

Tarina etenee odotetusti, osakkeessa edelleen nousuvaraa

Pihlajalinnan vuosi 2017 lähti käyntiin hyvin ja odotusten mukaisesti. Pidimme lähivuosien ennusteet pitkälti muuttumattomana Q1:n jälkeen ja toistamme näin 20,0 euron tavoitehinnan. Viime aikaisen kurssinousun jälkeen tarkistamme suosituksemme lisää-tasolle (aik. osta), sillä arvostuskertoimissa ei mielestämme ole enää merkittävää nousuvaraa ja osakekurssin nousu nojaa jatkossa yhä vahvemmin yhtiön tuloskasvuun.

Q1-raportti vastasi hyvin pitkälti odotuksiamme

Liikevaihto kasvoi Q1:llä 10 % vertailukaudesta ja oli ennustemme mukainen 110 MEUR. Orgaanisen kasvun osuus oli 5,3 MEUR (sis. Soinin sote-tuotannon aloituksen vuoden alussa) ja loppu 4,7 MEUR kasvusta tuli vuoden aikana tehdyistä pienistä yritysostoista. Yhtiö on kasvanut perustamisesta lähtien noin 50 %:n vuosivauhtia, mutta kasvu tulee nyt hidastumaan ainakin hetkellisesti Q1:llä nähdylle noin 10 %:n tasolle suurten uusien kuntaulkoistusten ja yrityskauppojen puuttumisen vuoksi. Käyttökate kasvoi 30 % vertailukaudesta ja oli ennustemme mukainen 8,9 MEUR (Q1'16: 7,0 MEUR). Lääkärikeskukset ja erikoissairaanhoidon-segmentin käyttökate pysyi vertailukauden tasolla 5,2 MEUR:ssa (Q1'16: 5,1 MEUR), vaikka liikevaihto kasvoi 16 %. Segmentin tulokunto jäi odotustemme alapuolelle, mikä johtui Suunterveydenhoidon ja Lääkärikeskusten heikosta kannattavuudesta. Perusterveyden ja sosiaalihuollon palvelut-segmentti ylitti ennustemme selvästi ja käyttökate lähes kaksinkertaistui 4,4 MEUR:oon (Q1'16: 2,3 MEUR), vaikka liikevaihto kasvoi vain 6 %. P&S-segmentti on jatkanut hyvää tuloskasvua ja siitä on hieman yllättäen muodostunut segmenteistä kannattavampi, vaikka sen pitäisi lähtökohtaisesti olla matalamman lisäarvon toimintaa kuin L&E-segmentti.

Vuoden 2017 liikevaihdon ja liikevoiton odotetaan kasvavan viime vuodesta

Yhtiö toisti odotetusti näkymät vuodelle 2017. Pihlajalinna ohjeistaa liikevaihdon ja oikaistun liikevoiton kasvavan vuodesta 2016. Vuoden 2016 liikevaihto oli 399,1 MEUR ja oikaistu liikevoitto 16,6 MEUR. Ennustemme pysyivät pitkälti ennallaan ja odotamme 2017-liikevaihdon kasvavan 11 % tasolle 444 MEUR ja vertailukelpoisen liikevoiton paranevan 21 MEUR:n tasolle (4,7 % liikevaihdon). Yhtiö tulee avaamaan 2017-2018 aikana yhteensä 15 uutta lääkärikeskusta eri puolelle Suomea. Tänä vuonna uudet keskukset avautuvat ainakin Ouluun, Turkuun ja Espoon Tapiolaan, ja ensi vuonna uusia avauksia tullaan näkemään enemmän. Näihin vaadittavat investoinnit jäävät yhtiön arvion mukaan alle 40 MEUR:oon. Uudet keskukset ovat tavallisesti tappiollisia käyttökateella mitattuna ensimmäiset 12kk, mikä tulee näkymään negatiivisesti 2017-2018 kannattavuudessa. Yhtiön mukaan vaikutus uusien keskusten avaamisesta näkyy vahvemmin vuonna 2018 kuin vuonna 2017. Odotamme molempina vuosina liikevaihdon pysyvän hieman yli 10 %:n kasvussa, ilman uusia kuntaulkoistuksia tai merkittäviä yritysostoja ja liikevoiton pysyvän selvästi yhtiön pitkän aikavälin tavoitetasoa (EBIT 7 %) alapuolella (2017e: 4,7 %, 2018e: 5,0 %).

Ennusteidemme mukaiset P/E-luvut vuosille 2017 ja 2018 ovat 29x ja 24x

.Laajentumissuunnitelman investoinnit painavat tulokuntoa seuraavat kaksi vuotta ja osakkeen arvostus näyttää lähivuosien tulokuntoon nähden melko korkealta. Pitkän aikavälin kasvunäkymät ja sote-uudistuksen mukana tulevan valinnanvapauden kautta potentiaalisesti avautuvat uudet markkinat ovat niin houkuttelevat, että olemme valmiita katsomaan kehitystä ja arvostustasoa paria lähivuotta pidemmälle

Analyytikko

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



Suositus

Lisää



Edellinen: Osta

Tavoitehintaa 20,00 EUR

Edellinen: 20,00



Lähde: Bloomberg

Eilisen päätös 17,81 EUR

12 kk vaihteluväli 14,6-18,85 EUR

Potentiaali 12,3 %

Katso toimitusjohtajan videohaastattelu



Avainluvut

	Liikevaihto	Liikevoitto	Liikevoitto-	Tulos ennen	Tulos/	Osinko/	EV/	EV/	EV/	P/E	Osinko-
	MEUR	(EBIT)	marginaali	veroja (PTP)	osake	osake	Liikevaihto	EBITDA	EBIT	(x)	tuotto
	MEUR	MEUR	%	MEUR	EUR	EUR	(x)	(x)	(x)	(x)	%
2015	213	3,6	1,7 %	1,3	0,03	0,00	1,9	31,6	87,4	216,6	0,0 %
2016	399	15,1	3,8 %	13,7	0,39	0,15	1,0	14,2	25,0	39,8	0,8 %
2017e	444	20,9	4,7 %	19,4	0,61	0,22	0,9	11,1	18,8	28,5	1,2 %
2018e	490	24,7	5,0 %	23,4	0,75	0,30	0,8	9,5	15,7	23,8	1,7 %
2019e	524	27,9	5,3 %	26,5	0,83	0,37	0,7	8,2	13,4	21,4	2,1 %
Markkina-arvo, MEUR							5,20				29 %
Nettovelka 2017e, MEUR							3,4				9 %
Yritysarvo (EV), MEUR							16,9 %				12,3 %
Taseen koko 2017e, MEUR							46,8 %				13,4 %

Q1-raportti osui hyvin ennusteisiin

Tarina etenee odotetusti

Pihlajalinnan Q1-raportti vastasi hyvin pitkälti odotuksiamme. Liikevaihto kasvoi 10 % vertailukaudesta ja oli ennusteemme mukainen 110 MEUR. Orgaanisen kasvun osuus oli 5,3 MEUR (sis. Soinin sote-tuotannon aloituksen vuoden alussa) ja loppu 4,7 MEUR kasvusta tuli vuoden aikana tehdyistä pienistä yritysostoista. Käyttökate kasvoi 30 % vertailukaudesta ja oli ennusteemme mukainen 8,9 MEUR (Q1'16: 7,0 MEUR). Käyttökate alkaa nousta jo hyvälle 10 %:n tasolle, mutta liikevoitolla mitattuna yhtiöllä on vielä matkaa pitkän aikavälin tavoitetasolle (EBIT 7%).

Oikaistu liikevoitto oli Q1:llä 5,7 MEUR, mikä on 5,2 % liikevaihdosta. Luku ylitti hieman meidän ennusteen (5,2 MEUR) ja Reutersin konsensusennusteen (5,0 MEUR). Yhtiö kirjasi Q1:lle 0,3 MEUR vertailukelpoisuuteen vaikuttavia kuluja, joten raportoitu liikevoitto 5,4 MEUR oli melko lähellä meidän 5,2 MEUR:n ennustetta. Hieman ennakoimaamme suurempien vähemmistöosuusien takia raportoitu EPS jäi 0,15 euroon, kun ennusteemme oli 0,17 euroa. Vertailukelpoisuuteen vaikuttavista eristä oikaistu osakekohtainen tulos oli täsmälleen ennusteemme mukainen.

Ennustetaulukko	Q1'16	Q1'17	Q1'17e	Q1'17e	Konsensus		Erotus (%)	2017e
MEUR / EUR	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Tot. vs. Inderes	Inderes
Liikevaihto	100	110	110	107	105	110	0 %	444
Käyttökate	7,0	8,9	8,9	8,4	7,0	10,0	0 %	35,5
Liikevoitto (oikaistu)	4,2	5,7	5,2	5,0	4,0	6,0	10 %	21,2
Liikevoitto	4,2	5,4	5,2	5,0	4,0	6,0	4 %	20,9
Tulos ennen veroja	3,8	5,0	4,9	5,0	4,0	6,0	3 %	19,4
EPS (oikaistu)	0,10	0,17	0,17	0,16	0,15	0,17	2 %	0,62
Osinko/osake								0,22
Liikevaihdon kasvu-%	109 %	9,9 %	9,9 %	6,7 %	4,9 %	9,9 %	0 %-yks.	11,2 %
Liikevoitto-% (oikaistu)	4,2 %	5,2 %	4,7 %	4,7 %	3,8 %	5,5 %	0,5 %-yks.	4,8 %

Lähde: Inderes & Reuters (konsensus)

Ennustemuutokset

Ei suuria muutoksia ennusteisiimme

Yhtiö toisti odotetusti näkymät vuodelle 2017. Pihlajalinnalla ohjeistaa liikevaihdon ja oikaistun liikevoiton kasvavan vuodesta 2016. Vuoden 2016 liikevaihto oli 399,1 MEUR ja oikaistu liikevoitto 16,6 MEUR. Ennusteemme pysyivät pitkälti ennallaan Q1-raportin jälkeen, eikä yhtiön näkymissä tapahtunut mielestämme suurempia muutoksia suuntaan tai toiseen. Odotamme 2017-liikevaihdon kasvavan 11 % tasolle 444 MEUR ja vertailukelpoisen liikevoiton paranevan 21 MEUR:n tasolle (4,7 % liikevaihdosta).

Odotamme vuosien 2017-2019 liikevaihdon pysyvän keskimäärin noin 10 %:n kasvussa, ilman uusia kuntaulkoistuksia tai merkittäviä yritysostoja. Kansallisen laajentumissuunnitelman takia odotamme liikevoiton pysyvän selvästi yhtiön pitkän aikavälin tavoitetason (EBIT 7 %) alapuolella (2017e: 4,7 %, 2018e: 5,0 % ja 2019e: 5,3 %). Odotamme suurimman osan lähivuosien rahavirrasta menevän laajennussuunnitelman toteuttamiseen, minkä takia osingonjakosuhde pysyy matalalla 30-40 %:n tasolla.

Ennustemuutokset	2017e	2017e	Muutos	2018e	2018e	Muutos	2019e	2019e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	444	444	0 %	484	490	1 %	518	524	1 %
Käyttökate	35,5	35,5	0 %	41,1	40,9	0 %	45,8	45,8	0 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	20,6	21,2	3 %	24,9	24,7	-1 %	28,1	27,9	-1 %
Liikevoitto	20,6	20,9	1 %	24,9	24,7	-1 %	28,1	27,9	-1 %
Tulos ennen veroja	19,2	19,4	1 %	23,5	23,4	-1 %	26,7	26,5	-1 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,61	0,62	2 %	0,76	0,75	-2 %	0,83	0,83	0 %
Osakekohtainen osinko	0,22	0,22	0 %	0,30	0,30	0 %	0,37	0,37	0 %

Lähde: Inderes

Arvostuskertoimet

Arvostuskertoimissa ei enää merkittävää nousuvaraa

Ennusteidemme mukaiset P/E-luvut vuosille 2017 ja 2018 ovat 29x ja 24x, jotka ovat noin 20 % verrokkiryhmän yläpuolella. Vastaavat EV/EBITDA-kertoimet ovat 11,1x ja 9,5x, jotka ovat 3 % ja 9 % verrokkiryhmän alapuolella. Laajentumissuunnitelman investoinnit ja uusien keskusten heikko kannattavuus painavat tuloskuntoa seuraavat kaksi vuotta ja osakkeen arvostus näyttää lähivuosien tuloskuntoon nähden melko korkealta. Pitkän aikavälin kasvunäkymät ja sote-uudistuksen mukana tulevan valinnanvapauden kautta potentiaalisesti avautuvat uudet markkinat ovat niin houkuttelevat, että olemme valmiita katsomaan kehitystä ja arvostustasoa paria lähivuotta pidemmälle.

Emme näe tämän hetkissä arvostuskertoimissa enää merkittävää nousuvaraa, joten osakekurssin nousu nojaa yhä vahvemmin yhtiön tuloskasvuun, jonka arvioimme kiihtyvän vuodesta 2019 eteenpäin, kun uusien lääkärikeskusten perustaminen ei rasita enää kannattavuutta ja sote-uudistuksen voimaan tuleminen avaa yhtiölle uuden hedelmällisen kasvumarkkinan. Odotamme suurimman osan lähivuosien rahavirrasta menevän laajennussuunnitelman toteuttamiseen, minkä takia osingonjakosuhte pysyy matalalla 30-40 %:n tasolla. Ennusteidemme mukaiset osinkotuotot vuosien 2017 ja 2018 tuloksista ovat 1,2 % ja 1,7 %.

Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
		MEUR	MEUR	2017e	2018e	2017e	2018e	2017e	2018e	2017e	2018e	2017e	2018e	2017e
Pihlajalinna (konsensus)	17,81	367	395	17,9	14,8	11,3	9,5	0,9	0,8	27,7	21,0	1,2	1,8	3,4
Rhoen Klinikum AG	26,20	1755	1531	36,7	25,1	14,7	12,2	1,3	1,2	46,8	34,1	1,6	2,2	1,6
MediClinic International PLC	839,50	7372	9411	22,0	18,3	16,0	13,6	2,9	2,6	26,3	20,4	1,0	1,2	1,7
Fresenius SE & Co KGaA	78,33	43388	70560	13,9	12,8	10,8	10,0	2,1	1,9	22,9	20,6	0,9	1,0	2,7
Netcare Ltd	2705,00	2744	3343	12,1	11,0	9,1	8,3	1,4	1,3	14,3	13,2	3,4	3,6	3,2
Ramsay Health Care Ltd	72,52	10083	12349	18,6	17,0	13,3	12,4	2,0	1,9	28,1	25,0	1,8	2,1	6,7
Orpea SA	96,62	5847	9073	22,0	20,1	16,8	15,5	2,9	2,7	28,4	24,8	1,2	1,3	2,6
Korian SA	30,71	2464	4809	17,6	16,5	11,1	10,5	1,5	1,5	25,8	22,5	2,0	2,1	1,2
Le Noble Age SA	53,50	520	750	17,9	16,3	14,2	12,9	1,6	1,5	22,5	19,3	0,4	0,5	2,8
Life Healthcare Group Holdings Ltd	2929,00	2886	3496	12,5	11,3	9,7	8,8	2,5	2,2	21,5	18,3	3,7	4,1	2,8
GHP Specialty Care AB (publ)	12,85	91	84	15,5	11,8	10,3	8,5	0,8	0,8	25,2	19,3	2,2	2,5	2,3
Capio AB (publ)	50,00	732	1078	16,1	14,5	8,7	8,1	0,7	0,6	14,1	13,0	1,9	2,2	1,2
Attendo AB (publ)	99,50	1643	1925	18,5	17,1	14,8	13,8	1,7	1,5	21,8	19,9	1,4	1,5	3,0
Cambian Group PLC	168,00	369	229	12,4	10,4	9,0	7,7	1,0	0,9	25,7	22,3	12,9		
Spire Healthcare Group PLC	354,70	1694	2207	17,5	16,1	11,4	10,5	1,9	1,8	21,2	19,0	1,0	1,1	1,3
Ambea AB (publ)	90,50	632	842	17,0	14,9	14,6	12,9	1,3	1,2	16,4	15,3	1,5	2,0	2,5
Pihlajalinna (Inderes)	17,81	367	397	18,8	15,7	11,1	9,5	0,9	0,8	28,5	23,8	1,2	1,7	3,4
Keskiarvo				18,0	15,5	12,3	11,0	1,6	1,5	24,3	20,5	2,4	1,9	2,6
Mediaani				17,5	15,5	11,4	10,5	1,56	1,48	24,1	20,1	1,6	2,0	2,6
Erotus-% vrt. mediaani				7 %	2 %	-3 %	-9 %	-43 %	-46 %	19 %	18 %	-22 %	-15 %	30 %

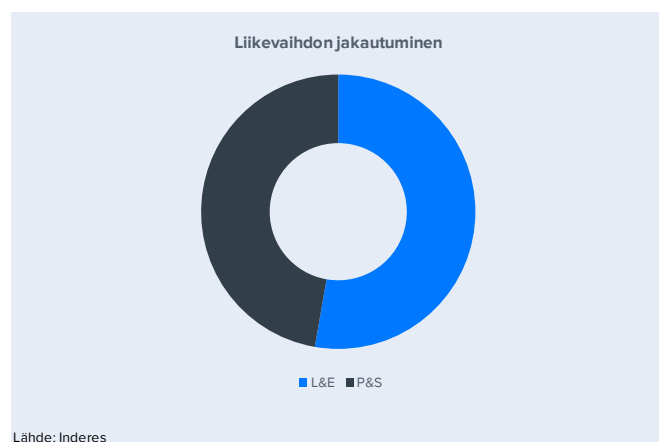
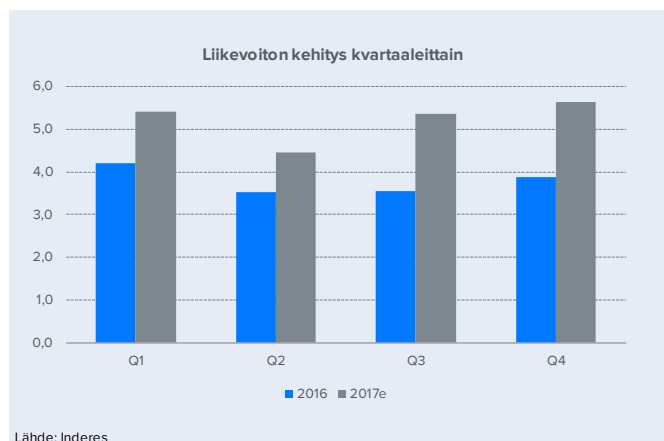
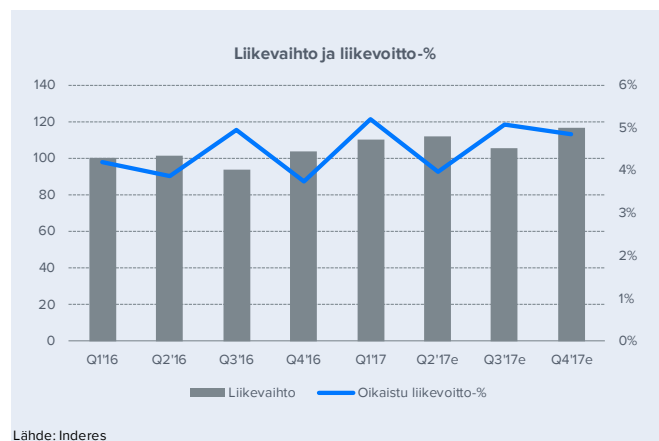
Lähde: Reuters / Inderes. Huomautus: Inderesin käyttämä markkina-arvo ei ota huomioon yhtiön hallussa olevia omia osakkeita.

Tuloslaskelma ja ennusteet vuosineljänneksittäin

Tuloskehitys kvartaalitasolla	2015	Q1'16	Q2'16	Q3'16	Q4'16	2016	Q1'17	Q2'17e	Q3'17e	Q4'17e	2017e	2018e	2019e
Liikevaihto	213,3	100,1	101,4	93,9	103,7	399,1	110,0	112,0	105,7	116,3	444,0	490,1	523,8
L&E	119,5	54,1	56,1	48,6	56,8	215,6	62,7	60,5	52,0	61,9	237,1	256,1	271,5
P&S	96,8	46,8	47,0	46,9	49,1	189,8	49,5	52,6	54,9	55,5	212,5	238,0	252,3
Eliminoinnit	-2,9	-0,9	-1,7	-1,6	-2,2	-6,3	-2,2	-1,2	-1,2	-1,1	-5,7	-4,0	0,0
Käyttökate	11,6	7,0	7,0	6,8	7,1	27,9	8,9	8,2	9,1	9,4	35,5	40,9	45,8
Poistot ja arvonalennukset	-8,0	-2,8	-3,5	-3,3	-3,2	-12,7	-3,5	-3,7	-3,7	-3,7	-14,7	-16,2	-17,9
Liikevoitto ilman kertaeriä	4,5	4,2	3,9	4,7	3,9	16,6	5,7	4,4	5,4	5,6	21,2	24,7	27,9
Liikevoitto	3,6	4,2	3,5	3,6	3,9	15,1	5,4	4,4	5,4	5,6	20,9	24,7	27,9
L&E	2,8	2,9	1,7	-0,2	1,7	6,2	2,7	2,4	1,0	3,1	9,3	12,0	15,2
P&S	2,3	1,8	2,1	4,4	2,5	10,9	3,5	2,5	4,7	2,9	13,7	14,3	13,9
Kohdistamattomat	-1,4	-0,6	-0,4	-0,6	-0,4	-1,9	-0,8	-0,5	-0,4	-0,4	-2,1	-1,6	-1,2
Nettorahoituskulut	-2,3	-0,4	-0,4	-0,3	-0,3	-1,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-1,5	-1,4	-1,4
Tulos ennen veroja	1,3	3,8	3,1	3,3	3,5	13,7	5,0	4,1	5,0	5,3	19,4	23,4	26,5
Verot	-0,1	-1,0	-0,5	-0,9	-0,5	-3,0	-1,1	-0,8	-1,0	-1,1	-4,0	-4,7	-5,3
Vähemmistöosuudet	-0,8	-0,8	-0,6	-0,7	-0,6	-2,7	-0,7	-0,5	-1,0	-0,6	-2,8	-3,3	-4,0
Nettotulos	0,5	2,0	2,0	1,7	2,4	8,0	3,2	2,7	3,0	3,6	12,6	15,4	17,2
EPS (oikaistu)	0,08	0,10	0,11	0,13	0,12	0,46	0,17	0,13	0,15	0,18	0,62	0,75	0,83
EPS (raportoitu)	0,02	0,10	0,10	0,08	0,12	0,39	0,15	0,13	0,15	0,18	0,61	0,75	0,83

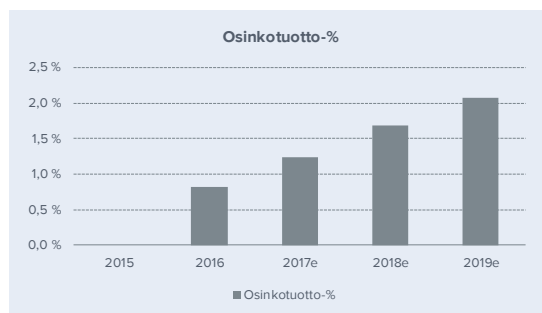
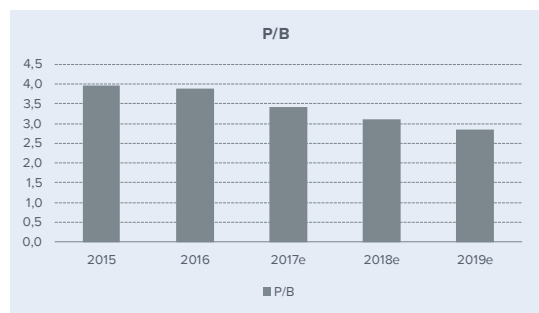
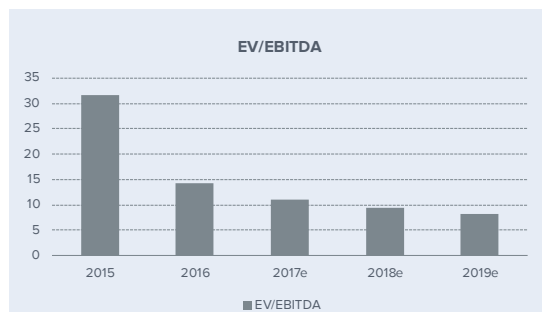
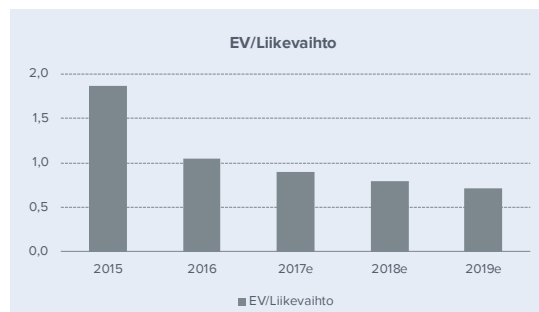
Tunnusluvut	2015	Q1'16	Q2'16	Q3'16	Q4'16	2016	Q1'17	Q2'17e	Q3'17e	Q4'17e	2017e	2018e	2019e
Liikevaihdon kasvu-%	43,2 %	108,9 %	95,5 %	84,6 %	65,5 %	87,1 %	9,9 %	10,4 %	12,5 %	12,1 %	11,2 %	10,4 %	6,9 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	-44,4 %	206,0 %	346,0 %	411,3 %	180,8 %	266,6 %	36,4 %	13,3 %	15,2 %	45,5 %	27,1 %	16,9 %	12,7 %
Käyttökate-%	5,5 %	7,0 %	6,9 %	7,2 %	6,8 %	7,0 %	8,1 %	7,3 %	8,6 %	8,0 %	8,0 %	8,4 %	8,7 %
Oikaistu liikevoitto-%	2,1 %	4,2 %	3,9 %	5,0 %	3,7 %	4,2 %	5,2 %	4,0 %	5,1 %	4,8 %	4,8 %	5,0 %	5,3 %
Nettotulos-%	0,2 %	2,0 %	1,9 %	1,8 %	2,3 %	2,0 %	2,9 %	2,5 %	2,9 %	3,1 %	2,8 %	3,1 %	3,3 %

Lähde: Inderes



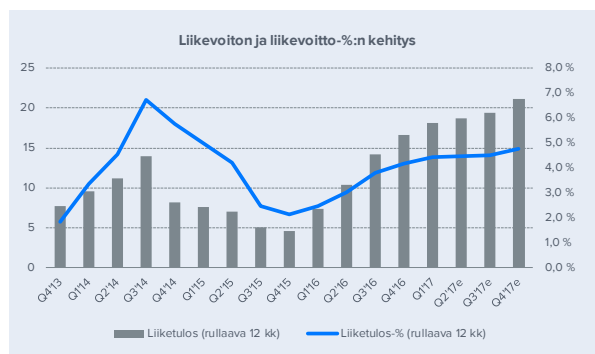
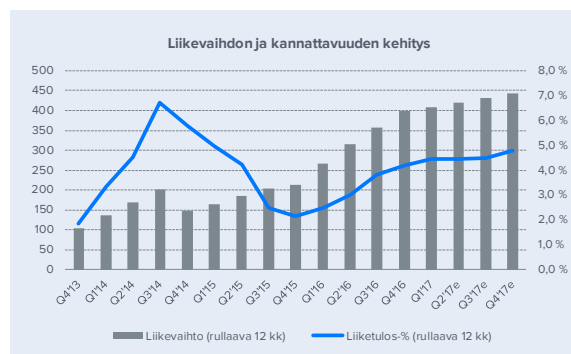
Arvostus

Arvostustaso	2015	2016	2017e	2018e	2019e
Osakekurssi	17,70	18,42	17,81	17,81	17,81
Markkina-arvo	365	380	367	367	367
Yritysarvo (EV)	397	417	397	389	375
P/E (oik.)	216,6	39,8	28,5	23,8	21,4
P/E	631,5	47,2	29,2	23,8	21,4
P/Kassavirta	-13,9	61,0	28,2	23,2	14,9
P/B	4,0	3,9	3,4	3,1	2,8
P/S	1,7	1,0	0,8	0,7	0,7
EV/Liikevaihto	1,9	1,0	0,9	0,8	0,7
EV/EBITDA	31,6	14,2	11,1	9,5	8,2
EV/EBIT	87,4	25,0	18,8	15,7	13,4
Osinko/tulos (%)	0,0 %	38,4 %	36,1 %	40,2 %	44,4 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,8 %	1,2 %	1,7 %	2,1 %



Lähde: Inderes

Tulostrendi (rullaava 12 kk)

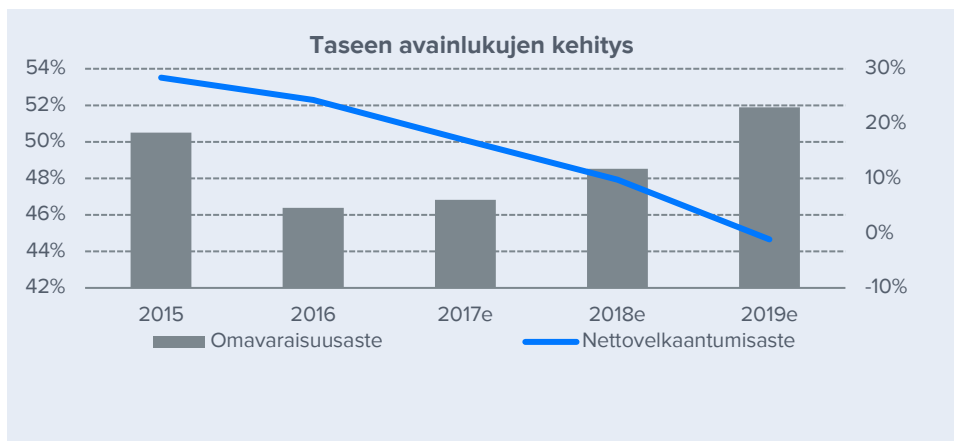


Tase ja kassavirtalaskelma

Tase

Vastaavaa (MEUR)	2015	2016	2017e	2018e
Pysyvät vastaavat	148	161	173	181
Liikearvo	76	92	92	92
Aineettomat oikeudet	15	16	20	23
Käyttöomaisuus	49	46	53	59
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	3	3	3	3
Muut sijoitukset	0	0	0	0
Muut pitkäaikaiset varat	3	3	3	3
Laskennalliset verosaamiset	3	2	2	2
Vaihtuvat vastaavat	37	56	63	69
Varastot	2	2	2	2
Muut lyhytaikaiset varat	0	1	1	1
Myyntisaamiset	20	26	29	32
Likvidit varat	15	28	31	34
Taseen loppusumma	185	218	236	250

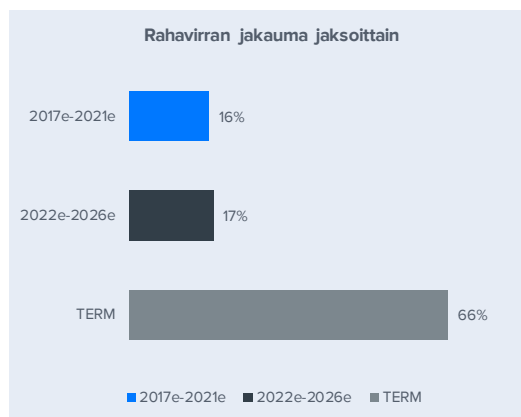
Vastattavaa (MEUR)	2015	2016	2017e	2018e
Oma pääoma	92	98	107	118
Osakepääoma	0	0	0	0
Kertyneet voittovarot	4	10	19	30
Omat osakkeet	0	0	0	0
Uudelleenarvostusrahasto	0	0	0	0
Muu oma pääoma	88	88	88	88
Vähemmistöosuus	1	3	3	3
Pitkäaikaiset velat	32	57	47	44
Laskennalliset verovelat	5	6	6	6
Varaukset	0	1	1	1
Lainat rahoituslaitoksilta	25	48	39	36
Vaihtovelkakirjalainat	0	0	0	0
Muut pitkäaikaiset velat	2	2	2	2
Lyhytaikaiset velat	60	60	78	85
Lainat rahoituslaitoksilta	17	4	10	10
Lyhytaikaiset korottomat velat	42	55	67	74
Muut lyhytaikaiset velat	1	1	1	1
Taseen loppusumma	185	218	236	250



DCF-laskelma

Kassavirtalaskelma (MEUR)	2016	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	TERM
Liikevoitto	15,1	20,9	24,7	27,9	31,9	34,1	36,4	38,2	38,8	38,6	39,6	
+ Kokonaispoistot	12,7	14,7	16,2	17,9	18,0	18,9	19,8	19,5	20,5	21,5	22,5	
- Maksetut verot	-1,7	-4,0	-4,7	-5,3	-6,3	-6,7	-7,2	-7,6	-7,8	-7,7	-7,9	
- verot rahoituskuluista	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	6,5	8,4	3,7	2,7	2,1	2,2	2,3	2,4	2,5	2,7	1,4	
Operatiivinen kassavirta	32,4	39,6	39,7	42,9	45,6	48,3	51,2	52,4	54,0	55,0	55,6	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoninvestoinnit	-27,0	-26,6	-23,9	-18,2	-22,1	-23,2	-18,3	-23,9	-25,1	-26,4	-25,1	
Vapaa operatiivinen kassavirta	6,2	13,0	15,8	24,6	23,5	25,2	33,0	28,5	28,9	28,7	30,5	
+/- Muut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	6,2	13,0	15,8	24,6	23,5	25,2	33,0	28,5	28,9	28,7	30,5	656,6
Diskontattu vapaa kassavirta	12,4	14,1	20,5	18,2	18,2	22,2	17,9	16,9	15,6	15,5	15,5	334,2
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		505,8	493,3	479,3	458,8	440,6	422,4	400,2	382,2	365,3	349,7	334,2
Velaton arvo DCF		505,8										
- Korolliset velat		-52,1										
+ Rahavarat		27,5										
- Vähemmistöosuus		-11,0										
- Osinko/pääomapalautus		-3,1										
Oman pääoman arvo DCF		467,1										
Oman pääoman arvo DCF per osake		22,66										

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



Tiivistelmä

Tuloslaskelma	2014	2015	2016	2017e	2018e
Liikevaihto	148,9	213,3	399,1	444,0	490,1
EBITDA	11,8	11,6	27,9	35,5	40,9
EBITDA-marginaali (%)	7,9	5,5	7,0	8,0	8,4
EBIT	6,0	3,6	15,1	20,9	24,7
Voitto ennen veroja	3,1	1,3	13,7	19,4	23,4
Nettovoitto	1,7	0,5	8,0	12,6	15,4
Kertaluontoiset erät	-2,2	-0,9	-1,5	-0,3	0,0

Tase	2014	2015	2016	2017e	2018e
Taseen loppusumma	130,7	185,1	217,7	235,8	249,9
Oma pääoma	10,4	93,5	101,0	110,4	121,3
Liikearvo	56,2	76,1	92,3	92,3	92,3
Korolliset velat	88,0	41,8	52,1	49,3	45,6

Kassavirta	2014	2015	2016	2017e	2018e
EBITDA	11,8	11,6	27,9	35,5	40,9
Nettokäyttöpääoman muutos	3,7	9,1	6,5	8,4	3,7
Operatiivinen kassavirta	14,2	20,2	32,4	39,6	39,7
Vapaa kassavirta	-14,0	-26,3	6,2	13,0	15,8

Yhtiökuvaus
Pihlajalinna on yksi Suomen johtavista yksityisistä sosiaali- ja terveydenhuoltopalveluiden tuottajista. Yhtiö tuottaa sosiaali- ja terveydenhuollon palveluita yksityishenkilöille, yrityksille, vakuutusyhtiöille ja julkisyhteisöille ja tarjoaa palveluita niin lääkärikeskuksissa ja terveysasemilla, hammasklinikoilla kuin sairaaloissakin eri puolilla Suomea.

Osakekohtaiset luvut	2014	2015	2016	2017e	2018e
EPS	0,12	0,03	0,39	0,61	0,75
EPS oikaistu	0,29	0,08	0,46	0,62	0,75
Operat. kassavirta per osake	1,07	1,20	1,57	1,92	1,92
Tasearvo per osake	0,71	5,49	4,74	5,20	5,73
Osinko per osake	0,00	0,00	0,15	0,22	0,30
Voitonjako, %	0	0	38	36	40
Osinkotuotto, %		0,0	0,8	1,2	1,7

Tunnusluvut	2014	2015	2016	2017e	2018e
P/E	0,0	776,3	47,2	29,2	23,8
P/B	0,0	4,0	3,9	3,4	3,1
P/Liikevaihto	0,0	1,7	1,0	0,8	0,7
P/CF	0,0	18,1	11,7	9,3	9,3
EV/Liikevaihto	0,5	1,9	1,0	0,9	0,8
EV/EBITDA	6,5	34,1	14,9	11,2	9,5
EV/EBIT	12,9	109,0	27,5	19,0	15,7

Suurimmat omistajat	%-osakkeista
Lähtapiola Keskinäinen Vakuutusyhtiö	15,6 %
Mww Yhtiö Oy	10,8 %
Tapiola Keskinäinen Henkivakuutusyhtiö	7,9 %
Keskinäinen Työeläkevakuutusyhtiö Elo	6,2 %
Niemistö Leena Katriina	3,4 %
Fondita Nordic Micro Cap Placeringsfond	2,9 %

Suositus historia

Päivämäärä	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
9.11.2015	Lisää	15,00 €	13,99 €
17.11.2015	Lisää	16,50 €	15,25 €
10.12.2015	Lisää	20,00 €	19,20 €
19.2.2016	Osta	19,00 €	15,18 €
11.5.2016	Osta	20,00 €	17,00 €
18.8.2016	Osta	20,00 €	16,19 €
14.11.2016	Osta	20,00 €	16,10 €
9.2.2017	Osta	20,00 €	17,06 €
20.2.2017	Lisää	20,00 €	17,80 €
5.4.2017	Osta	20,00 €	16,65 €
12.5.2017	Lisää	20,00 €	17,81 €

Vastuuvapauslauseke

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

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

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

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

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

Käytettävät arvonmäärittämenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

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

Suositus	Nousuvara 12-kk tavoitehintaan
Osta	>15 %
Lisää	5-15 %
Vähennä -	5-5 %
Myy	< -5 %

Inderesin tutkimusta laatineilla analyytikoilla tai Inderesin työntekijöillä ei voi olla 1) merkittävän taloudellisen edun ylittäviä omistuksia tai 2) yli 1 %:n omistuosuuksia missään tutkimuksen kohteena olevissa yhtiössä. Inderes Oy voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoittavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oy:n omistukset esitetään yksilöitynä mallisalkussa. Inderes Oy:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin laatineen analyytikon palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oy:llä ei ole 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 Corporate Broking -palveluita, joiden tavoitteena on parantaa yhtiön ja pääomamarkkinoiden välistä kommunikaatiota. Näitä palveluita ovat sijoittajatilaisuuksien ja -tapahtumien järjestäminen, sijoittajaviestinnän liittyvä neuvonanto, sijoitustutkimusraporttien laatiminen. Inderes on tehnyt tässä raportissa suosituksen kohteena olevan liikkeeseen laskijan kanssa sopimuksen, jonka osana on tutkimusraporttien laatiminen. Lisätietoa Inderesin tutkimuksesta: <http://www.inderes.fi/research-disclaimer/>