

# Terveystalo

## Laaja raportti

5.1.2023 19:18



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

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde  
res.

# Kassavirran elvytys käynnissä

Toistamme Terveystalon tavoitehinnan 7,3 euroa ja lisää-suosituksen. Yhtiön markkina-asema ja brändi ovat vahvat Suomen yksityisessä terveydenhuollossa ja liiketoimintamallille ominaiset verkostovaikutukset luovat syvän vallihaudan suhteessa uusiin tulokkaisiin. Toimintaympäristössä tapahtuneet äkilliset muutokset romahduttivat yhtiön kannattavuuden syksyllä, minkä seurauksena osake on sukeltanut. Yhtiön käynnistämät korjaavat toimenpiteet ovat kuitenkin arviomme mukaan oikeita. Pidemmän ajan tuloskasvunäkymä säilyy siten hyvänä ja tähän peilattaessa arvostus on houkutteleva, vaikkakin aiemmin vakaan suorittajan riskiprofiili on myös noussut.

## Vahva asema Suomessa ja yritysostovetoinen laajentuminen Ruotsissa on edelleen lupaava mahdollisuus

Yksityisesti tuotetun terveydenhuollon markkinan koko on Suomessa noin 4,0 mrd € ja se on kasvanut vuosien 2015-2020 välillä noin 1 % (CAGR). Terveystalon orgaaninen kasvu on ollut tähän nähden yli kolminkertainen ja yritysostoin yli kymmenkertainen. Yhtiöllä on Suomessa vahvat asemat sekä työterveydessä että yksityisissä lääkärikäynneissä ja niitä seuraavissa integroidussa hoitoketjussa, joilla asiakas saadaan tehokkaasti ja nopeasti hoidettua. Nämä palvelut muodostavat yhtiön ydinliiketoiminnan korkealla kannattavuuspotentiaalilla ja ne on tuoreessa organisaatiouudistuksessa erotettu luonteeltaan erityyppisistä portfolio liiketoiminnoista (ulkoistusliiketoiminta, henkilöstövuokraus, suunterveys, sekä kuntoutus-, lastensuojelu- ja hierontapalvelut) johtamisen ketteröittämiseksi. Ruotsiin yhtiö laajentui vuonna 2021 ja siellä yksityinen terveystalokannattavuus on Suomea selvästi isompi, vähemmän konsolidoitu ja se kasvaa Suomea selvästi nopeammin tehden siitä lupaavan mahdollisuuden. Valloituksen onnistumista on liian aikaista arvioida, mutta näemme sen positiivisena optiona.

## Kassavirran elvyttäminen on nyt kriittistä, jotta myös kasvuun panostamista voidaan totutusti jatkaa

Yhtiö on ollut pitkään toimialan kannattavin yhtiö, mutta nykyisessä toimintaympäristössä aktiviteetti on siirtynyt nopeasti lyhyisiin hoitoketjuihin, joiden kannattavuus on Terveystalon näkökulmasta matala. Myös inflaatio ja kireä työmarkkina on syönyt marginaaleja hinnankorotusten tapahtuessa suuressa osassa sopimuksista vasta vuoden vaihtuessa. Yhtiö käynnisti vuodet 2023 ja 2024 käsittävän kannattavuusohjelman ydinliiketoiminnassa. Pidämme ohjelman tavoitteita (50 MEUR run-rate parannus) realistisena ja ohjelman onnistuminen on tärkeää, jotta rahavirta säilyy vahvana ja sitä voidaan myös jatkossa allokoida yritysostoihin, digikehitykseen ja omistajille. Odotamme 2022 myynnin kasvavan 8 %:lla 1250 MEUR:oon ja oikaistun EBITA:n laskevan 30 %:lla 99 MEUR:oon (EBITA 7,9 %). Vuonna 2024 ennustamme EBITA:n elpävän 131 MEUR:oon (EBITA 9,6 %) tulosparannusohjelman tultua läpi, mutta jäävän alle pitkän aikavälin EBITA-tavoitteen (12-13 %). Ennusteillamme velkavipu säilyy alle 3,5x tavoitteen.

## Näemme haasteet väliaikaisina ja nykykurssi tarjoaa erittäin hyvän tuotto/riskisuhteen pidemmällä ajalla

Oikaistut 2022e ja 2023e P/E-kertoimet ovat 13x ja 15x ja vastaavat EV/EBITDA-kertoimet 7,8x ja 7,5x. Verrattuna historiaan (P/E 24x ja EV/EBITDA 11x) arvostus on hyvin matala, mutta eroa selittävät etenkin korko-odotusten nousu, tuloskäänteeseen liittyvä epävarmuus ja vaisut lyhyen ajan tuloskasvuodotukset. Emme näe osakkeelle kunnollisia ajureita ylöspäin lyhyellä aikavälillä tuloskasvun piristyessä ennusteessamme vasta H2'23:lla ja kassavirran kehityksestä kertovien EV/EBITDA-kertoimien ollessa verrokkien tasolla. Pidemmällä ajalla tuotto-odotus on kuitenkin erittäin hyvä sen koostuessa etenkin tuloskasvusta (22-25e 10 % CAGR) ja osingosta (3 %/v). Myös arvostuskertoimilta odotamme lievää elpymistä, kunhan luottamus yhtiön suorittamista kohtaan palautuu. DCF-laskelmamme arvo 8,4 euroa kuvastaakin mielestämme tätä osakkeen todellista potentiaalia.

## Suositus

### Lisää

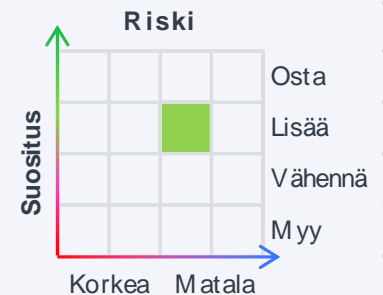
(aik. Lisää)

**7,30 EUR**

(aik. 7,30 EUR)

**Osakekurssi:**

6,52



## Avainluvut

	2021	2022e	2023e	2024e
<b>Liikevaihto</b>	1155	1250	1295	1372
<b>kasvu-%</b>	17 %	8 %	4 %	6 %
<b>EBITA (oik.)</b>	141,1	99,0	108,3	131,8
<b>EBITA-% (oik.)</b>	12,2 %	7,9 %	8,4 %	9,6 %
<b>Nettotulos</b>	80,0	23,4	40,6	66,2
<b>EPS (oik.)</b>	0,66	0,48	0,44	0,58

<b>P/E (oik.)</b>	18,0	13,4	14,9	11,3
<b>P/B</b>	2,5	1,3	1,3	1,2
<b>Osinkotuotto-%</b>	2,4 %	3,1 %	3,1 %	3,4 %
<b>EV/EBIT (oik.)</b>	17,8	19,2	17,0	12,5
<b>EV/EBITDA</b>	10,1	7,8	7,5	6,7
<b>EV/Liikevaihto</b>	1,8	1,1	1,0	0,9

Lähde: Inderes

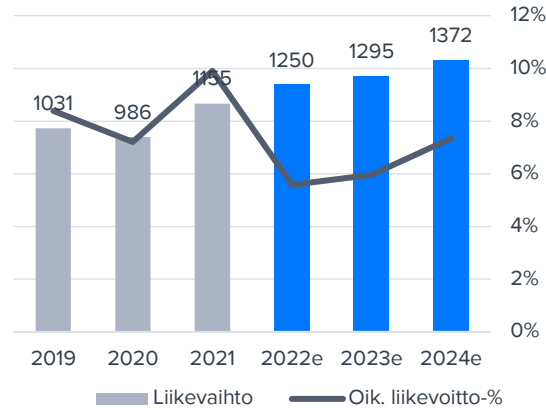
## Ohjeistus

Ei ohjeistusta

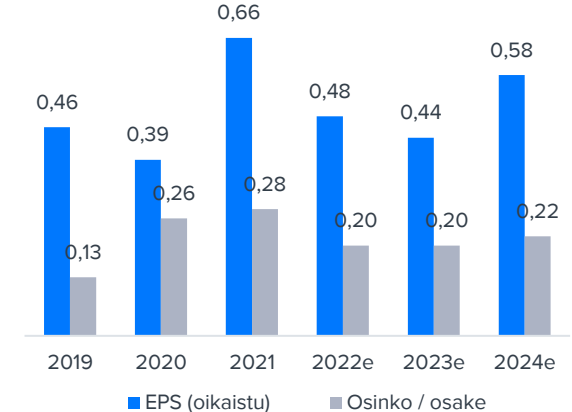
## Osakekurssi



## Liikevaihto ja liikevoitto-%



## Osakekohtainen tulos ja osinko



### Arvoajurit

- Laaja asiakkaita ja lääkäreitä yhdistä digifyyminen alusta ja tehokkaasti toimiva integroitu hoitoketju
- Keskitetyt toiminnot ja laadun johtamisen työkalut tukevat skaalautuvaa tulosparannusta
- Julkisen sektorin avun tarve hoitojonojen purkuun
- Väestön ikääntyminen
- Yritysjärjestelyt ja Ruotsin laajentumisen jatkaminen
- Skaalaadut digi-investoinneissa



### Riskitekijät

- Poliittisten päätösten arvaamattomuus sote-toimialalla
- Taloustilanteen heikentyminen
- Kuluttajaluottamuksen ja ostovoiman lasku
- Yrityskaupoissa onnistuminen
- Riippuvuus tietojärjestelmistä
- Taseen korkea liikearvo
- Vakuutusyhtiöohjauksen mahdolliset muutokset
- Alalla kova kilpailu osaajista
- Kannattavuuskäänteen onnistumiseen liittyvä aina epävarmuutta

Arvostustaso	2022e	2023e	2024e
<b>Osakekurssi</b>	6,52	6,52	6,52
<b>Osakemäärä, milj. kpl</b>	127,0	127,0	127,0
<b>Markkina-arvo</b>	828	828	828
<b>Yritysarvo (EV)</b>	1342	1312	1262
<b>P/E (oik.)</b>	13,4	14,9	11,3
<b>P/E</b>	35,4	20,4	12,5
<b>P/Kassavirta</b>	17,9	12,9	10,0
<b>P/B</b>	1,3	1,3	1,2
<b>P/S</b>	0,7	0,6	0,6
<b>EV/Liikevaihto</b>	1,1	1,0	0,9
<b>EV/EBITDA (oik.)</b>	7,8	7,5	6,7
<b>EV/EBIT (oik.)</b>	19,2	17,0	12,5
<b>Osinko/tulos (%)</b>	108,7 %	62,6 %	42,2 %
<b>Osinkotuotto-%</b>	3,1 %	3,1 %	3,4 %

Lähde: Inderes

# Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	<b>s. 6-14</b>
Sijoitusprofiili	<b>s. 15</b>
Strategia	<b>s. 16-19</b>
Toimiala ja kilpailukenttä	<b>s. 20-24</b>
Taloudellinen kehitys	<b>s. 25-27</b>
Taloudelliset tavoitteet ja kannattavuusohjelma	<b>s. 28-30</b>
Ennusteet	<b>s. 31-32</b>
Arvonmääritys ja suositus	<b>s. 33-34</b>
Taulukot	<b>s. 35-40</b>
Vastuuvapauslauseke	<b>s. 41</b>

# Terveystalo lyhyesti

Terveystalo on liikevaihdoltaan ja verkostoltaan Suomen johtava terveystaloyritys. Yhtiö tarjoaa monipuolisia perusterveydenhuollon ja erikoissairaanhoidon sekä hyvinvoinnin palveluja yritys- ja yksityisasiakkaille ja julkiselle sektorille.

## 2001

Perustamisvuosi

## 2017

Listautuminen

**1252 MEUR** (kasvu +8,4 %)

Liikevaihto Q4'21-Q3'22

**117 MEUR** (9,4 % liikevaihdosta)

EBITA (oik.) Q4'21-Q3'22

**1,3 miljoonaa**

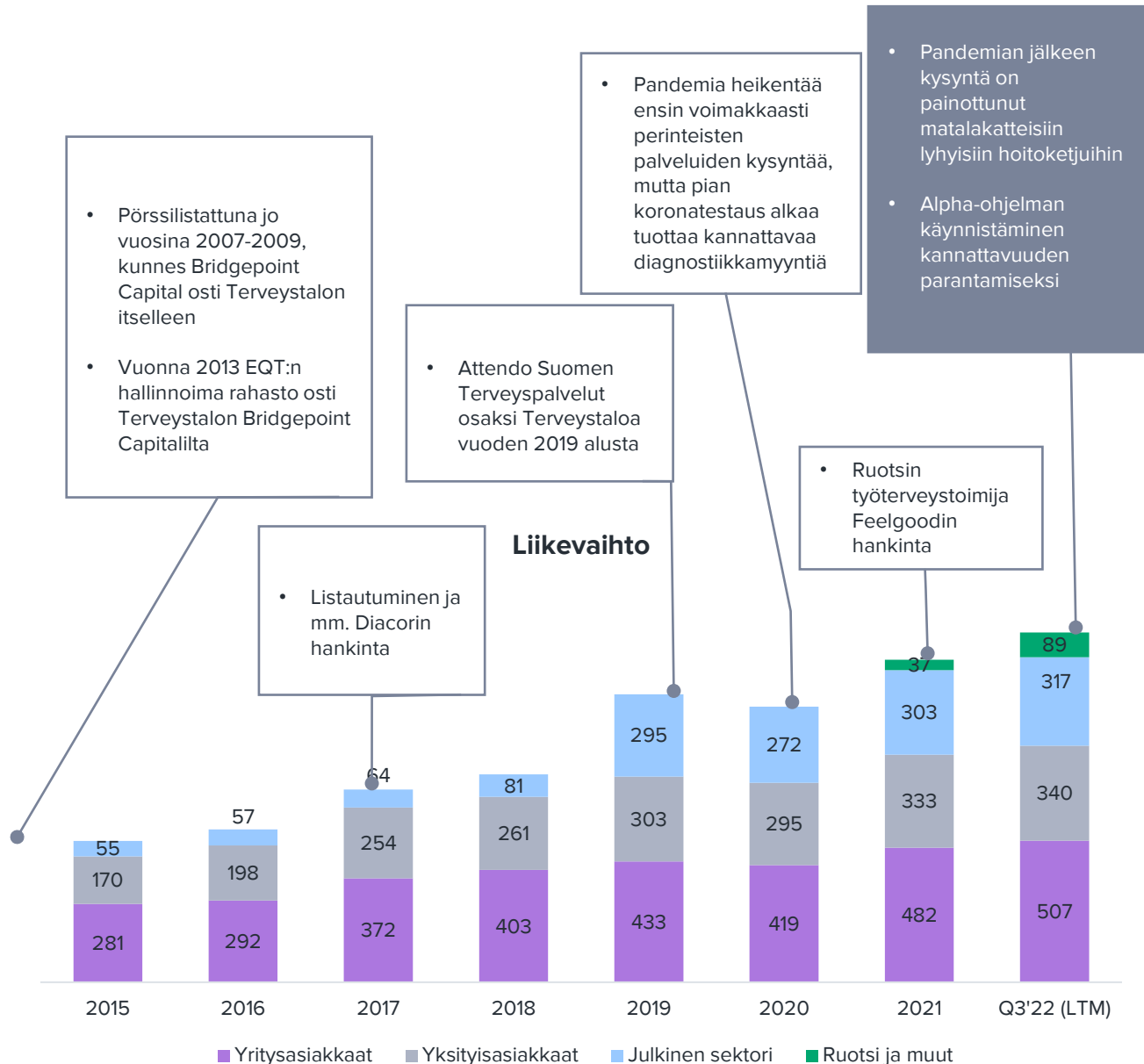
Yksittäistä asiakasta vuonna 2021

**8 miljoonaa ja 2 miljoonaa**

Fyysiset vastaanotot ja etävastaanotot 2021

**11027 / 5852**

Henkilöstö + ammatinharjoittajat Q3'22 lopussa



# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli

## Vahva yksityisen puolen terveystalossa

Terveystalo on liikevaihdoltaan ja verkostoltaan Suomen suurin yksityinen terveystaloyritys. Terveystalossa asioi vuonna 2021 1,3 miljoonaa asiakasta. Asiakaskäyntejä oli noin 8 miljoonaa, joista 2 miljoonaa toteutui etäkanavissa. Palvelutarjonta koostuu eri osioista, mutta korostamme, että yritys pyrkii tarjoamaan asiakkaalle integroidun hoitoketjun, jossa palvelut yhdistyvät toimivaksi kokonaisuudeksi. Yhtiön tuoreessa organisaatiouudistuksessa eri liiketoiminta-alueiden johtamista on selkeytetty ja yksinkertaistettu (kts. sivut 8 ja 29).

- 1) Yhtiön korkean kannattavuuspotentiaalinsa omaavan kovan ytimen muodostavat Suomen terveydenhuollon palvelut (lääkärikäynnit, diagnostiikka, sairaalapaalvelut, ennaltaehkäisevät työterveyden palvelut sekä hyvinvointipalvelut).
- 2) Portfoliopalveluissa (ulkoistusliiketoiminta, henkilöstövuokraus, suunterveys, sekä kuntoutus-, lastensuojelu- ja hierontapalvelut) yhtiön markkina-asema ei ole yhtä vakiintunut, mutta myös näillä on mahdollista luoda arvoa omistajille.
- 3) Ruotsissa toiminta on alkuvaiheessa ja siellä kasvu yritysostoin on toiminnan keskiössä.

## Lääkärikäynnit

Terveystalo tarjoaa asiakkailleen laajalti yleislääkäriin, työterveyslääkäriin ja noin 30 eri erikoisalalan lääkäriin vastaanottopalveluita. Se tarjoaa muun muassa sisätautien ja gynekologian vastaanottopalveluita. Yhtiöllä on koko maan kattava toimipisteverkosto n. 100 paikkakunnalla

sekä sitä tukevat digitaaliset etälääkäripalvelut.

## Diagnostiikka

Terveystalon kuvantamis- ja diagnostiikkapalvelut kattavat useita palveluja lukuisilta lääketieteen erikoisaloilta. Palveluihin kuuluvat muun muassa laboratorion palvelut, röntgen-, tietokonetomografia ja magneettikuvantamispalvelut. Palvelut tukevat yhtiön liiketoiminnan diagnostiikkatarpeita ja palveluita tarjotaan myös suoraan asiakkaalle. Diagnostiikkamyynnissä on korkea kannattavuus.

## Sairaalapalvelut

Terveystalolla on 18 lääkärikeskus-sairaalaa, jotka tarjoavat päiväkirurgiaa, vaativaa kirurgiaa ja lyhytaikaista leikkausten jälkihoitoa sekä toipumispalveluja. Sairaalapalveluihin kuuluvat muun muassa yleiskirurgia, ortopediset leikkaukset ja silmäleikkaukset.

## Työterveyden ennaltaehkäisevät palvelut

Työterveyden lakisääteinen tehtävä on ennaltaehkäistä työstä aiheutuvia terveyshaittoja ja yritys tuottaa siihen liittyviä ennaltaehkäiseviä palveluita mm. työpaikkaselvitys, terveystarkastukset, työkyvyn edistäminen, neuvonta ja ohjaus kuntoutukseen sekä työterveyden laadun ja vaikuttavuuden arviointi ja seuranta. Palvelut tuottaa tiimi, jossa on työterveyslääkäri, -hoitaja, -fysioterapeutti, työ- ja organisointipsykologi sekä ravintoterapeutti.

## Hyvinvointipalvelut

Terveystalon hyvinvointipalveluihin lasketaan mukaan fysioterapia, psykologi- ja

psykoterapeutti-palvelut, ravitsemusterapia, työkykyvalmennus, hieronta ja rokotuspalvelut. Myös monissa näistä digitaaliset palvelut ovat merkittävässä roolissa. Hyvinvointipalveluiden liikevaihto on ainoa palvelualue, jonka kehitystä seurataan raporteissa. Se on nyt n. 110 MEUR/v ja se on kasvanut muita palvelualueita nopeammin.

## Suunterveydenhoito

Yhtiö tarjoaa laajalti suunterveyden palveluita, kuten yleis- ja erikoishammashoitoa sekä suuhygienistipalveluja. Klinikoiden määrä on 38 kpl. Suunterveys täydentää Terveystalon muuta hoitoketjua, mikä edesauttaa palveluiden ristiinmyyntiä samalle asiakkaalle sekä nostaa tehokkuutta yksittäisen asiakkaan hoidossa, kun monimutkaisia läheteketjuja ei tarvita. Yhtiön markkinaosuus on silti suhteellisen matala (~10 %).

## Julkisille asiakkaille tarjotut palvelut ja muut

Terveystalolla on myös kuntien sosiaali- ja terveystaloiden ulkoistussopimuksia, joita on käsitelty tarkemmin sivulla 13. Julkisille asiakkaille tarjotaan myös henkilöstövuokrauspalveluita. Tyypillinen tarve henkilöstöpalvelujen käytölle syntyy, jos toimijan oman henkilökunnan jäsen on sairaslomalla ja hänelle tarvitaan sijaista. Niitä käytetään myös syrjäseuduilla, jonne on vaikea saada lääkäreitä vakitöihin.

Vuonna 2021 yritys laajeni yrityskaupoilla tuottamaan myös yksityistä lastensuojelua ja kuntoutuspalveluita. Julkisille asiakkaille näitä palveluita oli tuotettu jo kokonaisulkoistusten yhteydessä. Toiminta on vielä pientä, mutta tavoitteena on kasvattaa sitä vielä selvästi.

# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli

## Segmenttien kausiluontoisuus

Yhtiö raportoi liikevaihtonsa asiakassegmenttien mukaan, mutta tulos raportoidaan vain konsernitasolla. Yksityisasiakkaiden sekä yritysasiakkaiden liikevaihto ja tätä kautta kannattavuus laskevat kausiluontoisesti Q3:lla, kun asiakkaat, ammatinharjoittajat ja henkilökunta pitävät lomiaan. Julkisen sektorin liikevaihto on puolestaan kausiluontoisesti tasaisinta laskutuksen perustuessa ulkoistusten osalta kiinteisiin hintoihin.

## Yritysasiakkaat

Yritysasiakkaat ovat Terveystalon suurin asiakasryhmä. Terveystalon yritysasiakkaat käsittävät yhtiön työterveysasiakkaat lukuun ottamatta kunnallisia työterveysasiakkaita. Yhtiö tarjoaa yritysasiakkaille lakisääteisiä työterveyspalveluja ja muita sairaanhoidon palveluja sekä hyvinvointipalveluja. Terveystalo on Suomen suurin työterveyspalvelujen tarjoaja liikevaihdon ja työterveyshuollon loppukäyttäjien määrän perusteella. Yhtiö tarjoaa työterveydenhuollon palveluja yli 25 000 yritykselle, joissa on yhteensä noin 650 000 työterveyshuollettavaa.

## Yksityisasiakkaat

Yksityisasiakkaat ovat yhtiön toiseksi suurin asiakasryhmä. Yksityisasiakkaiden palvelut maksaa joko asiakas itse tai vakuutusyhtiö. Yksityisasiakkaat ovat kannattavin asiakasryhmä johtuen niille tyypillisistä pitkistä hoitoketjuista sisältäen mm. erikoislääkäreiden vastaanottoja, leikkauksia ja laboratoriodiagnostiikkaa.

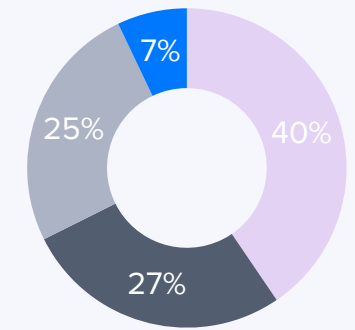
## Julkisen sektorin asiakkaat

Terveystalon julkisen sektorin asiakasryhmään kuuluu suomalaisia julkisen sektorin organisaatioita, kuten kuntia, sairaanhoitopiirejä ja valtionhallinnon organisaatioita sekä kunnallisia työterveysasiakkaita. Vuoden 2023 alussa uusista hyvinvointialueista on tullut palvelujen suurin tilaaja (kts. s. 24). Julkisen sektorin asiakkaille tarjottavat palvelut koostuvat kokonais- ja osaulkoistuksista, terveydenhuollon henkilöstövuokrauspalveluista, erikoissairaanhoidon palveluista, muista terveydenhuollon palveluista ja työterveyspalveluista. Julkisella puolella yhtiöllä on työterveyden huollettavia noin 80 000.

## Ruotsi ja muut

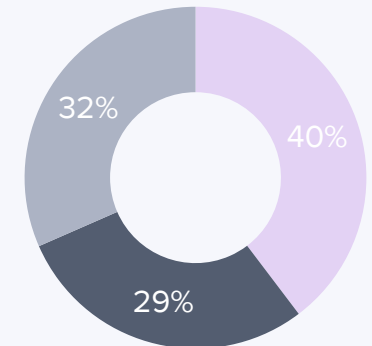
Segmentin liikevaihto muodostuu käytännössä Ruotsista, sillä muualla (Viro ja Hollanti) on vain vähäistä toimintaa. Terveystalo on Feelgoodin hankinnan myötä Ruotsin markkinan kolmanneksi suurin toimija työterveydessä. Yhtiö tarjoaa nyt Ruotsissa työterveyshuollon, johtamisen kehittämisen ja päihteiden väärinkäytön ehkäisemisen palveluja sekä digitaalisia yksityisen terveydenhuollon ja hyvinvoinnin palveluja. Terveystalo palvelee Ruotsissa noin 8 300 yritysasiakasta, joilla puolestaan on yhteensä noin 825 000 työterveyshuollettavaa. Toimintaa on tarkoitus laajentaa Ruotsissa vielä huomattavasti kohti Suomen kaltaisia integroituja hoitoketjuja. Näemme myös mahdollisena myöhemmän laajentumisen muihin Pohjoismaihin. Ruotsin operaatioiden ollessa vielä alkuvaiheessa on niiden kannattavuus muuta konsernia matalampi.

Liikevaihdon jakauma Q4'21-Q3'22



■ Yritysasiakkaat ■ Yksityisasiakkaat  
■ Julkisen sektori ■ Ruotsi ja muut

Julkisen sektorin liikevaihdon jakauma Q4'21-Q3'22



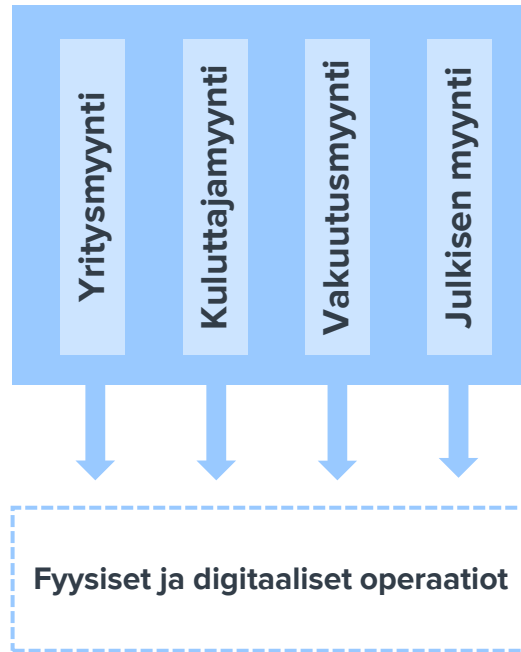
■ Ulkoistukset  
■ Henkilöstövuokrauspalvelut  
■ Palvelumyynti, työterveys ja muut

# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli

## Terveystalon uusi organisaatiomalli

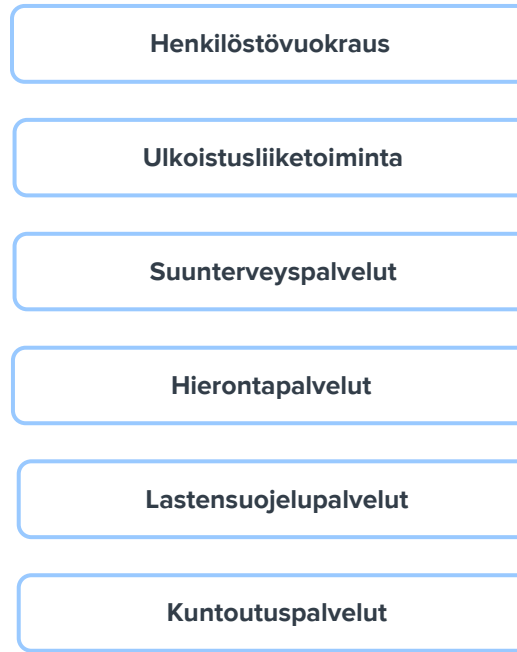
### Terveyspalvelut

*Tavoite olla markkinoiden kannattavin*



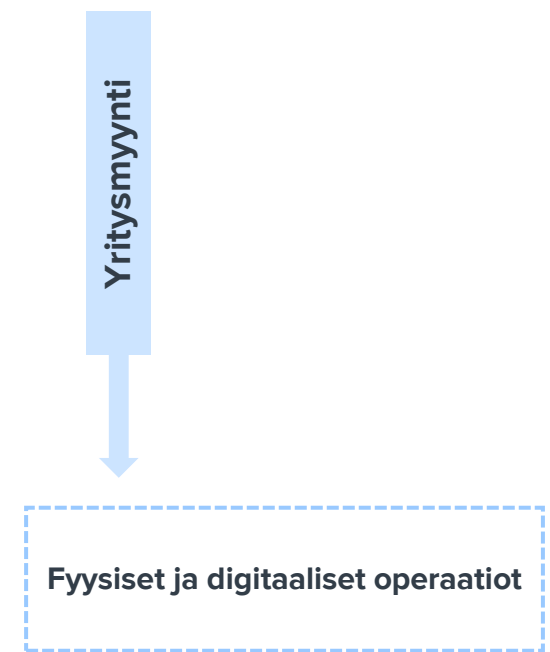
### Portfolioliiketoiminta

*Itsenäinen arvonluonti*



### Ruotsi

*Kasvua keskipitkällä ja pitkällä aikavälillä*





# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli

## Käytön mukaan laskutettavat palvelut

Terveystalon liikevaihdosta noin 90 % kertyy liiketoimintamallista, jossa yhtiö laskuttaa asiasta palvelujen käytön mukaan. Tähän ryhmään kuuluvat yksityisasiakkaiden palvelut ja selkeä enemmistö työterveyden palveluista. Myös julkiset asiakkaat tilaavat käytön mukaan laskutettavia palveluita, jotka tuotetaan yhtiön omassa verkostossa (mm. silmäkirurgia). Liiketoimintamallin erityispiirteenä on, että yhtiön pitää olla kilpailukykyinen sekä ammattilaisten että asiakkaiden suuntaan.

## Lääkärit ovat tärkein tuotannon tekijä

Lääkärit ovat liiketoimintamallin tärkein yksittäinen tuotantontekijä, sillä yksityisasiakas hakeutuu hoitoon tyypillisesti juuri lääkärinvastaanoton kautta. Viime vuosina yhtiö on pyrkinyt helpottamaan tätä hoitoketjun pullonkaulaa ohjaamalla asiakkaita suoraan myös mm. terveydenhoitajalle, fysioterapiaan tai laboratorioon. Suuri osa lääkäreistä työskentelee ammatinharjoittajina ja heillä ei ole kilpailullisia esteitä vaihtaa eri työnantajien välillä. Ammatinharjoittajien näkökulmasta Terveystalon kyky tarjota lääkärille tasainen asiakasvirta, tehokas sisäinen lähetejärjestelmä, hyvä työympäristö ja kilpailukykyinen palkka ovat näkemysemme mukaan tärkeimmät tekijät siihen, että yhtiötä pidetään houkuttelevana työnantajana.

Ammatinharjoittajan palkka on muuttuva kustannus, sillä se perustuu tulonjakomalliin. Yhtiöllä on myös kiinteällä palkalla toimivaa omaa hoitohenkilökuntaa (mm. sairaanhoitajat,

vastaanottoapulaiset, pieni osa lääkäreistä).

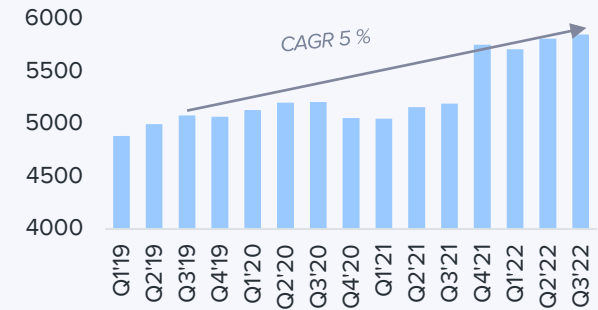
## Houkutteleva kumppani asiakkaille

Yhtiön houkuttelevuus yksityisasiakkaiden näkökulmasta puolestaan nojaa Terveystalo-brändin korkeaan laatumieliokuvaan, yhtiön laajaan toimipisteverkostoon ja niissä työskenteleviin terveydenhuollon ammattilaisiin, vaivattomaan hoitopääsyyn ja integroituun hoitoketjuun sekä asiakaskokemukseen. Myös digitaaliset työkalut ovat keskeinen asiakkaiden sitouttamista ja asiakasuskollisuutta edistävä tekijä.

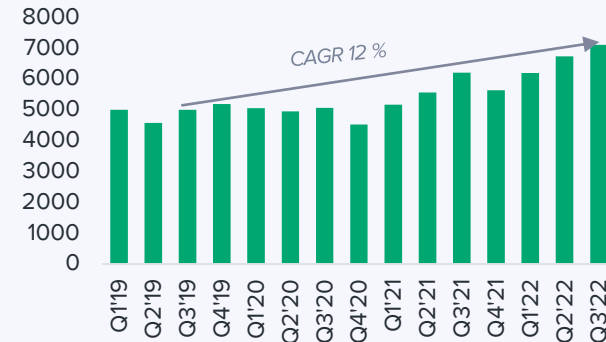
Yhtiön valtakunnallinen toimipisteverkosto toimii myös kilpailuetuna erityisesti suurten työterveysasiakkaiden kilpailutuksissa pärjäämisessä, jotka arvostavat henkilöstönsä nopeaa hoitoon pääsyä eri puolella Suomea. Myös hoitoketjun tehokkuus ja ennaltaehkäisy korostuvat. Niiden avulla sairauspoissaolojen määrää sekä työnantajan maksamien TyEL-maksujen suuruutta saadaan laskettua. TyEL-maksu riippuu yhtiön aiemmista työkyvyttömyyseläketapauksista.

Myös vakuutusyhtiöillä on merkittävä rooli potilasvirtojen ohjaamisessa ja yhteistyö niiden kanssa on olennainen osa Terveystalon toimintaa. Erityisesti leikkaustoiminnassa vakuutusyhtiöohjauksella on merkittävä rooli. Terveystalon vahvuus vakuutusyhtiöiden kanssa on kyky tarjota vakuutusyhtiön asiakkaille koko hoitoketjun palvelut laajalla maantieteellisellä alueella, sekä näin ollen minimoida hoitoaikaa ja parantaa kustannustehokkuutta.

## Ammatinharjoittajien lukumäärä kauden lopussa

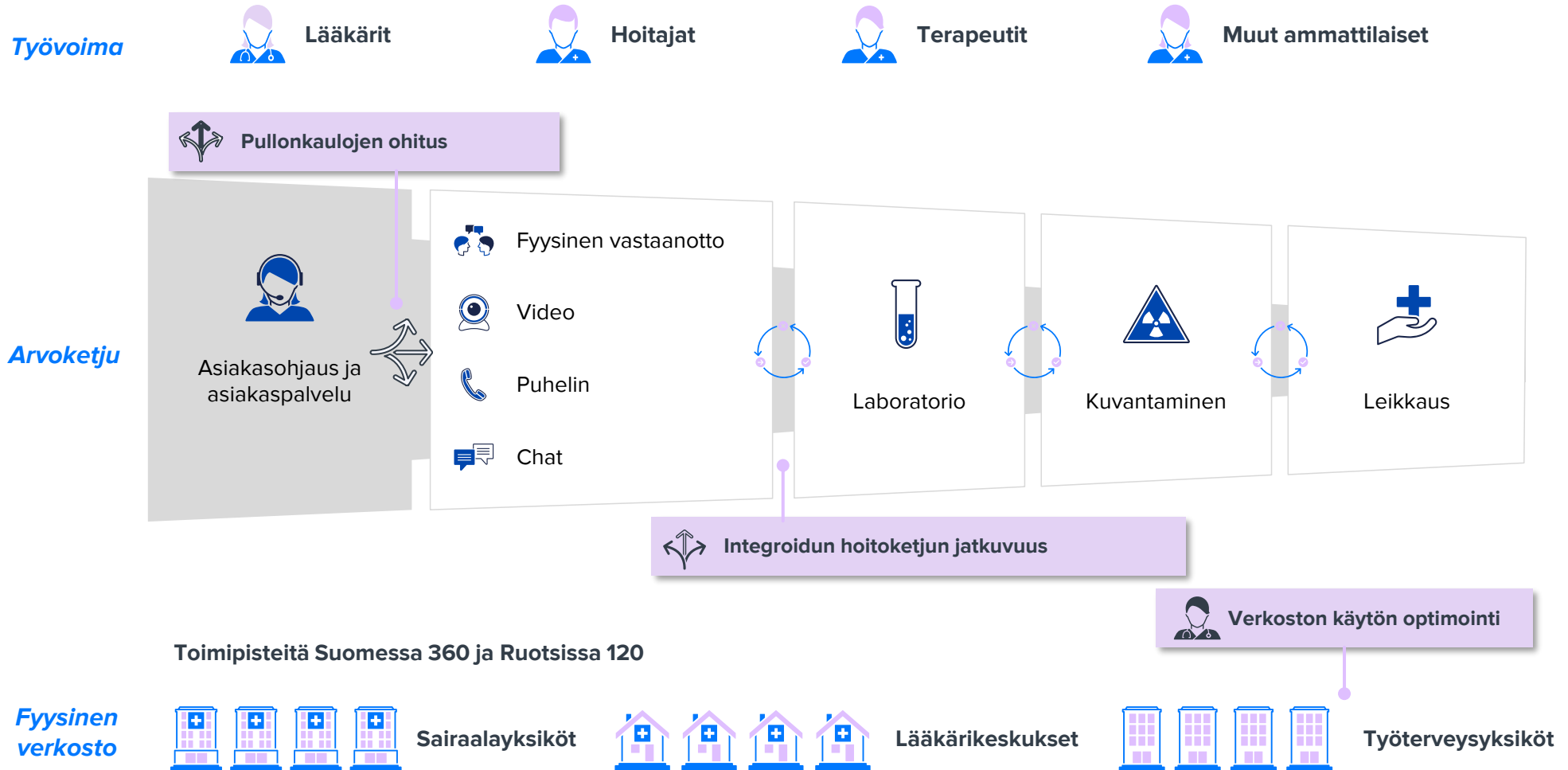


## Työsuhteiset työntekijät\*



Lähde: Inderes, Terveystalo.\*henkilöstömäärä keskimäärin kvartaalin aikana kokoaikaisiksi muutettuna. Ammatinharjoittajista suurin osa on lääkäreitä, mutta myös muita ammattilaisia kuten psykologeja kuuluu ammatinharjoittajiin.

# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli



Lähde: Terveystalo, Inderes

# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli

## Liiketoimintamalli sisältää verkostovaikutuksia

Kokonaisuutena liiketoimintamallissa on mielestämme selviä merkkejä epäsuorista verkostovaikutuksista, jotka ovat alueellisia. Mitä suurempi joukko ammatinharjoittajia ja asiakkaita yhtiöllä on tietyllä alueella sitä enemmän arvoa verkosto tarjoaa molemmille osapuolille. Vahva paikallinen verkosto luo kilpailuetua erityisesti yksityisasiakkaiden parissa uusiin tulokkaisiin nähden, joilla ei ole valmista asiakaskuntaa tai lääkäreitä alueella. Vahva verkosto laskee myös markkinointitarvetta. Digitaaliset vastaanotot vievät liiketoimintamallia askeleen lähemmäs digitaalista alustataloutta, jolloin verkostovaikutukset eivät enää ole lokaaleja vaan valtakunnallisia.

Yhtiön roolina on erityisesti kysynnän ja tarjonnan kohtaamisen sujuvoittaminen. Tässä tietojärjestelmät ja digitaaliset työkalut asiakkaille ja hoitohenkilökunnalle ovat keskeisessä roolissa. Varmistaakseen tuotannon tekijöiden ja asiakkaiden optimaalisen kohtaamisen yhtiö hyödyntää laadun johtamisen työkaluja.

## Digipalveluiden rooli noussut nopeasti

Yhtiön mittakaavaedut mahdollistavat investoinnit erityisesti digitaalisten työkalujen kehittämiseen.

Terveystalo tuottaa Oma Terveys - digisovelluksensa kautta etälääkäripalveluja, jotka helpottavat osaltaan henkilöstöresurssin ja asiakkaan kohtaamista. Asiakas voi sovelluksen kautta keskustella nopeasti lääkärin kanssa. Vuonna 2021 yhtiöllä oli jo noin 2 miljoonaa

etävastaanottoa ja näistä noin miljoonaa tapahtui digisovellusten (chat ja video) välityksellä. Määrät moninkertaistuivat pandemian aikana (s. 16), mutta kasvu on jatkunut myös pandemian jälkeen.

## Digipalvelut myös sitouttavat asiakkaita

Oma Terveys -sovelluksen kautta loppuasiakas voi laatia myös Oma Suunnitelman, joka helpottaa oman terveyden hallintaa ja toimii siten myös ennaltaehkäisevänä palveluna. Personoitua dataa hyödyntämällä asiakas otetaan hoitopolkunsa johtamiseen mukaan, mikä sitouttaa asiakasta. Terveydenhuollon laajin datamäärä luo paljon mahdollisuuksia ennaltaehkäisevien palveluiden tarpeen toteuttamiseen ja myyntiin, ja sen tuomia mahdollisuuksia on käsitelty tarkemmin strategiaosiossa. Yrityisasiakkaille Terveystalo tarjoaa digitaalisen työkalun henkilöstön työkyvyn johtamiseen. Sen ja kerätyn datan avulla riskejä tunnistetaan ajoissa ja toimenpiteitä voidaan kohdentaa paremmin, mikä lisää hoidon vaikuttavuutta.

## Laadun johtamisessa yhtiö on edelläkävijä

Yhtiö perustaa terveydenhuollon laadukäsitteensä lääketieteellisen, asiakaskokemuksellisen ja toiminnallisen laadun ympärille. Osa-alueiden kehittäminen on tärkeää, mutta niiden tulee olla tasapainossa toisiinsa nähden, jotta esimerkiksi käyttöasteita ei optimoida niin täyteen, että vapaita aikoja lääkärille ei ole lähipäivinä saatavilla ja lääketieteellinen laatu ja asiakaskokemus laskevat.

Viimeisen vuoden aikana lääkärin varausasteet

(95-97 %) ovat olleet pandemian jälkeisessä korkean kysynnän ympäristössä jo liiankin korkeita tästä näkökulmasta.

## Toiminnallinen laatu

Toiminnallinen laatu on tärkeää, jotta yhtiön kilpailukyky suhteessa muihin toimijoihin paranee. Yhtiöllä on käytössä yhteiset toimintamallit eri toimipisteissään. Se myös mittaa toimipisteiden tehokkuutta keskitetyksi.

Kannattavuuden selkeimpänä ajurina on käytön mukaan laskutettavissa palveluissa käyttöaste ja toiminnan kasvu. Käytössä olevat tuotannon tekijät tulee saada kohtamaan tehokkaasti asiakasvirran kanssa, jotta kiinteät kulut skaalautuvat. Olemassa oleva infrastruktuuri ja merkittävä kiinteiden kulujen (toimipisteet, tietojärjestelmät ja keskitetyt toiminnot, osa henkilöstöstä) osuus tuo toimintaan käyttövipua, jonka ansiosta lisämyynnin marginaalikustannukset ovat alhaiset.

Integroidussa hoitoketjussa lääkärin vastaanottoa seuraa tarvittaessa ohjaus diagnostiikkaan jatkotutkimusta varten, erikoislääkärille tai leikkaukseen. Erityisesti diagnostiikassa saavutetut volyymit ovat kannattavuuden näkökulmasta keskeisiä johtuen niiden suuremmista kiinteistä kustannuksista, ja saavutetun lisämyynnin marginaali on siinä hyvin korkea (~50 %).

Pandemian jälkeen yhtiön myynti on painottunut aiempaa enemmän lyhyihin hoitoketjuihin heikentäen nopeasti yhtiön aiemmin toimialan parasta kannattavuutta.

# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli

Selittäväenä tekijänä ovat olleet digivastaanotoille tyypilliset lyhyemmät hoitoketjut sekä yksityisasiakkaiden (normaalisti pitkät hoitoketjut) osuuden lasku myynnistä, kun sopimusasiakkaat ovat vieneet itselleen yhä suuremman osan yhtiön tarjonnasta. Yhtiön on pureutunut näihin haasteisiin syksyllä käynnistetyssä kannattavuusohjelmassa, jota on käsitelty sivuilla 29-30.

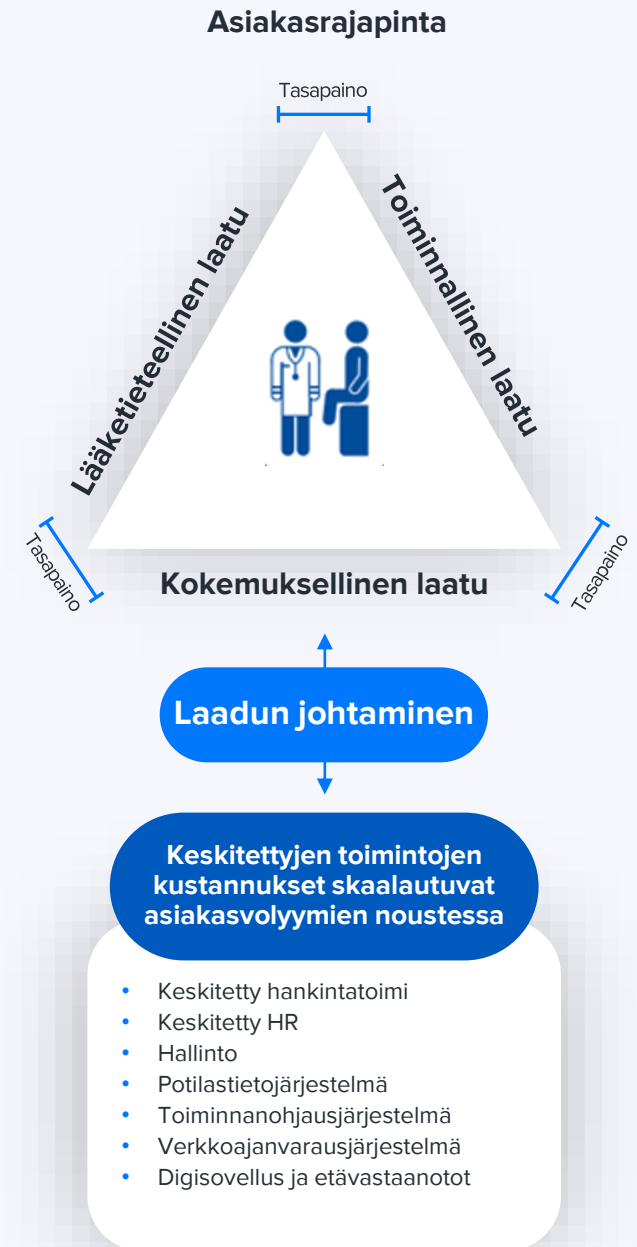
## Kokemuksellinen laatu

Kokemuksellinen laatu on yhtiöllä tärkeää erityisesti asiakaspidon näkökulmasta. Korkea asiakaspito tukee kasvua eteenpäin mentäessä ja hillitsee asiakkaan vaihtamista kilpailijoille. Asiakkaiden tyytyväisyyttä mittaava (NPS) onkin kehittynyt positiivisesti ja se oli kesäkuussa 2022 vastaanottopalveluissa noussut jo 83:een (vrt. Pihlajalinna lääkärikeskukset 75). Terveystalon henkilöstön tyytyväisyys on liiketoimintamallin kannalta myös tärkeä seurattava mittari, sillä se osaltaan varmistaa asiakaskokemuksen laatua ja kasvuun vaadittavan uuden henkilökunnan rekrytointia eteenpäin mentäessä. Henkilöstön suosittelevaindeksi oli kesällä 2022 alalle korkealla tasolla 30 (vrt. Pihlajalinna yksityinen puoli +15).

## Lääketieteellinen laatu

Lääketieteellinen laatu on myös edellytys, jotta yhtiön houkuttelevuus hoitohenkilökunnan puolesta sekä asiakkaiden puolesta voi säilyä. Yhtiö seuraa kansainvälisiä laatustandardeja hoitotyössä. Ammatillaiset käyttävät päätöksenteon ja hoidon vaikuttavuuden

arvioinnin tukena myös yhtiön omaa reaaliaikaista digitaalista työkalua. Se tarjoaa mm. tietoa oman potilaspopulaation työkyky- ja sairausriskeistä. Potilasturvallisuutta seurataan myös mm. potilasturvallisuuskäytösten kautta, joiden määrä alittaa toimialan valtakunnallisen keskiarvon.



# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli

## Kiinteähintainen laskutus

Osassa julkisissa asiakkuuksissa (ulkoistukset) ja pienessä osassa työterveyden sopimuksista yhtiö saa kiinteän korvauksen kunnalta tai yritykseltä ottaessaan kokonaisvastuun tietyn ihmisjoukon terveyspalveluista. Käytännössä tämä tarkoittaa sitä, että yhtiölle maksetaan kustakin asiakkaasta vakiokorvaus vuosittain. Terveystalon kannattavuuden selkeimmät ajurit näissä sopimuksissa ovat toiminnan tehokkuus ja ennaltaehkäisy. Kannattavin asiakas on sellainen, jota ei tarvitse hoitaa. Kiinteähintaisissa laskutuksissa liikevaihto on ennustettavaa ja se kertyy tasaisesti sopimusperiodin ajan.

Kuntaulkoistuksissa yhtiön tehtävänä on tehostaa toiminnan kustannusrakennetta, optimoida hoitoketjua ja tarjota samalla parempaa palvelutasoa asiakkaille kuin mitä kunta on itse pystynyt teettämään. Kunta-asiakkaiden kilpailutuksissa pärjäämisessä kunnille tulee kyetä tuottamaan oikeat palvelut sovitulla laatumittareilla ja ennalta määritellyllä kustannuspotilla. Osaava henkilöstö on myös potilashoitoketjun hallinnassa avainasemassa, sillä mitä nopeammin asiakas saadaan hoidettua kuntoon, sitä vähemmän kustannuksia kertyy.

Orgaanisesti voitetuissa ulkoistussopimuksissa erityispiirteenä on, että liiketoiminta toteutetaan tyypillisesti asiakkaan tiloissa, jolloin ne eivät vaadi investointeja (capex) ja pääoman tuotto on siten korkea. Operaatioiden haltuunotto vie kuitenkin aikaa ja tyypillisesti kannattavuus paranee ajan

kuluessa kun operaatiot ehditään ottaa haltuun ja tehostamispotentiaalit tunnistetaan. Kokonaisulkoistuksiin sisältyy myös sosiaalihuollonpalveluita (kuten hoivapalvelut), joiden suhteellinen osuus on hyvin pieni. Yhtiö pyrkii hankkimaan niitä alihankintana.

Attendo-yritysosto kasvatti Terveystalon julkisen sektorin asiakkaiden suhteellista osuutta selvästi ja toi yhtiölle lisäosaamista kiinteästi hinnoiteltuun palvelutuotantoon. Attendolta Terveystalolle siirtyi kaupan myötä 7 kuntien kokonaisulkoistusta. Kaupan jälkeen sote-uudistuksen sisältö muuttui kuitenkin radikaalisti ja myös kokonaisulkoistusten markkina on ollut jäissä. Uusia isompia sopimuksia ei ole alkanut ja vanhoja sopimuksia (Rääkkylä, Tohmajärvi, Lumijoki) on päättynyt sopimuskausien umpeutuessa.

## Ulkoistusten kannattavuus ollut paineessa

Jäljellä olevien ulkoistusten kannattavuus on kärsinyt selvästi viimeisen vuoden aikana nähdystä kustannusten noususta. Yhtiö kertoi, että Q3'22:lla julkisten asiakkaiden EBITA-liikevoitto oli vertailukautta 4 MEUR matalampi. Tämä johtui pääosin siitä, että kiinteästi hinnoiteltujen sopimusten indeksikorotukset eivät ole pysyneet perässä palvelun tuotannon kustannusnousujen kanssa. Kustannuksia on nostanut etenkin se, että syrjäseuduille, missä Terveystalon ulkoistukset sijaitsevat, ammattilaisten saaminen on kallistunut nopeasti vallitsevassa kireässä työmarkkinassa.

Käsityksemme mukaan ulkoistukset ovat edelleen voitollisia, mutta ne tekevät matalaa marginaalia.

## Kokonaisulkoistukset

- Pyhtää (5 187 as.) 31.12.2024 asti
- Kärsämäki (2 613 as.) 30.6.2027 asti
- Sysmä (3 753 as.) 31.12.2025 asti + 5 v. optio
- Sulkava (2 530 as.) 1.1.2023 asti + 4 v. optio
- Rantasalmi (3 514 as.) 1.1.2015 - 31.12.2022
- Puolanka (2 597 as.) 31.12.2025 asti + 2 v. optio

## Osaulkoistukset

- Tervola (3 062 as.) 31.12.2028 asti, koskee enintään 30 %:n osuutta kunnan sote-palveluista
- Hattula (9 475 as.) terveyspalvelut 31.12.2023 asti

## Terveysasemaulkoistukset

- Kinnula
- Pukkila
- Orimattila
- Myrskylä
- Hartola
- Hanko
- Helsinki, Kannelmäen terveysasema

## Suunterveydenhuollon ulkoistukset

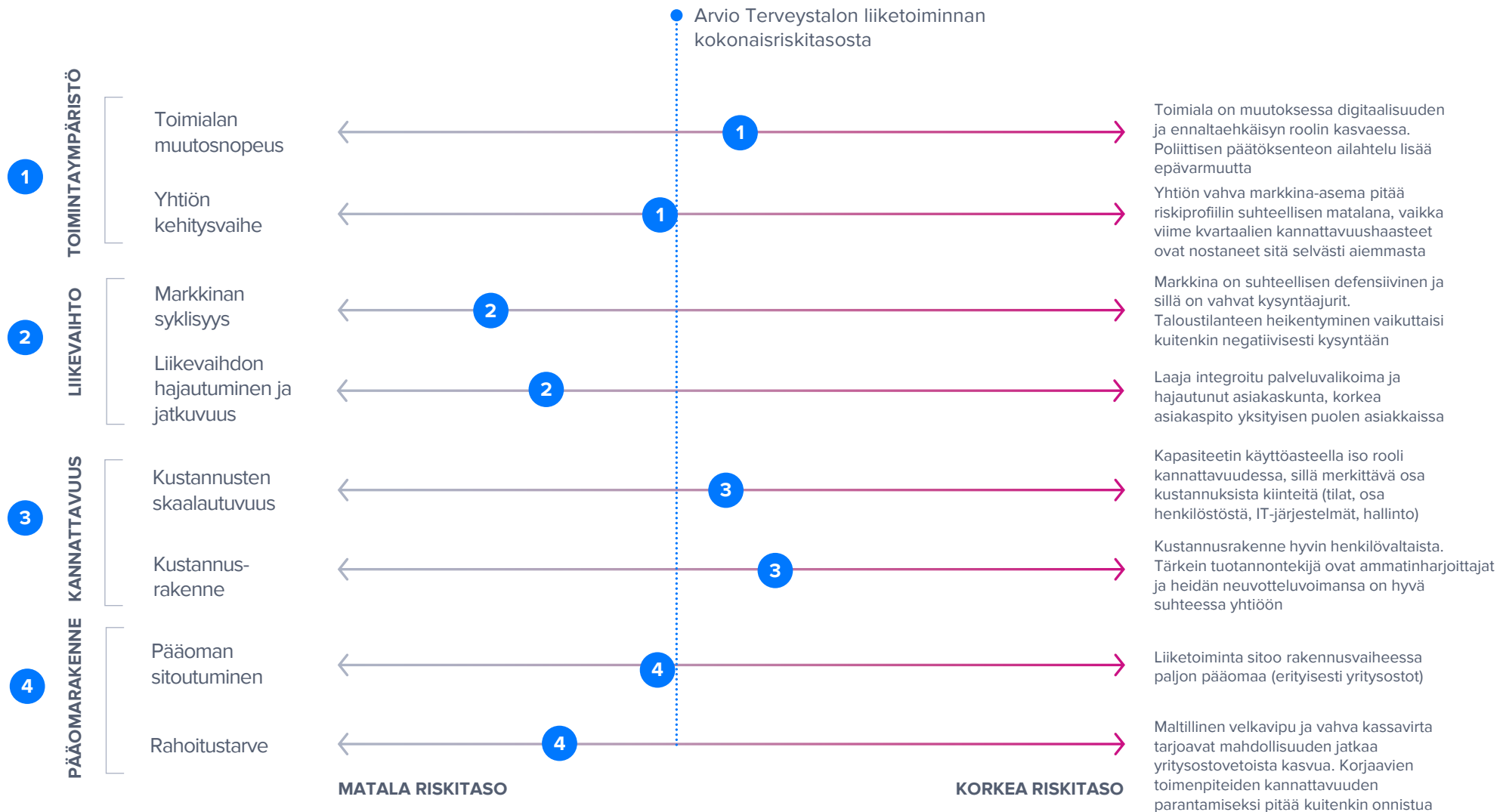
- Ikaalinen
- Oulainen

## Silmäsairaalan ulkoistus

- Lappeenranta (Eksote)

Lähde: Inderes, Terveystalo (<https://www.terveystalo.com/fi/julkiset-palvelut/kuntalaisille>)

# Liiketoimintamallin riskiprofiili



# Sijoitusprofiili

1.

**Vahva brändi ja markkina-asema**

2.

**Toimiminen defensiivisillä terveydenhuollon markkinoilla**

3.

**Laatuyhtiön profiili on muuttunut äkisti käänneyhtiöksi nostaan riskiprofiilia**

4.

**Fokus kannattavuusohjelman läpiviennissä ja rahavirran elvyttämisessä**

5.

**Pääoman allokoinnissa onnistuminen kriittinen palanen sijoitustarinan kannalta**

## Potentiaali



- Laaja asiakkaita ja lääkäreitä yhdistävä digifyysinen alusta ja tehokkaasti toimiva integroitu hoitoketju
- Keskitetyt toiminnot ja laadun johtamisen työkalut tukevat skaalautuvaa tulosparannusta
- Julkisen sektorin avun tarve hoitojonojen purkuun
- Väestön ikääntyminen
- Yritysjärjestelyt ja Ruotsin laajentumisen jatkaminen
- Skaalaedut digi-investoinneissa

## Riskit



- Poliittisten päätösten arvaamattomuus sote-toimialalla
- Taloustilanteen heikentyminen
- Kuluttajaluottamuksen ja ostovoiman lasku
- Yrityskaupoissa onnistuminen
- Riippuvuus tietojärjestelmistä
- Taseen korkea liikearvo
- Vakuutusyhtiöohjauksen mahdolliset muutokset
- Alalla kova kilpailu osajista

# Strategia

## Fokus terveystalossa

Yhtiö erottuu pääkilpailijoistaan siinä, että se keskittyy strategiassaan terveydenhuoltoon, eikä sillä ole kuntien kokonaisluokituksia ja lastensuojeluliiketoimintaa lukuun ottamatta sosiaalihuollon tarjontaa. Mielestämme yhtiön kilpailuedut Suomen terveydenhuollossa ovat vahva brändi, mittakaava, edistyneet digitaaliset palvelut, hyvä markkina-asema sekä asiakkaiden että lääkärin keskuudessa, laaja toimipisteverkosto, tehokas integroitu hoitoketju ja laaja kliininen tietokanta, joka mahdollistaa ennaltaehkäisevien palveluiden räätälöinnin.

Yhtiön strategia painottuu skaalautuvan palvelualan rakentamiseen ja kehittämiseen. Se koostuu sekä fyysisistä toimipisteistä että digitaalisesta alustasta. Toimipisteet ovat lähellä suurta osaa suomalaisia verkoston ollessa maanlaajuinen. Myös digipalvelujen kasvuun yhtiö on hyvin positioitunut jo nykyisillä digipalveluillaan. Niiden jatkokehittämiseen on myös isojen volyymien myötä hyvät edellytykset. Korona-aikana digivastaanotot (chat ja video) kasvattivat suosiotaan merkittävästi (sivupalkki). Strategian ytimessä on asiakkaan koko hoitoketjun johtaminen ja yhtiö pyrkii pitämään asiakkaan sen alustalla, jossa yhdistyvät kaikki kuluttajalle relevantit palvelut. Alustan arvolupausta pyritään myös jatkuvasti kehittämään asiakastarpeita vastaavaksi.

## Strategiakauden tavoitteet

Terveystalon strategiakauden (2021-2025) ensimmäinen pääkohta on rakentaa toimialan älykkäin palvelualusta. Sen toiminnallisuutta

kehittämällä terveydenhuollon ammattilaiset sekä asiakkaat yhdistetään toisiinsa mahdollisimman kitkattomasti. Strategian toisena pääkohtana on toimia asiakkaan kokonaisvaltaisena terveystalona.

## Toimialan älykkäin palvelualusta

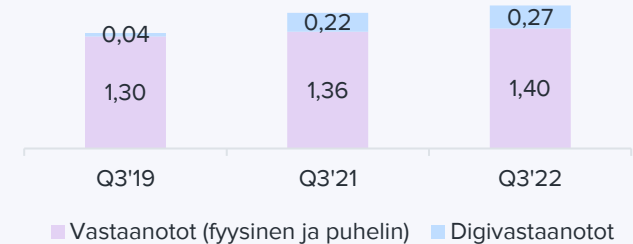
Yhtiön tavoitteena on rakentaa toimialan älykkäin palvelualusta. Yhtiö pyrkii kehittämään asiakasvirran ohjautumista juuri oikealle ammattilaiselle ottamalla aktiivisemmän roolin prosessissa. Tähän liittyen yhtiö hankki jo 2018 vähemmistöosuuden keinoälyä hyödyntävästä Etsimo Healthcare-yhtiöstä. Perinteisesti asiakkaan on pitänyt tietää itse, mille ammattilaiselle mennä tarvitessaan hoitoa.

Terveydenalan ammattilaisista on pulaa ja heidän työnsä tehostamisessa onnistuminen on kriittistä. Tähän yhtiö pyrkii kehittämällä työtä nopeuttavia ja tukevia digityökaluja ammattilaisten käyttöön.

Tavoitteena on myös asiakaskonversion parantaminen palvelua personoimalla siten, että asiakkaalle annetaan hoidon akuuttiuden, hoidon maksajan sekä käyttöasteiden optimoinnin kannalta parhaiten sopiva aika.

Älykkäämmän palvelualusta avulla myös asiakkaan hoitopolun johtamista voidaan paremmin tukea diagnoosin jälkeen, jolloin myös jatkokäynneillä on edellytykset lisääntyä. Keinoina ovat mm. Oma Suunnitelman laatiminen ja sen kautta annettavat muistutukset. Hoitopolku rakennetaan niin, että se noudattaa alan parhaita käytäntöjä (care guidelines) ja siten myös hoidon vaikutus asiakkaalle on tehokkain.

## Terveystalon vastaanottojen jakauma (miljoonaa)



## Älykkäin palvelualusta



Tuotannon pullonkaulojen ohittaminen



Ammattilaisten työajan tehostaminen



Parempi konversio



Enemmän vierailuja



# Strategia

## Asiakkaan terveyskumppani

Ennaltaehkäisy on terveydenhuollossa vahvistuva trendi, mutta samalla markkina on polarisoitunut asiakaskäyttäjymisen osalta. Terveystalon datan mukaan 50 %:lle suomalaisista on kehittynyt elintapasairaus tai heillä on kohonnut riski sairastua sellaiseen (Terveystalo CMD 2020). Yhtiö pyrkii luomaan asiakasarvoa havaitsemalla asiakasdatastaa ennalta ne yksilöt, joilla on tunnistettavia riskejä sairastua tulevaisuudessa. Yhtiö käyttää kliinisen datan tukena myös asiakkaille toteutettavia terveystarkastuksia (Evaluu), jotka tuodaan yhteen muun datan kanssa. Tulevaisuudessa hoidon personoinnissa on tarkoitus käyttää myös yhä enemmän muuta dataa, jota voidaan saada mm. älysoikeuksista.

Ennaltaehkäiseviä palveluja on tähän mennessä tarjottu jo laajasti yritysasiakkaille ja etenkin matalan kynnyksen mielenterveyden palveluihin on panostettu (mielen sparrin ja chat). Asiakkaille tarjottavia palveluita pyritään myös laajentamaan edelleen ja hyvinvointiliiketoimintaa on tasaisesti vahvistettu yritysostoin (hieronta, fysioterapia, terapia). Yrityksille on kyetty datan avulla perustelemaan varhaisen hoidon avulla kertyvät säästöt mm. vähentyneiden sairauspoissaolojen kautta.

Työterveyden loppuasiakaskohtainen myynti onkin 2018-2019 kehittynyt vahvasti ja käsityksemme mukaan taustalla ovat nämä hyvinvoinnin lisäpalvelut. Hyvien kokemusten myötä ennaltaehkäiseviä hyvinvointipalveluita on alettu laajentaa myös yksityisasiakkaille. Yhtiö pyrkii lähestymään yksityisasiakkaita tarjoamalla

heille matalankynnyksen palveluita (mm. terveystarkastus ja laboratoriomittaukset ilman lähetettä) sekä ilmaista omaa hyvinvointia tukevaa sisältöä digitaalisen alustan kautta, joka voi johtaa myöhemmin lisäostoihin.

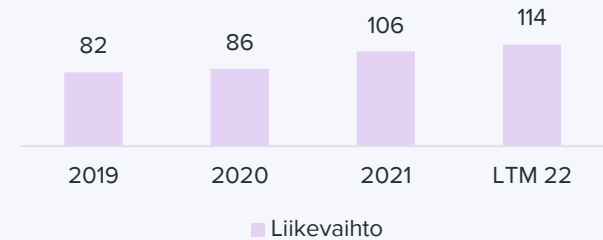
Yhtiö pyrkii myös kehittämään muilta kuluttajasektoreilta tuttuja hinnoittelupaketteja (kk-maksu). Niiden avulla asiakas on mahdollista sitouttaa paremmin oman terveyden ylläpitoon. Tästä ensimmäinen esimerkki oli Nightingalen kanssa aloitettu yhteistyö vuonna 2021. Myös kannattavat sekä skaalautuvat kumppanuudet tulevat digipuoella kysymykseen (mm. Yogaia) palveluntarjoajan laajentamisessa.

Kuluttajaliiketoiminnassa viime vuoden selkeä onnistuminen oli myös vahvasti digitaalisen Lasten Terveystalo konseptin lanseeraaminen. Sen avulla lasten palveluiden asiakasmäärät moninkertaistuivat.

Näemme asiakkaan terveystalokumppanina toimimisen positiivisena Terveystalolle myös sitä kautta, että myynti siirtyy hiljalleen enemmän palveluihin, joissa lääkärin rooli tuotannon tekijänä on alhaisempi. Sen myötä yhtiön kasvuvauhti ei ole enää yhtä riippuvainen yhtiön palveluksessa olevien lääkärin määrästä.

Myös se että potilaan terveyshistoria pysyy tallessa Oma Terveystalossa sekä se, että lääkäriin pääsee digipalveluiden avulla nopeasti, sitouttavat asiakasta enemmän Terveystaloon kuin tiettyyn lääkäriin.

## Hyvinvointipalvelut (MEUR)



## Asiakkaan terveystalokumppani



Uudet palvelut



Uudet asiakkaat



Osuuden kasvatus asiakkaan lompakosta



Asiakasuskollisuuden vahvistuminen



# Strategia

## Kansainvälistymisstrategia

Yhtiö laajeni kesällä 2021 Ruotsiin ostamalla työterveystoimija Feelgoodin, jonka brändi säilytettiin. Pidämme riskitasoa laskevana tekijänä sitä, että laajentuminen toteutui yhtiön vahvimmalla osa-alueella eli työterveydessä. Yhtiö sai kasvualustan hankittua kohtuullisen hintaan, sillä velaton kauppahinta oli noin 70 MEUR. Vuoden 2019 tuloksella laskemalla kaupan EV/EBITDA-kerroin oli noin 8,5x ja kustannussynergiat huomioimalla noin 7,5x.

Yhtiön tavoitteena on kasvaa työterveydessä Ruotsin markkinoilla sekä organisaation lisäyrittösoitoin. Yhtiö suunnittelee laajentavansa palveluvalikoimaa Ruotsissa myös kohti Suomen kaltaisia integroidumpia hoitoketjuja. Pidemmällä aikavälillä yhtiö näkee potentiaalia laajentua myös muille lähimarkkinoille. Terveystalo on myös Pohjoismaisessa tarkastelussa käsityksemme mukaan edelläkävijä terveydenhuollon digitalisaatiossa. Yhtiön asiakkaille ja ammattilaisille suunnatut digityökalut, voidaankin ottaa suhteellisen pienin kustannuksin käyttöön myös Ruotsissa. Feelgoodin tulos on konsolidoitu Terveystalon lukuihin Q3'21-alkaen. Tämän jälkeen se on vahvistanut asemiaan viidellä pienemmällä yrityskaupalla (sivupalkki). Yrittösoitövetöisen kasvun lisäksi organisaation kasvua ei merkittävästi vielä olla saatu aikaan ja Ruotsin valloituksen onnistumista on vielä aikaista arvioita, mutta pidämme sitä lupaavana optiona.

## Kohdemarkkinat Ruotsissa

Ruotsissa Terveydenhuollon kokonaismarkkina on suunnilleen kaksinkertainen Suomeen

verrattuna eli 30 mrd. €. Tästä yksityisesti tuotetun markkinan koko on noin 7 mrd. €. Terveydenhuollon markkinan kasvu Ruotsissa on viime vuosina ollut selvästi nopeampaa (6,2 % CAGR 2015-2019) kuin Suomessa, mikä lisää markkinan houkuttelevuutta. Yksityisen terveydenhuollon markkina on myös selvästi vähemmän konsolidoitunut Ruotsissa kuin Suomessa. Ruotsin kymmenen suurimman toimijan yhteenlaskettu markkinaosuus on vain noin 36 %. Kilpailu ostokohteista ei siten käsityksemme mukaan ole yhtä kiivasta kuin Suomessa. Tämä tarkoittaa myös sitä, että valuaatiot yrityskaupoissa ovat maltillisempia.

Ruotsin työterveysmarkkina on kooltaan noin 0,4 mrd. euroa ja sen kehitys on ollut melko vakaata. Terveystalon markkinaosuus Ruotsin työterveydessä on nyt noin 19 % ja se on Ruotsin kolmanneksi suurin työterveyspalveluiden tarjoaja. Kaksi muuta merkittävää ja sitä hieman isompaa toimijaa ovat Avonova ja Previa.

Ruotsissa ennaltaehkäisevään työterveysjärjestelmään ei kuulu yhtä paljon lain edellyttämiä palveluita kuin Suomessa. Myös työterveyden ja sairaanhoidon palvelut ovat eri järjestelmissä. Työntajien kiinnostus tarjota laajempaa työterveyshuoltoa ja sairaanhoidon palveluita on kuitenkin kasvussa, kun halutaan vähentää sairauspoissaoloja ja pidentää työuria.

Yritykset maksavat Ruotsissa työterveyden palvelut 100 %:sti, kun Suomessa Kelan rahoitusosuus on n. 40 %. Ruotsissa lisäpalveluiden hankinnan kynnys on yritykselle siten käsityksemme mukaan korkeampi.

## Ruotsin liikevaihdon kasvupolku



Työterveys ~70 MEUR/v



Työterveys ~7 MEUR/v



Työterveys ~4 MEUR/v

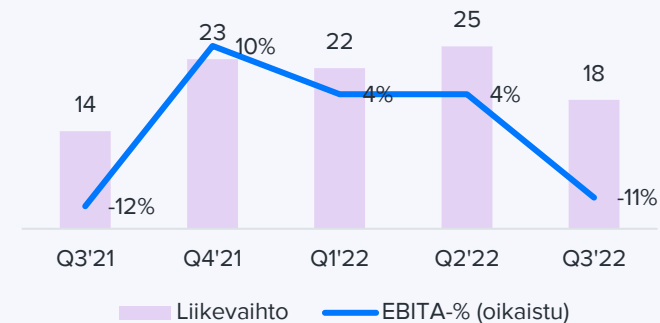


Riippuvuushoito  
~12 MEUR/v



Työterveys ~1 MEUR/v

## Ruotsi ja muut -segmentin kehitys (MEUR)



Lähde: Terveystalo, Inderes, Q3 on kausiluontoisesti heikoin työterveydessä

# Yhteenveto

-2013

## Koon vauhdikas kasvattaminen ja tarjonnan laajentaminen

- Perustettu vuonna 2001
- 2007 Medivire Työterveyspalveluiden hankinta
- Yhtiö avasi Kampin sairaalan 2010
- 2011 yhtiö hankki muun muassa Lääkäriasema Pulssi Oy:n sekä ODL Terveys Oy:n
- 2010-2013 liiketoimintojen keskittämiseen ja standardointiin tähtääviä toimia
- Pörssilistattuna jo vuosina 2007-2009, kunnes Bridgepoint Capital osti Terveystalon itselleen

## Strategian Must Win Battles

### Toteutunut

- Yhteensä noin 200 yritysostoa toteutettu
- Mittakaavaadedut vahvistuneet
- Toiminnot keskitetty
- Brändin vahvistuminen
- Laadun johtamisen työkalut otettu käyttöön

2013  
-  
2021

## Prosessien digitalisointi ja markkina- aseman vahvistaminen

- Vuonna 2013 EQT:n hallinnoima rahasto osti Terveystalon Bridgepoint Capitalilta
- Oma Terveys -alustan lanseeraus 2013
- 2015 laajentuminen suunterveyteen
- 2017 Diacorin ja Porin lääkäritalojen yritysostot
- 2018 laajentuminen kuntaulkoistuskentässä Attendo Terveyspalveluiden yritysoston myötä
- Hyvinvointipalveluihin laajentuminen ja tarjonnan kasvattaminen
- Aloitettu siirtymä kuluttajalähtöisempään malliin ja hoidon personointi

- Isojen yritysostojen onnistuneet integroinnit ja läpi tulleet synergiat
- Toimipisteverkosto saatu maan kattavaksi
- Merkittävät investoinnit digitalisaatioon

2022-

## Kannattavuuden ja rahavirran palauttaminen vahvalle tasolle

- Hinnankorotusten läpiviemi ja kustannusleikkaukset
- Ammattilaisten määrän kasvussa ja työn tehostamisessa onnistuminen
- Pidempien hoitoketjujen vahvistaminen
- Toimialan älykkäin palvelualusta
- Asiakkaan terveyskumppani
- Asiakkaan ja ammattilaisen entistä sujuvampi yhdistäminen Terveystalon alustalla

### Seuraavat 5 vuotta

- Alpha-ohjelman ja organisaatiouudistuksen toteuttaminen tavoitellusti ja sitä kautta rahavirran elvyttäminen
- Digi-investointien onnistuminen
- Ruotsin laajentumisen onnistuminen

# Kilpailuympäristö

## Yleiskatsaus kilpailuympäristöön

Terveystalo kilpailee Suomen sosiaali- ja terveydenhuoltomarkkinoiden asiakkaista niin muiden yksityisten palvelutuottajien kuin julkisen sektorin ja kolmannen sektorin kanssa (yhdistykset, osuuskunnat ja säätiöt). Sosiaali- ja terveystaloiden tuotanto on usein paikkaan ja kieleen sidottua, joskin alalla nopeasti yleistyvät digitaaliset palvelut ovat kasvattaneet myös etälääkäripalveluiden tarjontaa. Terveydenhuolto on Suomessa pääosin julkisesti tuotettua ja yksityisillä palveluntuottajilla on noin 26 %:n osuus kokonaismarkkinasta. Parhaillaan käynnissä on sote-uudistus, joka vaikuttavaa siihen tapaan, jolla julkisia sosiaali- ja terveydenhuoltopalveluita tuotetaan ja rahoitetaan (kts. sivu 24).

## Mehiläinen pitää piikkipaikkaa

Suomen suurin toimija 2021 liikevaihdolla mitattuna on Mehiläinen: 1399 MEUR. Mehiläinen toimii laajalla palveluvalikoimalla terveydenhuollon (67 % liikevaihdosta) lisäksi myös vanhusten-, vammaisten-, mielenterveys- ja päihdehoidon puolella. Mehiläinen on Terveystalon ohella ollut toinen hyvin kannattava toimija Suomen terveydenhuollon markkinalla ja sen oikaistu 2021 EBITA oli 11,7 %. Vuonna 2021, sillä oli työterveyshuollettavia 540 000.

Terveystalo on vuoden 2021 luvuilla mitattuna Suomen 2. suurin toimija 1155 MEUR:n liikevaihdolla. Terveystalon oikaistu EBITA vuonna 2021 oli 12,2 %. Terveystalolla on työterveyshuollettavia noin 730 000.

Pihlajalinna on liikevaihdolla mitattuna Suomen 3. suurin yksityinen toimija. Pihlajalinna toimii laajalla palveluvalikoimalla terveydenhuollossa ja lisäksi sillä on kuntien kanssa muodostettuja yhteisyrityksiä kuntaulkoistuksissa. Yhtiön liikevaihto vuonna 2021 oli 578 MEUR ja oikaistu EBITA oli 6,5 %. Pihlajalinnalla on työterveyshuollettavia noin 270 000.

Laskelmiemme mukaan Terveystalon työterveyden loppuasiakaskohtainen laskutus on kolmikton suurin ja Pihlajalinnalla matalin. Ero johtuu asiakkaille tarjottavien lisäpalveluiden määrästä ja Pihlajalinnalla palveluiden hinnoittelu on ollut myös pääkilpailijoita matalampi.

## Konsolidaatio on ollut voimakasta

Suomen sosiaali- ja terveydenhuoltomarkkinat ovat 2000-luvulla konsolidoituneet yritysostojen seurauksena. Suuret yhtiöt hyötyvät mittakaavaeduista laajemman verkoston tuomana kilpailuetuna, kehittäessään digitaalisia työkaluja, henkilöstöhallintoa, laatua ja brändiä. Terveystalo, Mehiläinen ja Pihlajalinna ovat toimijat, joilla on tarjota laajan palvelutarjonnan kattava toimipisteverkosto. Pihlajalinna on kasvattanut verkostoaan maantieteellisesti viime vuosina, mutta on vielä kahta isointa kilpailijaa jäljessä. Yhtiöt kohtaavat kilpailua myös alueellisesti vahvoilta toimijoilta (Aava pääkaupunkiseudulla).

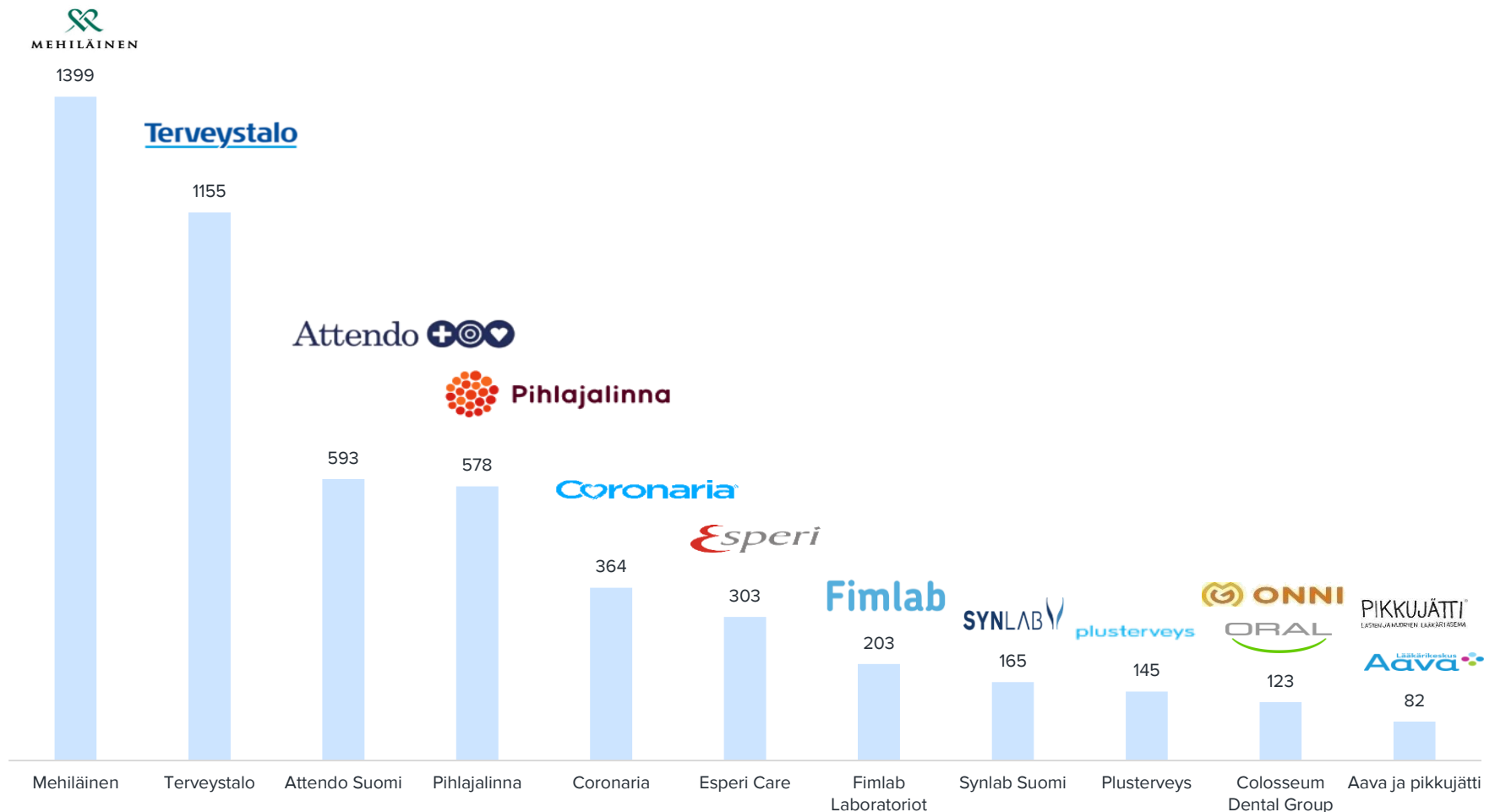
Myös pienemmät erikoistuneet toimijat luovat kilpailu-uhrin etenkin suunterveydessä ja hyvinvointipalveluissa. Vaikka erikoistuneet toimijat eivät kykene tarjoamaan integroitua

hoitoketjua asiakkaille, pitää erikoistuminen niiden brändin ja tarjoaman selkeänä ja niiden on mahdollista saada tehokkuushyötyjä keskittymällä tiukasti ydinosaamiseensa. Suunterveyden puolella vahvoja erikoistuneita toimijoita ovat Colosseum Dental Group (Oral ja Onni) sekä PlusTerveys. Hoiva-alaan fokuoivat isoimmat pelurit ovat Attendo ja Esperio Care. Hoivakohun myötä kasvaneet hoitajamitoitusvaatimukset ovat tuoneet näille yhtiöille kannattavuushaasteita. Laboratoriopalveluiden tuottamiseen fokuoituvat Synlab, jota Terveystalo hyödyntää keskuslaboratoriona sekä Fimlab. Ne ottivat isot kasvuharppaukset koronatestaamisen myötä.

Fysioterapian osalta vahva toimija on ollut Fysios, joka on ollut viime vuodet hyvin aggressiivinen yritysostoissa. Mehiläinen osti sen kuitenkin vuonna 2022. Mielenhyvinvoinnissa Vastaamo oli kasvanut vahvasti, mutta sen tarina sai päätöksen 2020 potilastietovuodosta ja jäljelle jäänyt psykoterapiatoiminta myytiin Vervelle. Myös liikevaihdolla mitattuna (2021: 364 MEUR) merkittävä Suomen terveystalouden peluri Coronaria on ollut aktiivinen yrityskaupoissa etenkin terapiapuolella. Coronaria on myös silmäleikkauksissa markkinajohtaja ostettuaan Silmäseman vuonna 2020. Alalla on edelleen runsaasti pieniä alueellisia toimijoita tarjolla ostokohteiksi.

Tällä hetkellä näyttää siltä, että ainoastaan Terveystalo, Mehiläinen sekä Pihlajalinna ovat liian isoja suupalloja muille, mutta muut toimijat ovat yhä periaatteessa potentiaalisia ostokohteita.

# Suurimpia sote-toimijoita 2021 liikevaihto (MEUR)



Lähde: Inderes, yhtiöiden tilinpäätökset. Yhtiöiden liikevaihdot tilikaudelta 2021, osassa kyseessä on Inderesin arvio, jos konserni muodostuu useasta yhtiöstä.

# Sosiaali- ja terveydenhuoltomarkkina

## Terveydenhuoltomarkkinoiden jakautuminen

Terveydenhuollon relevantti yksityisesti tuotettu markkina Suomessa sisältää työterveyshuollon, perusterveydenhuollon, suunterveydenhuollon, erikoissairaanhoidon sekä lastensuojelun. Tämän markkinan koko on Suomessa noin 4,0 mrd. € ja Terveydenhuollon osuus markkinasta on noin 25-30 %. Työterveydessä yhtiön markkinaosuus on tätä selvästi korkeampi (reilut 35 %). Suunterveydessä markkinaosuus on puolestaan matalampi (~10 %). Terveydenhuollon markkinaosuus on noin 6-7 % koko Suomen terveydenhuollon markkinasta, mikä sisältää myös julkisesti tuotetun markkinan.

## Markkina on defensiivinen

Vuosien 2015-2020 välillä yksityisesti tuotettu terveydenhuolto on kasvanut 0,9 % (CAGR). Markkinan sisällä työterveyden markkinan kasvu on ollut nopeampaa hinnankorotusten tukiessa sitä. Julkisesti rahoitettu yksityinen tuotanto on kasvanut myös markkinan sisällä keskimääräistä nopeammin ja sitä ovat viime vuosina tukeneet etenkin 2018 Mehiläisen voittamat Länsi-Pohjan ulkoistus (60 MEUR/v) ja 2021 alkanut Harjun Terveyden ulkoistus (38 MEUR/v). Muilta osin isompien ulkoistusten markkina on ollut jäissä ja kasvu on koostunut pienemmistä puroista.

Yksityisasiakkaiden markkina ei ole vuosien 2015-2019 välillä kokonaisuutena merkittävästi kasvanut. Yksityinen suunterveyden markkina on puolestaan laskenut vuoden 2016 lakimuutoksen myötä, kun hoidon Kela-korvaus puolitettiin 15 %:iin. On myös huomattavaa, että vuosi 2020 oli 2000-luvulla ensimmäinen, kun yksityinen markkina kääntyi laskuun myös Kela-korvattavan

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

## Julkinen markkina kasvanut hieman enemmän

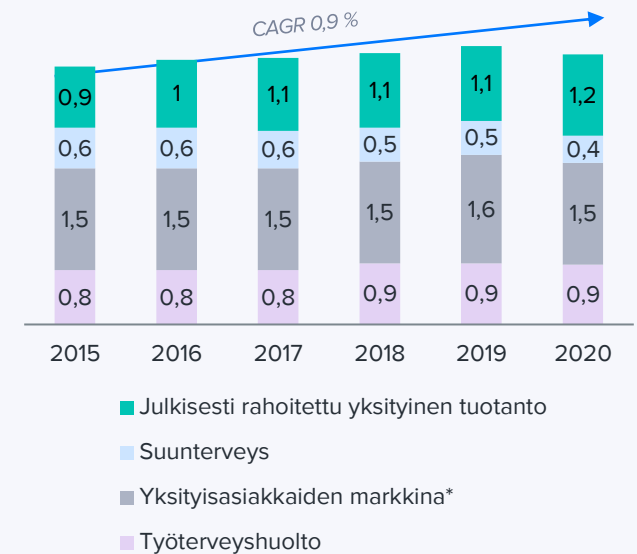
THL julkistaa laajempaa dataa julkisen ja yksityisen terveydenhuollon menoista, jotka sisältävät myös mm. lääkkeitä ja hoivan. Nämä terveydenhuollon käyttömenot ovat 2015-2020 kasvaneet yhteensä hieman yli 2 % (CAGR) 22,9 mrd. euroon. Käyttömenojen kasvu on johtunut etenkin erikoissairaanhoidon kasvaneista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

Pidemmällä aikavälillä (2000-2020) käyttömenot ovat kasvaneet jopa 4,5 % (CAGR).

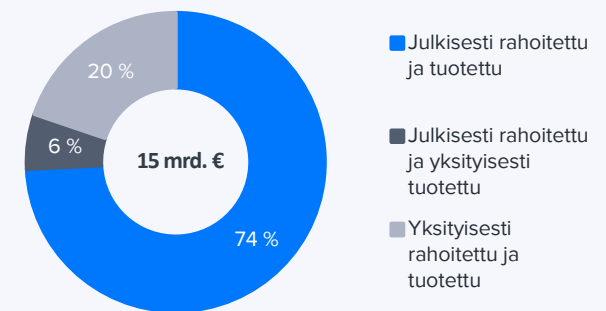
## Terveydenhuoltomarkkinoiden kasvun ajurit

Arvioimme, että lähivuosina yksityiset terveydenhuoltomarkkinat kasvavat lähellä viime vuosien vauhtia. Positiivisia ajureita ovat etenkin väestön ikääntyminen ja elintapasairauksien kasvu. Yksityisen markkinan positiivisia ajureita ovat myös vapaaehtoisten sairausvakuutuksien kasvu, terveys- ja hyvinvointitietoisuuden lisääntyminen, ennaltaehkäisevän hoidon kasvava rooli ja terveysteknologian kehittyminen.

Yksityisen terveydenhuollon Suomen kohdemarkkina (mrd. euroa)



Terveydenhuollon markkinoiden jakautuminen (2021)



Lähde: Terveydenhuolto, Kela, THL, \*sisältää myös vakuutusmarkkinan ja Kelan maksaman kuntoutuksen

# Sosiaali- ja terveydenhuoltomarkkina

Yksityisen markkinan kasvuvauhtiin vaikuttaa merkittävästi myös se miten hyvinvointialueet alkavat hyödyntää yksityisiä toimijoita. 2023 alun Kela-korvausten leikkaus nostaa epävarmuutta markkinan lähivuosien kasvuvauhtia kohtaan.

## Kela-korvaukset leikkaantuvat yksityisasiakkailta

Vuoden 2023 alusta yksityisten terveystalujen Kela-korvauksia on leikattu yksityisasiakkaiden osalta, mikä hallituksen laskelmien mukaan tarkoittaa noin 64 MEUR:n säästöjä korvauskuluissa. Terveystalon arvion mukaan leikkauksilla voi olla negatiivinen vaikutus erityisesti yleislääkäreiden ja gynekologien vastaanottojen sekä kuvantamistutkimusten kysyntään. Kuluttajien yleisen ostovoiman heikentyessä muutokset voisivat vaikuttaa myös muiden palveluiden käyttöön. Kokonaisuutena odotamme markkinaa koituvan vain pientä vastatuulta [historiallisten leikkausten](#) perusteella.

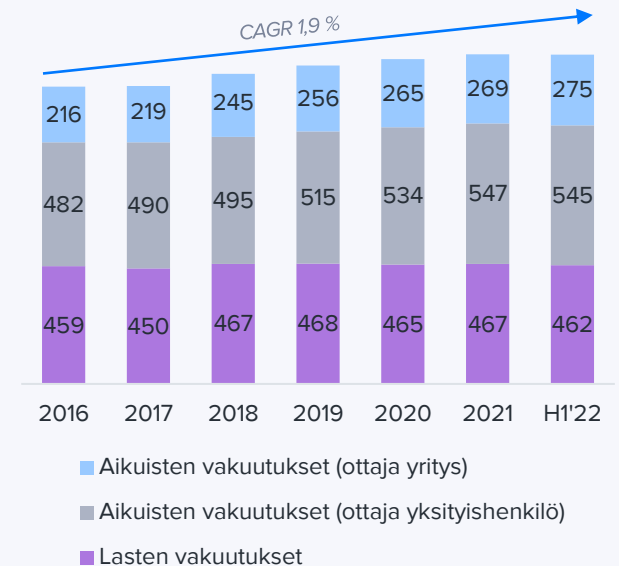
Terveysvakuutukset kattavat yli puolet klinikoiden maksuista yksityisasiakkaiden käynneissä. Tällä hetkellä myös tarjonta rajoittaa enemmän kasvua etenkin yleislääkäreiden vastaanotoissa ja kuluttajien laskeva ostovoima ei siten konkretisoidu nykymarkkinassa täysimääräisesti. Markkinaa tasapainottavana tekijänä on myös se, että Kela-korvausten leikkaaminen vaikeuttaa entisestään julkisen terveydenhuollon koronan jälkeisiä ruuhkia. THL:n raportin mukaan elokuun 2022 lopussa 152 000 potilasta odotti pääsyä kiireettömään erikoissairaanhoidon ja 20 000 oli jonottanut hoitoa yli 6 kk. Kiireettömään hoitoon odotusaika oli keskimäärin 65 vuorokautta.

## Vakuutusyhtiöohjauksella merkittävä rooli

Vakuutusyhtiöiden merkitys hoidonmaksajina kasvaa jatkuvasti sosiaali- ja terveydenhuoltomarkkinoilla, sillä suomalaisten yksityisten sairauskuluvakuutusten määrä on jatkanut kasvussa (sivupalkki). Kesällä 2022 sairauskuluvakuutus oli jo 1,28 miljoonalla suomalaisella. Erityisesti leikkaustoiminnassa vakuutusyhtiöohjauksella on merkittävä rooli, kun vakuutusyhtiö ostaa terveystaluyhtiöltä toimenpiteitä yleensä isommissa erissä ja ohjaa potilaitaan vahinkojen sattuessa hyväksymilleen palveluntuottajille. Viime vuosina vakuutusyhtiöiden monituottajamallit ovat lisääntyneet ja asiakas voi valita itse hyväksytyiltä listalta haluamansa palvelutarjoajan. Tämä on käsityksemme mukaan ollut positiivista Terveystalon vakuutusyhtiömyynnille, sillä yhtiöllä ei ole erityissuhdetta vakuutusyhtiöiden kanssa.

Erityissuhteesta esimerkkinä on, että Pihlajalinna tuottaa asiakkaan hoidontarpeen arviointiin hoitajapuhelinpalvelua Fennialle sekä 2022 helmikuusta Pohjolalle. Mehiläinen tuottaa vastaavaa palvelua Lähi-Tapiolalle (Pihlajalinna Pirkanmaalla). Toimintamalli mahdollistaa asiakkaalle nopean hoitoon pääsyn ja hoitoketjun virtaviivaistamisen, mikä säästää myös vakuutusyhtiön kustannuksia. Se mahdollistaa myös asiakkaille vakuutusasioiden hoidon ja hoitoon hakeutumisen samanaikaisesti. Terveystalujen tuottajat ohjaavat käsityksemme mukaan palvelun kautta potilaita mielellään myös omiin lääkärikeskuksiinsa, mikäli vapaita aikoja on paikkakunnalla saatavilla.

## Vakuutusmäärien kehitys





# Sosiaali- ja terveydenhuoltomarkkina

## Sote-uudistuksen tarve

Reilusti yli 10 vuotta valmisteltu Sote-uudistus on yksi suurimpia hankkeita, mitä Suomessa on koskaan tehty. Uudistuksen tarve syntyy siitä, että väestö ikääntyy nopeasti ja vanhemmat ihmiset tarvitsevat enemmän palveluita. Ihmiset eivät tällä hetkellä saa yhdenvertaisesti sote-palveluita ja niiden tuottamiseen on syntynyt tehottomia toimintatapoja. Kunnat ovat olleet vastuussa sote-palveluiden järjestämisestä asukkailleen ja niiden menoista yli puolet on kulunut sote-menoihin.

## Sote-uudistuksen tavoitteet

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

Sote-uudistuksen yhteydessä toteutuu myös maakuntauudistus, joka siirtää sote-palveluiden järjestämisvastuun noin 300 kunnalta 21 hyvinvointialueelle sekä Helsingille. Vastuun siirtämistä hyvinvointialueille perustellaan sillä, että suurilla maakunnilla olisi taloudellisesti parempi kantokyky. Mallissa on myös viisi yhteistoimintaa-alueita erityistason palveluita varten.

Nykyisen sote-mallin johtavana ajatuksena on

säilyttää päävastuu palveluiden tuottamisesta tiukasti julkisilla toimijoilla. Yksityiset toimijat nähdään julkista täydentävinä palveluntuottajina.

Myös uudessa sote-mallissa hyvinvointialueet voivat hankkia yksityisiltä palveluntuottajilta kaikkia niitä ostopalveluita, joita ei ole erikseen laissa kielletty. Uudessa terveydenhuollon [laissa](#) on tiukennettu perusterveydenhuollon hoitotakuuta kiireettömissä tapauksissa. Sen mukaan hoitoon pitäisi päästä viikon sisällä. Tämä voi myös lisätä hyvinvointialueiden ostopalvelujen käyttöä, sillä yksin julkisilla resursseilla raja on haastava toteuttaa.

Isompien uusien ulkoistushankkeiden toteuttaminen käsityksemme mukaan kuitenkin vaikeutuu selvästi, sillä hyvinvointialueen järjestämisvastuun (riittävästi omaa palvelutuotantoa) pitää toteutua. Muodostettavilla hyvinvointialueilla on myös mahdollisuus irtisanoa sellaiset nykyiset ulkoistussopimukset, joissa järjestämisvastuu ei toteudu hyvinvointialueen kokonaisarvion perusteella. Sopimusten irtisanomisaika on asetettu vuoden 2025 loppuun.

Käsityksemme mukaan kuntien nykyiset kokonaisulkoistukset voivat uudessakin sote-mallissa jatkua, jos maakunnat katsovat niiden olevan tarkoituksenmukaisia, sillä ne eivät ole liian suuria koko maakunnan mittakaavassa. Ainoastaan Mehiläisen Länsi-Pohjan ulkoistus ei käsityksemme mukaan voi jatkua sellaisenaan sen ollessa liian suuri järjestämisvastuun toteutumisen näkökulmasta. Nykyisen hallituksen sote-uudistus on edennyt vauhdilla huolimatta yksityisten

palveluntuottajien sekä ulkoistuksia tilanneiden kuntien vastustuksesta. Hyvinvointialueiden valtuustot valittiin vaaleilla maaliskuussa 2022 ja hyvinvointialueet aloittivat vuoden 2023 alussa.

## Poliittinen epävarmuus kasvattaa toimialariskiä

Terveydenhuollon ja muiden toimialan yhtiöiden kasvunäkymät ovat osittain linkitetty siihen, mikä yksityisten palveluntuottajien rooli tulee jatkossa olemaan ja kuinka laajasti ne otetaan mukaan osaksi uudistunutta sosiaali- ja terveydenhuoltomarkkinaa. Tämä on yksi suurimmista toimialaan liittyvistä riskeistä, sillä epävarmat näkymät vaikeuttavat yhtiöiden omien suunnitelmien laatimista ja nostavat riskiprofilia pääomamarkkinoilla. Kuitenkin vain noin 10 % Terveydenhuollon liikevaihdosta tulee ulkoistussopimuksista ja se on siten pääkilpailijoitaan selvästi vähemmän riippuvainen hyvinvointialueiden päätöksistä näiden suhteen.

Myös nykyisen hallituksen tekemät leikkaukset yksityisasiakkaiden kela-korvauksiin vuoden 2023 alusta nostavat epävarmuutta sitä kohtaan, millainen vaikutus tällä on yksityisesti tuotettujen lääkärikeskuspalveluiden markkinaan. Leikkaukset tarkoittavat itsemaksaville asiakkaille lisää kustannuksia ja vakuutusyhtiön kautta asioiville asiakkaille todennäköisesti vakuutusmaksujen nousua, joka tapahtuu viiveellä. Terveydenhuollon listalleottoesitteen perusteella vuonna 2016 Kelan korvaamista yksityisasiakkaiden yksityisklinikoiden palveluista 53 % rahoitettiin vakuutusmaksuilla, 38 % maksoivat asiakkaat itse ja 9 % maksoi Kela.



# Taloudellinen kehitys

## Käyttöpääoma selvästi negatiivinen

Terveystalon käyttöpääoma on negatiivinen ja vuoden 2021 lopun tilanteessa se oli noin -7 % liikevaihdosta. Yhtiö saikin sen turvin ilmaista rahoitusta. Ostovelkojen suhde liikevaihtoon oli 2021 lopussa 18,5 %. Hyvä taso johtuu keskitetystä osto-organisaatiosta ja neuvotteluvoimasta suhteessa toimittajiin. Yhtiön liiketoiminta ei sido juurikaan varastoja (0,6 % liikevaihdosta) ja myöskään myyntisaamisia (11,1 % liikevaihdosta) ei kerry merkittävästi, sillä yksityisasiakkaat maksavat laskunsa tyypillisesti jo vastaanotolla. Yritysassiakkailta on kuitenkin pidemmät maksuajat.

## Pääoman tuottoa rasittaa kallis rakennusvaihe

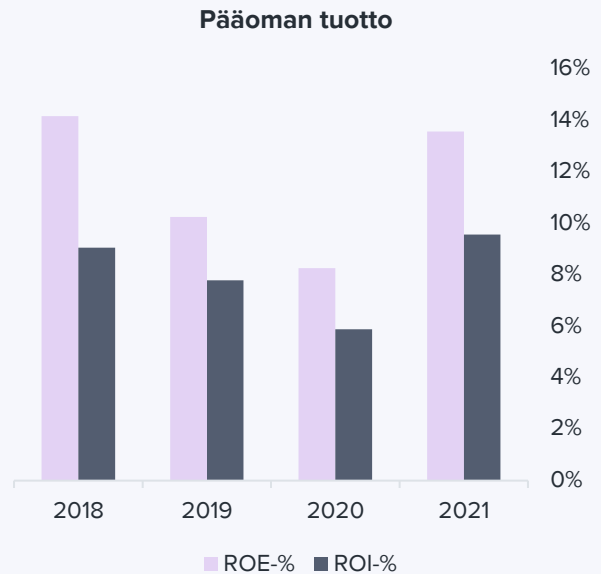
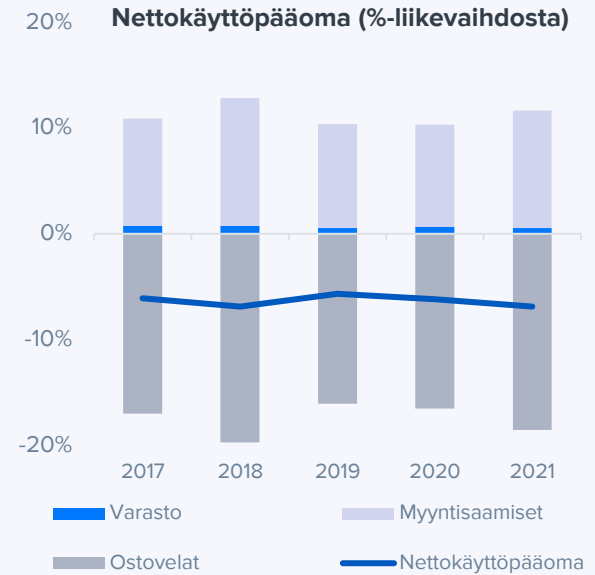
Yhtiön oman pääoman tuotto on heilunut viime vuodet 10 %:n molemmin puolin. Lukemaa ei voi pitää erityisen hyvänä. Mielestämme tätä mittaria tarkasteltaessa sijoittajan on hyvä kuitenkin ymmärtää, että yhtiön nousu nykyiseen markkina-asemaan on vaatinut erittäin pääomaintensiivisen rakennusvaiheen johtuen verkostovaikutuksista. Tästä johtuen mm. taseen liikearvo on hyvin korkea (850 MEUR), mikä on noin 2/3-osaa koko taseen loppusummasta. Infrastruktuurin ollessa paikallaan orgaanisen lisämyynnin pitäisi kuitenkin jatkossa tulla sisään korkealla marginaalilla. Pääoman tuottoa on laimentanut myös transaktio, jossa Bridge Point Capital myi terveystalon EQT:lle selvästi yli sen silloisen oman pääoman arvon. Aiempiin yrityskauppoihin liittyy myös ppa-poistoja (kohteen asiakassopimusten ja tavaramerkkien poistoja), jotka heikentävät edelleen selvästi terveystalon tulokomponenttia

(2021: 14,5 MEUR), vaikka niillä ei ole vaikutusta yhtiön operaatioiden tuottamaan rahavirtaan. Tästä syystä näemme selvästi tärkeämmäksi parametriksi seurata yhtiön kohdalla kassavirran kehitystä kuin pääoman tuottoja (seuraava sivu).

## Historialliset yritysostot pääosin onnistuneita

Terveystalon tekemien viime vuosien isoimpien yritysostojen (Attendo Terveyspalvelut, Diacor, Porin lääkäritalo, Työsyke, Työkunto) arvostuskertoimet ovat nousseet korkeiksi ilman synergioita. Tämä kertoo kilpailun hyvistä ostokohteista käyvän Suomessa kireänä. Yhtiö kykenee kuitenkin puristamaan yrityskaupoista merkittäviä synergioita. Edellä mainittujen kauppajen EV/EBITDA (LTM)-kertoimet olivat keskimäärin 13x ilman synergioita, mutta 6x toteutuneiden synergioiden myötä, mikä on hyvin maltillinen taso. Myös pienemmissä kaupoissa kertoimet ovat laskeneet samantyyllisesti.

Attendo terveyspalveluista (2018 lopussa) yhtiö maksoi jälkikäteen arvioituna kuitenkin liikaa (EV 200 MEUR). Tämä johtui siitä, että sote-uudistus ei toteutunut silloisen hallituksen suunnitelman mukaisesti, eikä Attendolta hankittua osaamista ole päästy kunnolla hyödyntämään. Strategisena onnistumisena voidaan kuitenkin edelleen pitää Attendon henkilöstövuokrauspalvelujen saamista osaksi terveystaloa. Henkilöstöpalvelut ovat monen nuoren lääkärin ensimmäisiä työpaikkoja ja ne toimivat hyvänä porttina uran edetessä siirtyä ammatinharjoittajaksi terveystalolle, sillä lääkäreistä on toimialalla niukkuutta.



# Taloudellinen kehitys

## Vahvaa rahavirtaa allokoidaan eri kohteisiin

Yhtiön rahavirta on kehittynyt pidemmällä aikavälillä positiivisesti tuloskasvun ajamana. Vuonna 2021 liiketoiminnan rahavirta nousi jo noin 150 MEUR:oon (ilman noin 40 MEUR:n positiivista IFRS-16 vaikutusta). Tätä rahavirtaa allokoidaan yritysostoihin, orgaanista kasvua luoviin investointeihin, osinkoon ja rahoituskuluihin. Pääoman allokoinnissa onnistuminen on keskeistä, jotta kassavirtaan syntyy korkoa korolle ilmiö ja myös taseen velan kantokyky paranee. 2022 Q2-Q3:n aikana yhtiön rahavirta on heikentynyt nopeasti, mikä on nostanut epävarmuutta sitä kohtaan, miten aiemmin hyvin defensiivinen ja ennustettava rahavirta tulee kehittymään.

## Yritysostot pääoman allokoinnissa yhä keskeisiä

Yrityskaupoilla on yhtiön historiassa ollut merkittävä rooli ja yhtiölle on kertynyt kokemusta yli 200 transaktiosta reilun 20 vuoden aikana. Historialliset näytöt kohteiden integroinneista ovat hyvät (kts. edellinen sivu). Yrityskaupoin tehtävä laajentuminen on alalla riskittömämpää, sillä yhtiön ei tarvitse silloin aloittaa asiakas- ja lääkärihankintaa tyhjästä. Jos yhtiöllä on jo valmis asiakaskanta uudella paikkakunnalla esim. ison yrityksen työterveyskilpailutuksen voitosta, on uuden yksikön perustaminen näissä tapauksissa ollut potentiaalinen vaihtoehto. Yhtiö ei kuitenkaan viime vuosina ole tehnyt juuri orgaanisia avauksia. Vuonna 2021 yritysostoihin käytettiin 78 MEUR ja isoin hankinta oli Ruotsin Feelgoodin osto (70 MEUR). Myös pienempien yritysostojen toteuttamista yhtiö on jatkanut tasaisesti.

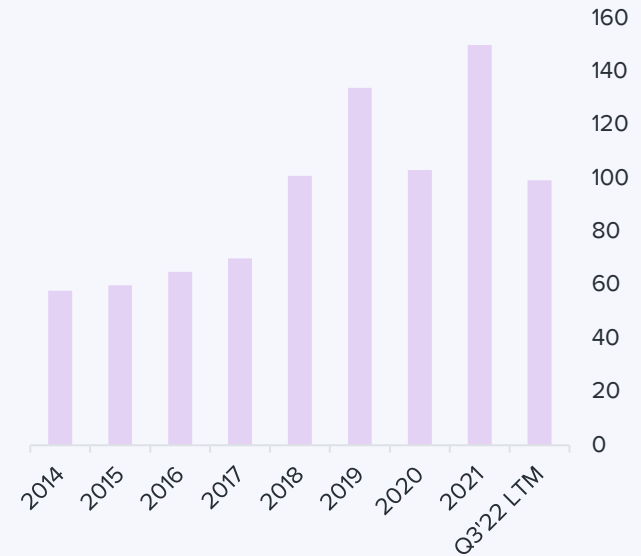
## Investoinnit digitaalisiin järjestelmiin tärkeitä

Digitaalisten palveluiden ja järjestelmien rooli on kasvanut Terveystalon liiketoiminnassa selvästi. Nämä aineettomiin hyödykkeisiin tehdyt investoinnit olivat vuonna 2021 22 MEUR ja viimeisen 12kk aikana jopa 30 MEUR. Yhtiö päätti syksyllä 2022 kuitenkin keskeyttää yhtiön ulkopuolelta tilatun vuodesta 2018 käynnissä olleen potilastietojärjestelmän uudistuksen. Tästä koitui taseeseen 29 MEUR:n alaskirjaus. Projektin venyttyä yhtiö tuli johtopäätökseen, että samat toiminnallisuudet saadaan riskittömämmin aikaan nykyisessä Dynamic Health-järjestelmässä, jota myös sen toimittaja TietoEvy on suvantovaiheen jälleen alkanut jälleen kehittää. Jatkossa yhtiö pyrkii välttämään epäonnistumiset digi-investoinneissaan painottamalla modulaarisuuteen ja avoimiin rajapintoihin perustuvaa talonsisäistä IT-kehitystä. Ennustamme digi-investointien olevan jatkossa noin 20 MEUR/v.

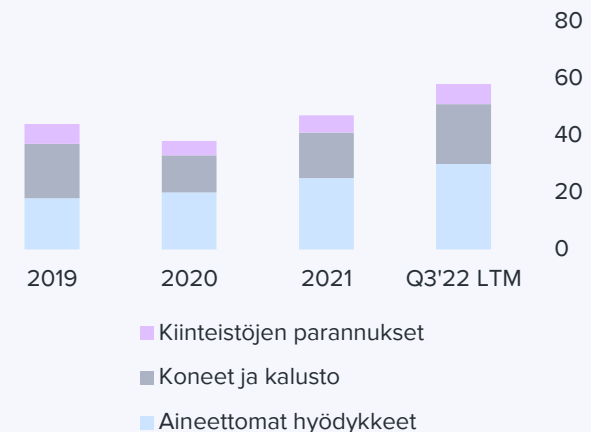
## Investoinnit fyysiseen verkostoon

Terveystalon käyttöomaisuusinvestoinnit (koneet ja kalusto ja toimitilojen parannukset), joita tarvitaan toiminnan pyörittämiseen ovat olleet suhteellisen vakaita (20-30 MEUR/v tasoilla) viime vuosina. Toimipisteverkostoa ei tarvitse enää Suomessa oleellisesti laajentaa ja odotamme näiden investointien pysyvän suhteellisen vakaina ja lähinnä Ruotsin laajentumisen kasvattaessa niitä. Rahaa jäi myös osinkoon, jota maksettiin 36 MEUR viime tilikaudelta ja yhtiö osti omia osakkeitaan myös 11 MEUR:lla. Maltillisesta velkavivusta johtuen pankkilainojen korkoihin meni vain 6 MEUR.

## Operatiivinen rahavirta (MEUR)



## Investoinnit (MEUR) ilman yritysostoja



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

# Taloudellinen kehitys

## Taseen vastaavaa puoli

Terveystalon Q3'22 taseen loppusumma oli 1460 MEUR. Yhtiön taseessa on aineellisia käyttöomaisuushyödykkeitä 247 MEUR. Näistä valtaosa muodostuu IFRS-16 standardin myötä taseeseen tuoduista vuokrakiinteistöistä (~160 MEUR), sillä yhtiö ei itse omista toimipisteitään. Muita aineellisia käyttöomaisuushyödykkeitä ovat liiketoiminnassa tarvittavat laitteet ja kalusteet.

Aineettomia hyödykkeitä taseessa on 1018 MEUR, joista valtaosa on liikearvoa (876 MEUR), joka on syntynyt lukuisten yrityskauppojen seurauksena. Liikearvo on huomattavan korkea (1,5x oma pääoma). Terveystalo testaa tasaisin väliajoin, että sen liikearvon kirjanpitoarvo ei ylitä käypää arvoa. Mikäli yhtiön tuloksessa ja kasvukehityksessä tapahtuisi pysyviä heikentymisiä, voisi tämä johtaa liikearvon arvonalentumiseen. Mikäli yhtiön tulos kehittyi ennusteidemme mukaisesti, emme odota alaskirjauksia. Nykyinen vaisu kannattavuus luo kuitenkin korostunutta riskiä alaskirjaukselle, mikäli kannattavuus ei alkaisi lähivuosina oikenemaan. Toteutuessaan alaskirjaus heikentäisi rahoittajien taseessa yleisesti katsomia tunnuslukuja (mm. gearing 85 %) ja voisi nostaa siten yhtiön nykyisiä hyvin matalia korkokuluja. Liikearvoa on alaskirjattu viimeksi vuonna 2014 68 MEUR:lla. Tämä oli Terveystalon listalleottoesitteen mukaan seurausta siitä, että arvonalentumistestauksessa käytettyjä parametreja (kannattavuus, kasvuoletus ja diskonttaus korko) laskettiin heijastelemaan varsin pysähtynyttä taloustilannetta vuonna 2014. Liikearvo, johon kyseinen alaskirjaus kohdistui oli syntynyt, kun Bridge Point Capital myi

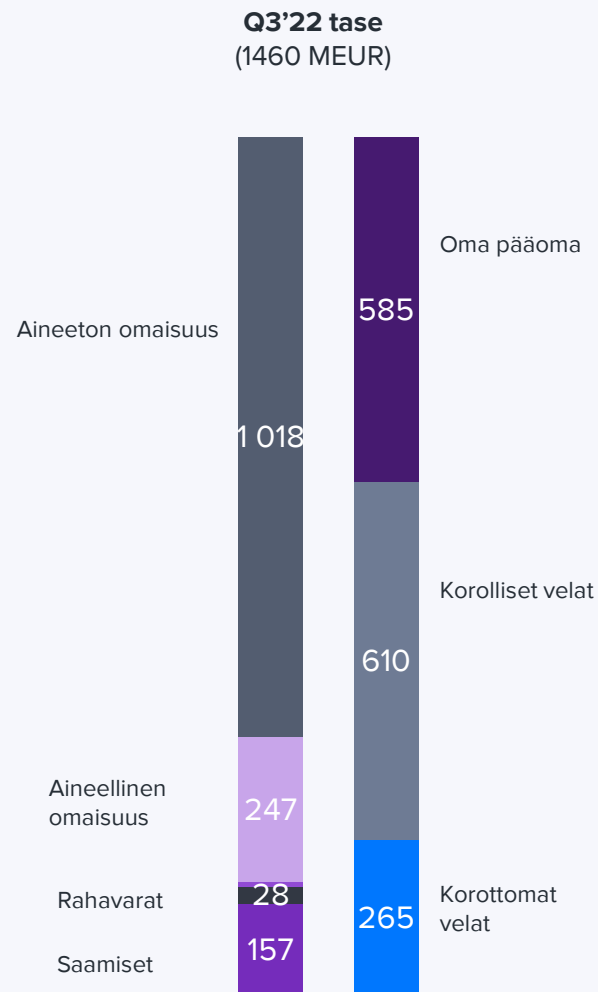
Terveystalon EQT:lle vuonna 2013.

Muut aineettomat hyödykkeet koostuvat pääosin asiakkuuksista (53 MEUR) ja tavaramerkeistä (51 MEUR) ja IT-ohjelmista ja lisensseistä (38 MEUR). Yrityskauppojen yhteydessä Terveystalon aktivoi taseeseensa myös yritysostokohteen asiakassopimuksia sekä tavaramerkkejä. IT-ohjelmistoja ja lisenssejä taseeseen on kertynyt yhtiön viime vuosien mittavien digi-investointien myötä, vaikkakin potilastietojärjestelmään tehty 29 MEUR:n alaskirjaus laski tätä arvoa merkittävästi.

Yhtiön varasto näyttelee liiketoiminnassa suhteellisen pientä roolia sen ollessa vain 8 MEUR. Yhtiön saamiset olivat yhteensä noin 157 MEUR, josta myyntisaamisiin laskettavien erien osuus oli noin 150 MEUR. Yhtiöllä oli Q3'22 lopussa lisäksi rahavaroja 28 MEUR.

## Taseen vastattavaa puoli

Yhtiön oma pääoma oli Q3'22n lopussa 585 MEUR. Korollista velkaa yhtiöllä on taseessa noin 600 MEUR koostuen 434 MEUR:n pankkilainoista ja loput ovat laskennallista IFRS 16-vuokrasopimusvelkaa. Tase on kohtuullisesti vivutettu alan defensiivisyys ja kassavirtaprofiili huomioiden, sillä Nettovelka/EBITDA (LTM) on 3,1x (tavoite < 3,5x). Tämä tunnusluku heikkenee ennusteessamme vain hetkellisesti tavoitteen ylärajalle EBITDA:n laskiessa tulevana kvartaaleina koronatestien poistuessa viimeisen 12kk tuloksesta. Lyhytaikaista korotonta vierasta pääomaa yhtiöllä oli Q3'22n lopussa noin 265 MEUR, joista ostovelkoja oli noin 200 MEUR.



# Taloudelliset tavoitteet

## Taloudelliset tavoitteet

Yhtiön taloudellisiin tavoitteisiin tehtiin 2020 vain pieniä tarkennuksia suhteessa 2017 listautumisen yhteydessä annettuihin. Nykyiset kasvu- ja kannattavuustavoitteet lanseerattiin ennen Ruotsin laajentumista. Laajentumisen myötä kasvutavoitteen saavuttamisesta on tullut aiempaa helpompaa, mutta Ruotsin operaatiot (EBITA viim. 12kk 2,5 %) painavat rakennusvaiheessa kannattavuutta. Pidemmällä aikavälillä yhtiö ei näe syytä, että Ruotsissa tehtäisiin Suomea heikompaa kannattavuutta ja siksi tavoitteet on pidetty ennallaan.

## Kasvutavoite

Yhtiö tavoittelee yli 5 %:n (listautuessa tavoite 6-8 %) liikevaihdon kasvua vuosittain. Liikevaihdon kasvutavoite ei ole aiemman tavoitteen tapaan enää yhtä tiukasti kytkettynä terveydenhuollon markkinan kasvuun ja markkinaosuuksien voittamiseen sen sisällä. Tämä johtuu siitä, että yhtiö hakee kasvua myös uusista palveluista ja kasvutavoite perustuu siten myös kohdemarkkinan laajentamisen. Yhtiön tavoite pitää sisällään myös pienet synergiset yritysostot, joita toteutetaan jatkuvasti ja joiden vaikutus vuosittaiseen kasvuun on arviomme mukaan 1-2 %. Suomessa ne kohdistuvat hoitoketjua täydentäviin palveluihin (fysioterapia, suunterveys, mielenterveys), joissa markkinaosuus on vielä matala ja mahdollisiin niche-alueisiin (esim. uniklinikka). Myös alustan skaalautuvien ominaisuuksien vahvistamisessa on mahdollista nähdä yritysostoja (mm. Evalua, Ninchat), Terveystalolla on hyvät historialliset näytöt sekä

markkinan kasvun ylittäneestä orgaanisesta kasvusta että yritysostoin tapahtuneesta kasvusta. Terveystalo on pystynyt kasvamaan 2015-2020 orgaanisesti yli kolminkertaista vauhtia suhteessa markkinan kasvuun (s. 22).

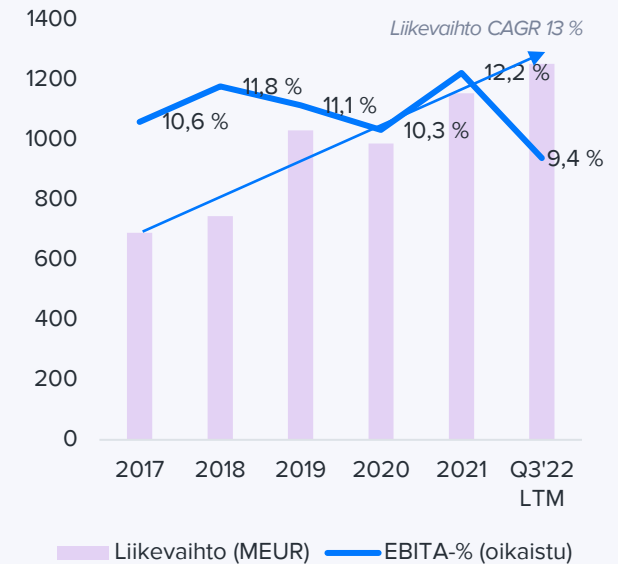
## Kannattavuustavoite

Yhtiö tavoittelee edelleen 12-13 %:n oikaistua EBITA-marginaalia. Viimeisten kvartaalien aikana kannattavuus on jäänyt kauas tavoitteista ja ensin 50 MEUR tehokkuusohjelman (s. 29-) pitää onnistua, jotta tavoitetta voidaan pitää edelleen realistisena. Pidemmällä aikavälillä kannattavuuden parannuksen taustalla tärkein tekijä on operatiivinen vipuvaikutus, jolloin olemassa olevalla alustalla saavutettu lisämyynti on hyvin kannattavaa. Vipuvaikutus johtuu korkeasta kiinteiden ja puolikiinteiden kulujen osuudesta. Lisämyynnin EBITA-marginaali on yhtiön mukaan tyyppillisesti 20-40 %.

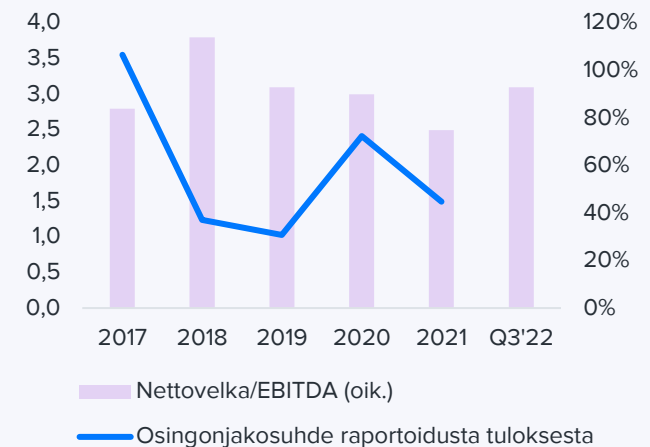
## Pääomarakenne ja voitonjako

Pääomarakenteen osalta yhtiö tavoittelee nettovelka/oikaistu käyttökate tasoa (viim. 12 kk), joka on enintään 3,5x. Suurten yritysostojen tapahtuessa yhtiö voi hetkellisesti ylittää velkaantumistavoitteensa. Yhtiön viimeisen 12kk osalta suhde on 3,1x. Terveystalon alana mahdollistaa suhteellisen korkeankin velkavivun käytön ja verrokkiryhmäämme peilattaessa on Terveystalon suhde alaa maltillisempi (verrokkit 5x). Yhtiön osingonjakopolitiikan tavoite on jakaa vähintään 40 % tilikauden voitosta omistajille (listautuessa tavoite 30 %). Yhtiö on pysynyt viime vuodet hyvin näissä tavoitteissa.

## Kasvun ja kannattavuuden kehitys



## Pääomarakenne ja voitonjako



# Käynnissä oleva kannattavuuden parannusohjelma

## Kannattavuusohjelma taklaamaan haasteita

Terveystalo käynnisti 2022 lokakuussa Alpha-ohjelman, kun sen kannattavuus heikkeni merkittävästi koronatestaamisen hiivuttua (kuvassa karkeasti myyntimixin heikkenemisen vaikutus). Merkilläpantavaa oli, että kannattavuus heikkeni selvästi myös pandemiaa edeltävään aikaan verrattuna (Q3'19: EBITA 24 MEUR).

Kysyntää terveyspalveluille on, mutta se painottuu lyhyisiin hoitoketjuihin, joissa yhtiön kannattavuus ei ole yhtä korkea kuin pidemmissä hoitoketjuissa. Lyhyiden hoitoketjujen osuuden kasvu on johtunut pandemian aikana rooliaan selvästi nostaneista digivastaanotoissa ja niissä yhtiölle kannattavan diagnostiikkamyynnin osuus on luontaisesti pienempi kuin kivijalassa tapahtuvissa vastaanotoissa. Myös syöttöä yleislääkäriltä erikoislääkärille on vähemmän. Tämän lisäksi selittävänä tekijänä on ollut normaalisti paljon

laboratoriota hyödyntävien yksityisasiakkaiden osuuden lasku kokonaisympäristöstä, kun yhtiön ammattilaiset ovat olleet kiinni sopimusasiakkaiden palvelemisessa. Myös kireillä työmarkkinoilla, voimistuvalla inflaatiolla, monimutkaisen portfolion myötä kasvaneilla hallinnon kuluilla sekä julkisten sopimusten kannattavuuden laskulla on ollut heikentävä vaikutus kannattavuuteen.

## Kannattavuusohjelman tavoitteet

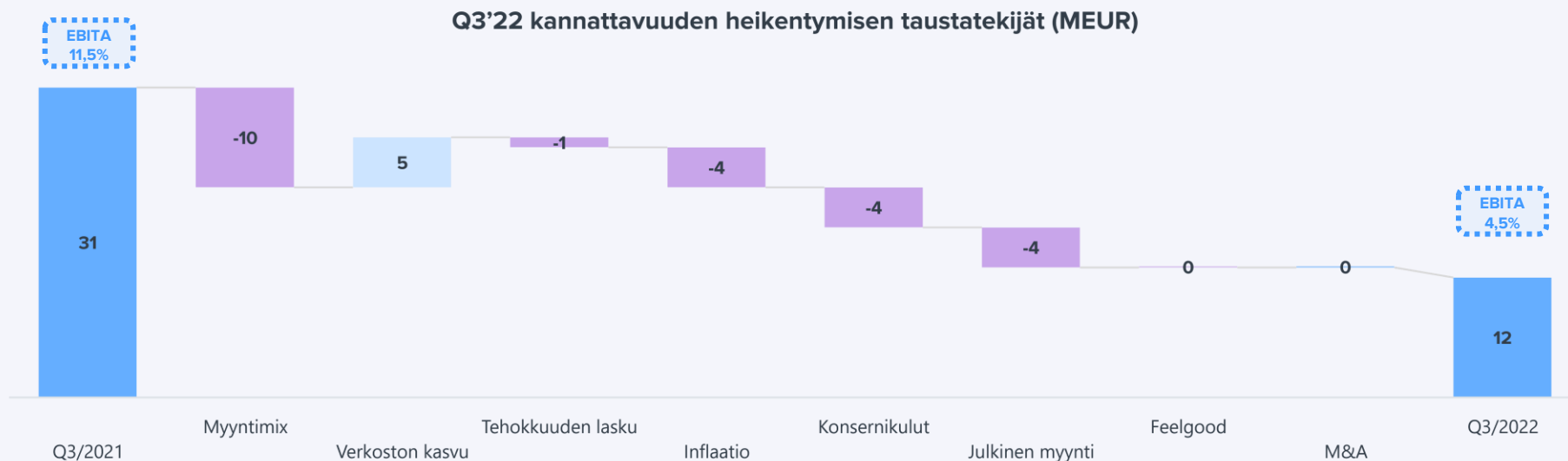
Kannattavuusohjelmalla tavoitellaan vähintään 50 MEUR:n inflaatiokorjattua, vuositason (run-rate) EBITA-parannusta vuoden 2024 loppuun mennessä. Alpha-ohjelma pureutuu kypsän liiketoiminnan eli Suomen terveyspalveluiden kannattavuushaasteisiin. Segmentin tavoitteena on palata tekemään toimialan parasta kannattavuutta. Ohjelman läpiviennissä hyödynnetään ulkopuolisia konsultteja ja siitä koituu kertaeriä vuosina 2023-24 yhteensä noin 25-30 MEUR.

## Organisaatiouudistus keskeinen osa ohjelmaa

Ohjelman yhteydessä yhtiö on toteuttamassa organisaatiouudistusta (sivu 8). Siinä eri liiketoiminta-alueiden johtamista yksinkertaistetaan ja keskitetään. Selkein muutos aiempaan on, että Suomen terveyspalveluita johdetaan selkeämmin kokonaisuutena (aik. asiakasryhmittäinen johtaminen). Uudessa mallissa etenkin pullonkaulana toimivien tuotantoketjööiden kohdentamisen pitäisi olla sujuvampaa eri asiakasryhmien välillä.

Portfolioliiketoiminnan johtaminen puolestaan eriytetään terveydenhuollosta, jolloin niiden itsenäisellä arvonluonnilla on paremmat edellytykset onnistua. Aiemmin näitä toimintoja yritettiin johtaa liiankin paljon osana terveyspalveluita, mikä teki päätöksen teosta hitaampaa ja kompleksista.

Ruotsissa johtaminen ja strategia ovat ennallaan.



# Käynnissä oleva kannattavuuden parannusohjelma

## Ohjelman kustannussäästöt

Ohjelma sisältää 10-15 MEUR:n verran kustannusleikkauksia, jotka kohdistuvat organisaatiomuutosten yhteydessä toteutettaviin hallintohenkilöstön vähennyksiin. Myös ulkoisten kulujen osalta säästöjä pitäisi tulla etenkin digikehityksen osalta, sillä panostuksia kohdennetaan jatkossa harkitummin konsernin omaan sisäiseen kehitystyöhön. Myös verkostossa on pientä sopeutustarvetta etenkin suunterveyden osalta. Säästöjen pitäisi tulla läpi suoraviivaisesti ja niiden pitäisi näkyä jo vuoden 2023 aikana. Irtisanomisten käänköpuolena talon sisältä menetetään myös osaamista, mutta käsityksemme mukaan kriittiset avainhenkilöt on sitoutettu.

## Ohjelman marginaaliparannus

Kannattavuusohjelmasta 15-20 MEUR aiotaan saada kasaan marginaaliparannuksesta, jossa tärkein työkalu ovat hinnankorotukset. Näemme hinnankorotuksille hyvät edellytykset nykyisessä korkean kysynnän markkinassa, jossa julkiset jonot ovat pitkiä. Odotamme myös muiden alan toimijoiden nostavan hintojaan. Odotamme hinnankorotusten vaikutuksesta merkittävän osan näkyvän jo vuoden 2023 alussa, kun yritysterveyden sopimukseen tehdään korotuksia alan käytännön mukaan vuoden vaihteessa. Myös heikosti kannattavia sopimuksia on mahdollista karsia, jolloin ammattilaisia vapautuu palvelemaan parhaiten kannattavaa yksityisasiakkaiden segmenttiä. Heikosti kannattavia sopimuksia on etenkin julkisen puolen työterveydessä ja myös suurten yritysten parissa.

## Ohjelman sisältämä myyntimixin parannus

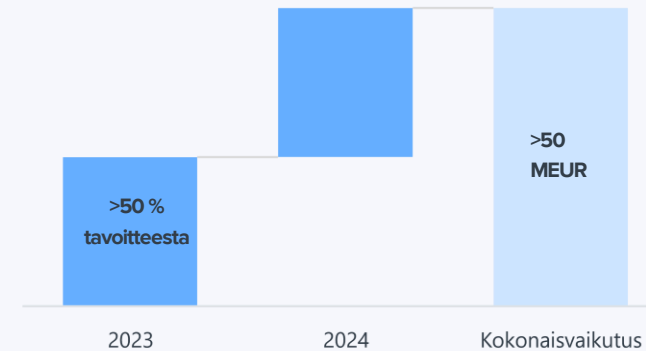
Viimeisenä osiona 10-20 MEUR:n tulosparannus pyritään saamaan kasaan tarjontaa kasvattamalla ja myyntimixiä parantamalla. Yhtiö on viime aikoina onnistunut ammattilaisten määrän lisäämisessä (s. 9), mitä pidämme rohkaiseva. Ammattilaisten ylösajo täyteen potentiaaliin vie kuitenkin aikaa, sillä tyypillisesti lääkärit nostavat asiakkaille tarjolla olevia vapaita aikoja vähitellen. Ammatinharjoittajan toimiluvan saaminen ensimmäistä kertaa vie myös noin 8 viikkoa. Panostukset digikehityksessä ammattilaisten työn tehostamiseen jatkuvat myös, jonka kautta yhden ammattilaisen laskutuksella on edellytyksiä nousta. Muistutamme sijoittajille, että jos lisämyyntiä saadaan samalla alustalla aikaan (fyysinen verkosto ja digikanavat) on lisämyynnin EBITA-marginaali noin 20-40 %. Kasvun aikaan saaminen on siten keskeinen osa tuloksen paranemista.

Myös digikanavien syöttöä pidempiin hoitoketjuihin pyritään lisäämään kehittämällä ammattilaisten ja asiakkaiden käyttöliittymää, jotta eteneminen hoitopolulla olisi mahdollisimman sujuvaa. Yhtiöllä on tähän kehitystyöhön suuren kokoluokkansa myötä hyvät lähtökohdat, sillä digikehityksen kustannukset skaalautuvat suhteessa palveluntuotannon volyymiin. Myös hinnoittelulla voidaan vaikuttaa siihen missä kanavassa asiakaskohtaaminen tapahtuu. Kokonaisuutena tämän osion toteuttaminen on enemmän päivittäistä strategiatyötä. Hyödyt näkyvät siten käsityksemme mukaan muita osioita hitaammin ja asteittain.

## Terveystalon identifioimat keinot kannattavuusparannukseen



## Vuotuisen 50 MEUR kannattavuusparannuksen aikataulu





# Ennusteet

## Yhtiö ohjaa odotuksia kahdella tapaa

Terveystalo ei anna vuosittaisia liikevaihto- tai tulosohjeistuksia. Pidemmän aikavälin odotuksia yhtiö ohjaa taloudellisilla tavoitteilla, joita on käsitelty tarkemmin sivulla 28.

Yhtiö ohjaa myös seuraavan kuuden kuukauden odotuksia markkinanäkymillä. Niiden mukaan terveyspalveluiden kysyntä jatkuu vahvana. Kysyntä painottuu kuitenkin lyhyisiin hoitoketjuihin ja palveluihin, joiden kasvua rajoittaa tarjonta. Kireät työmarkkinat ja voimistuva inflaatio luovat kasvavia paineita kustannuksiin, mukaan lukien palkkakuluihin. Koronaan liittyvien palveluiden kysynnän odotetaan laskevan ja digipalveluiden kysynnän kasvavan edelleen. Merkittävät muutokset työllisyydessä/kuluttajaluottamuksessa voivat heijastua pohjalla olevaan kysyntään. Markkinan odotetaan siten säilyvän olosuhteiltaan Q3'22:n kaltaisina, jolloin yhtiö tulos oli heikko.

## Vuosi 2022 pian paketissa

Vuosi 2022 on tähän mennessä ollut hyvin poikkeuksellinen, sillä vielä Q1:llä yhtiö tehtiin tuloksellisesti 7. perättäisen ennätyskvartaalinsa koronatestivolyymien noustua korkealle omikronaallan alkuvaiheessa. Q2:lla tulos kääntyi kuitenkin jo laskuun, koronatestimäärien hiivuttua kvartaalin puolesta välistä alkaen omikronin jäätyä muita variantteja vaarattommaksi.

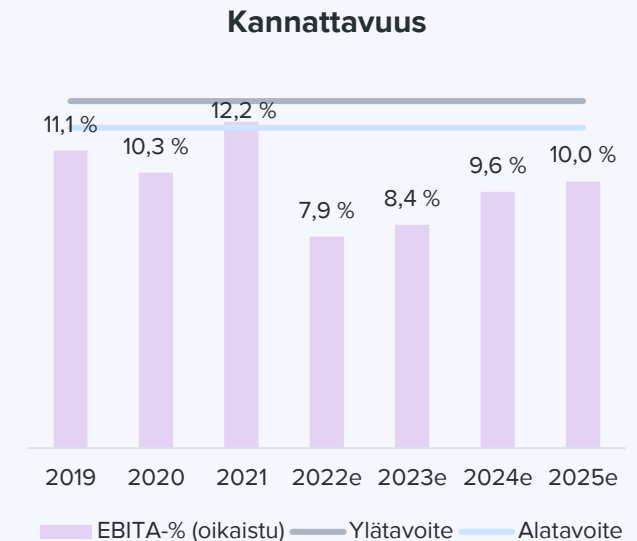
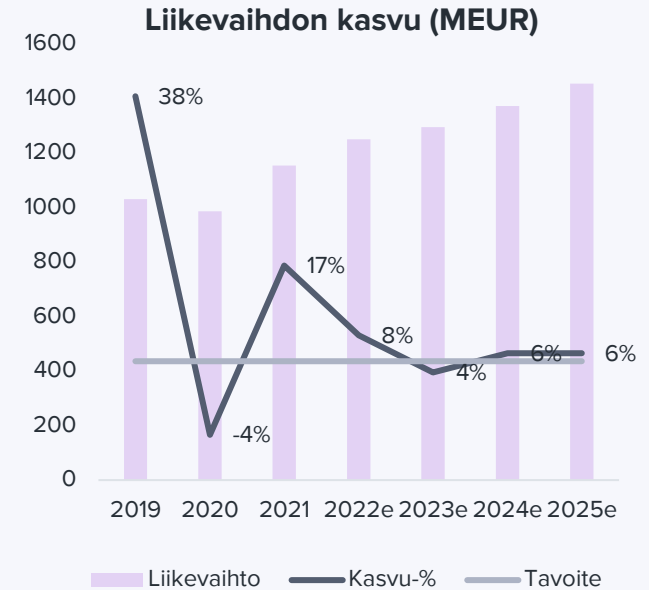
Q3:lla EBITA-tulos suorastaan romahti 12,5 MEUR:oon (Q3'21: 30,8 MEUR) testien pysytelyä matalalla tasolla koko kvartaalin ajan ja muita ajureita käytiin läpi jo sivulla 29. Odotamme myös

kausiluontoisesti vahvalla Q4'llä EBITA-tuloksen jäävän vain 23,5 MEUR:oon (Q4'21: 41,9 MEUR), sillä Alpha-ohjelman toimenpiteet eivät vielä ehdi juuri näkyä. Kokonaisuutena ennusteemme 2022 liikevaihdolle on 1250 MEUR (myynnin kasvu 8 %) ja oikaistulle EBITA:lle 99 MEUR (2021: 141 MEUR).

## Vuosien 2023 ja 2024 ennusteet

Alpha-ohjelman toteutuminen suunnitellusti määrittää tuloskehitystä etenkin vuosina 2023-24. Pidämme ohjelman tavoitteita kokonaisuutena realistisina (ohjelmaa käytiin läpi tarkemmin sivuilla 29-30). Ennusteemme 2023 liikevaihdolle on 1287 MEUR (myynnin kasvu 3 %) ja oikaistulle EBITA:lle 108 MEUR. Myynnin kasvua tukevat etenkin vuoden alusta voimaan tulevat hinnankorotukset, mutta painavat vuoden alkupuolella vielä selvästi suhteessa vertailukauteen laskevat koronatestimyyntit. Alpha-ohjelman myötä tuleva tulosparannus alkaa tuloslaskelmassa näkyä positiivisena kehityksenä vasta H2'23 lähtien, sillä etenkin Q1'23:lla koronatestien hiipuminen pudottaa kannattavuutta vielä jyrkästi. Verrattaessa Q1'23:n EBITA-ennustettamme (28,7 MEUR) kausiluontoisesti samantyyppiseen edeltävään kvartaaliin (23,5 MEUR) näkyvät vuoden alusta tapahtuvat hinnankorotukset ja kustannussäästöt kuitenkin selvästi positiivisesti.

Ennusteemme 2024 liikevaihdolle on 1365 MEUR (myynnin kasvu 6 %) ja oikaistulle EBITA:lle 131 MEUR, kun Alpha-ohjelman viimeinenkin vaihe eli myyntimixin parantaminen ja tarjonnan kasvattaminen alkavat näkyä yhtiön numeroissa selvemmin.



# Ennusteet

## Pidemmän ajan ennusteet

Vuodesta 2025 eteenpäin Alpha-ohjelma ei enää vaikuta yhtiön tuloskasvun moottorina. Silloin tuloskasvua tavoitellaan jälleen pääosin liikevaihdon kasvun kautta, ja ennusteessamme lisämyynti tulee kulujen skaalautuessa läpi 16 %:n EBITA-marginaalilla (kts. kuva). Skaalautumista rajoittaa se, että osa kasvusta tulee Ruotsista, jossa marginaalit ovat tässä vaiheessa vielä Suomea selvästi matalammat kun volyymit ovat matalampia ja integroituja hoitoketjuja ei ole vielä rakennettu. Suomessa yhtiö on aiemmin indikoinut, että orgaanisen lisämyynnin pitäisi tulla sisään jopa noin 20-40 %:n EBITA-marginaalilla verkoston ollessa valmiina. Tämä logiikka ei kuitenkaan toiminut lainkaan vuoden 2022 osalta, mikä on nähtävissä sivupalkista. Syitä on käyty raportissa kattavasti läpi jo aiemmin.

Ennusteemme 2025 liikevaihdolle on 1447 MEUR (myynnin kasvu 6 %) ja oikaistulle EBITA:lle 144 MEUR. EBITA-marginaali 10,0 % on edelleen tässä vaiheessa vielä selvästi alle yhtiön omien tavoitteiden (12-13 %). Ydinliiketoiminta eli Suomen Terveyspalvelut on tässä kohtaa kuitenkin päässyt jo yli 12 %:n EBITA-marginaalin ennusteessamme. Kuitenkin Ruotsin ja portfolioliiketoiminnan matalammat kannattavuudet pitävät lukuja kokonaisuudessaan alle tavoitteiden. Etenkin Ruotsissa yhtiö tarvitsee vielä rutkasti volyyymia myös erikoissairaanhoidon puolelta ennen kuin yli kaksinumeroisia marginaaleja on sen osalta realistista ennustaa.

Vuosien 2026-2031 välillä ennustamme

liikevaihdon kasvavan 4 %:lla vuosittain ja sen jälkeen 2 %:lla. Olemme pitäneet pidemmän ajan EBITA-ennusteemme 10,2 %:ssa ja siten selvästi alle yhtiön tavoitteiden (12-13 %). Kaipaamme vielä konkretiaa tulosparannuksen realisoitumisesta ennen rohkeamman etunojan ottamista.

## Pienet yritysostot sisällä ennusteissa

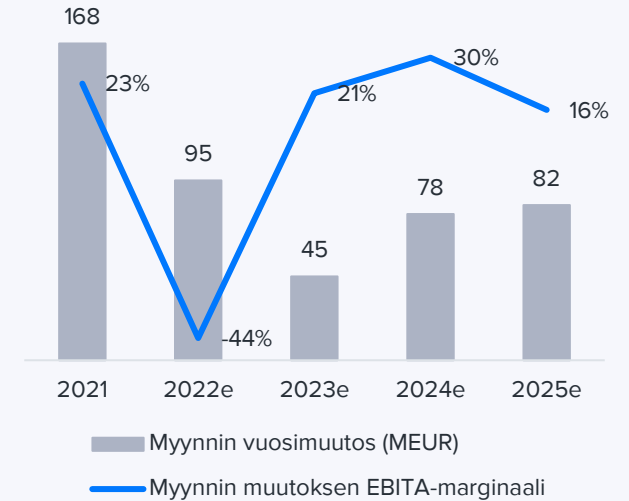
Emme normaalisti mallinna tulevia yritysostoja, koska emme voi tietää niiden kokoa ja ajoituksia. Terveystalon kohdalla teemme kuitenkin poikkeuksen pienten kohteiden osalta, sillä yhtiö ostaa niitä jatkuvasti. Olemme mallintaneet nämä pienet yritysostot sisälle yhtiön investointiennusteisiimme (5-10 MEUR/v) ja kasvuennusteisiimme (tukevat kasvua 1-2 %-yksikköä) niiden jatkuvan luonteen vuoksi.

Viime aikoina pienet yritysostot ovat keskittyneet Suomessa kuntien työterveystoimijoiden oston, suunterveyden verkoston vahvistamiseen sekä ennaltaehkäiseviin palveluihin. Ruotsissa tehtyjä täydentäviä yritysostoja käsiteltiin tarkemmin sivulla 18 ja odotamme näitä tehtävän myös tulevina vuosina useita per vuosi.

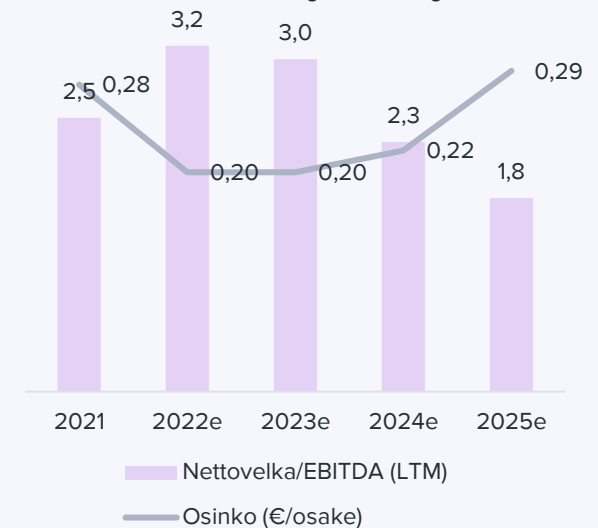
## Osinkoon jää rahaa, mutta aiempaa vähemmän

Osinkoa ennustamme yhtiön maksavat tilikausilta 2022 ja 2023 0,20 €/osake, mikä on tilikautta 2021 vähemmän (0,28 €/osake). Tämä vastaa 40-45 %:n osingonjakosuhdetta oikaistusta nettotuloksesta. Osingon lasku on seurausta yhtiön väliaikaisesti selvästi heikentyneestä kassavirrasta ennen kuin Alpha-ohjelman avulla se saadaan ennusteessamme jälleen korjattua.

## Operatiivinen vipuvaikutus



## Pääomarakenne ja voitonjako





# Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2020	Q1'21	Q2'21	Q3'21	Q4'21	2021	Q1'22	Q2'22	Q3'22	Q4'22e	2022e	2023e	2024e	2025e
<b>Liikevaihto</b>	<b>986</b>	<b>279</b>	<b>275</b>	<b>273</b>	<b>328</b>	<b>1155</b>	<b>330</b>	<b>318</b>	<b>276</b>	<b>326</b>	<b>1250</b>	<b>1295</b>	<b>1372</b>	<b>1455</b>
Terveystalo	986	279	275	273	328	1155	330	318	276	326	1250	1295	1372	1455
<b>Käyttökate</b>	<b>158</b>	<b>53,4</b>	<b>44,2</b>	<b>42,4</b>	<b>58,1</b>	<b>198</b>	<b>56,0</b>	<b>40,7</b>	<b>30,0</b>	<b>36,1</b>	<b>163</b>	<b>160</b>	<b>188</b>	<b>207</b>
Poistot ja arvonalennukset	-90,8	-21,2	-21,4	-21,2	-24,2	-88,0	-24,8	-26,2	-54,6	-25,7	-131,3	-97,8	-94,6	-93,7
<b>Liikevoitto ilman kertaeriä</b>	<b>71,1</b>	<b>32,3</b>	<b>23,6</b>	<b>23,6</b>	<b>34,9</b>	<b>114</b>	<b>31,9</b>	<b>16,1</b>	<b>5,3</b>	<b>16,4</b>	<b>69,7</b>	<b>77,1</b>	<b>101</b>	<b>113</b>
<b>Liikevoitto</b>	<b>67,2</b>	<b>32,2</b>	<b>22,8</b>	<b>21,2</b>	<b>33,9</b>	<b>110</b>	<b>31,2</b>	<b>14,5</b>	<b>-24,6</b>	<b>10,4</b>	<b>31,5</b>	<b>62,1</b>	<b>93,8</b>	<b>113</b>
Nettorahoituskulut	-10,0	-2,3	-2,3	-2,5	-2,5	-9,7	0,1	-0,4	0,3	-2,0	-2,0	-10,8	-10,0	-8,9
<b>Tulos ennen veroja</b>	<b>56,7</b>	<b>29,9</b>	<b>20,5</b>	<b>18,7</b>	<b>31,4</b>	<b>100</b>	<b>31,3</b>	<b>14,1</b>	<b>-24,3</b>	<b>8,4</b>	<b>29,5</b>	<b>51,4</b>	<b>83,8</b>	<b>104</b>
Verot	-10,8	-6,0	-4,2	-4,2	-6,0	-20,4	-6,0	-3,0	4,7	-1,9	-6,2	-10,8	-17,6	-21,9
Vähemmistöosuudet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Nettotulos</b>	<b>45,9</b>	<b>23,9</b>	<b>16,3</b>	<b>14,5</b>	<b>25,4</b>	<b>80,0</b>	<b>25,3</b>	<b>11,1</b>	<b>-19,6</b>	<b>6,6</b>	<b>23,4</b>	<b>40,6</b>	<b>66,2</b>	<b>82,5</b>
<b>EPS (oikaistu)</b>	<b>0,39</b>	<b>0,19</b>	<b>0,13</b>	<b>0,13</b>	<b>0,21</b>	<b>0,66</b>	<b>0,20</b>	<b>0,10</b>	<b>0,08</b>	<b>0,10</b>	<b>0,48</b>	<b>0,44</b>	<b>0,58</b>	<b>0,65</b>
<b>EPS (raportoitu)</b>	<b>0,36</b>	<b>0,19</b>	<b>0,13</b>	<b>0,11</b>	<b>0,20</b>	<b>0,62</b>	<b>0,20</b>	<b>0,09</b>	<b>-0,15</b>	<b>0,05</b>	<b>0,18</b>	<b>0,32</b>	<b>0,52</b>	<b>0,65</b>

Tunnusluvut	2020	Q1'21	Q2'21	Q3'21	Q4'21	2021	Q1'22	Q2'22	Q3'22	Q4'22e	2022e	2023e	2024e	2025e
<b>Liikevaihdon kasvu-%</b>	-4,3 %	8,3 %	31,6 %	13,7 %	17,1 %	17,1 %	18,3 %	15,6 %	1,2 %	-0,6 %	8,3 %	3,6 %	6,0 %	6,0 %
<b>Oikaistun liikevoiton kasvu-%</b>	-17,8 %	111,1 %	1715,4 %	-0,4 %	13,3 %	60,9 %	-1,2 %	-31,8 %	-77,5 %	-52,9 %	-39,0 %	10,6 %	30,7 %	12,4 %
<b>Käyttökate-%</b>	16,0 %	19,2 %	16,1 %	15,5 %	17,7 %	17,2 %	17,0 %	12,8 %	10,9 %	11,1 %	13,0 %	12,4 %	13,7 %	14,2 %
<b>Oikaistu liikevoitto-%</b>	7,2 %	11,6 %	8,6 %	8,6 %	10,7 %	9,9 %	9,7 %	5,1 %	1,9 %	5,0 %	5,6 %	6,0 %	7,3 %	7,8 %
<b>Nettotulos-%</b>	4,7 %	8,6 %	5,9 %	5,3 %	7,8 %	6,9 %	7,7 %	3,5 %	-7,1 %	2,0 %	1,9 %	3,1 %	4,8 %	5,7 %

Lähde: Inderes

Ennustemuutokset	2022e	2022e	Muutos	2023e	2023e	Muutos	2024e	2024e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
<b>Liikevaihto</b>	1250	1250	0 %	1288	1295	1 %	1365	1372	1 %
<b>Käyttökate</b>	163	163	0 %	160	160	0 %	187	188	1 %
<b>Liikevoitto ilman kertaeriä</b>	69,7	69,7	0 %	76,8	77,1	0 %	99,8	101	1 %
<b>Liikevoitto</b>	31,5	31,5	0 %	61,8	62,1	0 %	92,8	93,8	1 %
<b>Tulos ennen veroja</b>	29,5	29,5	0 %	51,1	51,4	1 %	82,9	83,8	1 %
<b>EPS (ilman kertaeriä)</b>	0,48	0,48	0 %	0,44	0,44	0 %	0,57	0,58	1 %
<b>Osakekohtainen osinko</b>	0,20	0,20	0 %	0,20	0,20	0 %	0,22	0,22	0 %

Lähde: Inderes

# Tase

Vastaavaa	2020	2021	2022e	2023e	2024e
<b>Pysyvät vastaavat</b>	<b>1181</b>	<b>1276</b>	<b>1256</b>	<b>1244</b>	<b>1239</b>
Liikearvo	782	849	849	849	849
Aineettomat hyödykkeet	152	175	136	132	129
Käyttöomaisuus	240	245	264	255	254
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	3,0	1,2	1,2	1,2	1,2
Muut pitkäaikaiset varat	0,0	0,8	0,8	0,8	0,8
Laskennalliset verosaamiset	4,4	5,4	5,4	5,4	5,4
<b>Vaihtuvat vastaavat</b>	<b>180</b>	<b>173</b>	<b>168</b>	<b>174</b>	<b>185</b>
Vaihto-omaisuus	6,8	6,4	6,9	7,2	7,6
Muut lyhytaikaiset varat	0,6	0,1	0,1	0,1	0,1
Myyntisaamiset	95,1	128	120	124	132
Likvidit varat	77,1	38,1	41,2	42,7	45,3
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>1361</b>	<b>1449</b>	<b>1425</b>	<b>1418</b>	<b>1424</b>

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2020	2021	2022e	2023e	2024e
<b>Oma pääoma</b>	<b>572</b>	<b>609</b>	<b>622</b>	<b>637</b>	<b>678</b>
Osakepääoma	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Kertyneet voittovarot	85,3	134	122	137	178
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	493	493	518	518	518
Muu oma pääoma	-6,7	-18,0	-18,0	-18,0	-18,0
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Pitkäaikaiset velat</b>	<b>486</b>	<b>442</b>	<b>496</b>	<b>473</b>	<b>435</b>
Laskennalliset verovelat	26,0	28,5	28,5	28,5	28,5
Varaukset	7,7	8,5	8,5	8,5	8,5
Lainat rahoituslaitoksilta	444	389	444	420	383
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	9,0	15,6	15,6	15,6	15,6
<b>Lyhytaikaiset velat</b>	<b>303</b>	<b>398</b>	<b>307</b>	<b>308</b>	<b>310</b>
Lainat rahoituslaitoksilta	125	168	112	106	96,5
Lyhytaikaiset korottomat velat	163	214	194	201	213
Muut lyhytaikaiset velat	15,9	15,7	1,3	1,3	1,3
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>1361</b>	<b>1449</b>	<b>1425</b>	<b>1418</b>	<b>1424</b>

# Arvonmääritys ja suositus

## Suosimme kassavirtapohjaista kerrointa

Katsomme Terveystalon kohdalla tulos pohjaisia kertoimia arvonmäärityksessämme (P/E ja EV/EBITDA). Yleensä kuluttajayhtiöillä suosimme P/E-kertoimen käyttöä, sillä se huomioi tuloslaskelmasta myös alimmat rivit. Näemme EV/EBITDA:n kuitenkin Terveystalon kohdalla keskeisimmäksi arvostuskertoimeksi, sillä se antaa paremman kuvan yhtiön arvostuksesta suhteessa operatiivisen rahavirran kehitykseen. Tämä johtuu siitä, että yhtiön aiempiin yrityskauppoihin liittyviä rahavirtaan vaikuttamattomia korkeita PPA-poistot (n. 14 MEUR/v) ei ole vielä vähennetty käyttökatteesta, mutta ne on vähennetty nettotuloksesta. Samalla EV/EBITDA-kerroin huomioi myös P/E-kerrointa paremmin yhtiön kohtuullisen velkavivun (Nettovelka/EBITDA LTM 3,1x), kun defensiivisellä terveydenhuoltoalalla vipua on käytetty usein selvästi enemmän kasvun vauhdittamiseksi (verrokkiryhmässä suhde ~5x).

Terveystalon kertaluonteisista eristä oikaistut 2022e ja 2023e P/E-kertoimet ovat 13x ja 15x ja vastaavat EV/EBITDA-kertoimet ovat 7,8x ja 7,5x. Näistä etenkin 2023 P/E-kerroin on absoluuttisesti koholla osin PPA-poistoista johtuen. Kassavirrasta kertovat 2022e ja 2023e säilyvät sen sijaan absoluuttisesti varsin matalina, kun samalla tulostasossa on vielä selvää potentiaalia kohota tehostamisohjelman sekä muun strategian toteuttamisen myötä.

## Historialliseen arvostukseen ei voi liikaa tukeutua

Historiallisesti tarkasteltuna yhtiön EV/EBITDA on toteutuneella tuloksella pyörinyt noin 11x tasoilla ja

P/E-kerroin noin 24x tasolla. Tässä on kuitenkin huomattava, että korkotaso on viimeisen vuoden aikana noussut nopeasti ja sijoittajan tuottovaade lasketaan aina riskittömän koron päälle. Siten historiallinen arvostus on saanut selkeää tukea vuosien 2017-2021 välillä vallinneesta nollakorkojen maailmasta. Myös vaisut lyhyen ajan tuloskasvuodotukset sekä tuloskäänteen toteuttamiseen liittyvä epävarmuus painavat yhtiön arvostusta tällä hetkellä suhteessa historiaan.

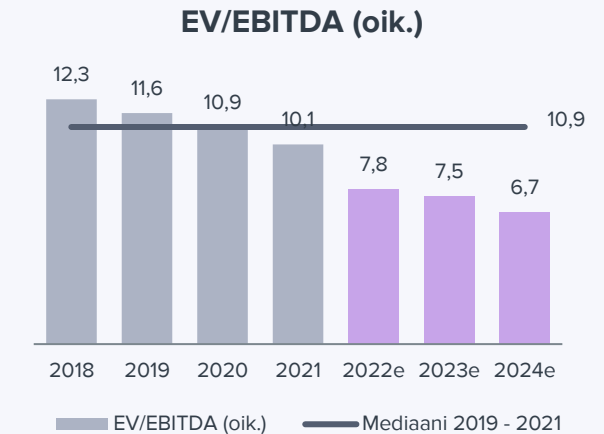
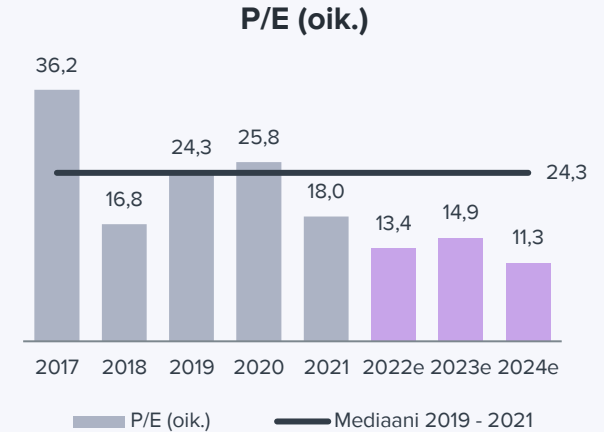
Vuoden 2019 jälkeen Terveystalon arvostusta on painanut myös sote-uudistuksen sisällössä tapahtuneet merkittävät muutokset nykyisen hallituksen ajamana. Aiemman hallituksen kariutunut uudistus oli kasvunäkymien osalta selvästi suosiollisempi yksityisille toimijoille.

## PEG ei ole mielestämme turhan korkea

Kasvuyhtiöiden hinnoittelussa käytetään usein PEG-mittaria (P/E-luku jaettuna ennustetulla tuloskasvulla), joka on hyvä realiteettitarkastus yhtiölle hyväksyttävään arvostukseen. Jos käytämme meidän ennustamaamme (2022-2025e) tuloskasvuvauhtia. Terveystalon PEG-suhdeluvuksi tulee 1,3x. Tämä on mielestämme edelleen edullinen taso suhteellisen defensiivisessä osakkeessa, vaikka riskitaso onkin jonkin verran noussut kannattavuushuolien myötä.

## Suhteellinen arvostus linjassa verrokkeihin

Olemme aiempina vuosina hyväksyneet Terveystalolle tulos pohjaisen preemion suhteessa verrokkiryhmään. Tämä on johtunut siitä, että yhtiö oli pitkään terveydenhuollon kannattavuusjohtaja



# Arvonmääritys ja suositus

Pohjoismaissa, mikä oli samalla selkeä osoitus yhtiön laadusta. Nykyisten äkillisten kannattavuushaasteiden ilmaannuttua olemme kuitenkin luopuneet preemion hyväksymisestä ainakin toistaiseksi.

Yhtiön kyvykyys investoida digitaalisten työkalujen kehitykseen on ollut toinen tekijä hyväksymämme preemion taustalla. Myös tätä laatutekijää himmensi potilastietojärjestelmän uudistukseen syksyllä tehty alaskirjaus (s. 29).

Yhtiön digipalvelut ovat silti käsityksemme mukaan selvästi edellä keskimääräistä kansainvälistä verrokkiyhtiötä (s. 38). Suurin osa niistä heräsi vasta pandemia-aikana tarpeeseen investoida digitaaliseen asiointiin ja monen toiminta nojaa edelleen pääosin perinteiseen kivijalkamalliin. Uskomme digitaaliseen alustaan tehtävien investointien maksavan pidemmällä ajalla itsensä takaisin parantuneena tehokkuutena, vaikkakin nopealla kanavamuutoksella on toistaiseksi ollut Terveystalolla kannattavuutta laskeva vaikutus.

Kokonaisuutena mielestämme perusteltu lähtökohta on tällä hetkellä hinnoitella yhtiötä EV/EBITDA-kertomilla verrokkiryhmän tasolla. Nykyiset arvostuskertoimet ovat siten suhteellisesti tarkasteltuina neutraalit. Mikäli yhtiö palaa jälleen historiallisiin kannattavuuksiin (EBITA ~ 10 %) olemme jälleen valmiita hyväksymään yhtiölle noin 10-20 % preemion verrokkiryhmään nähden.

## Kassavitalaskelma viestii myös potentiaalista

Sivulla 39 esitetty DCF-laskelmamme antaa arvoksi 8,4 euroa viestien myös selkeästä nousuvarasta pidemmällä tähtäimellä. Olemme käyttäneet pääoman kustannuksena (WACC 8,0 %). Pääoman

kustannus heijastelee siinä mielessä maltillista riskitasoa, että terveydenhuoltosektorin kysyntäajurit ovat edelleen vahvat ja markkina on defensiivinen. Riskipreemiota nostaa kuitenkin ymmärrettävästi viimeisten kvartaalien haparointi. Myös poliittisiin päätöksiin liittyvä epävarmuus nostaa riskiprofiilia (s. 24).

## Tuotto/riski-suhde pidemmällä ajalla houkutteleva

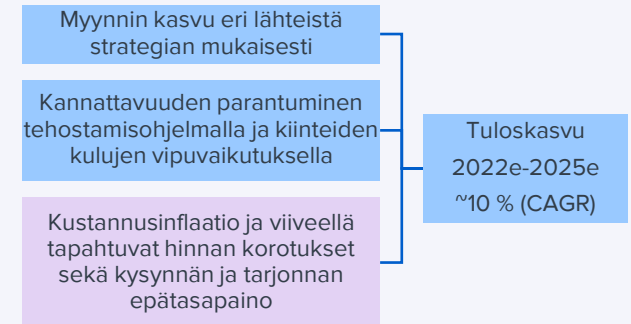
Toistamme Terveystalon tavoitehinnan 7,3 euroa ja lisää-suosituksen.

Eri kulmista tarkasteltuna emme näe Terveystalon arvostuskertoimissa lyhyellä aikavälillä merkittävää nousuvaraa. Käytännössä nykyistä korkeampi hyväksyttävä arvostus vaatisi joko pidemmän aikavälin korko-odotusten kääntymistä jälleen laskuun tai Terveystalolle korkeampaa lähivuosien tuloskasvun kulmakerrointa tai parempaa varmuutta sen läpitulosta. Seuraavan 12kk aikana Terveystalon tulos vielä laskee ennusteessamme hieman ja osakkeella ei ole siten ajureita ylöspäin.

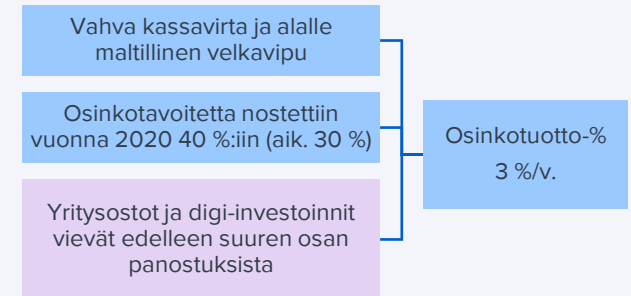
Mielestämme kyydissä kannattaa silti pysyä tiukasti, sillä pidemmällä ajalla haarukoimamme tuotto-odotus osakkeelle muodostuu ennustamastamme 10 %:n CAGR EPS-kasvusta (2022e-2025) sekä 3 %:n osinkotuotosta. Uskomme myös arvostuksen korjaavan ylöspäin, kunhan epävarmuus yhtiön suorittamista kohtaan alkaa hälvetä tuloskasvun jälkeen jatkuessa. Tällöin hyväksyttävä EV/EBITDA-kerroin voisi arviomme mukaan nousta 8-9x tasolle. Näemme pidemmän aikavälin siten tarjoavan vahvan tuotto-odotuksen (~15 %/v). Suhteessa yhtiön kohonneeseen, mutta edelleen mielestämme kohtuulliseen riskiprofiiliin nähden on tuotto/riskisuhde mielestämme kokonaisuutena erittäin houkutteleva.

■ Positiivinen ■ Neutraali ■ Negatiivinen

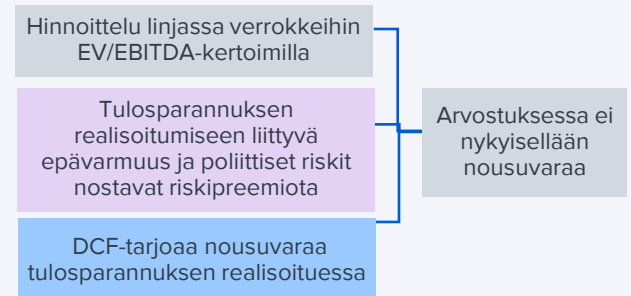
## Tuloskehitys



## Osinkotuotto



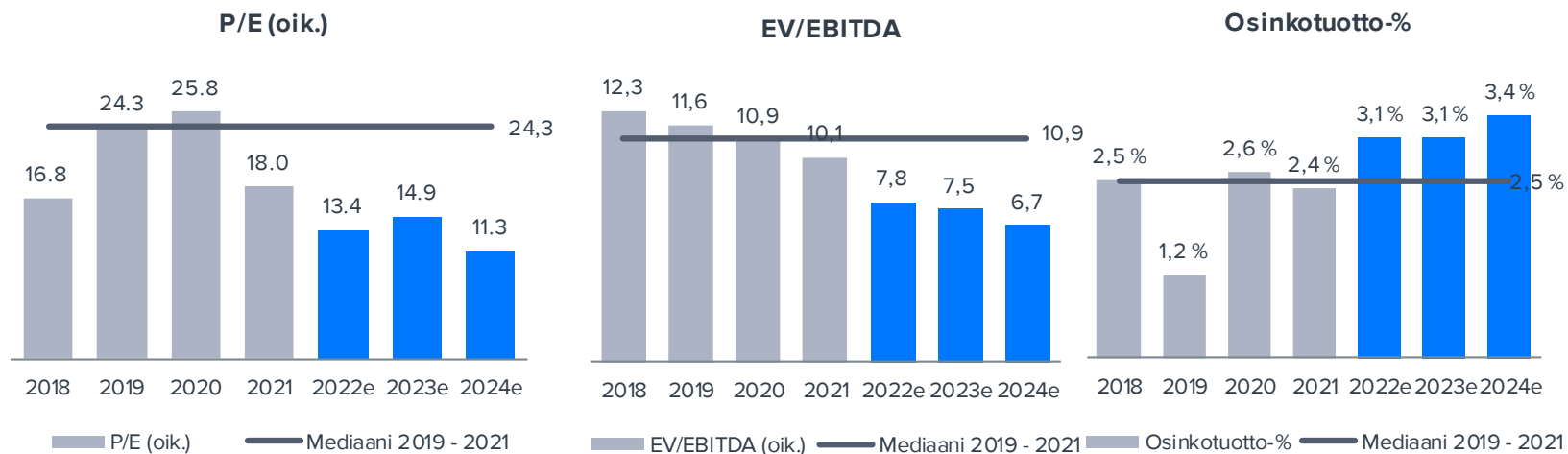
## Arvostuskertoimet



# Arvostustaulukko

Arvostustaso	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
Osakekurssi	8,03	11,2	10,0	11,8	<b>6,52</b>	<b>6,52</b>	<b>6,52</b>	<b>6,52</b>
Osakemäärä, milj. kpl	127,3	128,0	128,0	128,0	<b>127,0</b>	<b>127,0</b>	<b>127,0</b>	<b>127,0</b>
Markkina-arvo	1022	1431	1285	1516	<b>828</b>	<b>828</b>	<b>828</b>	<b>828</b>
Yritysarvo (EV)	1436	1980	1777	2035	<b>1342</b>	<b>1312</b>	<b>1262</b>	<b>1199</b>
P/E (oik.)	16,8	24,3	25,8	18,0	<b>13,4</b>	<b>14,9</b>	<b>11,3</b>	<b>10,0</b>
P/E	14,9	26,6	28,0	18,9	<b>35,4</b>	<b>20,4</b>	<b>12,5</b>	<b>10,0</b>
P/Kassavirta	neg.	neg.	15,8	68,2	<b>17,9</b>	<b>12,9</b>	<b>10,0</b>	<b>8,5</b>
P/B	2,0	2,6	2,2	2,5	<b>1,3</b>	<b>1,3</b>	<b>1,2</b>	<b>1,1</b>
P/S	1,4	1,4	1,3	1,3	<b>0,7</b>	<b>0,6</b>	<b>0,6</b>	<b>0,6</b>
EV/Liikevaihto	1,9	1,9	1,8	1,8	<b>1,1</b>	<b>1,0</b>	<b>0,9</b>	<b>0,8</b>
EV/EBITDA (oik.)	12,3	11,6	10,9	10,1	<b>7,8</b>	<b>7,5</b>	<b>6,7</b>	<b>5,8</b>
EV/EBIT (oik.)	21,3	22,9	25,0	17,8	<b>19,2</b>	<b>17,0</b>	<b>12,5</b>	<b>10,6</b>
Osinko/tulos (%)	37,1 %	30,9 %	72,5 %	44,8 %	<b>108,7 %</b>	<b>62,6 %</b>	<b>42,2 %</b>	<b>45,0 %</b>
Osinkotuotto-%	2,5 %	1,2 %	2,6 %	2,4 %	<b>3,1 %</b>	<b>3,1 %</b>	<b>3,4 %</b>	<b>4,5 %</b>

Lähde: Inderes



# Verrokkiryhmän arvostus

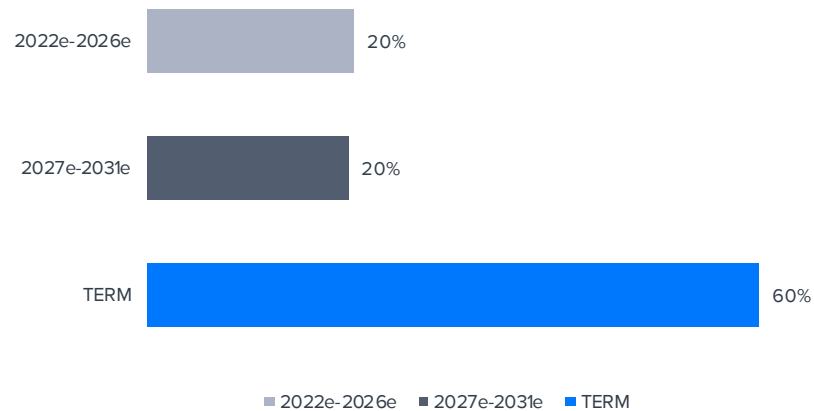
Verrokkiryhmän arvostus	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
Yhtiö	MEUR	MEUR	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e
Pihlajalinna Oyj	197	586	23,9	16,6	8,8	7,5	0,9	0,8	9,2	10,0	3,1	3,7	1,6
Mediclinic International PLC	4162	6740	20,0	16,8	11,5	10,1	1,9	1,7	23,3	17,8	0,8	1,4	1,2
Fresenius SE & Co	15593	42072	10,8	10,1	6,3	6,0	1,0	1,0	9,3	8,6	3,1	3,3	0,8
Netcare Ltd	1213	1775	11,3	10,1	8,8	7,8	1,4	1,3	16,5	13,4	3,7	4,7	1,9
Ramsay Health Care Ltd	9890	17150	27,8	24,0	14,1	12,8	1,9	1,8	44,0	35,2	1,6	1,8	3,6
Orpea SA	434	12334	73,2	51,1	13,6	12,4	2,6	2,4		9,8		2,6	0,1
Korian SA	1118	8309	21,0	18,9	7,8	7,2	1,8	1,7	10,0	7,9	4,6	5,3	0,3
LNA Sante SA	328	1056	16,4	15,6	8,2	7,4	1,4	1,3	11,7	11,0	1,5	1,6	1,1
Life Healthcare Group Holdings Ltd	1427	2098	11,2	10,2	7,0	6,5	1,3	1,2	14,3	12,8	3,0	3,7	1,3
Rhoen Klinikum AG	1014	781	25,5	20,2	8,3	8,2	0,5	0,5	48,4	36,3			0,8
Ambea AB (publ)	377	1331	17,0	15,8	7,2	6,8	1,2	1,1	9,5	8,3	3,1	3,4	0,9
Attendo AB (publ)	348	1632	29,1	17,0	8,4	6,8	1,3	1,1	342,9	10,1	0,4	3,0	0,8
Humana AB	173	591	15,7	12,3	7,5	6,5	0,7	0,7	9,5	6,6	2,5	3,5	0,7
Medicover AB	2045	2828	41,0	31,6	12,3	12,0	1,9	1,7	70,4	46,5	0,1	0,1	4,0
Spire Healthcare Group PLC	1085	2301	18,7	15,2	9,7	8,6	1,7	1,6	69,0	30,3	0,7	1,4	1,3
<b>Terveystalo (Inderes)</b>	<b>828</b>	<b>1342</b>	<b>19,2</b>	<b>17,0</b>	<b>7,8</b>	<b>7,5</b>	<b>1,1</b>	<b>1,0</b>	<b>13,4</b>	<b>14,9</b>	<b>3,1</b>	<b>3,1</b>	<b>1,3</b>
<b>Keskiarvo</b>			<b>24,2</b>	<b>19,0</b>	<b>9,3</b>	<b>8,4</b>	<b>1,4</b>	<b>1,3</b>	<b>49,1</b>	<b>17,6</b>	<b>2,2</b>	<b>2,8</b>	<b>1,4</b>
<b>Mediaani</b>			<b>20,0</b>	<b>16,6</b>	<b>8,4</b>	<b>7,5</b>	<b>1,4</b>	<b>1,3</b>	<b>15,4</b>	<b>11,0</b>	<b>2,5</b>	<b>3,1</b>	<b>1,1</b>
<b>Erotus-% vrt. mediaani</b>			<b>-4 %</b>	<b>3 %</b>	<b>-6 %</b>	<b>0 %</b>	<b>-25 %</b>	<b>-21 %</b>	<b>-13 %</b>	<b>35 %</b>	<b>23 %</b>	<b>-2 %</b>	<b>17 %</b>

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

# DCF-laskelma

DCF-laskelma	2021	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	17,1 %	8,3 %	3,6 %	6,0 %	6,0 %	4,0 %	4,0 %	4,0 %	4,0 %	4,0 %	2,0 %	2,0 %
Liikevoitto-%	9,5 %	2,5 %	4,8 %	6,8 %	7,8 %	8,0 %	8,0 %	8,0 %	8,0 %	8,0 %	8,0 %	8,0 %
<b>Liikevoitto</b>	<b>110</b>	<b>31,5</b>	<b>62,1</b>	<b>93,8</b>	<b>113</b>	<b>121</b>	<b>126</b>	<b>131</b>	<b>136</b>	<b>142</b>	<b>144</b>	
+ Kokonaispoistot	88,0	131	97,8	94,6	93,7	92,9	92,7	91,2	89,4	89,8	90,1	
- Maksetut verot	-18,9	-6,2	-10,8	-17,6	-21,9	-23,8	-24,8	-26,1	-27,5	-28,9	-29,8	
- verot rahoituskuluista	-2,0	-0,4	-2,3	-2,1	-1,9	-1,6	-1,6	-1,4	-1,1	-0,8	-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	18,9	-27,0	2,4	4,2	4,4	3,1	3,2	3,4	3,5	3,6	1,9	
<b>Operatiivinen kassavirta</b>	<b>196</b>	<b>129</b>	<b>149</b>	<b>173</b>	<b>188</b>	<b>192</b>	<b>195</b>	<b>198</b>	<b>200</b>	<b>205</b>	<b>206</b>	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	7,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoninvestit	-181,3	-112,0	-85,0	-90,0	-90,0	-92,0	-92,0	-92,0	-92,0	-92,0	-93,0	
<b>Vapaa operatiivinen kassavirta</b>	<b>22,2</b>	<b>17,3</b>	<b>64,3</b>	<b>82,9</b>	<b>97,6</b>	<b>99,6</b>	<b>103</b>	<b>106</b>	<b>108</b>	<b>113</b>	<b>113</b>	
+/- Muut	0,0	29,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	22,2	46,3	64,3	82,9	97,6	99,6	103	106	108	113	113	1935
<b>Diskontattu vapaa kassavirta</b>		<b>46,3</b>	<b>59,6</b>	<b>71,2</b>	<b>77,6</b>	<b>73,4</b>	<b>70,5</b>	<b>67,0</b>	<b>63,5</b>	<b>61,4</b>	<b>56,8</b>	<b>972</b>
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		1620	1574	1514	1443	1365	1292	1221	1154	1091	1029	972
<b>Velaton arvo DCF</b>		<b>1620</b>										
- Korolliset velat		-557,3										
+ Rahavarat		38,1										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		-35,9										
<b>Oman pääoman arvo DCF</b>		<b>1065</b>										
<b>Oman pääoman arvo DCF per osake</b>		<b>8,4</b>										

Rahavirranjakauma jaksoittain



## Pääoman kustannus (wacc)

Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	22,0 %
Vieraan pääoman kustannus	4,0 %
Yrityksen Beta	1,20
Markkinoiden riski-premio	4,25 %
Likviditeettipremio	1,70 %
Riskitön korko	2,5 %
<b>Oman pääoman kustannus</b>	<b>9,3 %</b>
<b>Pääoman keskim. kustannus (WACC)</b>	<b>8,0 %</b>

Lähde: Inderes

# Yhteenveto

Tuloslaskelma	2020	2021	2022e	2023e	Osakekohtaiset luvut	2020	2021	2022e	2023e
Liikevaihto	986,4	1154,6	1250,0	1294,6	EPS (raportoitu)	0,36	0,62	0,18	0,32
Käyttökate	158,0	198,1	162,8	159,9	EPS (oikaistu)	0,39	0,66	0,48	0,44
Liikevoitto	67,2	110,1	31,5	62,1	Operat. kassavirta / osake	1,11	1,53	1,02	1,18
Voitto ennen veroja	56,7	100,4	29,5	51,4	Vapaa kassavirta / osake	0,64	0,17	0,36	0,51
Nettovoitto	45,9	80,0	23,4	40,6	Omapääoma / osake	4,46	4,76	4,90	5,02
Kertaluontoiset erät	-3,9	-4,3	-38,2	-15,0	Osinko / osake	0,26	0,28	0,20	0,20
<b>Tase</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022e</b>	<b>2023e</b>	<b>Kasvu ja kannattavuus</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022e</b>	<b>2023e</b>
Taseen loppusumma	1361,0	1448,6	1424,7	1417,9	Liikevaihdon kasvu-%	-4 %	17 %	8 %	4 %
Oma pääoma	571,5	608,9	621,8	637,0	Käyttökateen kasvu-%	-7 %	25 %	-18 %	-2 %
Liikearvo	781,8	848,6	848,6	848,6	Liikevoiton oik. kasvu-%	-18 %	61 %	-39 %	11 %
Nettovelat	491,1	519,2	514,0	483,6	EPS oik. kasvu-%	-16 %	69 %	-26 %	-10 %
<b>Kassavirta</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022e</b>	<b>2023e</b>	Käyttökate-%	16,0 %	17,2 %	13,0 %	12,4 %
Käyttökate	158,0	198,1	162,8	159,9	Oik. Liikevoitto-%	7,2 %	9,9 %	5,6 %	6,0 %
Nettokäyttöpääoman muutos	2,4	18,9	-27,0	2,4	Liikevoitto-%	6,8 %	9,5 %	2,5 %	4,8 %
Operatiivinen kassavirta	142,7	196,1	129,3	149,3	ROE-%	8,2 %	13,6 %	3,8 %	6,4 %
Investoinnit	-60,8	-181,3	-112,0	-85,0	ROI-%	5,9 %	9,6 %	2,7 %	5,3 %
Vapaa kassavirta	81,4	22,2	46,3	64,3	Omavaraisuusaste	42,0 %	42,0 %	43,6 %	44,9 %
					Nettovelkaantumisaste	85,9 %	85,3 %	82,7 %	75,9 %
<b>Arvostuskertoimet</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022e</b>	<b>2023e</b>					
EV/Liikevaihto	1,8	1,8	1,1	1,0					
EV/EBITDA (oik.)	10,9	10,1	7,8	7,5					
EV/EBIT (oik.)	25,0	17,8	19,2	17,0					
P/E (oik.)	25,8	18,0	13,4	14,9					
P/B	2,2	2,5	1,3	1,3					
Osinkotuotto-%	2,6 %	2,4 %	3,1 %	3,1 %					

Lähde: Inderes



# Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

## Suositus historia (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
13.2.2020	Vähennä	12,20 €	11,94 €
23.3.2020	Vähennä	8,50 €	8,28 €
5.5.2020	Vähennä	8,50 €	9,01 €
7.5.2020	Vähennä	8,50 €	8,58 €
10.6.2020	Lisää	9,20 €	8,72 €
17.6.2020	Vähennä	9,20 €	9,30 €
6.8.2020	Lisää	9,70 €	9,30 €
8.10.2020	Lisää	10,70 €	10,20 €
30.10.2020	Lisää	10,90 €	9,75 €
11.12.2020	Lisää	10,90 €	9,52 €
12.2.2021	Lisää	11,80 €	10,64 €
18.3.2021	Lisää	12,00 €	11,50 €
30.4.2021	Lisää	13,00 €	12,06 €
13.8.2021	Osta	13,00 €	11,62 €
20.9.2021	Osta	13,00 €	11,06 €
29.10.2021	Osta	13,00 €	11,44 €
31.1.2022	Osta	13,00 €	11,22 €
11.2.2022	Lisää	13,00 €	11,80 €
29.4.2022	Lisää	12,50 €	11,04 €
14.7.2022	Lisää	12,00 €	10,52 €
20.7.2022	Lisää	11,00 €	9,52 €
17.10.2022	Lisää	7,50 €	6,90 €
28.10.2022	Lisää	7,30 €	6,70 €
9.1.2023	Lisää	7,30 €	6,52 €

Inderesin tehtävä on yhdistää pörssiyhtiöt ja sijoittajat. Tuotamme laadukasta analyysiä ja sisältöjä laajan sijoittajayhteisömmen tarpeisiin.

Me Inderesillä uskomme, että avoin tieto on jokaisen sijoittajan perusoikeus. Takaamme sijoittajille pääsyn palkitun analyysin, näkemyksellisten videosisältöjen ja aktiivisen sijoittajayhteisön pariin.

Pörssiyrityksille varmistamme, että yhtiöstä on jatkuvasti sijoittajien ja omistajien saatavilla laadukasta tietoa päätöksentekoon, ja että sijoittajilta kerätty tieto on yhtiöiden hyödynnettävissä.

Jo yli 100 suomalaista pörssiyritystä haluaa palvella omistajiaan ja sijoittajia kauttamme hyödyntämällä tarjoamiamme yhtiöseurantapalveluita, datapohjaisia sijoittajaviestinnän palveluita, sisältötuotantoa ja konsultointia.

### Inderes Oyj

Itämerentori 2  
00180 Helsinki  
+358 10 219 4690

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



STARMINE  
ANALYST AWARDS  
FROM REFINITIV



THOMSON REUTERS  
ANALYST AWARDS



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



Mikael Rautanen  
2014, 2016, 2017, 2019



Sauli Vilén  
2012, 2016, 2018, 2019, 2020



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



Olli Koponen  
2020



Joni Grönqvist  
2019, 2020



Erkki Vesola  
2018, 2020



Petri Gostowski  
2020



Atte Riikola  
2020

**Analyysi kuuluu  
kaikille.**