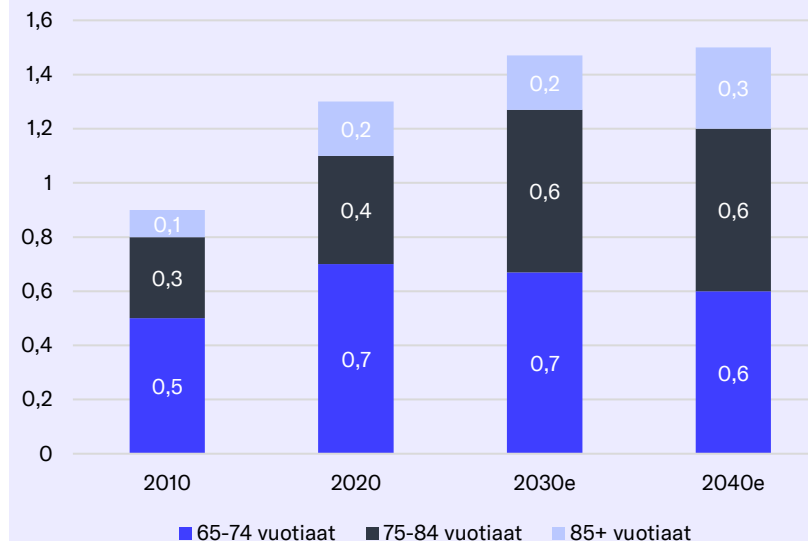
Yleisenä trendinä voi myös mainita lisäksi ihmisten lisääntyneen kiinnostuksen omaa terveyttä ja hyvinvointia sekä niiden mittaamista kohtaan. Tämän trendin pitäisi näkyä muun muassa erilaisten hyvinvointipalveluiden (esimerkiksi hieronta, fysioterapia, liikuntapalvelut, ravitsemusneuvonta) kysynnän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

Kela-korvaukset muuttuneet useaan kertaan

Vuoden 2023 alusta yksityisten terveystalvejen Kela-korvauksia leikattiin yksityisasiakkaiden osalta. Suurempaa negatiivista vaikutusta kysyntään yksityisille terveystalveilla ei kuitenkaan ilmennyt.

Vuonna 2023 valittu Petteri Orpon hallitus sen sijaan päätti nostaa Kela-tukia vuoden 2024 alusta alkaen. Vuoden 2025 toukokuun alusta myös fysioterapia, hedelmöityshoidot, hammashoidot ja gynekologiset tutkimukset tulivat Kela-korvausten piiriin. Tässä tarkoituksena oli tukea yksityishenkilöitä turvautumaan yksityisten terveystalveiden pariin helpottamaan julkisen terveydenhuollon hoitojonoja. Odotuksena oli, että nousseet Kela-korvaukset olisivat lisänneet vastaanottomääriä, mutta datan perusteella suurta vaikutusta ei ollut. Arviomme tukien kuitenkin helpottaneen hinnankorotusten läpiviemistä.

Yli 65-vuotiaat Suomessa (milj. ihmistä)*



Sosiaali- ja terveydenhuoltomarkkina 3/5

Vuoden 2026 alussa yksityislääkärikäyntien Kela-korvauksia on jälleen leikattu (30 eurosta 8 euroon) pois lukien korvaukset gynekologin ja psykiatrin vastaanotoille. Korvausten pienentäminen on osa hallituksen linjausta, jolla pyritään kohdentamaan julkiset varat mahdollisimman vaikuttavasti. Kela-tuet ovatkin käytännössä siirtyneet 65-vuotiaiden valinnanvapauskokeiluun.

Vakuutusyhtiöohjauksella merkittävä rooli

Vakuutusyhtiöiden merkitys hoidonmaksajina kasvaa jatkuvasti sosiaali- ja terveydenhuoltomarkkinoilla suomalaisten yksityisten sairauskuluvakuutusten määrän jatkaessa kasvua. H1'25:n lopussa sairauskuluvakuutus oli noin 1,3 miljoonalla suomalaisella. Viime vuosina kasvua on ajanut etenkin yritysten työntekijöilleen maksamat vakuutukset. Erityisesti leikkaustoiminnassa vakuutusyhtiöohjauksella on merkittävä rooli, kun vakuutusyhtiö ostaa terveyspalveluyhtiöltä toimenpiteitä yleensä isommissa erissä ja ohjaa potilaitaan vahinkojen sattuessa hyväksymilleen palveluntuottajille.

Viime vuosina vakuutusyhtiöiden monituottajamallit ovat lisääntyneet, ja asiakas voi valita itse listalta haluamansa palveluntarjoajan. Erityissuhteita vakuutusyhtiöiden ja palveluntuottajien välillä silti on edelleen. Tästä esimerkkinä Pihlajalinna tuottaa asiakkaan hoidontarpeen arviointiin hoitajapuhelinpalvelua Fennialle sekä Pohjolalle. Toimintamalli mahdollistaa asiakkaalle nopean hoitoon pääsyn ja hoitoketjun virtaviivaistamisen, mikä säästää myös vakuutusyhtiön kustannuksia. Se mahdollistaa myös asiakkaille vakuutusasioiden hoidon ja hoitoon hakeutumisen samanaikaisesti. Terveyspalveluyhtiö on kuitenkin jossain määrin vakuutusyhtiön armoilla, sillä vakuutusyhtiö voi

halutessaan pyytää ohjaamaan asiakasvirtaa toiselle toimijalle, kuten Pihlajalinnan kohdalla nähtiin hetkellisesti vuonna 2025.

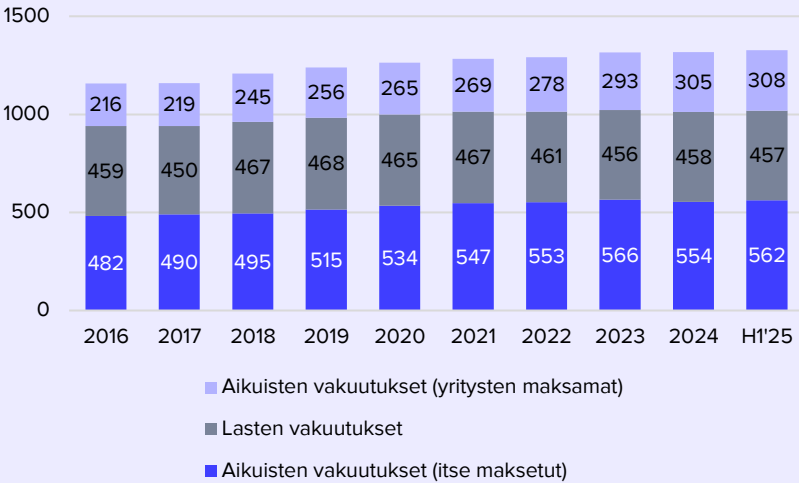
Sote-uudistuksen tarve ja tavoitteet

Sote-uudistus oli yksi suurimmista Suomessa tehdyistä julkisen sektorin organisaatiomuutoksista, ja sitä valmisteltiin yhteensä yli 10 vuotta. Uudistuksen tarve syntyi Suomen väestön ikääntyessä nopeaa tahtia, mikä aiheutti merkittäviä paineita Suomen julkiselle taloudelle nousseiden terveydenhuoltomenojen vuoksi. Tästä syystä syntyiikin tarve järjestää julkinen terveydenhuolto niin, että kustannusten merkittävää kasvua onnistuttaisiin hillitsemään samalla turvaten yhdenvertaiset palvelut koko maassa.

Uudistuksen yleisluontoisina tavoitteina on turvata yhdenvertaiset ja laadukkaat palvelut, parantaa palvelujen saatavuutta, kaventaa terveyseroja, turvata ammattitaitoisen työvoiman saanti sekä hillitä kustannusten kasvua. Lyhyemmällä aikavälillä uudistuksen tavoitteena on erityisesti julkisen puolen pitkien hoitoketjujen purkaminen. THL:n mukaan elokuun 2025 lopussa lähes 150 000 potilasta odotti pääsyä kiireettömään erikoissairaanhoidon. Hyvinvointialueiden välisissä hoitoketjuissa on myös merkittäviä eroja, mikä kielii hoitoonpääsyn yhdenvertaisuuden haasteista.

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

Sairaskuluvakuutusmäärien kehitys



Sosiaali- ja terveydenhuoltomarkkina 4/5

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

Vaikutukset yksityisille yhtiöille

Nykyisessä sote-mallissa päävastuu palveluiden tuottamisesta säilyy julkisilla toimijoilla. Nykyinen hallitusohjelma sisältää kuitenkin useita kirjauksia, joissa pyritään lisäämään yksityisen ja julkisen terveydenhuollon yhteistyötä. Yhtenä esimerkkinä tästä on mm. Kela-tukien nosto (myöhemmin peruttu) ja 65-vuotiaiden valinnanvapauskokeilu. Uusi hallitusohjelma myös mahdollistaa yksityisille toimijoille laajemman palveluvalikoiman (esim. matalan kynnyksen mielenterveyspalvelut). Lisäksi pidemmällä aikavälillä alan toimijoiden kustannusten ja vaikuttavuuden läpinäkyvyyden lisääminen pitäisi antaa lisätietoa eri toimijoiden toiminnan tehokkuudesta.

Myös uudessa sote-mallissa hyvinvointialueet voivat hankkia yksityisiltä palveluntuottajilta kaikkia niitä ostopalveluita, joita ei ole erikseen laissa kielletty. Isompia uusia vanhalla mallilla solmittuja ulkoistushankkeita ei kuitenkaan paljonkaan enää tehdä Pohjois-Pirkanmaan ulkoistuksen toimiessa tässä poikkeuksena, sillä hyvinvointialueiden järjestämisvastuun (tarpeeksi omaa tuotantoa) pitää toteutua. Useiden hyvinvointialueiden rahoitustilanne on myös hyvin kireä, minkä vuoksi näiden palveluostot ovat viime vuosina

supistuneet merkittävästi. Siten lyhyellä aikavälillä sote-uudistus on ollut yksityisille yhtiöille lähinnä negatiivinen ajuri.

Se, miten yksityisten yhtiöiden ja hyvinvointialueiden yhteistyö tulee jatkossa toteutumaan, on edelleen jossain määrin hämärän peitossa. Myös kilpailija Terveystalo kommentoi vuoden 2025 tilinpäätöksessä suhteellisen varovaisesti hyvinvointialueiden kysyntänäkymää.

Hyvinvointialueilla oli syksyllä 2023 mahdollisuus irtisanoa sellaiset nykyiset ulkoistussopimukset, joissa järjestämisvastuu ei toteudu hyvinvointialueen kokonaisarvion perusteella. Mehiläisen suuri Länsi-Pohjan kokonaisulkoistussopimus sai jatkua, joskin sopimuksen vastuunjakoja muutettiin hieman aiemmasta. Sen sijaan Pihlajalinnan merkittävä Etelä-Pohjanmaan ulkoistussopimus (Kuusioliina Terveys) irtisanottiin hyvinvointialueen toimesta. Myös Pihlajalinnan Jämsän Terveiden sekä Jokilaakson Sairaalan sopimukset päättyivät vuonna 2025. Myös Pirkanmaalla toimivan yhteisyrityksen Kolmostien Terveiden toiminta päättyi vuonna 2026, mutta uusi Pohjois-Pirkanmaan ulkoistus tulee jatkamaan toimintaa alueella (hieman eri palvelukokonaisuuksilla). Kilpailija Terveystalo on tietoisesti luopumassa asteittain nykyisestä ulkoistusliiketoiminnasta tulevina vuosina päättyvien sopimusten myötä. Terveystalo on kuitenkin kiinnostunut uusista ulkoistuksista ja oli myös mukana Mehiläisen tavoin Pohjois-Pirkanmaan ulkoistuksen kilpailutuksessa.

Poliittinen epävarmuus kasvattaa toimialariskiä

Pihlajalinnan ja muiden toimialan yhtiöiden kasvunäkymät ovat osittain linkitetty siihen, mikä yksityisten

palveluntuottajien rooli tulee jatkossa olemaan ja kuinka laajasti ne otetaan mukaan ja pidetään osana sosiaali- ja terveydenhuoltomarkkinaa. Nykyinen hallitus ja sen linjaukset vaikuttavat yleisesti olevan suotuisia yksityisille yhtiöille. Tämä ei kuitenkaan poista poliittisia riskejä, sillä hallitus vaihtuu neljän vuoden välein. Poliittiset riskit ovatkin toimialalla jatkuvasti läsnä. Poliittisesti epävarmat näkymät vaikeuttavat yhtiöiden omien suunnitelmien laatimista ja nostavat riskiprofilia pääomamarkkinoilla. Pihlajalinnalla on mittavien ulkoistusten vuoksi herkempi poliittisille päätöksille, mutta tämä herkkyys on laskenut viime vuosina, kun merkittävä osa ulkoistuksista on päättynyt.

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

Sosiaali- ja terveydenhuoltomarkkina 5/5

Kilpailuympäristö

Yleiskatsaus kilpailuympäristöön

Pihlajalinna kilpailee Suomen sosiaali- ja terveydenhuoltomarkkinoiden asiakkaista niin muiden yksityisten palvelutuottajien kuin julkisen sektorin ja kolmannen sektorin kanssa (yhdistykset, osuuskunnat ja säätiöt). Sosiaali- ja terveystalouden tuotanto on usein paikkaan ja kieleen sidottua, joskin alalla nopeasti yleistyvät digitaaliset palvelut ovat kasvattaneet myös etälääkäripalveluiden tarjontaa. Terveystalo on Suomessa pääosin julkisesti tuotettua ja yksityisillä palveluntuottajilla on noin neljännes (~25 %) kokonaismarkkinasta.

Mehiläinen suurin sote-toimija

Suomen ylivoimaisesti suurin sosiaali- ja terveystalouden toimija vuoden 2025 liikevaihdolla mitattuna oli Mehiläinen (2413 MEUR). Etenkin vuonna 2025 kasvu tuli kuitenkin pääasiassa ulkomailla tehdyistä yrityskaupoista, mutta selvästi suurin osa liikevaihdosta tulee vielä Suomesta (2037 MEUR). Mehiläinen toimii laajalla palveluvalikoimalla terveydenhuollon palveluiden lisäksi myös vanhusten-, vammaisten-, mielenterveys- ja päihdehoidon puolella. Mehiläisen liiketoiminnasta 73,5 % muodostuu terveystalouden palveluista ja 26,5 % sosiaalipalveluista. Mehiläinen on Terveystalon ohella ollut toinen hyvin kannattava toimija Suomen terveydenhuollon markkinalla, ja yhtiön kannattavuus on kehittynyt nousujohteisesti vuoden 2022 notkahduksen (oik. EBITA 8,4 %) jälkeen (2025: 14,1 %). Vuonna 2025 Mehiläisellä oli 680 000 työterveyshuollettavaa.

Terveystalo oli vuoden 2025 luvuilla mitattuna Suomen 2. suurin toimija 1279 MEUR:n liikevaihdolla. Terveystalolla on yritysasiakkaissaan työterveyshuollettavia noin 722 000.

Terveystalo teki vuonna 2025 14,0 %:n oikaistun EBITA-marginaalin parantuen tasaisesti viime vuosina (2022: 8,4 %).

Sote-toimijoista 3. suurin on Attendo, joka toimii käytännössä puhtaasti hoivassa. Terveystalouden tarjoavista yhtiöistä Pihlajalinna on liikevaihdolla mitattuna Suomen 3. suurin yksityinen toimija. Kilpailijoihin (Mehiläinen ja Terveystalo) verrattuna Pihlajalinnan kannattavuus on historiassa heilunut selvästi enemmän. Tämä on nähdäksemme osittain seurausta siitä, että ulkoistukset ovat olleet yhtiön liiketoimintaportfoliossa kilpailijoita selvästi suuremmissa roolissa. Toisaalta myös yksityisen verkoston kannattavuus on ollut historiassa ailahtelevaa. Viime vuosina kannattavuus on kehittynyt vahvasti, ja yhtiö on ottanut suurempia kilpailijoita kiinni hyvää vauhtia. Pihlajalinnalla oli vuonna 2025 noin 270 000 loppuasiakasta työterveyshuollettavissa (yritykset ja julkisen sektorin asiakkaat).

Konsolidaation suurin aalto on jo nähty

Suomen sosiaali- ja terveydenhuoltomarkkinat ovat konsolidoituneet 2000-luvulla voimalla yritysostojen seurauksena. Suuret yhtiöt hyötyvät mittakaavaeduista laajemman verkoston sekä digitaalisten työkalujen, hallinnon ja brändin kehityksen kautta. Alan toimijoista Terveystalolla, Mehiläisellä ja Pihlajalinnalla on tarjota laajan palvelutarjonnan kattava toimipisteverkosto, joskin Pihlajalinna on pienemmän kokonsa myötä vielä kahta isointa kilpailijaa jäljessä. Joka tapauksessa markkina on konsolidoitunut vahvasti kolmen suurimman toimijan välille. Yhtiöt kohtaavat kilpailua myös alueellisesti vahvoilta toimijoilta (esimerkiksi Aava pääkaupunkiseudulla). Suurten yhtiöiden viime vuosien vahvojen tulosten myötä toimialalle on kuitenkin myös ilmaantunut uusia matalamman hintapisteen kilpailijoita, jotka voidaan nähdä jonkinlaisena uhkana suurille toimijoille. Näiden tarjonta perustuu yleensä yksittäisiin käynteihin, eikä

näillä toimijoilla ole yleensä tarjota pidempiä hoitoketjuja.

Myös pienemmät erikoistuneet toimijat luovat kilpailu-uhkaa etenkin suunterveydessä ja hyvinvointipalveluissa. Vaikka erikoistuneet toimijat eivät kykene tarjoamaan integroitua hoitoketjua asiakkaille, pitää erikoistuminen niiden brändin ja tarjoaman selkeänä, ja niiden on mahdollista saada tehokkuushyötyjä keskittymällä tiukasti ydinosamiseensa. Suunterveyden puolella vahvoja erikoistuneita toimijoita ovat Colosseum Dental Group (Oral ja Onni) sekä PlusTerveys. Myös suunterveydessä on nähty viime aikoina konsolidaatiota, kun Terveystalo on ostamassa Hohde Groupia. Hoiva-alan fokuisoivat isoimmat pelurit ovat Attendo ja Esperio Care. Laboratoriopalveluiden tuottamiseen fokuisoivat Synlab ja Fimlab.

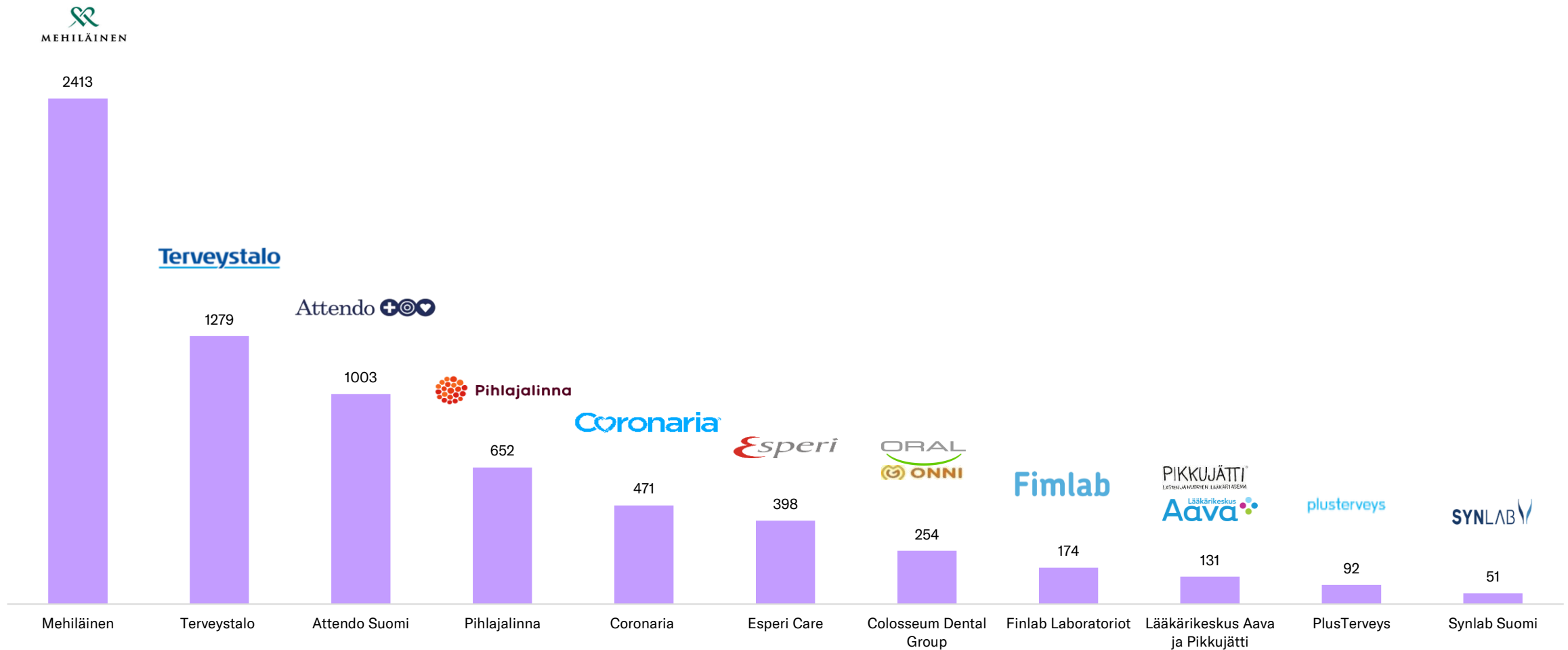
Fysioterapian osalta vahva toimija on ollut Fysios, joka oli itsenäisenä yhtiönä hyvin aggressiivinen yritysostoissa. Mehiläinen osti sen kuitenkin vuonna 2022. Mielenhyvinvoinnissa Vastaamo oli kasvanut vahvasti, mutta sen tarina sai päätöksen 2020 potilastietovuodesta ja jäljelle jäänyt psykoterapiatoiminta myytiin Vervelle. Myös Coronaria on ollut (2024: 471 MEUR) aktiivinen yrityskaupoissa. Coronaria on myös silmäleikkauksissa markkinajohtaja ostettuaan Silmäaseman vuonna 2020.

Toimialan suurimmat toimijat ovat kasvaneet jo liian suuriksi ollakseen ostokohteita muille. Vaikka alalla on edelleen pieniä alueellisia toimijoita tarjolla ostokohteiksi, markkina on konsolidoitunut sen verran pitkälle, että suurempien yritysostojen toteuttaminen on kilpailulainsäädännön kannalta haastavaa. Kilpailu- ja kuluttajavirasto (KKV) onkin kommentoinut markkinan konsolidaatiokehitystä viime vuosina negatiiviseen sävyyn ja puuttuu aktiivisesti uusiin yrityskauppoihin. Esimerkiksi Terveystalon Hohde Group –kauppa on tällä hetkellä KKV:n tarkastelussa.

Pihlajalinnan kilpailijoita eri segmenteissä

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

Suurimpia sote-toimijoita 2024/2025



Lähde: Inderes, yhtiöiden tilinpäätökset. Yhtiöiden liikevaihdot tilikaudelta 2025 (Mehiläinen, Terveystalo, Pihlajalinna ja Attendo Suomi) tai vuodelta 2024 jos 2025 lukuja ei vielä saatavilla. Osassa kyseessä on Inderesin arvio, jos konserni muodostuu useasta yhtiöstä.

Taloudellinen tilanne ja historiallinen kehitys 1/5

Liikevaihdon kasvu ollut voimakasta

Pihlajalinnan liikevaihto kasvoi vuoden 2001 perustamisesta erittäin vauhdikkaasti 720 MEUR:oon vuonna 2023. Vuosina 2024-2025 liikevaihto kääntyi laskuun päätyvien ulkoistusten myötä. Liikevaihdon lasku jatkuu varsin voimakkaana vuonna 2026, mutta tämän jälkeen ulkoistuksista tulevan vastatuulen pitäisi loppua toistaiseksi.

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

Toinen merkittävä kasvun lähde on ollut kuntien sote-palveluiden ulkoistusliiketoiminta. Kokonais- ja osaulkoistukset tekivät vielä vuonna 2022 304 MEUR liikevaihtoa, mutta viime vuonna luku oli enää 157 MEUR korostaen ulkoistuksista tullutta voimakasta vastatuulta liikevaihtoon viime vuosina. Historiassa ulkoistukset ovat olleet erittäin pääomatehokas kasvuajuri, ja näiden päättymisen huonona puolena onkin, ettei liiketoiminnasta varsinaisesti vapautu mitään pääomia vaan päinvastoin päättymisen sitoo hieman käyttöpääomaa.

Vuosien 2017-2020 välillä yhtiön orgaaninen kasvu oli vain lievästi positiivista (n. 1 %) ja arviomme mukaan lähellä markkinan kasvua. Ajanjaksolle ei ajoittunut uusien ulkoistusten käynnistymisiä, mikä vaikutti kasvuun. Vuosina 2021-2023 yhtiö onnistui kiihdyttämään orgaanista kasvuaan korkealle yksinumeroiselle tasolle. Piristyneen kasvun

taustalla oli etenkin pandemian jälkeinen vahva kysyntä, minkä tukemana yhtiö kykeni nostamaan yksityisen puolen käyttöasteitaan. Yhtiö on myös onnistunut kasvattamaan tarjontaansa hyvin ammatinharjoittajien rekrytoinnin kautta. Etenkin vuosina 2022-2024 myös hinnankorotuksilla oli merkittävä kasvua tukeva vaikutus.

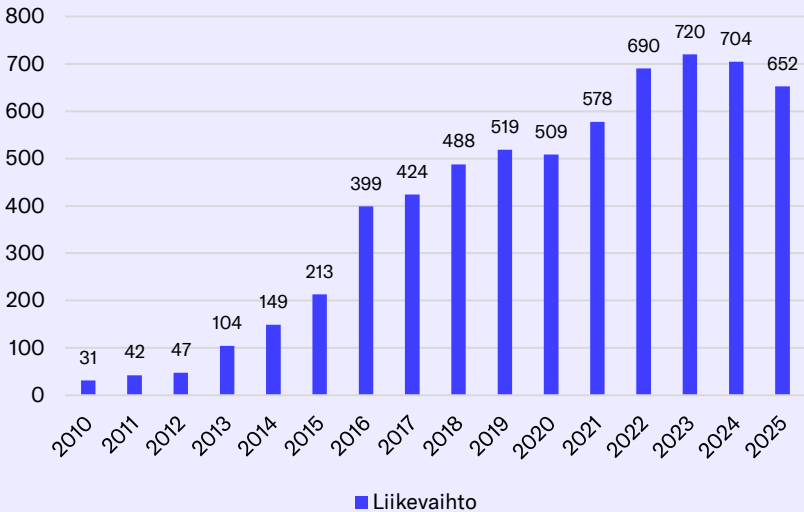
Vuonna 2024 liikevaihto kääntyi laskuun, mutta muu kuin ulkoistusliiketoiminta kasvoi edelleen reippaasti. Vuonna 2025 myös muun kuin ulkoistusliiketoiminnan orgaaninen kasvu on hidastunut noin nollan tuntumaan. Hidastuvaa kasvua on selittänyt etenkin vuotta 2024 alhaisempi sairastuvuus, hyvinvointialueiden ostojen supistuminen sekä vakuutusyhtiöasiakkaan hoitoonohjauksen väliaikainen muutos.

Kannattavuuskehitys ollut vaihtelevaa

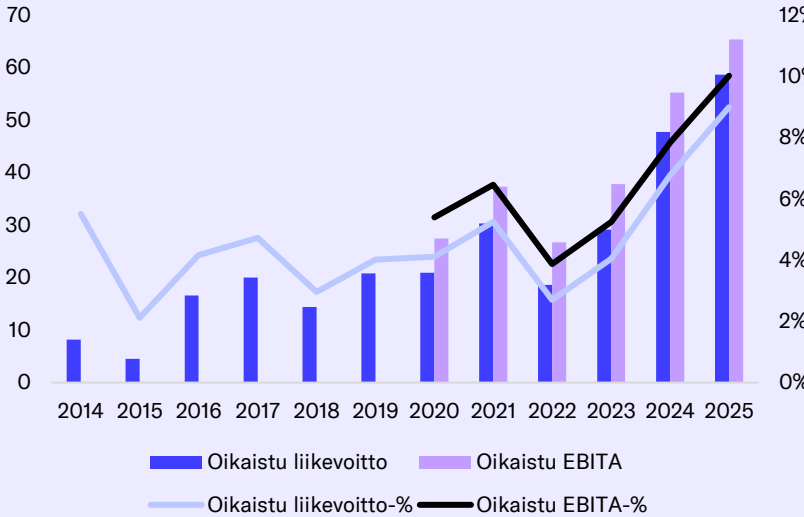
Pihlajalinnan kannattavuuskehitys on ollut historiassa vaihtelevaa. Oikaistu liikevoittomarginaali (huom. ei EBITA) on ollut viimeisen 10 vuoden aikana keskimäärin 4,8 % ja vaihdellut 2,7-9,0 %:n välillä. Nykyään yhtiö raportoi oikaistua EBITAa, joka on ollut edellisen kuuden vuoden aikana keskimäärin 6,5 % ja vaihdellut 3,9-10,0 %:n välillä. Vuonna 2022 heikentyneen kannattavuuden jälkeen kannattavuuskäännö on ollut erittäin vakuuttava ja vuonna 2025 kannattavuus ylsi jo 10,0 %:n tasolle.

Kilpailijoihin nähden yhtiön kannattavuus on edelleen selvästi heikommalla tasolla (Terveystalo 2025 oik. EBITA: 14,0 % & Mehiläinen 2025 oik. EBITA: 14,1 %), mutta kannattavuus on kuitenkin lähentynyt kilpailijoitaan selvästi viime vuosina. Huomionarvoista on, että myös kilpailijat ovat parantaneet selvästi kannattavuuttaan.

Liikevaihdon kehitys



Operatiivisen tuloksen ja kannattavuuden kehitys



Taloudellinen tilanne ja historiallinen kehitys 2/5

Pihlajalinnan pienemmän skaalan myötä yhtiön rakenteellinen kannattavuuspotentiaali on arviomme mukaan edelleen jossain määrin kilpailijoita matalampi ja kilpailijoiden tasoinen kannattavuus vaatisi suurempaa kokoluokkaa.

Historiassa Pihlajalinnan tuloksesta osa on mennyt ulkoistuksiin liittyviin vähemmistöihin (yhteisyrityksiä), mutta ulkoistusten supistumisen myötä vähemmistöjen osuus on supistunut. Tuore Pohjois-Pirkanmaan ulkoistus on myös täysin Pihlajalinnan itse operoima.

Segmenttirakenne vaihtunut tiuhaan

Pihlajalinnalla jakoi vuoteen 2017 asti toimintonsa Lääkärikeskukset ja erikoissairaanhoidon (L&E) sekä Perusterveyden ja sosiaalihuollon palvelut (P&S) – segmentteihin. Vuoden 2020 lopussa Pihlajalinnalla alkoi raportoida liikevaihtoaan ja liikevoittoaan kokonaisulkoistusten osalta sekä konsernista ilman kokonaisulkoistuksia. Tähän jakoon tuli muutos vuoden 2024 alusta, jolloin yhtiö alkoi raportoidaan lukuja kahdesta segmentistä: Yksityiset terveystalot ja Julkiset palvelut. Nämä raportointisegmentit ovat päättyneet vuoden 2026 alusta, ja yhtiö tulee arviomme mukaan päivittämään raportointiaan lähitulevaisuudessa.

Tiettyjä pieniä muutoksia lukuun ottamatta segmentit ovat historiallisesti pyrkineet erottelamaan yhtiön julkista sektoria palvelevan liiketoiminnan (pääasiassa ulkoistukset) ja yksityisen verkoston liiketoiminnan.

Edellisen segmenttiraportoinnin mukaiset Julkiset palvelut teki vuonna 26,7 MEUR oikaistua EBITAa (2024: 21,5), vastaten 41 % konsernista. Osuus tulee laskemaan vuonna 2026 merkittävästi päättyvien ulkoistusten myötä. Yksityiset

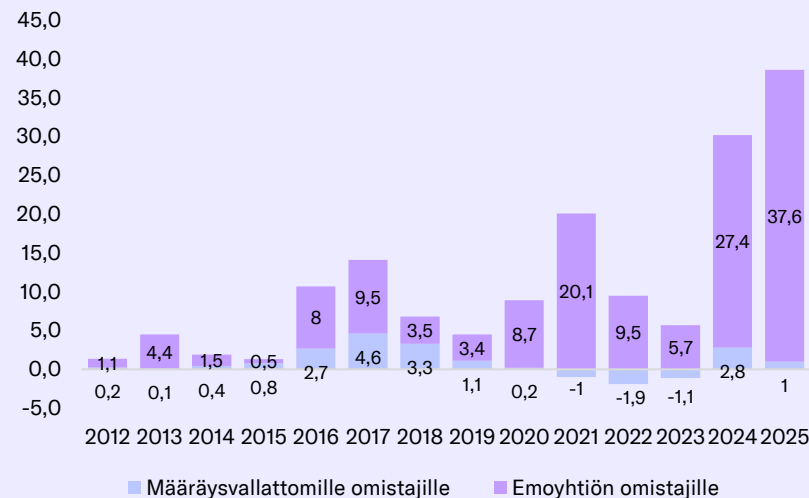
terveyspalvelut teki 38,6 MEUR oikaistua EBITAa (2024: 33,6 MEUR) vastaten 59 % konsernista.

Kokonaisulkoistusten tuloskontribuutio vaihdellut

Ulkoistusten tuloskontribuutio on vaihdellut historiassa merkittävästi. Esimerkiksi vuonna 2017 vanha P&S-segmentti teki 9,1 %:n liikevoittomarginaalin (L&E-segmentti teki 1,5 %). Yleisesti P&S-segmentin kehitys oli vahvaa vuosina 2015–2018, minkä taustalla oli yhtiön kyky tehostaa asteittain toimintaansa ja parantaa toimintamallejaan. Kokonaisulkoistusten (raportointi 2020 alkaen) kannattavuus lähti heikkenemään asteittain vuodesta 2019 alkaen vuoteen 2021 asti. Taustalla oli muun muassa erimielisyyksiä tilaajien kanssa esimerkiksi hoitajamitoituksen muutoksen tuomiin kuluihin ja Pirkanmaan sairaanhoitopiiriin tekemiin investointeihin liittyen.

Vuodesta 2022 alkaen kokonaisulkoistusten kannattavuus alkoi kehittyä parempaan suuntaan pitkälti yhtiön sopeutustoimien (mm. muutosneuvottelut) myötä. Vuodesta 2023 alkaen kuntien erikoissairaanhoidon kustannusvastuita siirtyi myös takaisin hyvinvointialueille, mikä toi tulokseen selvästi tasaisuutta. Vuonna 2024 Julkiset palvelut –segmentti teki vahvan 8,1 %:n oikaistun EBITA-marginaalin ja vuonna 2025 ennätyskorkean 13,5 %:n marginaalin. Vuonna 2025 kannattavuutta tuki ulkoistusten loppusuoralla toiminnan tehostaminen ja tilaaja-tuottaja vastuiden lopullinen varmistuminen.

Nettotuloksen jakautuminen



Taloudellinen tilanne ja historiallinen kehitys 3/5

Myös yksityisen verkoston kannattavuus on elänyt sykleissä

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

Yksityisen verkoston liiketoiminta teki vuonna 2021 erittäin vahvan tuloksen korkeakatteisten koronatestien tukemana, mutta kannattavuus romahti vuonna 2022 näiden päätyttyä ja kustannusinflaation kiihdyttyä.

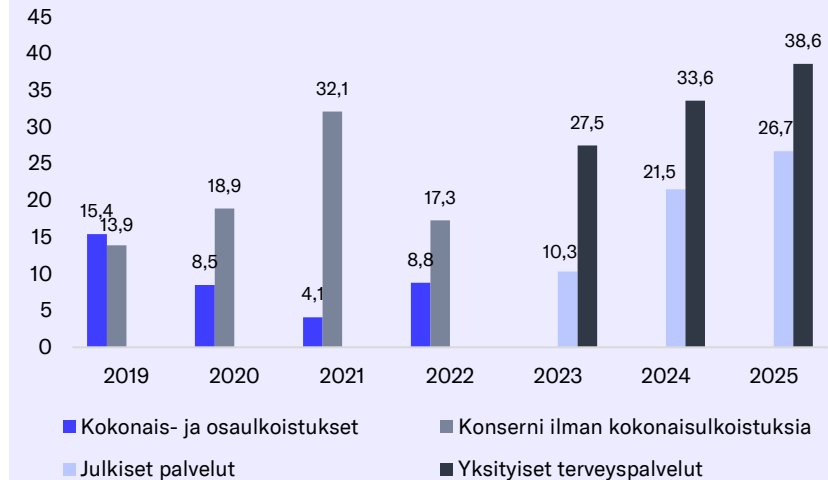
Pihlajalinna käynnisti uuden kustannussäästöohjelman myös vuonna 2023. Ohjelmassa yhtiö teki puhtaita kululeikkauksia (mm. muutosneuvottelut), minkä lisäksi yhtiö on pyrkinyt tehostamaan toimintojaan muillakin keinoin ja vahva kannattavuusfokus onkin jatkunut nykypäivään asti. Aluksi yksi merkittävimmistä toiminnoista kannattavuusparannusten osalta on ollut yhtiön aktiivisempi ote sopimuskannan hallinnassa, minkä myötä yhtiö on voinut hinnankorotuksilla parantaa mm. työterveysasiakkaiden katerakenteita. Näissä yhtiöllä on

kuitenkin vielä työstettävää. Yhtiö on yleisesti panostanut palveluprosessiensa virtaviivaistamiseen ja esimerkiksi hoitoketjun diagnostiikan konversiota on onnistuttu parantamaan. Yhtiö on myös pyrkinyt realisoimaan historiassa tekemiensä yrityskauppojen synergioita muun muassa yhdistämällä hankintoja.

Segmentin kannattavuusfokus jatkuu edelleen. Samanlaista suurta pomppua kannattavuudessa ei ole nähty kuin Julkisissa palveluissa, mutta kannattavuus on kuitenkin parantunut asteittain viime vuosina. Yhtiö onkin korostanut, että yksityisen verkoston kannattavuutta parantavien toimien heijastumisessa lukuihin kestää kauemmin kuin Julkiset palvelut -segmentin suoraviivaisemmissa muutoksissa. Tuoreimpia alueita, joissa yhtiö pyrkii parantamaan kannattavuuttaan, ovat työterveyden kiinteähintaiset sopimukset. Myös vuoden 2025 lopulla tehdyt muutosneuvottelut tuovat konsernitasolla säästöjä.

Yleisesti yksityisen verkoston kannattavuuden kehitystä on pidemmällä aikavälillä tukenut myös asiakasmäärien kasvu, minkä myötä toimipisteiden käyttöasteet ovat parantuneet. Parantamisen varaa kuitenkin on vielä. Positiivisen kehityksen taustalla ovat olleet kasvaneet työterveyden loppuasiakasmäärät (2025: noin 270 000 vs. 2015: 60 000) ja vakuutusyhtiöyhteistyön tiivistyminen.

Edellisten segmenttirakenteiden oikaistun EBITAn kehitys



Taloudellinen tilanne ja historiallinen kehitys 4/5

Liiketoiminta ei sido käyttöpääomaa

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

Vuoden 2025 nettokäyttöpääoma oli -5 %. Lukema nousi vuoden 2024 tasolta (-8 %). Tämän taustalla oli ulkoistusliiketoiminnan supistuminen, kun yksityisen verkoston liiketoiminta sitoo enemmän käyttöpääomaa. Isossa kuvassa yhtiön liiketoiminta ei tarvitse juurikaan varastoja, eikä myöskään myyntisaamisia kerry taseeseen merkittävästi. Yksityisasiakkaat maksavat laskunsa tyypillisesti jo vastaanotolla, mutta yritys- ja hyvinvointialueasiakkailla (aik. kunnat) on pidemmät maksuajat. Historiassa riitatilanteet kuntien kanssa ovat aiheuttaneet muutoksia käyttöpääomaan, mutta näitä ei ulkoistuksissa ole enää viime vuosina nähty.

Vuosina 2024-2025 käyttöpääoman vaikutus rahavirtaan on ollut negatiivinen (erityisesti 2025). Tämä on seurausta päättyneistä ulkoistuksista, sillä näihin sitoutunut pääoma on ollut negatiivinen.

Investointeihin on käytetty mittavasti pääomia, mutta tahti on rauhoittunut

Liiketoiminnan luomaa rahavirtaa yhtiö allokoiki orgaanisiin ylläpito- ja kasvuinvestointeihin, yritysostoihin sekä lainanlyhennyksiin ja osinkoon. Historiassa yritysostot ovat olleet merkittävässä roolissa yhtiön investoinneissa. Etenkin vuodet 2018 (41 MEUR) ja 2022 (52 MEUR) erottautuvat joukosta, jolloin yhtiö käytti merkittävästi pääomia

yritysostoihin. Vuonna 2018 suurimpia järjestelyjä olivat mm. Doctago ja Forever. Vuonna 2022 joukosta erottuu selvästi Pohjolan Sairaalan hankinta. Yhtiö myös lisäsi vuonna 2022 merkittävästi aineellisia investointejaan lisätäkseen Pohjola Sairaalan vastaanottohuoneiden määrää.

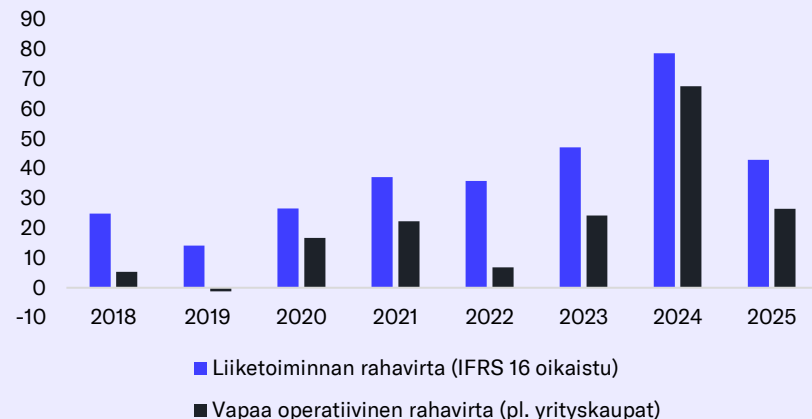
Kokonaisuudessaan yhtiön investointitahti on ollut historiassa varsin reipas ja voimakkaassa investointivaiheessa (vuoteen 2022 asti) investointeihin käytettiin selvästi liiketoiminnan luomaa rahavirtaa enemmän pääomia, mikä johti velkaantuneisuuden nousuun.

Vuodesta 2023 alkaen yrityskaupat ovat olleet käytännössä tauolla, kun yhtiön on pitänyt sulatella aiempia ostoksia ja laskea velkaantuneisuutta. Lisäksi vuodesta 2023 lähtien (etenkin vuosina 2024-2025) myös orgaaniset ylläpito- ja kasvuinvestoinnit laskivat selvästi osana taseen tervehdyttämistä. Lasku on luonnollista senkin kannalta, ettei fyysisen verkoston kasvattaminen vaadi enää samalla tavalla investointeja. Siten vuonna 2023 alkanut kannattavuuskäänne on näkynyt myös tiukempana investointikurina.

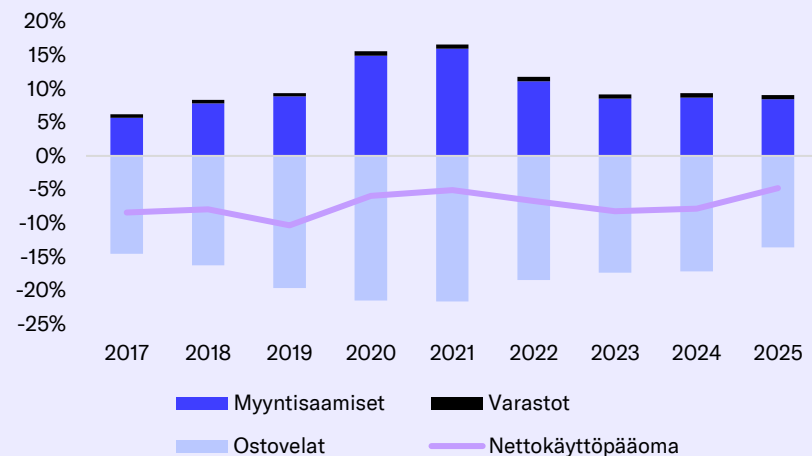
Investoinnit aineettomiin hyödykkeisiin (sis. digi-investoinnit) ovat vuosikertomuksen liitetietojen perusteella suhteellisen pieniä (vuonna 2024 ~6 MEUR) ja siten selvästi pienemmät kuin pääkilpailijoilla (vrt. Terveystalo vuonna 2025 ~21 MEUR/v).

Lyhyellä tähtäimellä yhtiön pääoman allokointi kohdistuu 20 MEUR:n hybridilainan (12 % korko) takaisinmaksuun (maaliskuussa 2026). Yhtiö viesti myös vuoden 2025 pääomamarkkinapäivänään alkavansa jälleen kasvattamaan orgaanisia investointeja, sillä tiettyä investointivelkaa on käänteen aikana ilmeisesti päässyt kertymään. Hieman nousseista investoinneista nähtiinkin jo merkkejä vuonna 2025.

Liiketoiminnan rahavirta ja vapaa operatiivinen rahavirta



Käyttöpääoman kehitys (% lv:sta)



Taloudellinen tilanne ja historiallinen kehitys 5/5

Taseen vastaavaa puoli

Pihlajalinnan 2025 taseen loppusumma oli 598 MEUR. Aineettomia hyödykkeitä taseessa on 269 MEUR. Taseen suurin erä on liikearvo (254 MEUR), joka on syntynyt lukuisten yrityskauppojen seurauksena. Tämä on luonnollista, sillä tyypillisesti asiantuntijaliiketoiminnassa yrityskaupoilla ostetaan osaamista ja alueellista markkinaosuutta, joka ei näy ostokohteen taseessa. Se osa, jota ei voida kohdistaa ostokohteen tavaramerkeille ja asiakassuhteille (PPA), jää liikearvoon. Emme näe tällä hetkellä merkittäviä riskejä suurempiin liikearvon alaskirjauksiin yhtiön parantuneen kannattavuuden vuoksi. Päättyvissä ulkoistussopimuksissa ei myöskään ole tehty alaskirjauksia, sille yhteisyritykset ovat yhtiön itse perustamia eivätkä sisällä siten liikearvoa (tai muutenkaan sitoutunutta pääomaa).

Vastaavaa puolella toisena merkittävänä eränä erottuvat käyttöomaisuuserät (~175 MEUR), jotka liittyvät IFRS-16 standardin mukaisiin vuokravastuisiin. Vuokravastuut nousivat erityisesti Pohjola Sairaalan hankinnan yhteydessä sen pitkistä vuokrasopimuksista johtuen. Muita aineellisia hyödykkeitä (52 MEUR) ovat liiketoiminnassa tarvittavat laitteet ja kalusteet.

Muita merkittäviä eriä vastaava puolella ovat myyntisaamiset (55 MEUR). Yhtiöllä oli 2025 lopussa lisäksi rahavaroja 31 MEUR.

Taseen vastattavaa puoli

Vastattavien osalta tase on yksinkertainen. Yhtiön oma pääoma oli 2025 lopussa 193 MEUR, johon sisältyi vuoden lopussa vielä keväällä 2023 liikkeelle laskettu 20 MEUR:n hybridilaina. Korollista pankkivelkaa yhtiöllä on taseessa noin 106 MEUR. IFRS16-vuokrasopimusvelat ovat 198 MEUR.

Lyhytaikaista korotonta vierasta pääomaa yhtiöllä oli vuoden 2025 lopussa noin 89 MEUR koostuen pääasiassa ostovelosta.

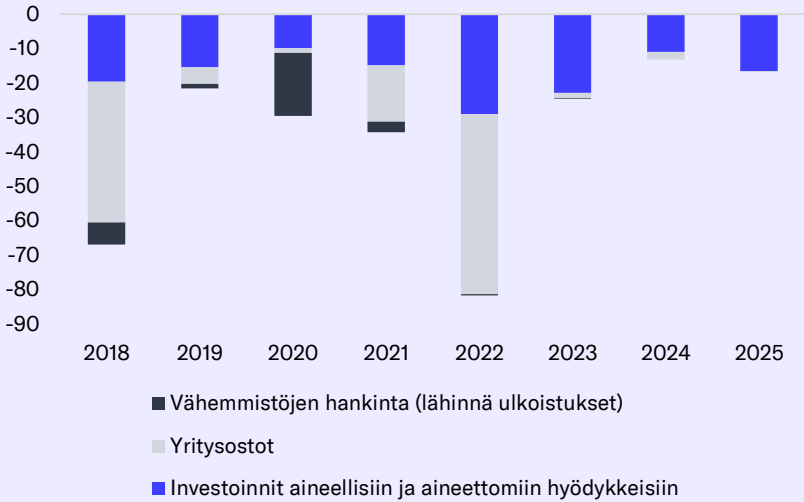
Taseasema kohentunut kriisitasoilta

Yhtiön tase velkaantui jo lähes kriisitasolle vuonna 2022 merkittävien investointien (yrityskaupat ja orgaaniset) ja romahtaneen kannattavuuden vuoksi. Vuoden 2022 nettovelat / oikaistu käyttökate –suhde oli 6,0x (IFRS16 oik. 4,4x), joka ylitti selvästi yhtiön kovenanttien vaatiman 3,75x tason (kovenanttien laskennassa ei oteta huomioon IFRS 16 – vuokrasopimusvelkoja). Välttääkseen lainojensa korkokulujen merkittävän nousun yhtiö joutui turvautumaan hybridilainaan.

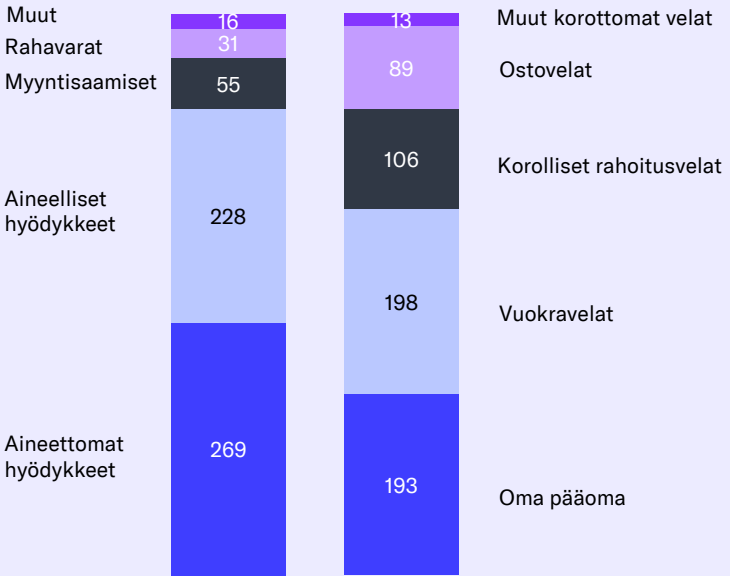
Vuonna 2023 alkaneen kannattavuuskäänteen ja rauhoittuneen investointitahdin myötä yhtiön tase on vahvistunut merkittävästi, ja 2025 lopussa nettovelat / oikaistu käyttökate –suhde oli enää 2,5x (IFRS16 oik. 1,0x). 20 MEUR:n hybridivelka huomioiden lukema olisi ollut 2,7x (IFRS16 oik. 1,3x).

Taseaseman kohentamiseksi yhtiö jätti väliin osingon maksun vuoden 2022 tuloksesta. Vuonna 2023 yhtiö palasi osingonmaksajaksi pienellä osingolla (0,07 euroa) kasvattaen osinkoa vuonna 2024 (0,38 euroa) ja vuonna 2025 (0,53 euroa).

Investointien rahavirrat



Tase 2025 (MEUR)



Lähde: Pihlajalinna, Inderes

Ennusteet 1/3

Ennusteiden lähtökohdat

Pihlajalinna on päivittämässä raportointisegmenttejään, mutta toistaiseksi mallinamme yhtiön liiketoimintaa vanhojen raportointisegmenttien (Yksityiset terveyspalvelut ja Julkiset palvelut) mukaisesti, sillä näiden kautta voi hahmotella hyvin eri liiketoimintojen kehitystä. Jatkossa arvioimme yhtiön raportoinnin korostavan Pihlajalinnan liiketoimintaa yhtenä kokonaisuutena uuden organisaatiomallin mukaisesti, mutta jotain jaotteluita segmentteihin tai liikevaihtoon silti odotamme.

Olemme tässä raportissa tehneet korjauksia poistoennusteisiimme (vaikutus ainoastaan käyttökatteeseen), mutta muuten ennusteemme ovat pääasiassa ennallaan.

Pihlajalinnan liikevaihto on tyypillisesti suhteellisen hyvin ennustettavaa yhtiön pääasiassa vakaan ja defensiivisen kohdemarkkinan vuoksi. Julkiset palvelut –segmentti on luonteeltaan suhteellisen vakaata ulkoistusliiketoiminnan kiinteähintaisten sopimusten vuoksi, mutta viime aikoina sopimusmuutokset ovat aiheuttaneet luonnollisesti suuria muutoksia liikevaihtokehitykseen. Yhtiö on kuitenkin kommunikoinut ulkoistussopimusten päättymisestä johtuvaa liikevaihtopudotusta varsin hyvin etukäteen, ja siten näkyvyys nyt tapahtuvaan liikevaihtolaskuun on ollut jo jonkin aikaa varsin hyvä.

Yksityiset terveyspalvelut ovat myös kohtuullisen hyvin ennustettavaa, ja niiden ennustamiseen haemme suuntaviivoja hinnankorotuksista sekä markkinan kysyntätilanteesta, mikä heijastuu volyymikehityssennusteisiin.

Keskipitkän ja pitkän aikavälin ennusteisiin vaikuttavat luonnollisesti markkinan kasvuoletukset sekä näkemyksemme yhtiön kilpailukyvyn kehityksestä. Pihlajalinna on ajoittain jäänyt orgaanisesti selvästi markkinan kasvuvauhdista jälkeen (kuten vuosina 2017-2020), mutta viime vuosina yhtiö on

ajoittanut kasvanut nähdäksemme jopa markkinaa vauhdikkaammin. Yhtiön suuren koon ja jo konsolidoituneen markkinan myötä merkittävästi markkinakasvua nopeampi kasvu voi olla haastavaa pitkällä aikavälillä, joskin keskipitkällä aikavälillä yhtiöllä on vielä mahdollisuuksia voittaa markkinaosuuksia.

Tuloksen osalta ennustamme tuloskehitystä erikseen segmenteille. Segmenttikohtaisia tarkempia kulurakenteita yhtiö ei avaa (vain oikaistu EBITA). Tuloskehitykseen vaikuttaa luonnollisesti yhtiön omat toimenpiteet sekä volyymikehitys.

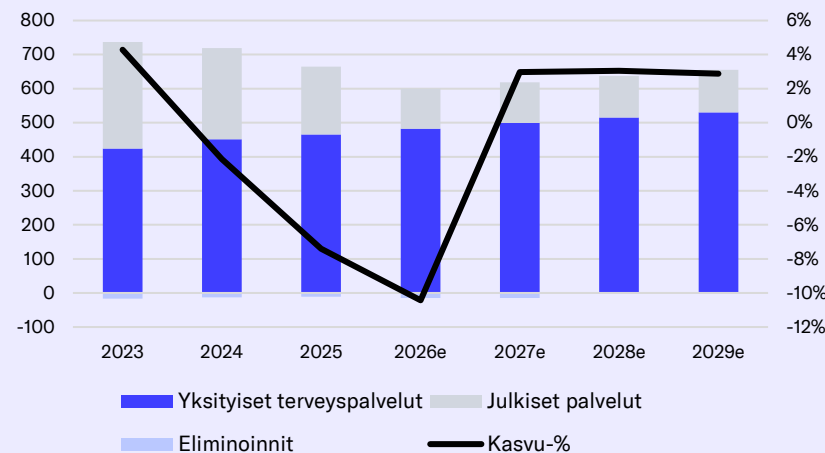
Ulkoistusten osuuden laskiessa Pihlajalinnan tuloksen kausiluonteisuus on myös muuttumassa, ja vahvoina kvartaaleina tuloksellisesti erottuvat nyt etenkin Q1 ja Q4 flunssakausien vuoksi. Aiemmin Q3 on ollut yhtiölle etenkin ulkoistusliiketoiminnassa vahva neljännes kiinteän laskutuksen ja palveluiden vähäisemmän käytön takia.

Vuosi 2026 on muutosten vuosi

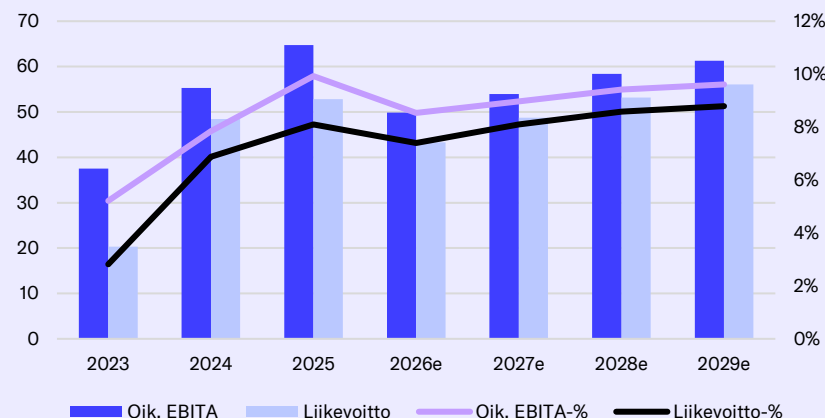
Pihlajalinna on ohjeistanut vuoden 2026 liikevaihdon olevan 570-600 MEUR (2025: 652 MEUR) ja oikaistun EBITA-marginaalin 9-10 % liikevaihdosta. Oikaistun EBITAn osalta ohjeistus indikoi siten 51,3-60,0 MEUR:n tulosta. Pihlajalinnan liikevaihto laskee päättyneiden ulkoistussopimusten ja asumispalveluiden divestointien johdosta yhteensä noin 83 MEUR vuodesta 2025 (72 MEUR ulkoistuksista ja 11 MEUR divestoinneista).

Ennustamme Pihlajalinnan liikevaihdon laskevan tänä vuonna 10 % 584 MEUR:oon. Liikevaihdon laskua ajaa etenkin vanha Julkiset palvelut –segmentti, missä odotamme liikevaihdon laskevan noin 41 % 118 MEUR:oon. Liikevaihto laskee etenkin elokuussa 2025 päättyneiden Jämsän terveys- ja Jokilaakson sairaalan sekä vuoden 2025 lopulla päättyneen Kuusiolinna terveyden päättyneiden ulkoistusten myötä.

Vanhan segmenttiraportoinnin mukaiset liikevaihtoennusteet (MEUR) ja kasvu-%



Operatiivisen tuloksen (MEUR) ja kannattavuuden ennusteet



Ennusteet 2/3

Lisäksi segmentin liikevaihtoa rasittavat asumispalveluyksiköiden divestoinnit sekä vaisu kysyntä muun muassa vastuulääkäri- ja työvoimapalveluissa.

Vanhan Yksityiset terveysterveyspalvelut –segmentin liikevaihdon odotamme kasvavan hieman vajaa 4 % 482 MEUR:oon. Emme odota kasvun saavan merkittävää tukea hinnoittelusta, ja siten kasvu on myös riippuvaista volyymikasvusta. Kasvua tukee arviomme mukaan hieman kasvanut työterveyshoidettavien kanta (tukea mm. [syksyllä tiedotetuista](#) uusista asiakkaista), vakuutusyhtiöasiakkaiden jatkunut maltillinen kasvu sekä pienemmässä määrin yksityisasiakkaiden paraneva ostovoima. Jonkin verran vastatuulta tulee Suomen haastavasta taloustilanteesta, mikä heijastuu esimerkiksi hyvinvointialueiden kysyntään ja työterveyspalveluiden käyttöön.

Oikaistun EBITAn odotamme laskevan 55,0 MEUR:oon (2025: 65,3 MEUR), mikä vastaisi 9,4 %:n oikaistua EBITA-marginaalia ollen aavistuksen ohjeistuksen keskipisteen alapuolella. Myös tulospudotus tapahtuu vanhassa Julkisen palvelut –segmentissä liikevaihdon laskiessa merkittävästi. Segmentin kannattavuus kehittyi myös erittäin vahvasti viime vuosina, joten liikevaihdon lasku vie automaattisesti myös merkittävän määrän tuloskuormaa mennessään. Lisäksi segmentin tulos oli viime vuonna poikkeuksellisen vahva päättyvissä ulkoistuksissa, joissa toiminta oli optimoitu loppuun asti ja tulos sai jonkin verran tukea päättyvistä ulkoistuksista. Odotamme kyseisen segmentin tuloksen laskevan 10,3 MEUR:oon (2025: 26,7 MEUR), mikä tarkoittaisi 8,9 %:n oik. EBITA-marginaalia (2025: 13,5 %). Suhteellista kannattavuutta painaa arviomme mukaan alkuun Q2:n aikana käynnistytvä Pohjois-Pirkanmaan ulkoistus, missä kannattavuus on arviomme mukaan alkuun muita ulkoistuksia heikompa.

Vanhan Yksityiset terveysterveyspalvelut –segmentin odotamme

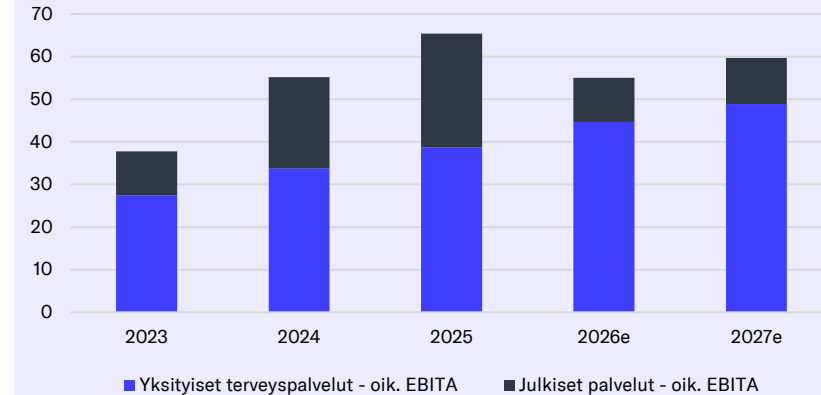
jatkavan tuloskasvu-uralla ja oikaistun EBITAn paranevan 44,7 MEUR:oon (2025: 38,6 MEUR). Tuloskasvua tukevat ennusteissamme hieman kasvavat volyymit sekä yhtiön aiemmin tekemien ja jatkuvien kannattavuustoimenpiteiden hedelmät. Kyseisen segmentin kannattavuuskehitys on ollut viime vuosina asteittaista, mutta samalla kuitenkin koko ajan nousujohteista. Vuonna 2026 tukea kannattavuuteen tulee arviomme mukaan etenkin toimenpiteistä työterveyden kiinteähintaisten sopimusten parissa. Myös muut jatkuvat toimenpiteet tuovat tukea taustalla (toimipisteiden ja henkilöstön resurssien sovittaminen, sopimusten hallinta, hinnoittelu, hoitoketjuohjaus). Selkeää tukea tuloskehitykseen tulee syksyllä 2025 pidetyistä mittavista muutosneuvotteluista, mutta tästä syntyvien säästöjen jakautuminen vanhojen segmenttien välillä on epävarmaa. Osittain tästä syystä segmenttiennusteisiimme tuleekin suhtautua tässä vaiheessa suuntaa-antavina.

Odotamme raportoidun osakekohtaisen tuloksen laskevan vuonna 2026 1,42 euroon (2025: 1,57 euroa). Suhteessa operatiivisen tuloksen laskuun nähden odotamme EPS:n laskevan varsin maltillisesti. Tätä tukee ennusteissamme etenkin hybridivelan (12 % korko) poismaksu keväällä 2026, vähemmistöjen osuuden pieneneminen tuloksesta ulkoistusten supistumisen myötä sekä rahoituskulujen maltillinen lasku.

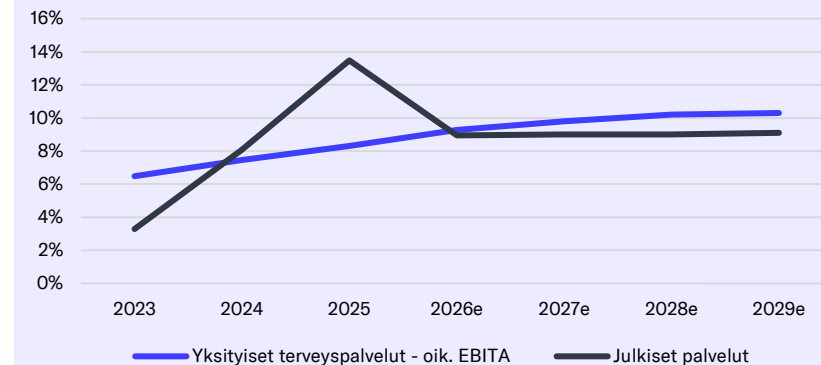
Vuonna 2027 odotamme yhtiön palaavan kasvuun

Pihlajalinnan liiketoiminta on kokenut merkittävän murroksen viime vuosina päättyvien ulkoistusten myötä. Viimeiset ja suurimmat vaikutukset nähdään näillä näkymin kuitenkin vuonna 2026, ja vuonna 2027 yhtiöllä pitäisi olla hyvät edellytykset palata orgaaniseen kasvuun. Tätä myös yhtiön taloudelliset tavoitteet indikoivat ja vaativat (2028 tavoite: 700 MEUR liikevaihto).

Vanhojen raportointisegmenttien tulosenennusteet (MEUR)



Vanhojen raportointisegmenttien kannattavuusennusteet (Oik. EBITA-%)



Ennusteet 3/3

Odotamme yhtiön liikevaihdon kasvavan vuonna 2027 maltillisesti 3 % 602 MEUR:oon, mikä on pitkälti markkinan keskimääräisten kasvuennusteiden tasolla. Kasvu voi olla myös voimakkaampaa, mikäli esimerkiksi hyvinvointialueiden ja työterveyden kysyntä lähtisi selvemmin pirstymään. Toisaalta, mikäli kysynnän elpymistä näillä osa-alueilla ei tapahdu, kasvua voi olla haastavaa saavuttaa. Vuositasolla sairastuvuus tuo omat muuttujansa, mitä on toki vaikea ennustaa.

Odotamme ensi vuonna hyvin matalaa kasvua Julkiset palvelut –segmentiltä (ennuste +2 %) ja hieman reippaampaa kasvua Yksityiset terveyspalvelut –segmentiltä (ennuste +3,5 %). Odotamme tuloksen palaavan myös kasvu-uralle ylärivin kasvun myötä ja ennustamme oikaistun EBITAn kasvavan 59,7 MEUR:oon, mikä vastaisi 9,9 % marginaalia.

Keskipitkän aikavälin kasvuennusteet

Odotamme Pihlajalinnan liikevaihdon kasvavan vuodesta 2027 eteenpäin vuosikymmenen loppua kohti pitkälti ennustetun markkinakasvun tahdissa (+3 %). Kannattavuuden odotamme skaalautuvan maltillisesti kasvun myötä, mutta päätyvän korkeimmillaan hieman yli 10 %:n tasolle (oik. EBITA-%).

Strategiakauden lopulla ennusteemme vuodelle 2028 on 620 MEUR liikevaihto ja 63,5 MEUR oikaistu EBITA (10,2 % liikevaihdosta). Nämä ovat selvästi alle yhtiön omien tavoitteiden (liikevaihto 700 MEUR ja 12 %:n oikaistu EBITA-marginaali). Siten hyvällä strategian toteutuksella yhtiöllä on mielestämme potentiaalia selvästi parempaan.

Liikevaihtotavoitteisiin pääseminen vaatisi nähdäksemme markkinaosuuksien voittamista tulevina vuosina, mihin yhtiön kokonaiskustannusvaikuttavuuteen tähtäävä strategia kuitenkin voi tarjota eväitä nykyisessä haastavassa

markkinassa, jossa kaikki suurimmat asiakasryhmät (vakuutusyhtiöt, yritykset ja hyvinvointialueet) hakevat kustannussäästöjä. Kannattavuustavoite on arviomme mukaan pitkälti riippuvainen liikevaihtotavoitteesta eli sen saavuttaminen vaatii kasvun realisoitumisen. Tämä on luonnollisesti osittain riippuvaista miten kasvu saavutetaan. Jos kasvu syntyy nykyisessä verkostossa ja siten verkoston käyttöasteet paranevat on tällä luonnollisesti suora positiivinen vaikutus kannattavuuteen. Jos kasvu syntyisi aggressiivisesti verkostoa kasvattamalla tai yritysostoilla, ei sen skaalautuminen kannattavuuteen olisi yksiselitteistä.

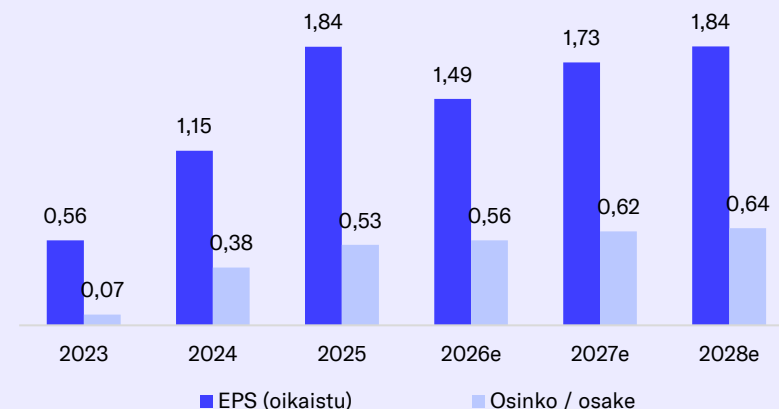
Pitkän aikavälin ennusteet

Odotamme Pihlajalinnan jatkavan 2030-luvulla vajaan 3 %:n kasvua pois lukien vuonna 2031, jolloin pitkän aikavälin ennusteissamme on huomioitu pieni vastatuuli liikevaihtoon (-2 %) Mäntänvuoren Terveiden ja uuden Pohjois-Pirkanmaan ulkoistussopimusten päättyessä. Tämän jälkeen yhtiön kasvu jatkuu ja tasaantuu kohti terminaalikasvuennustettamme (2 %).

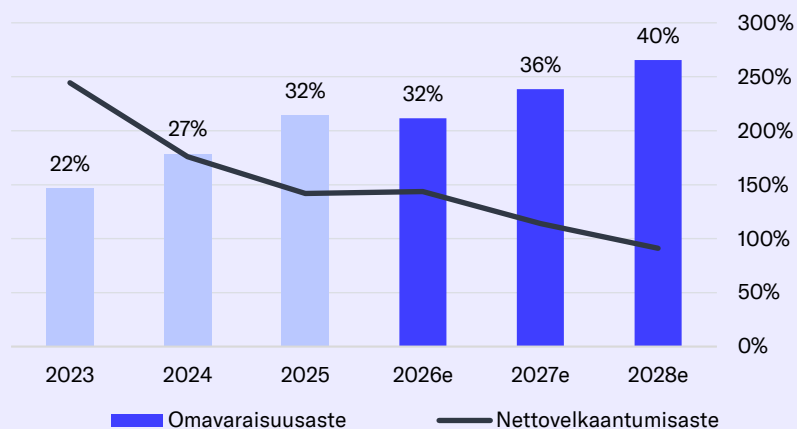
Odotamme yhtiön raportoidun liikevoittomarginaalin saavuttavan 9,3 % vuonna 2029, minkä jälkeen marginaali laskee asteittain kohti terminaalin 7,1 %:n tasoa. Oikaistulla EBITA-%:lla mitattuna ennusteemme saavuttaa korkeimmillaan hieman yli 10 %:n tason ja tasaantuu kohti 8 %:ia terminaalissa.

Pitkän aikavälin ennusteemme ei nojaa yhtiön merkittävään markkinaosuuksien voittoon, vaan yhtiö kasvaa pitkälti odotetun markkinakasvun mukaisesti. Kannattavuuden osalta ennusteissamme on tiettyä varovaisuutta, mikä on mielestämme kuitenkin perusteltua, sillä pitkällä aikavälillä mukaan mahtuu useanlaisia markkinatilanteita sekä yhtiön erilaisia kehitysvaiheita. Huolimatta Pihlajalinnan vahvasta tuloskäänneestä viime vuosina, yhtiön pitkän aikavälin kannattavuuskehitys on ollut vaihtelevaa, mikä myös puoltaa tiettyä malttia pitkän aikavälin ennusteissa.

Osakekohtainen tulos ja osinko



Taseen avainlukujen kehitys



Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2024	Q1'25	Q2'25	Q3'25	Q4'25	2025	Q1'26e	Q2'26e	Q3'26e	Q4'26e	2026e	2027e	2028e	2029e
Liikevaihto	704	180	171	149	152	652	152	147	135	151	584,4	602	620	638
Yksityiset terveyspalvelut	452	124	117	105	119	465	126	121	110	125	482	499	515	530
Julkiset palvelut	268	61	58	46	34	199	29	30	29	30	118	120	122	125
Käyttökate	102	29,0	28,8	28,2	23,3	109	27,3	23,9	23,4	27,5	102	108	110	112
Yksityiset terveyspalvelut (oik. EBITA)	33,6	12,1	8,4	6,9	11,2	38,6	12,9	9,8	8,9	13,0	44,7	48,9	52,5	54,6
Julkiset palvelut (oik. EBITA)	21,5	6,0	6,1	7,6	7,0	26,7	2,6	2,3	2,7	2,7	10,3	10,8	11,0	11,3
EBITA ilman kertaeriä	55,2	18,1	14,6	14,4	18,2	65,3	15,6	12,1	11,6	15,7	55,0	59,7	63,5	66,0
Poistot ja arvonalennukset	-53,1	-12,6	-15,8	-13,4	-14,8	-56,6	-13,4	-13,4	-13,4	-13,4	-53,6	-53,4	-53,0	-52,8
Liikevoitto ilman kertaeriä	49,3	16,8	13,4	13,2	16,9	60,3	14,4	10,9	10,4	14,5	50,2	55,3	57,7	59,7
Liikevoitto	48,5	16,4	13,0	14,8	8,5	52,7	13,9	10,5	10,0	14,1	48,4	54,5	57,1	59,3
Nettorahoituskulut	-9,8	-1,6	-1,9	-1,8	-1,6	-6,9	-1,6	-1,6	-1,6	-1,6	-6,4	-6,1	-5,5	-5,0
Tulos ennen veroja	38,7	14,7	11,2	13,0	6,9	45,8	12,3	8,9	8,4	12,5	42,0	48,4	51,6	54,3
Verot	-8,5	-3,1	-1,7	-1,5	-0,9	-7,2	-2,5	-1,8	-1,7	-2,5	-8,4	-9,7	-10,3	-10,9
Vähemmistöosuudet	-2,8	-0,6	-0,8	0,6	-0,2	-1,0	-0,3	-0,3	-0,25	-0,3	-1,0	-0,5	-0,5	-0,5
Nettotulos	27,4	11,0	8,7	12,1	5,8	37,6	9,6	6,8	6,5	9,7	32,6	38,2	40,7	42,9
Hybridilainan korot	-2,4	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-2,4	-0,6	0,0	0,0	0,0	-0,6	0,0	0,0	0,0
EPS (oikaistu)	1,15	0,48	0,37	0,46	0,53	1,84	0,42	0,32	0,30	0,45	1,49	1,73	1,84	1,93
EPS (raportoitu)	1,23	0,46	0,36	0,51	0,23	1,57	0,40	0,30	0,29	0,43	1,42	1,70	1,81	1,91

Tunnusluvut	2024	Q1'25	Q2'25	Q3'25	Q4'25	2025	Q1'26e	Q2'26e	Q3'26e	Q4'26e	2026e	2027e	2028e	2029e
Liikevaihdon kasvu-%	-2,2 %	-1,5 %	-2,0 %	-9,4 %	-16,7 %	-7,4 %	-16,0 %	-14,4 %	-9,1 %	-0,5 %	-10,4 %	3,0 %	3,1 %	2,9 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	63,1 %	25 %	36 %	8 %	22 %	22,2 %	-14 %	-19 %	-21 %	-14 %	-16,7 %	10,1 %	4,4 %	3,5 %
Käyttökate-%	14,4 %	16,1 %	16,8 %	19,0 %	15,3 %	16,8 %	18,0 %	16,3 %	17,3 %	18,2 %	17,5 %	17,9 %	17,8 %	17,6 %
Oikaistu EBITA-%	7,8 %	10,0 %	8,5 %	9,7 %	12,0 %	10,0 %	10,3 %	8,3 %	8,6 %	10,4 %	9,4 %	9,9 %	10,2 %	10,3 %
Oikaistu liikevoitto-%	7,0 %	9,3 %	7,8 %	8,9 %	11,1 %	9,2 %	9,5 %	7,4 %	7,7 %	9,6 %	8,6 %	9,2 %	9,3 %	9,4 %
Nettotulos-%	3,9 %	6,1 %	5,1 %	8,1 %	3,8 %	5,8 %	6,3 %	4,7 %	4,8 %	6,4 %	5,6 %	6,4 %	6,6 %	6,7 %

Ennustemuutokset	2026e	2026e	Muutos	2027e	2027e	Muutos	2028e	2028e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	584	584	0 %	602	602	0 %	620	620	0 %
Käyttökate	105	102	-3 %	98,9	108	9 %	103	110	7 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	50,2	50,2	0 %	55,7	55,3	-1 %	58,1	57,7	-1 %
Liikevoitto	48,4	48,4	0 %	54,9	54,5	-1 %	57,4	57,1	-1 %
Tulos ennen veroja	42,0	42,0	0 %	48,7	48,4	-1 %	51,6	51,6	0 %
EPS (ilman kertaeriä)	1,49	1,49	0 %	1,74	1,73	-1 %	1,84	1,84	0 %
Osakekohtainen osinko	0,60	0,56	-7 %	0,62	0,62	0 %	0,64	0,64	0 %

Lähde: Inderes

Koko vuoden osakekohtainen tulos on laskettu vuoden lopun osakemäärällä.

Vastaavaa	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Pysyvät vastaavat	533	507	506	507	508
Liikearvo	255	254	254	254	254
Aineettomat hyödykkeet	15,7	14,8	14,9	15,7	17,3
Käyttöomaisuus	249	228	227	226	226
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Muut pitkäaikaiset varat	5,5	2,2	2,2	2,2	2,2
Laskennalliset verosaamiset	7,7	8,1	8,1	8,1	8,1
Vaihtuvat vastaavat	97,5	91,1	101	104	107
Vaihto-omaisuus	4,5	4,0	3,6	3,7	3,8
Muut lyhytaikaiset varat	0,9	1,3	1,3	1,3	1,3
Myyntisaamiset	61,2	55,1	70,1	72,2	74,4
Likvidit varat	30,9	30,7	26,3	27,1	27,9
Taseen loppusumma	630	598	608	611	615

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Oma pääoma	169	193	193	218	245
Osakepääoma	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1
Kertyneet voittovar	33,0	53,6	73,7	99,3	126
Oman pääoman ehtoiset lainat	20,0	20,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	118	117	117	117	117
Vähemmistöosuus	-1,8	2,0	2,0	2,0	2,0
Pitkäaikaiset velat	307	280	282	257	235
Laskennalliset verovelat	7,9	7,2	7,2	7,2	7,2
Varaukset	2,6	2,3	2,3	2,3	2,3
Korolliset velat	296	270	272	248	225
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,5	0,3	0,3	0,3	0,3
Lyhytaikaiset velat	155	126	133	135	136
Korolliset velat	32,8	33,8	31,1	28,4	25,9
Lyhytaikaiset korottomat velat	121	88,7	98,8	103	107
Muut lyhytaikaiset velat	0,8	3,0	3,0	3,0	3,0
Taseen loppusumma	630	598	608	611	615

Arvostus 1/3

Arvostuskertoimet eivät ole nousseet tulokäänteen mukana

Pihlajalinnan pörssitaival ei ole ollut sijoittajille erityisen tuottoisa osin listautumisen korkeasta hintalapusta, muutoksesta hyväksyttävissä arvostuskertoimissa (korkojen nousu) sekä kasvun pääomaintensiivisyydestä johtuen. Vuosina 2024-2025 osake tuotti kuitenkin erinomaisesti onnistuneen kannattavuuskäänteen myötä, mutta tuotot tulivat pitkälti tulokasvusta eikä markkina lähtenyt venyttämään arvostuskertoimia. Syksystä 2025 alkaen osake on ottanut selvästi takapakkia. Ulkoistusten päättymisestä syntyvä tulospudotus olisi pitänyt olla markkinan tiedossa, mutta tulokasvun kääntyessä ajurien puute on voinut aiheuttaa osakkeeseen painetta. Tämän lisäksi kysyntänäkymä markkinalla on yleisesti muuttunut heikommaksi. Arvostus on mielestämme erittäin matala (lähes historiallisissa pohjissa) kuluven vuoden tulospudotuksesta huolimatta ja tuotto-riskisuhde erittäin hyvä.

Hyväksyttävään arvostustasoon vaikuttavia tekijöitä

Historiallinen kehitys on ollut ailahtelevaa. Sekä yhtiön ulkoistusten että yksityisen verkoston kannattavuus on vaihdellut merkittävästi historiassa. Mielestämme yhtiön laatu ja tekeminen ovat parantuneet merkittävästi vuosina 2023-2025, mutta arviomme mukaan yhtiön historian painolasti painaa edelleen jossain määrin sijoittajien yhtiölle hyväksymää arvostustasoa. Mielestämme kannattavuuskäänte on kestäväällä tolalla, eikä pelkästään historian vuoksi alhaisempi hinnoittelu ole mielestämme perusteltua.

Kuluvan vuoden tuloslaskun pitäisi olla kertaluonteinen.

Kuluvan vuoden tulospudotus on ollut mielestämme nähtävissä pidempään, sillä loppuvuonna 2025 ja 2025-2026 vuodenvaihteessa päättyi merkittäviä ulkoistuksia, jotka

vahvan kannattavuuden vuoksi vievät mukanaan merkittävästi myös tuloksuormaa. Päättävien ulkoistusten vaikutus ei enää ulotu vuoteen 2027, ja siten näemme yhtiöllä edellytykset jatkaa maltillisessa tulokasvussa kuluven vuoden tuloslaskun jälkeen. Joka tapauksessa, yksityisen verkoston tulokontribuutio kasvaa tänä vuonna merkittävästi, ja jatkossa myös tulokasvu on entistä selvemmin riippuvaista yksityisen verkoston tulokehityksestä. Vaikka yksityisen verkoston kannattavuustrendi on ollut viime vuosina vahva, ei sen kannattavuus ole nähdäksemme vieläkaan potentiaalisissaan. Tätä kautta potentiaalia tulokasvulle on edelleen selvästi.

Pihlajalinna toimii defensiivisellä, mutta maltillisen kasvunäkymän markkinalla. Mikäli yksityiset yhtiöt ottavat aiempaa suuremman roolin julkisen terveydenhuollon hoitojonojen purkamisessa on markkinan kasvuvauhdilla edellytykset kiihtyä historiaa nopeammaksi. Sote-uudistuksen alkumetreillä viitteitä tällaisesta ei varsinaisesti ole, vaan hyvinvointialueet ovat ottaneet tuotantoa enemmän omiin käsiinsä. Lyhyellä aikavälillä kysyntänäkymä kaikissa suurimmissa asiakassegmenteissä (hyvinvointialueet, vakuutusyhtiöt ja työterveys) vaikuttaa hieman pehmeältä.

Pihlajalinna kuuluu toimialan suurimpiin yhtiöihin, mutta on vielä selvästi kahta suurinta pienempi (Terveystalo ja Mehiläinen). Siten hyvällä strategian toteutuksella, potentiaalia markkinaosuuksien voittamiselle löytyy.

Pääoman tuottoluvut ovat parantuneet kannattavuuskäänteen myötä. Historiassa yhtiön pääoman tuottoluvut ovat olleet varsin heikkoja, mikä on ollut seurausta pääomaintensiivisestä verkoston rakennusvaiheesta (sekä orgaaninen että epäorgaaninen verkoston kasvattaminen) ja heikosta kannattavuudesta.

Historiallisen eteenpäin katsovan EV/EBITDA-kertoimen kehitys



Arvostus 2/3

Parantuneen kannattavuuden myötä pääoma on alkanut tuottaa paremmin, minkä lisäksi myös investoinneissa ja yrityskaupoissa on nähty aiempaa enemmän kurinalaisuutta. Nähdäksemme voimakkaan rakennusvaiheen hedelmiä poimitaankin nyt jälkikäteen. Yleisesti ottaen korkeampi pääoman tuotto tukee korkeampaa arvostustasoa, sillä näin jokainen liiketoimintaan investoitu euro tuottaa paremmin ja liiketoiminta luo näin enemmän arvoa. Pihlajalinnan pääoman tuottoluvuissa on hyvä huomioda yhtiön merkittävät vuokravelat (pitkät vuokrasopimukset), jotka paisuttavat yhtiön tasetta. Yhtiön taseessa on muutenkin velkavipua, ja oman pääoman tuotto (ROE) on selvästi sijoitetun pääoman tuottoa (ROIC) korkeampi.

Pihlajalinnan taseasema on parantunut merkittävästi viime vuosina, minkä myötä yhtiö on muun muassa keväällä 2026 lunastamassa takaisin sen 20 MEUR:n hybridilainan (12 % korko). Emme näe taseasemaa enää varsinaisesti riskiä kohottavana tekijänä, eikä tämän pitäisi mielestämme painaa hyväksyttävää arvostusta. Tase on kuitenkin edelleen selvästi nettovelan puolella ja sen myötä operatiivinen tulos heijastuu selvällä vivulla osakekohtaiseen tulokseen ja P/E-lukuun. Operatiivisen tulostuksen kohetessa markkina-arvolla on potentiaalia nousta vivulla, ja tästä onkin nähty merkkejä viime vuosina.

Alan krooninen osajapula sekä poliittisiin päätöksiin liittyvä epävarmuus nostavat jossain määrin Pihlajalinnan riskiprofilia. Se, minkälainen rooli yksityisillä terveyspalveluyhtiöillä on Suomen terveydenhuollossa, on osittain poliittinen päätös.

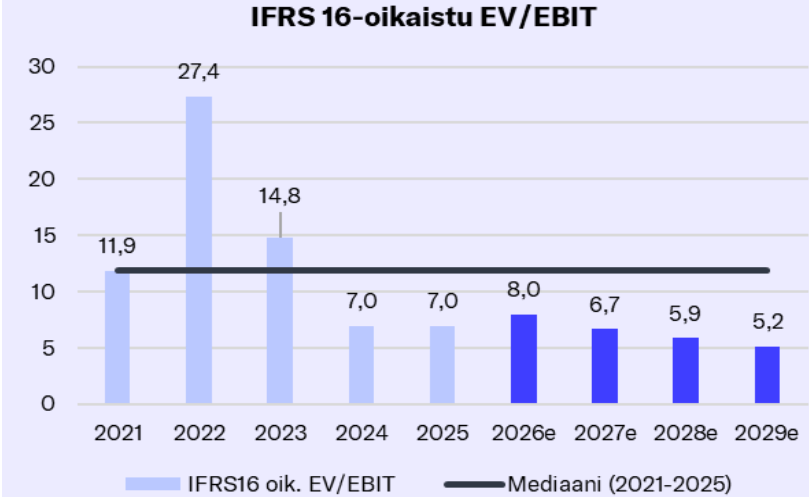
Kerroin pohjainen arvostus

Suosimme Pihlajalinnan arvostuksen tarkastelussa tulospohjaisia kertoimia. Kertoimista suosimme PPA-poistoista

ja kertaeristä oikaistua P/E-lukua, sillä se huomioi korkokulut, hybridilainan korot (poistuu tänä vuonna) sekä vähemmistöille kuuluvan osan tuloksesta (nykyään hyvin pieni). Lisäksi tarkastelemme IFRS 16 -oikaistua EV/EBIT-kerrointa, jossa oikaisemme yhtiön taseen merkittävät vuokrasopimusvelat korollisista veloista. Tunnusluku huomioi vuokrat tuloslaskelman osalta poistoissa, minkä lisäksi olemme vähentäneet vuokravelkoihin liittyvän rahoituskulukomponentin. Yhtiö itse ohjeistaa ja raportoi oikaistua EBITAa, mutta Pihlajalinnan tapauksessa A-komponentti sisältää kuitenkin pääasiassa kassavirtavaikutteisia digikehitykseen liittyviä aineettomien hyödykkeiden poistoja, mikä osaltaan syö luvun mielekkyyttä.

Pihlajalinnan vuoden 2026 oikaistu P/E-luku on alle 9x ja vastaava IFRS16-oikaistu EV/EBIT-kerroin 8x. Kuluvana vuonna tulos laskee, mutta tämä on ulkoistusten aiheuttaman tulospudotuksen vuoksi ”pohjatulos”. Vastatuulta näistä ei enää pitäisi tulla, ja jatkossa tulokehitys on kiinni ”orgaanisesta” kehityksestä. Kuluvan vuoden osakekohtaisen tuloksen osalta on hyvä huomata, että lasku on varsin maltillinen huomioiden operatiivisen tuloksen pudotuksen. Tähän vaikuttaa kuitenkin hybridivelan poismaksu, vähemmistöjen aiempaa pienempi osuus tuloksesta päättyneiden ulkoistusten myötä sekä pieni lasku rahoituskuluissa laskeneen nettovelan myötä.

Odotamme yhtiön palaavan maltilliseen tulokasvuun ensi vuonna, jolloin oikaistu P/E-luku on vajaa reilu 7x ja IFRS16 oik. EV/EBIT on 7x. Tasot ovat mielestämme hyvin matalia huomioiden yhtiön viime vuosien näytöt kannattavuuskäänteestä sekä maltillinen tulokasvupotentiaali tästä eteenpäin. Käytännössä markkinat mielestämme hinnoittelevatkin, että tulostaso ei tulisi enää kasvamaan vaan pidemmällä aikavälillä jopa hieman laskemaan.



Arvostus 3/3

DCF-malli

Nojaamme arvomäärityksessä myös DCF-kassavirtalaskelmaan, joskin yhtiön varsin poikkeuksellisen pääomarakenteen vuoksi malliin tulee suhtautua tietyllä varauksella. Yhtiön taseen nettovelat ovat erittäin suuret Pohjola Sairaalan vuokravastuiden vuoksi (pitkät vuokrasopimukset). Olemme kompensoineet tätä nostamalla DCF-laskelmamme tavoiteltua velkaantuneisuutta. Tästä syystä WACC (7,2 %) on hyvin matala suhteessa oman pääoman kustannukseen (9,8 %).

DCF-mallimme antama oman pääoman arvo on 17,7 euroa osakkeelta viestien varsin selvästä nousuvarasta osakkeelle, jos yhtiön tuloskehitys vastaa ennusteitamme. Pitkän aikavälin ennusteemme ovat mielestämme varsin maltilliset.

Vapaan kassavirran tuotto

DCF-malliin ja kertoiimiin liittyvien haasteiden vuoksi arvostusta on mielestämme perusteltua tarkastella puhtaasti vapaan kassavirran tuoton kautta, minkä laskemme ennusteidemme vapaan operatiivisen kassavirran kautta. Tätä voi suhteuttaa yritysarvoon (vuokraveloista oikaistu) tai markkina-arvoon, jos kassavirrasta vähentää vielä rahoituskulut. Laskelmilla pääsee noin 9-10 %:n vapaan kassavirran tuottoon vuoden 2026 ennusteillamme. Tänä vuonna ennusteissamme kassavirtaa rasittaa vielä negatiivinen käyttöpääoman muutos ulkoistusten päättyessä. Vuosina 2027-2028 ennusteillamme vapaan kassavirran tuotto on noin 13-14 %. Kassavirran tuotto on mielestämme hyvin houkuttelevalla tasolla ja viestii osaltaan myös maltillisesta arvostuksesta.

Selvä alennus verrokkeihin nähden

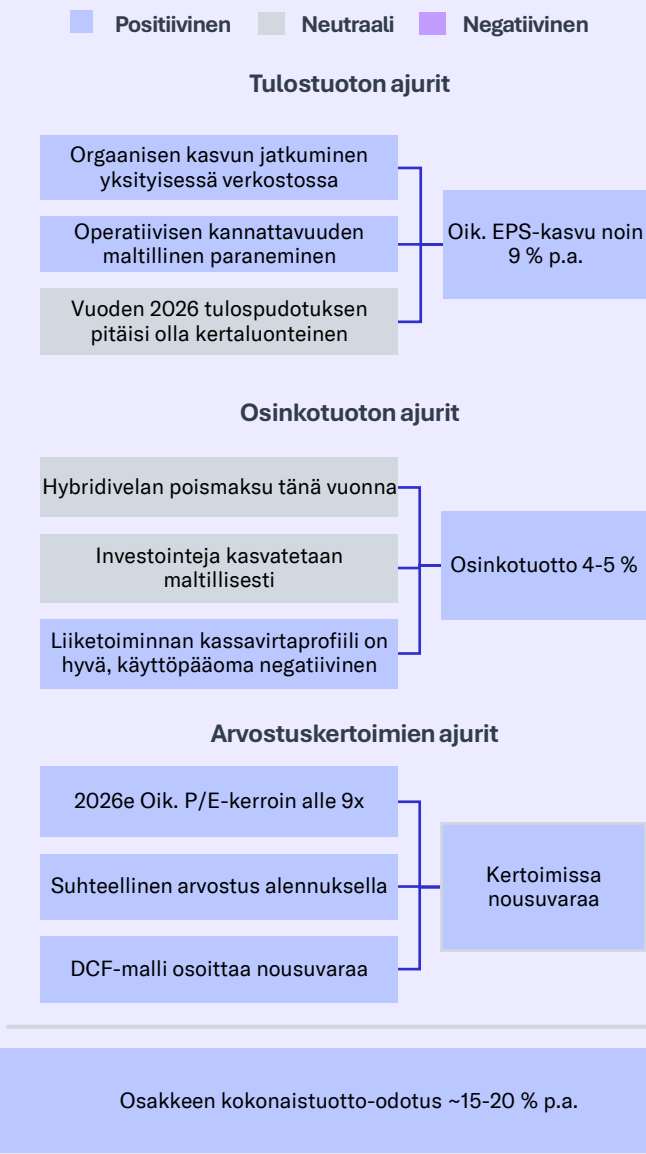
Myös verrokkit luovat tietyt raamit arvostuksen tarkasteluun, joskaan orjamaisesti verrokkien arvostusta ei tule tarkastella. Verrokkianalyyseissa katsomme etenkin EV/EBITDA-kerrointa käyttökatteen ollessa mielestämme yhtiöiden välillä vertailukelpoisin luku. Yritysarvoon vaikuttaa kuitenkin vuokrasopimusten pituus, mikä osaltaan vaikuttaa kertomien vertailukelpoisuuteen. Verrokkeihinsa nähden Pihlajalinnaa arvostetaan tämän ja ensi vuoden EV/EBITDA-kertoimella noin 18-20 %:n alennuksella. Pieni alennus voi olla perusteltua Pihlajalinnan pieni koko sekä viime vuosina ja edelleen tänä vuonna supistuva liiketoiminta huomioiden, mutta tulevaisuuteen katsoen alennus on mielestämme turhan iso.

Osakkeen tuotto-riskisuhde erittäin houkutteleva

Arviomme mukaan Pihlajalinnan osakkeen tuotto-odotus nojaa sekä tulospudotukseen, osinkoon että kertomien nousuun. Ennusteissamme Pihlajalinnan oikaistu osakekohtainen tulos kasvaa keskimäärin noin 9 % tulevina vuosina, mikä on isoin tuotto-odotuksen ajuri. Osinkotuotto ennusteissamme lähivuosina on 4-5 %, joka tuo hyvää tukea tuotto-odotukseen. Lisäksi odotamme tukea myös kertomien elpymisestä. Tämä on luonnollisesti osittain riippuvaista siitä, onnistuuko yhtiö osoittamaan, että kuluvana vuonna tapahtuva tulospudotus on kertaluonteinen ja yhtiö onnistuu palaamaan tulospudotuksen pääasiassa yksityisen verkoston liiketoiminnan tukemana. Nykyinen arvostustaso pitää kuitenkin sisällään mielestämme vahvan turvamarginaalin.

Kokonaisuudessaan osakkeen lähivuosien vuotuinen tuotto-odotus on arviomme mukaan noin 15-20 % ja tuotto-riskisuhde erittäin houkutteleva.

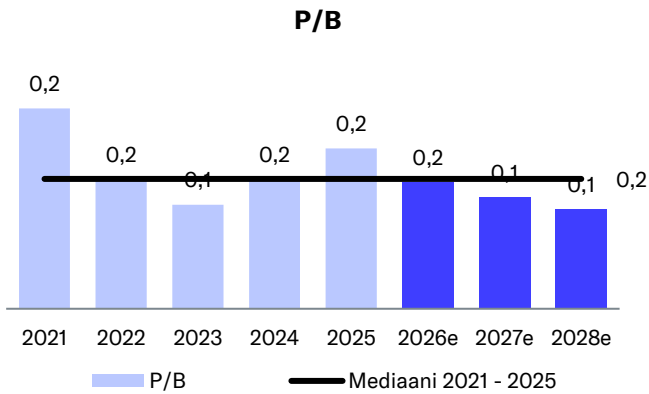
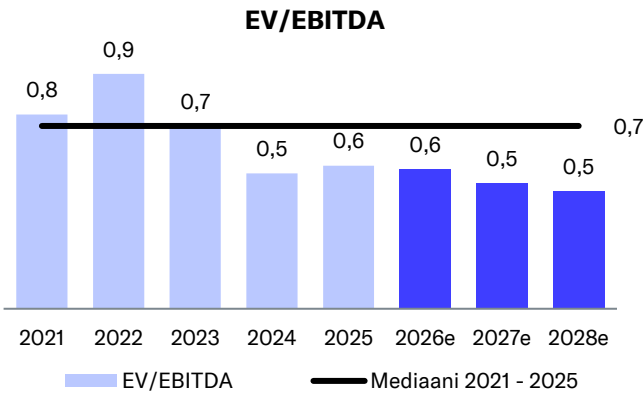
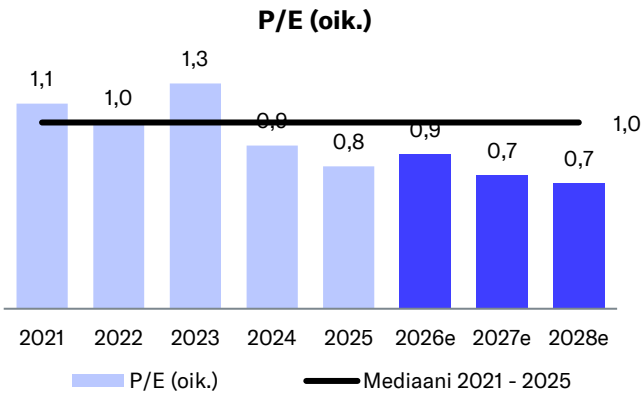
Osaketuoton ajurit 2026e-2029e



Arvostustaulukko

Arvostustaso	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	2029e
Osakekurssi	12,6	8,52	7,06	10,5	14,6	12,9	12,9	12,9	12,9
Osakemäärä, milj. kpl	22,6	22,5	22,6	22,3	22,5	22,5	22,5	22,5	22,5
Markkina-arvo	286	192	160	235	328	290	290	290	290
Yritysarvo (EV)	489	578	530	550	625	570	542	515	488
P/E (oik.)	11,5	10,4	12,6	9,1	8,0	8,6	7,4	7,0	6,7
P/E	14,2	20,1	39,4	9,4	9,3	9,1	7,6	7,1	6,8
P/B	2,4	1,5	1,2	1,6	1,9	1,5	1,3	1,2	1,1
P/S	0,5	0,3	0,2	0,3	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
EV/Liikevaihto	0,8	0,8	0,7	0,8	1,0	1,0	0,9	0,8	0,8
EV/EBITDA	7,8	9,4	7,3	5,4	5,7	5,6	5,0	4,7	4,4
EV/EBIT (oik.)	14,6	30,7	17,5	11,1	10,4	11,4	9,8	8,9	8,2
Osinko/tulos (%)	33,8 %	0,0 %	27,1 %	30,9 %	31,7 %	38,6 %	36,5 %	35,3 %	45,0 %
Osinkotuotto-%	2,4 %	0,0 %	1,0 %	3,6 %	3,6 %	4,3 %	4,8 %	5,0 %	6,7 %

Lähde: Inderes



Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
Yhtiö	MEUR	MEUR	2026e	2027e	2026e	2027e	2026e	2027e	2026e	2027e	2026e	2027e	2026e
Terveystalo	1190	1692	10,8	10,1	6,6	6,3	1,3	1,2	13,7	10,0	7,6	8,8	1,9
Fresenius SE & Co KGaA	26247	35648	13,0	12,0	9,1	8,5	1,5	1,4	12,8	11,6	2,5	2,6	1,2
Netcare Ltd	1148	1756	8,9	8,4	6,5	6,2	1,2	1,2	10,0	9,3	6,2	6,7	1,7
Ramsay Health Care Ltd	6135	13631	20,6	18,8	9,8	9,2	1,2	1,1	31,4	25,8	2,0	2,4	1,9
Life Healthcare Group Holdings Ltd	843	888	6,4	5,6	4,1	3,7	0,7	0,6	8,9	8,0	6,0	6,6	1,3
Rhoen Klinikum AG	871	417	7,1	6,1	3,4	3,0	0,2	0,2	16,8	14,9	1,7	1,2	0,6
Ambea AB (publ)	1038	2199	15,2	14,1	7,5	7,2	1,4	1,3	13,5	12,1	2,2	2,5	2,0
Attendo AB (publ)	1400	2807	16,3	15,2	7,7	7,4	1,6	1,5	16,5	14,6	1,8	2,1	2,5
Medicover AB	2892	4261	21,7	17,2	9,5	8,3	1,6	1,4	27,0	20,2	1,1	1,5	4,8
Spire Healthcare Group PLC	856	2339	12,4	10,6	7,1	6,3	1,2	1,2	17,0	11,4	1,4	2,5	1,0
Pihlajalinna (Inderes)	290	570	11,4	9,8	5,6	5,0	1,0	0,9	8,6	7,4	4,3	4,8	1,5
Keskiarvo			13,1	11,7	6,9	6,4	1,1	1,1	15,4	12,7	3,2	3,6	1,7
Mediaani			12,7	11,4	6,8	6,3	1,2	1,2	13,6	11,5	2,3	2,6	1,5
Erotus-% vrt. mediaani			-10 %	-14 %	-18 %	-20 %	-21 %	-24 %	-36 %	-35 %	86 %	86 %	1 %

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

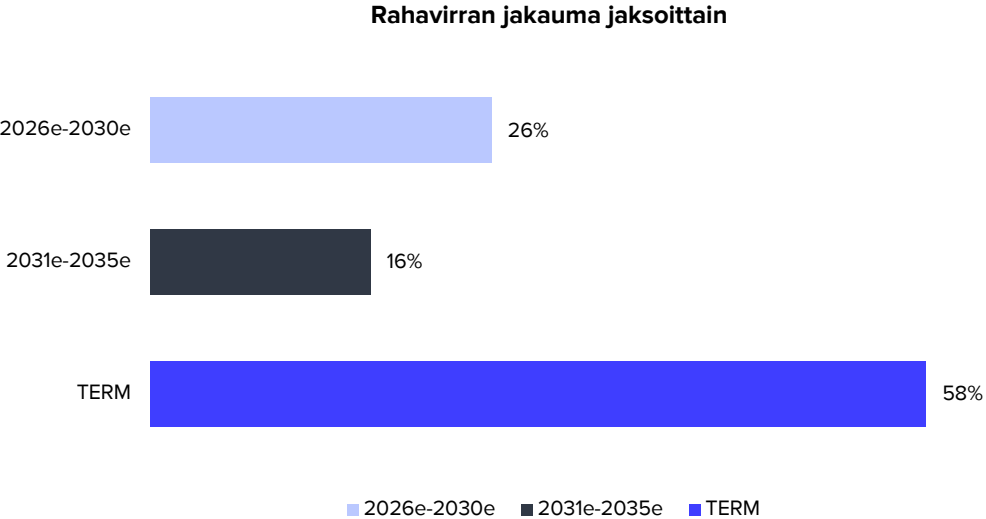
DCF-laskelma

DCF-laskelma	2025	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	2034e	2035e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	-7,4 %	-10,4 %	3,0 %	3,1 %	2,9 %	2,8 %	-2,0 %	2,6 %	2,3 %	2,3 %	2,0 %	2,0 %
Liikevoitto-%	8,1 %	8,3 %	9,1 %	9,2 %	9,3 %	8,6 %	8,3 %	8,0 %	7,5 %	7,3 %	7,1 %	7,1 %
Liikevoitto	52,7	48,4	54,5	57,1	59,3	56,4	53,3	52,7	50,6	50,4	50,0	
+ Kokonaispoistot	56,6	53,6	53,4	53,0	52,8	53,0	53,2	53,9	54,5	52,7	53,6	
- Maksetut verot	-8,3	-8,4	-9,7	-10,3	-10,9	-10,4	-9,8	-9,8	-9,5	-9,5	-9,5	
- verot rahoituskuluista	-1,1	-1,3	-1,2	-1,1	-1,0	-0,9	-0,8	-0,7	-0,7	-0,6	-0,5	
+ 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	-24,0	-4,6	2,5	0,8	0,8	0,8	-0,6	0,8	0,7	0,7	0,6	
Operatiivinen kassavirta	75,9	87,8	99,5	99,5	101	98,9	95,3	96,8	95,6	93,7	94,2	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	-0,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-30,5	-53,0	-53,5	-54,5	-55,0	-55,5	-56,0	-56,5	-57,0	-57,0	-54,1	
Vapaa operatiivinen kassavirta	44,9	34,8	46,0	45,0	46,1	43,4	39,3	40,3	38,6	36,7	40,1	
+/- Muut	8,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	53,4	34,8	46,0	45,0	46,1	43,4	39,3	40,3	38,6	36,7	40,1	793
Diskontattu vapaa kassavirta		32,9	40,6	37,1	35,4	31,1	26,3	25,2	22,5	20,0	20,4	403
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		694	661	621	584	548	517	491	466	443	423	403
Velaton arvo DCF		694										
- Korolliset velat		-323,9										
+ Rahavarat		30,7										
-Vähemmistöosuus		-3,0										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
Oman pääoman arvo DCF		398										
Oman pääoman arvo DCF per osake		17,7										

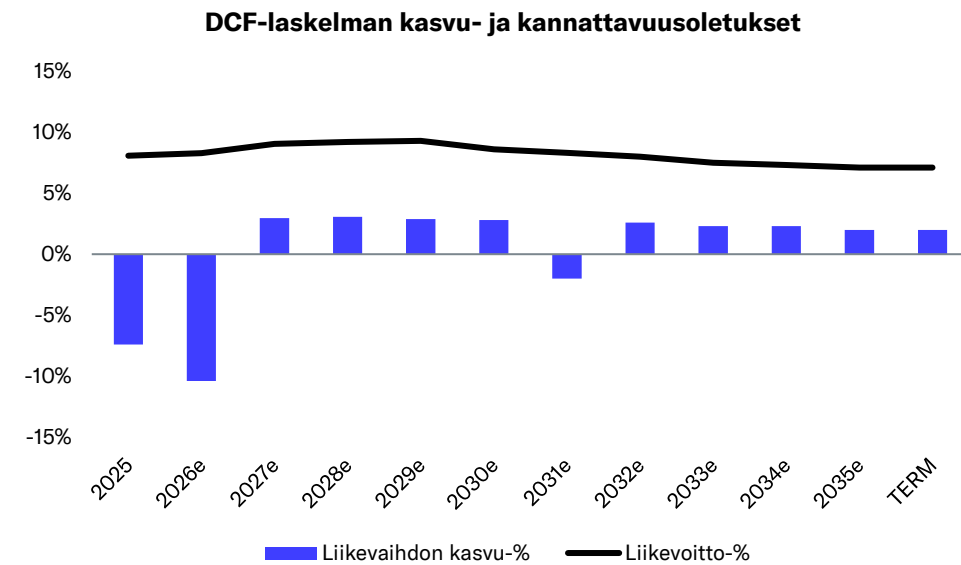
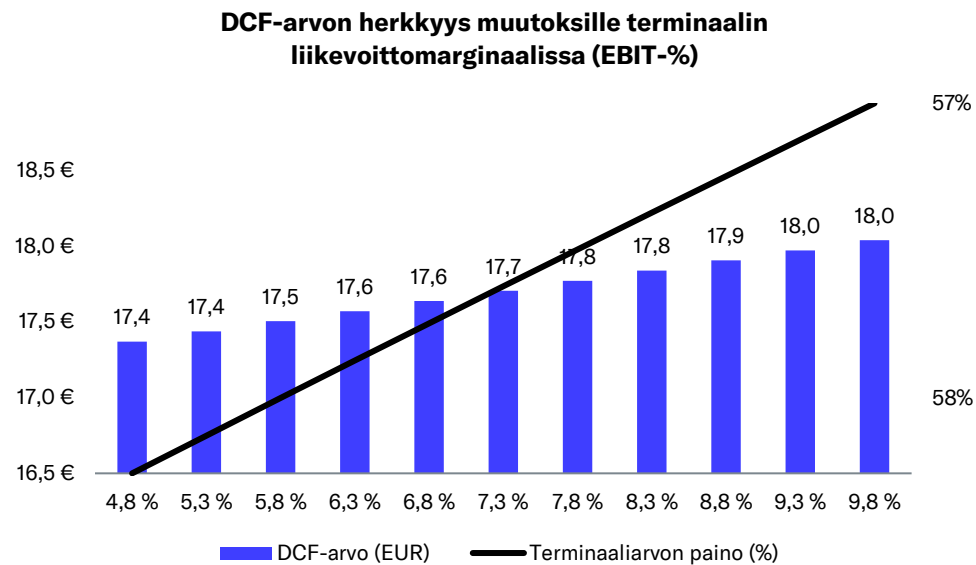
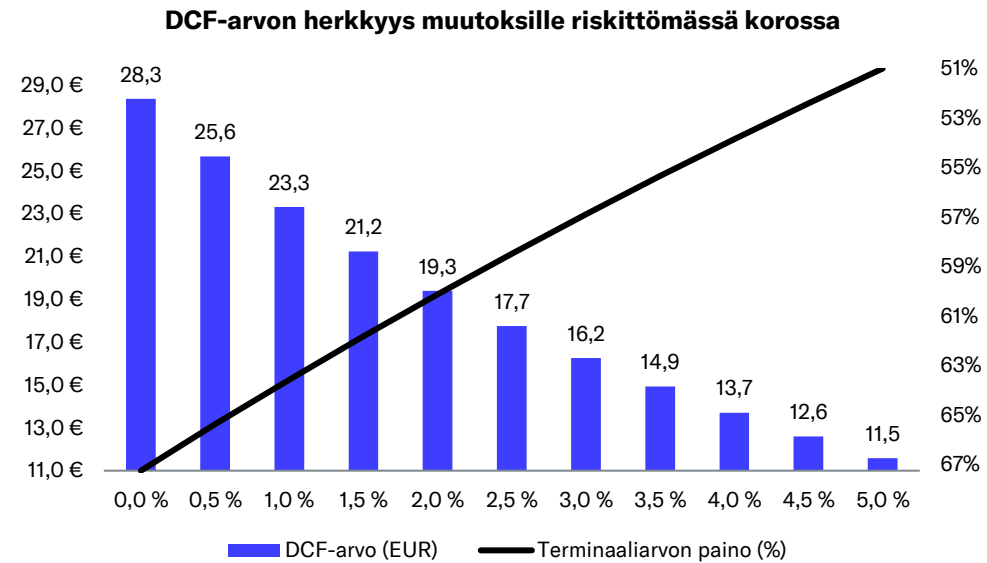
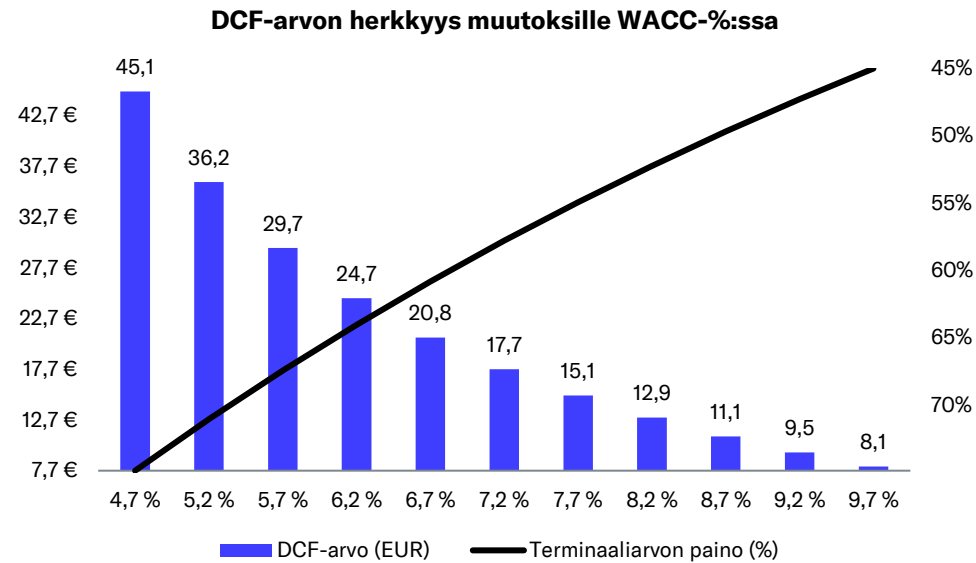
Pääoman kustannus (WACC)

Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	45,0 %
Vieraan pääoman kustannus	5,0 %
Yrityksen Beta	1,00
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	2,50 %
Riskitön korko	2,5 %
Oman pääoman kustannus	9,8 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	7,2 %

Lähde: Inderes



DCF:n herkkyysslaskelmat ja avainoletukset graafeina



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

Yhteenveto

Tuloslaskelma	2023	2024	2025	2026e	2027e
Liikevaihto	720,0	704,4	652,2	584,4	601,7
Käyttökate	72,6	101,6	109,3	102,0	107,8
Liikevoitto	20,7	48,5	52,7	48,4	54,5
Voitto ennen veroja	8,4	38,7	45,8	42,0	48,4
Nettovoitto	5,9	27,4	37,6	32,6	38,2
Kertaluontoiset erät	-9,6	-0,8	-7,6	-1,8	-0,8

Tase	2023	2024	2025	2026e	2027e
Taseen loppusumma	657,6	630,2	598,1	607,7	610,8
Oma pääoma	144,7	169,0	192,7	192,8	218,4
Liikearvo	251,8	254,9	253,8	253,8	253,8
Nettovelat	353,6	297,4	273,2	277,1	249,0

Kassavirta	2023	2024	2025	2026e	2027e
Käyttökate	72,6	101,6	109,3	102,0	107,8
Nettokäyttöpääoman muutos	17,3	-2,2	-24,0	-4,6	2,5
Operatiivinen kassavirta	86,5	95,1	75,9	87,8	99,5
Investoinnit	-60,2	-29,2	-30,5	-53,0	-53,5
Vapaa kassavirta	26,2	66,9	53,4	34,8	46,0

Arvostuskertoimet	2023	2024	2025	2026e	2027e
EV/Liikevaihto	0,7	0,8	1,0	1,0	0,9
EV/EBITDA	7,3	5,4	5,7	5,6	5,0
EV/EBIT (oik.)	17,5	11,1	10,4	11,4	9,8
P/E (oik.)	12,6	9,1	8,0	8,6	7,4
P/B	1,2	1,6	1,9	1,5	1,3
Osinkotuotto-%	1,0 %	3,6 %	3,6 %	4,3 %	4,8 %

Lähde: Inderes

Osakekohtaiset luvut	2023	2024	2025	2026e	2027e
EPS (raportoitu)	0,18	1,12	1,57	1,42	1,70
EPS (oikaistu)	0,56	1,15	1,84	1,49	1,73
Operat. Kassavirta / osake	3,82	4,26	3,38	3,90	4,43
Operat. Vapaa kassavirta / osake	1,16	2,99	2,38	1,55	2,05
Omapääoma / osake	6,55	7,64	8,48	8,49	9,63
Osinko / osake	0,07	0,38	0,53	0,56	0,62

Kasvu ja kannattavuus	2023	2024	2025	2026e	2027e
Liikevaihdon kasvu-%	4 %	-2 %	-7 %	-10 %	3 %
Käyttökatteen kasvu-%	33 %	40 %	8 %	-7 %	6 %
Liikevoiton oik. kasvu-%	60 %	63 %	22 %	-17 %	10 %
EPS oik. kasvu-%	-31 %	105 %	59 %	-19 %	16 %
Käyttökate-%	10,1 %	14,4 %	16,8 %	17,5 %	17,9 %
Oik. Liikevoitto-%	4,2 %	7,0 %	9,2 %	8,6 %	9,2 %
Liikevoitto-%	2,9 %	6,9 %	8,1 %	8,3 %	9,1 %
ROE-%	4,3 %	17,2 %	20,8 %	17,1 %	18,8 %
ROI-%	3,9 %	9,5 %	10,6 %	9,8 %	11,0 %
Omavaraisuusaste	22,0 %	26,8 %	32,2 %	31,7 %	35,8 %
Nettovelkaantumisaste	244,4 %	176,0 %	141,8 %	143,7 %	114,0 %

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

Raporteilla esitettävä informaatio on hankittu useista eri julkisista lähteistä, joita Inderes pitää luotettavina. Inderesin pyrkimyksenä on käyttää luotettavaa ja kattavaa tietoa, mutta Inderes ei takaa esitettyjen tietojen virheettömyyttä. Mahdolliset kannanotot, arviot ja ennusteet ovat esittäjiensä näkemyksiä. Inderes ei vastaa esitettyjen tietojen sisällöstä tai paikkansapitävyydestä. Inderes tai sen työntekijät eivät myöskään vastaa raporttien perusteella tehtyjen sijoituspäätösten taloudellisesta tuloksesta tai muista vahingoista (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 sijoituspäätöstensä tekemisestä ja niiden taloudellisesta tuloksesta.

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

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen 12 kuukauden kokonaistuotto-odotukseen (sis. kurssinousu ja osingot) ja huomioi Inderesin näkemyksen tuotto-odotukseen liittyvästä riskistä. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituskin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitusuusituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään 2-4 kertaa vuodessa yhtiöiden osavuosikatsausten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvion mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmääritysmenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmääritysmenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

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

Osta Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on erittäin houkutteleva

Lisää Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on houkutteleva

Vähennä Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on heikko

Myy Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on erittäin heikko

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

Inderesin tutkimusta latineilla 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 Oyj voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoittavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oyj:n omistukset esitetään yksilöitynä mallisalkussa. Inderes Oyj:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin latineen analyytikon palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oyj:llä ei ole investointipankkiliiketoimintaa.

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

Kaikki Inderes Oyj:n osakeomistukset sen seurannassa olevissa kohdeyhtiöissä esitetään yksilöityinä oikeaa rahaa sijoittavassa Inderes Oyj:n mallisalkussa.

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

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

Suositusistoria (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
08/04/2020	Lisää	16,00 €	14,65 €
12/05/2020	Lisää	16,00 €	14,80 €
18/08/2020	Lisää	16,00 €	14,90 €
30/09/2020	Vähennä	11,00 €	10,80 €
05/11/2020	Lisää	10,50 €	9,48 €
22/02/2021	Lisää	11,50 €	10,70 €
10/05/2021	Lisää	12,50 €	11,76 €
07/06/2021	Lisää	12,50 €	11,00 €
16/08/2021	Lisää	13,00 €	11,82 €
05/11/2021	Lisää	13,20 €	11,92 €
12/01/2022	Lisää	13,50 €	12,60 €
21/02/2022	Vähennä	12,50 €	12,00 €
05/05/2022	Vähennä	12,50 €	11,78 €
15/08/2022	Vähennä	11,50 €	11,00 €
07/11/2022	Vähennä	9,50 €	9,14 €
22/11/2022	Vähennä	9,00 €	8,91 €
20/02/2023	Vähennä	8,00 €	8,68 €
11/04/2023	Vähennä	7,70 €	7,84 €
02/05/2023	Vähennä	€9,50	€9,15
30/05/2023	Vähennä	€9,50	€9,50
14/08/2023	Vähennä	€9,00	€8,26

Analytikon vaihdos			
06/11/2023	Vähennä	€8,00	€7,40
25/01/2024	Lisää	€8,00	€7,00
14/02/2024	Lisää	€8,00	€7,20
06/05/2024	Lisää	€10,00	€8,80
19/07/2024	Osta	€11,00	€9,38
12/08/2024	Lisää	€11,00	€9,80
05/09/2024	Lisää	€11,00	€9,68
31/10/2024	Lisää	€11,80	€10,65
08/11/2024	Lisää	€11,80	€10,70
13/02/2025	Osta	€13,50	€11,65
02/05/2025	Lisää	€15,50	€13,90
12/05/2025	Lisää	€16,50	€14,55
05/06/2025	Lisää	€16,50	€14,60
25/07/2025	Lisää	€17,50	€15,65
03/11/2025	Lisää	€17,00	€14,90
13/02/2026	Osta	€17,00	€13,55
16/03/2026	Osta	€17,00	€12,90



TIETO ON SJOITTAJAN PERUSOIKEUS

Inderes demokratisoi sijoittajatiedon yhdistämällä sijoittajat ja pörssiyhtiöt. Sijoittajille olemme luotetun tiedon analyysipalvelu ja yhteisö, ja pörssiyhtiöille olemme laadukkaan sijoittajaviestinnän kumppani. Yli 500 pörssiyhtiötä Euroopassa hyödyntää sijoittajaviestinnän tuotteitamme ja osakeanalyysipalveluitamme tarjotakseen parempaa sijoittajaviestintää omistajilleen.

Tavoitteemme on olla finanssialan sijoittajalähtöisin yhtiö. Inderes on perustettu vuonna 2009 sijoittajien toimesta, sijoittajia varten. Nasdaq First North -listattuna yhtiönä ymmärrämme asiakkaidemme arjen.

Inderes Oyj

Porkkalankatu 5
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

Inderes Ab

Vattugatan 17, 5tr
Stockholm
+46 8 411 43 80

Palkittua analyysia osoitteessa **inderes.fi**

inderes.se

**inde
res.**