

TERVEYSTALO

19.06.2025 08.00 EEST



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

INDERESIN YHTIÖASIAKAS
LAAJA RAPORTTI



Vakaampi vaihe edessä

Onnistuneen kannattavuuskäänteen jälkeen Terveystalo on siirtynyt maltillisemman jatkuvan parantamisen polulle, joskin pienemmissä segmenteissä kannattavuuskäänteet ovat vielä kesken. Orgaaniseen tuloskasvunäkymään sekä vahvaan ja kasvavaan osinkovirtaan peilaten osakkeen arvostus on palannut mielestämme kiinnostavalle tasolle pienen kurssilaskun jälkeen. Toistamme 12,5 euron tavoitehintamme ja nostamme suosituksemme lisää-tasolle (aik. vähennä).

Suomen johtava yksityinen terveystaloyritys

Terveystalo tarjoaa monipuolisia perusterveydenhuollon ja erikoissairaanhoidon sekä hyvinvoinnin palveluja yritys-, vakuutusyhtiö- ja yksityisasiakkaille sekä julkiselle sektorille. Konsernitasolla suurin osa liikevaihdosta ja tuloksesta syntyy Terveystalon palvelut –segmentissä (77 % lv:sta), jossa tuotetaan integroitua hoitoketjua laajan fyysisen verkoston ja digivastaanottojen kautta. Toiseksi suurin segmentti, itsenäiseen arvonluontiin tähtäävät Portfolioliiketoiminnot (17 % lv:sta), pitää sisällään ulkoistukset, henkilövuokrausta, suunterveyttä, hierontaa, fysioterapiaa ja lasten suojelua. Ruotsin toiminnot (6 % lv:sta) sisältävät muun muassa työterveyshuoltoa, johtamisen kehittämisen ja päihteiden väärinkäytön ehkäisemisen palveluja.

Segmentit erilaisissa kehitysvaiheissa

Terveystalon vuosina 2023-2024 nähty onnistunut kannattavuuskäänteiden oli pääasiassa Terveystalon palveluiden harteilla ja käänteen jälkeen liiketoiminta on siirtynyt maltillisemman jatkuvan parantamisen polulle. Tänä vuonna liiketoiminnan kannattavuus pysyy kuitenkin vielä selvässä nousutrendissä. Mielestämme liiketoiminnan kannattavuusprofiili on parantunut viime vuosina rakenteellisesti, mutta kannattavuudessa voidaan nähdä vaihtelua eri markkinatilanteissa ja kestävä kannattavuustaso on vielä jossain määrin avoinna.

Sen sijaan pienemmissä segmenteissä kannattavuuskäänteissä on vielä todistettavaa. Portfolioliiketoimintojen kannattavuus

paranee tulevina vuosina rakenteellisesti, kun matalan katteen ulkoistukset supistuvat. Samalla yhtiö pyrkii saamaan enemmän tehoa irti muun muassa suunterveydestä muun terveydenhuoltoliiketoiminnan kanssa tavoiteltavien synergioiden avulla. Suunterveydessä yhtiöllä on myös kunnianhimoiset kasvutavoitteet, joihin haetaan tukea yrityskaupoista. Osaltaan segmentin kasvu- ja kannattavuuskehitys on myös riippuvaista ulkoisista tekijöistä, kuten kuluttajien ostovoiman kehityksestä ja hyvinvointialueiden aktivoitumisesta ostajina.

Ruotsin liiketoiminta heikkeni merkittävästi vuonna 2024 ja täällä aloitetusta kannattavuusohjelmasta pitäisi näkyä tuloksia kuluva vuodesta alkaen. Maltillista parannusta nähtiin jo alkuvuonna, mutta lähtötaso on erittäin heikko, eikä juhlan aiheita vielä ole. Positiivista on, ettei yhtiö tällä hetkellä allokoiv pääomia yritysostoihin Ruotsissa, vaan aikoo ensin todistaa kykenevänsä tekemään maassa kannattavaa liiketoimintaa. Mikäli kannattavuuskäänteeseen osoittautuu onnistuneeksi, näemme sekä yritysostovetoisen kasvun jatkumisen että liiketoiminnan divestoinnin mahdollisena.

Kurssilaskun jälkeen arvostus palannut houkuttelevaksi

Terveystalon osake on ollut viime aikoina paineessa. Vuosien 2025e-2026e oikaistut P/E-kertoimet ovat 12x-11x. Vastaavat IFRS16 oikaistut EV/EBIT-kertoimet ovat 11x-10x. Kertoimet ovat mielestämme palanneet varovaisen houkuttelevalle tasolle. Kuluva vuoden osalta on hyvä huomata, että ennusteemme sisältää positiivisen tulosvaroituksen. Mikäli yhtiön kannattavuus jäisi nykyiseen ohjeistushaarakkaan, olisi vaikutus arvostukseen kuitenkin lopulta varsin pieni. Myös DCF-mallimme osoittaa jälleen pientä nousuvaraa. Terveystalon liiketoiminnan trendi jatkuu arviomme mukaan isossa kuvassa vahvana, vaikka operatiivinen tuloskasvuvauhti on rauhoittumaan päin ja Q2:n luvuissa voidaan nähdä pientä pehmyyttä. Kokonaisuudessaan pidämme tuotto-riskisuhdetta nykyarvostuksella kuitenkin kiinnostavana.

Suositus

Lisää

(aik. Vähennä)

Tavoitehintaa:

12,50 EUR

(aik. 12,50 EUR)

Osakekurssi:

11,06 EUR

Liiketoimintariski



Arvostusriski



	2024	2025e	2026e	2027e
Liikevaihto	1340	1358	1395	1434
kasvu-%	4 %	1 %	3 %	3 %
EBIT (oik.)	140,5	163,5	173,9	185,7
EBIT-% (oik.)	10,5 %	12,0 %	12,5 %	12,9 %
Nettotulos	71,7	106,8	116,8	129,7
EPS (oik.)	0,72	0,90	0,97	1,07

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

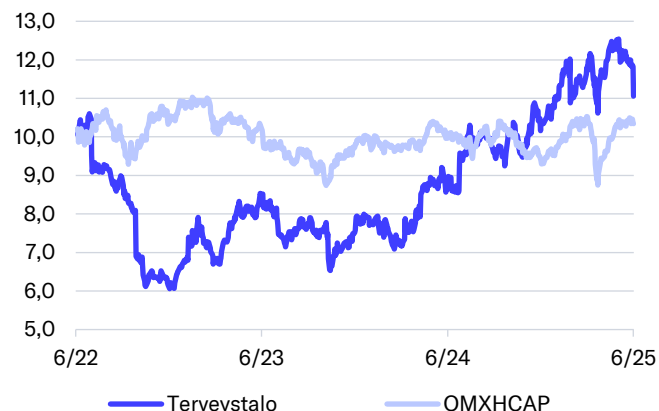
Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

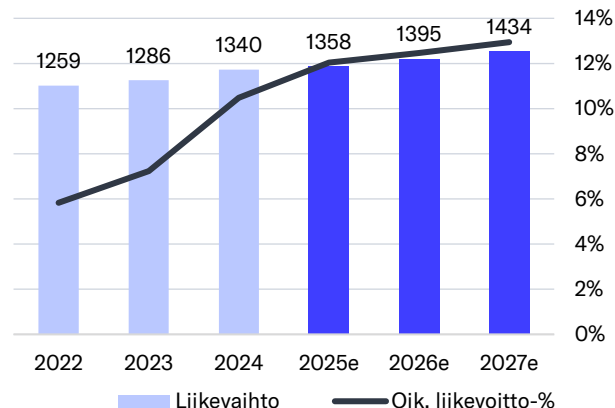
Terveystalo arvioi koko vuoden 2025 liikevaihdon kasvavan (2024: 1 340 MEUR) ja oikaistun liikevoiton (EBIT) olevan 10,7 % –11,8 % liikevaihdosta.

Osakekurssi



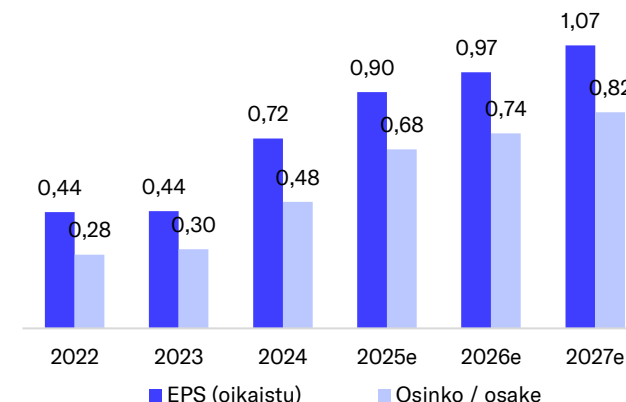
Lähde: Millistream Market Data AB

Liikevaihto ja liikevoitto-% (oik.)



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes

Arvoajurit

- Laaja asiakkaita ja lääkäreitä yhdistävä digifyysinen alusta ja tehokkaasti toimiva integroitu hoitoketju
- Julkisen sektorin avun tarve hoitojonojen purkuun
- Väestön ikääntyminen megatrendinä
- Yritysjärjestelyt
- Digi-investoinnit ja -työkalut tukevat tehokkuutta

Riskitekijät

- Poliittisten päätösten arvaamattomuus sote-toimialalla
- Yrityskauppojen arvostustasot toimialalla tyypillisesti korkeita
- Taseen korkea liikearvo
- Vakuutusyhtiöohjauksen mahdolliset muutokset
- Alalla kova kilpailu osaajista
- Uusien kilpailijoiden uhka
- Maineriskit

Valuation	2025e	2026e	2027e
Osakekurssi	11,1	11,1	11,1
Osakemäärä, milj. kpl	126,6	126,6	126,6
Markkina-arvo	1400	1400	1400
Yritysarvo (EV)	1884	1857	1826
P/E (oik.)	12,3	11,4	10,3
P/E	13,1	12,0	10,8
P/B	2,4	2,2	2,1
P/S	1,0	1,0	1,0
EV/Liikevaihto	1,4	1,3	1,3
EV/EBITDA	7,5	7,0	6,5
EV/EBIT (oik.)	11,5	10,7	9,8
Osinko/tulos (%)	80,6 %	80,3 %	80,1 %
Osinkotuotto-%	6,1 %	6,7 %	7,4 %

Lähde: Inderes

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	6-14
Sijoitusprofiili	14-15
Strategia ja taloudelliset tavoitteet	16-19
Toimiala ja kilpailukenttä	20-28
Taloudellinen kehitys	29-32
Ennusteet	33-37
Arvonmäärittäminen	38-44
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	45

Terveystalo

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

2001

Perustamisvuosi

2017

Listautuminen

1340 MEUR (-4 % vs. 2023)

Liikevaihto 2024

140 MEUR (10,5 % lv:sta)

Oikaistu liikevoitto 2024

9153/6015

Henkilöstö/ammattiharjoittajat 2024 lopussa

6,3 miljoonaa ja 1,3 miljoonaa

Fyysiset vastaanotot ja etävastaanotot 2024

-2019

Pörssilistattuna jo vuosina 2007-2009, kunnes Bridgepoint Capital osti Terveystalon itselleen

Vuonna 2013 EQT:n hallinnoima rahasto osti Terveystalon Bridgepoint Capitalilta

Listautuminen vuonna 2017 ja Diacorin hankinta

Attendo Suomen Terveystalot osaksi Terveystaloa vuoden 2019 alusta

2020-2021

Pandemia heikentää ensin voimakkaasti perinteisten palveluiden kysyntää, mutta pian koronatestaus alkaa tuottaa kannattavaa diagnostiikkamyyntiä

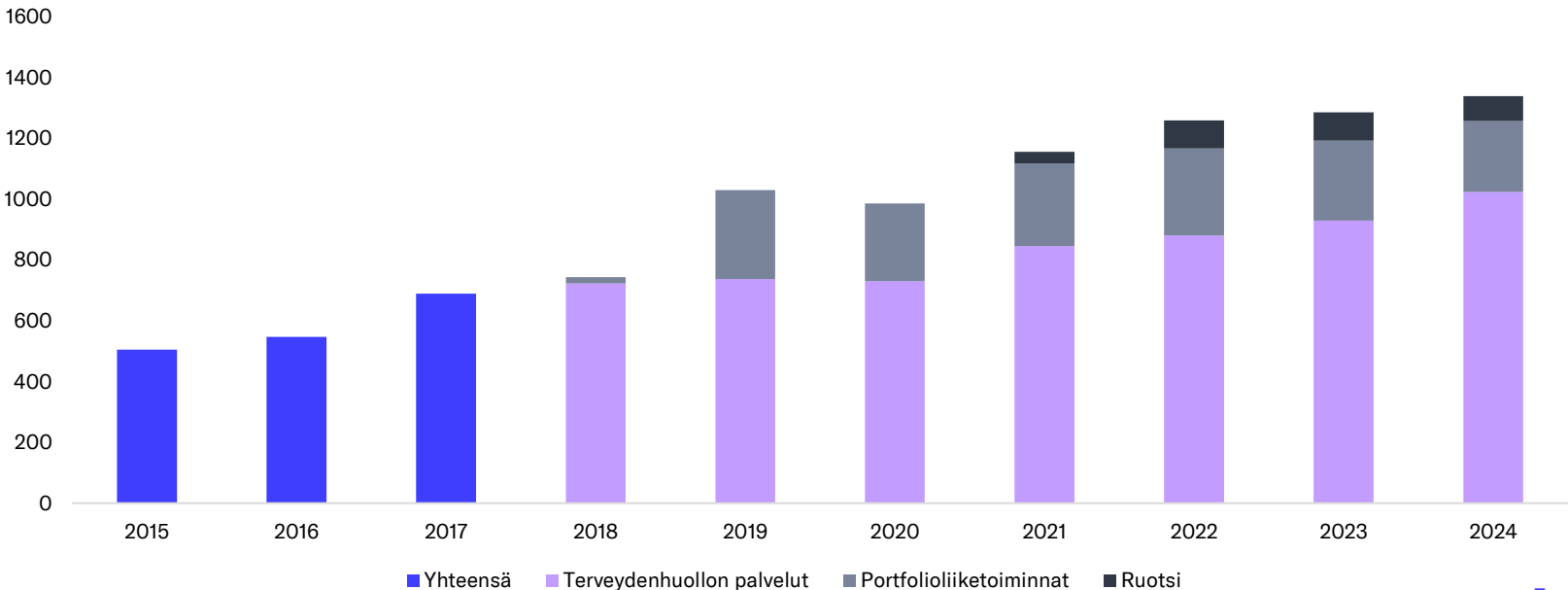
Laaientuminen Ruotsiin työterveystoimija Feelgoodin hankinnan myötä vuonna 2021

2022-

Pandemian jälkeen kysyntä painottui matalakatteisiin hoitoketjuihin, mikä koronatestauksen vähentymisen lisäksi heikensi kannattavuutta vuonna 2022

Onnistunut kannattavuuskäännös vuosina 2023-2024 Terveystaloyrityksen palveluiden ajamana

Kannattavuuskehitys jatkuu vielä vahvana vuonna 2025, mutta pienempien segmenttien kannattavuuskäännös vielä kesken



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli (1/6)

Suomen johtava yksityinen terveystaloyhtiö

Terveystalo on liikevaihdoltaan ja verkostoltaan Suomen suurin yksityinen terveystaloyritys. Terveystalolla oli vuonna 2024 noin 7,6 miljoonaa asiakaskäyntiä, joista 1,3 miljoonaa toteutui etäkanavissa. Terveystalolla on Suomessa yhteensä 360 toimipaikkaa. Yhtiö laajeni Ruotsiin vuonna 2021 ostamalla työterveystoimija Feelgoodin, minkä jälkeen yhtiö on jatkanut yritysostoja maassa. Ruotsissa yhtiö toimii yhteensä 140 toimipisteessä.

Terveystalo perustettiin vuonna 2001 kahden lääkäriaseman yhdistymisen myötä. Tämän jälkeen yhtiö on kasvanut nykyiseen muotoonsa pitkälti yrityskauppojen avulla, joita yhtiö on tehnyt perustamisen jälkeen yli 200. Terveystalo oli listattuna Helsingin pörssiin vuosina 2007–2009, kunnes Bridgepoint Capital osti yhtiön pois pörssistä. Tämän jälkeen yhtiö myytiin EQT:n hallinnoimalle rahastolle, ja yhtiö listautui uudestaan pörssiin vuonna 2017. Vuonna 2024 Terveystalo teki 1340 MEUR liikevaihtoa, josta 94 % tuli Suomesta ja loput 6 % Ruotsista. Oikaistua liikevoittoa (oik. EBIT) yhtiö teki 140 MEUR (10,5 % lv:sta).

Raportointisegmentit

Terveystalo on raportoinut liikevaihtoaan 2023 alkaen kolmessa segmentissä: Terveystalon palvelut, Portfolioliiketoiminnot sekä Ruotsi. Tämän lisäksi yhtiö raportoi muita allokoimattomia eriä sekä konsernin sisäisiä eliminointeja erikseen.

Terveystalon palvelut (77 % liikevaihdosta)

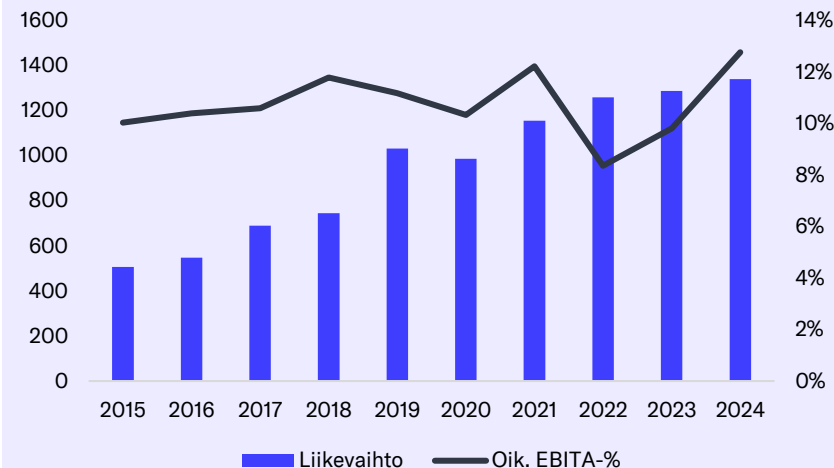
Yhtiön suurin ja ytimen muodostava Terveystalon palvelut -segmentti tarjoaa Suomessa asiakkaille integroituja hoitopolkuja ennaltaehkäisevän työterveyden palveluista perusterveydenhuollon ja erikoislääketieteen

palveluihin, diagnostiikkaan ja päiväkirurgiaan. Työterveys on segmentille ja Terveystalolle selvästi suurin palvelualue. Suomessa Terveystalolla on yli 26 000 yritysasiakasta ja noin 744 000 työterveyshuollettavaa. Ruotsissa yritysasiakkaita on noin 8 000 ja noin miljoona työterveyshuollettavaa. Lääketieteellisistä alueista yhtiö keskittyy tällä hetkellä kasvamaan muun muassa lasten terveystalouksissa, mielenterveydessä, ortopediassa, gynekologiassa ja unilääketieteessä.

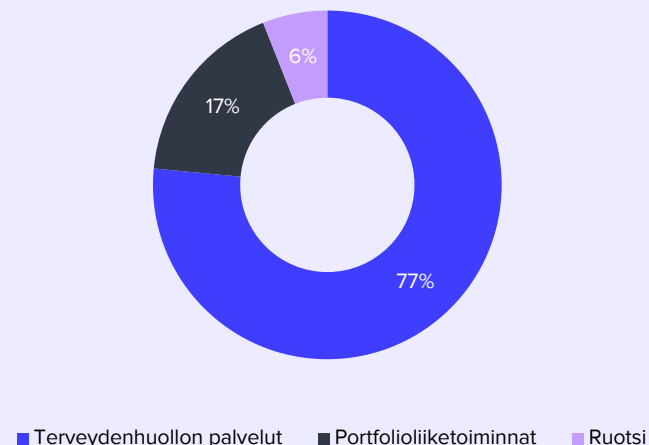
Terveystalon palvelut on konsernin tuloksen kannalta ylivoimaisesti merkittävin segmentti, jonka oikaistu EBITA (2024: 162 MEUR) vastaa 95 % koko konsernin vastaavasta luvusta. Viime vuosien merkittävän kannattavuuskäänteen jälkeen Terveystalon palvelut siirtyi tasaisempaan kannattavan kasvun polulle. Segmentin yritysostomahdollisuudet ovat rajalliset Terveystalon korkean markkinaosuuden vuoksi, mutta valikoituja pienempiä ostoja yhtiö voi edelleen tehdä.

Vastaanotot muodostavat suurimman osan segmentin liikevaihdosta (2024: 66 %) ja ne sisältävät sekä etävastaanotot että fyysiset vastaanotot. Fyysiset vastaanotot vastaavat selvästi suurinta osaa vastaanotoista (2024: 78,5 %). Etävastaanottojen määrä laski vuonna 2023 14 % koronan tuoman tuen hävittyä. Vuonna 2024 etävastaanottojen kehitys oli varsin neutraali. Historiassa pelkästään vastaanottojen kannattavuuspotentiali ei ole ollut erityisen suuri näiden toimiessa pitkälti ammatinharjoittajien kautta, mutta vuonna 2024 yhtiön toimenpiteiden seurauksena näiden kateprofiili parani selvästi ja oli yksi merkittävä kannattavuuden paranemista selittävä tekijä. Terveystalo saa tyypillisesti noin 25–30 % vastaanottojen hinnasta (lopun ammatinharjoittajalle). Tuloksen kannalta on edelleen tärkeää, että potilas pysyy yhtiön hoitoketjussa mahdollisimman pitkään.

Liikevaihdon (MEUR) ja kannattavuuden kehitys



Terveystalon liikevaihdon jakauma segmenteittään 2024*



* Segmenttien liikevaihto ilman eliminointeja (yht. -23 MEUR)

Lähde: Inderes, Terveystalo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli (2/6)

Diagnostiikka vastasi viime vuonna 24 % segmentin liikevaihdosta. Terveystalon kuvantamis- ja diagnostiikkapalvelut kattavat useita palveluja lukuisilta lääketieteen erikoisaloilta. Palveluihin kuuluvat muun muassa laboratoriopalvelut, röntgen-, tietokonetomografia- ja magneettikuvantamispalvelut. Diagnostiikkamyynti on korkeakatteista, mutta se ei ole enää ainoa tulosajuri vastaanottojen parantuneen kannattavuuden vuoksi. Diagnostiikan tuloskontribuutiosta hyvä esimerkki historiassa oli tulostason heikentyminen vuonna 2022, jonka osasyynä oli koronatestien väheneminen ja se, ettei muu diagnostiikka ollut vielä palautunut pandemiaa edeltävälle tasolle.

Muut-erä vastasi viime vuonna 10 % Terveystalon liikevaihdosta. Erä pitää sisällään muun muassa leikkaustoiminnan (mm. yleiskirurgia, ortopediset leikkaukset ja silmäleikkaukset), mikä on yleensä yhtiölle myös varsin korkeakatteista liiketoimintaa. Leikkauksia yhtiö tarjoaa 18 sairaalaysikköä kattavan verkoston avulla.

Portfolioliiketoiminnot (17 % liikevaihdosta)

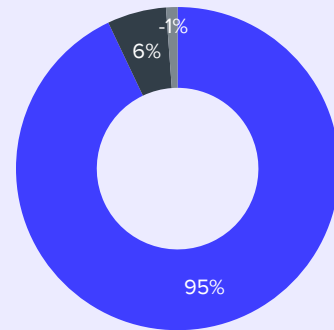
Toiseksi suurimpaan segmenttiin, Portfolioliiketoimintoihin, kuuluu pääasiassa julkisen sektorin ulkoistukset, henkilöstövuokrauspalvelut ja suun terveys. Lisäksi segmenttiin kuuluu muita pienempiä liiketoimintoja, kuten julkisen sektorin digitaaliset palvelut, kuntoutus-, lastensuojelu- ja hierontapalvelut. Portfolioliiketoiminnot on eriytetty itsenäisiksi liiketoiminnoiksi, ja niiden rooli yhtiön strategiassa onkin itsenäinen arvonluonti. Tällä hetkellä segmentin fokus on erityisesti eri liiketoimintojen kannattavuuden parantamisessa sekä kasvussa julkisrahoitteisella markkinalla (mm. ulkoistukset) hyvinvointialueiden aktivoituessa ostajina jälleen (yhtiön odotukset vuonna 2026).

Keskipitkällä aikavälillä pidämme mahdollisena, että yhtiö tulee luopumaan osasta portfolioliiketoiminnoistaan, joissa yhtiö ei näe synergiaetuja muiden liiketoimintojen kanssa. Tästä esimerkkinä oli Q1'24 ilmoitettu tulkkauspalveluiden divestointi.

Ulkoistusten liikevaihto on ollut viime vuosina selvässä laskussa päätyvien sopimusten myötä ja vastasi vuonna 2024 yhteensä 35 % segmentin liikevaihdosta. Ulkoistusten kannattavuus on arviomme mukaan suhteellisen heikko. Kustannusinflaation aikaan kiinteästi hinnoiteltujen sopimusten indeksikorotukset eivät pysyneet perässä palvelun tuotannon kustannusnousujen kanssa. Kustannuksia on nostanut myös etenkin ammattilaisten saatavuushaasteet syrjäseuduilla, missä Terveystalon ulkoistukset sijaitsevat. Yhtiö on julkisesti viestinyt luopuvansa nykyisistä vanhalla mallilla solmituista ulkoistussopimuksista sopimuskausien päätyttyä, sillä yhtiö ei näe näitä enää houkuttelevana liiketoimintana. Yhtiö näkee ulkoistuksissa kuitenkin jatkossakin mahdollisuuksia, kunhan sopimusrakenteet ja palveluiden kehittämismahdollisuudet rakennetaan yhtiölle suotuisiksi. Nykyisten ulkoistussopimusten liikevaihto tulee jatkamaan laskussa tulevana vuosina.

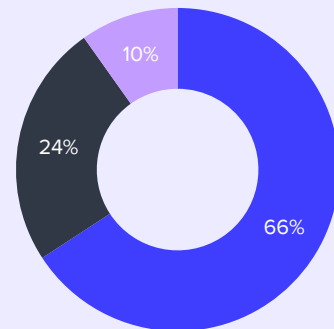
Ulkoistusten lisäksi suun terveys ja henkilöstövuokrausliiketoiminnot ovat peräisin Attendo-yrityskaupasta. Näistä etenkin suun terveys on Terveystalolle strateginen kasvualue. Tällä hetkellä yhtiö on suun terveyden markkinan neljänneksi suurin peluri Suomessa. Vuonna 2024 suun terveyden liikevaihto oli 50 MEUR, ja yhtiön tavoitteena on tuplata liiketoiminnan liikevaihto sekä saavuttaa toimialan kontekstissa huippukannattavuus viiden vuoden sisällä. Tavoite vaatii taakseen yrityskauppoja, ja suun terveys onkin yksi selkeistä alueista, missä yhtiö tulee olemaan yritysostorintamalla aktiivinen.

Terveystalon oikaistun EBITAn jakauma segmentteittäin 2024



■ Terveystalon palvelut ■ Portfolioliiketoiminnot ■ Ruotsi

Suomen terveydenhuollon palveluiden liikevaihdon jakauma 2024



■ Vastaanotot ■ Diagnostiikka ■ Muut

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli (3/6)

Ideaalitilanteessa suunterveys täydentää Terveystalon muuta hoitoketjua, mikä edesauttaa palveluiden ristiinmyyntiä samalle asiakkaalle sekä nostaa tehokkuutta yksittäisen asiakkaan hoidossa. Synergioiden ulosmittauksessa Terveystalon palveluiden kanssa on kuitenkin vielä työtä tehtävänä. Yhtiön mukaan entistä suurempi osa työterveyden asiakkaista on kuitenkin kiinnostunut sisällyttämään suunterveyden osaksi työterveyspalveluita.

Ruotsi (6 % liikevaihdosta)

Terveystalo on Ruotsin markkinan kolmanneksi suurin toimija työterveydessä Feelgoodin hankinnan myötä. Yhtiö tarjoaa Ruotsissa työterveyshuollon, johtamisen kehittämisen ja päihteiden väärinkäytön ehkäisemisen palveluja sekä digitaalisia yksityisen terveydenhuollon ja hyvinvoinnin palveluja. Toimintaa oli tarkoitus alun perin laajentaa kohti Suomen kaltaisia integroituja hoitoketjuja. Yhtiö painoi kuitenkin voimakkaasti jarrua yritystovetoisen kasvun osalta liiketoiminnan alkaessa heikentymään merkittävästi vuodesta 2023 alkaen. Kehitys heikentyi edelleen 2024 sekä heikon makrotaloudellisen tilanteen että tiettyjen sopimusten päättymisen myötä. Heikko liikevaihtokehitys on jatkunut vielä vuoden 2025 alussa. Tällä hetkellä liiketoiminnan pääfokus onkin kannattavuuskäänteessä ja yhtiö on indikoinut, että tästä nähdään tuloksia vuonna 2025. Q1'25 tulos jäi vielä heikolle tasolle, mutta liikevaihdon tullessa vielä merkittävästi alas, ovat luonnollisesti voimakkaat tulosparannukset vaikeita.

Yhtiön mukaan liiketoiminnan kannattavuuspotentiali EBITA-marginaalilla on noin 10 %, mihin on matkaa runsaasti. Sen jälkeen, kun yhtiö on onnistunut saamaan liiketoiminnan kannattavuuden selvästi nykytasoa paremmalle tasolle päättää yhtiö liiketoiminnan jatkosta. Mikäli kannattavuus saadaan kestävästi paremmalle tasolle, on yritystovetoisen kasvun jatkuminen mahdollista. Pidämme myös liiketoiminnan

divestointia mahdollisena, sillä nykyisessä Ruotsin liiketoiminnassa ei ole varsinaisesti synergiaetuja yhtiön Suomen liiketoimintojen kanssa.

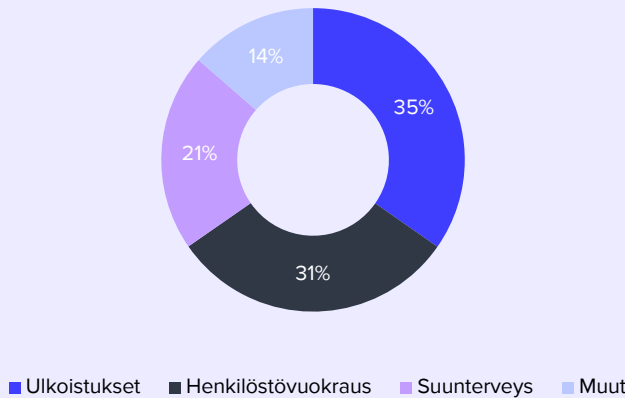
Työterveysasiakkaat ovat Terveystalon suurin asiakasryhmä

Terveystalo jakaa Terveystalon palveluiden asiakkaat Q1'25 alkaen työterveysasiakkaisiin (2024: 58 % segmentin liikevaihdosta), kuluttaja-asiakkaisiin (21 %), vakuutusasiakkaisiin (17 %) ja palvelumyyntiin (4 %). Työterveysasiakkaat ovat selvästi suurin, ja nämä koostuvat pääasiassa yritysasiakkaista, mutta mukana on myös kunnallisia työterveysasiakkaita. Terveystalo on Suomen suurin työterveyspalvelujen tarjoaja liikevaihdon ja työterveyshuollon loppukäyttäjien määrän perusteella.

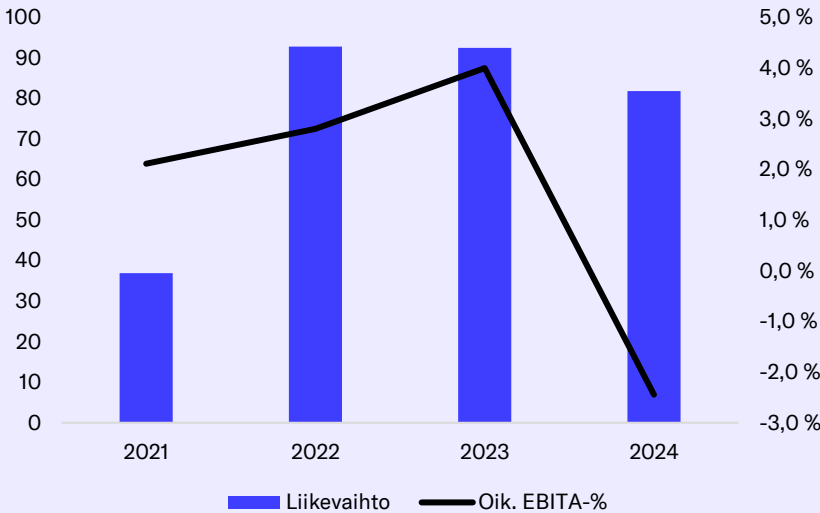
Kuluttaja-asiakkaat ovat yhtiön toiseksi suurin asiakasryhmä. Kuluttaja-asiakkaiden palvelut maksaa joko asiakas itse tai vaihtoehtoisesti he hakevat korvausta vakuutusyhtiöltään myöhemmin. Yksityisasiakkaat ovat kannattavin asiakasryhmä johtuen niille tyypillisistä pitkistä hoitoketjuista, sisältäen mm. erikoislääkäreiden vastaanottoja, leikkauksia ja laboratoriodiagnostiikkaa. Yksityisasiakkaiden kannattavuutta tukee myös se, että ne maksavat usein listahinnan, kun taas suurille yrityksille tarjotaan usein alennuksia. Vakuutusasiakkaat sisältävät työterveysasiakkaille ja kuluttaja-asiakkaille tarjottavia palveluita, jotka vakuutusyhtiöasiakkaat maksavat joko lakisääteisestä tai vapaaehtoisesta vakuutuksesta. Tätä sekä kuluttaja-asiakkaiden kysyntää ovat tukeneet lisääntyneet yksityishenkilöiden ja yritysten ostamat terveysvakuutukset.

Palvelumyynti sisältää pääosin julkisen sektorin asiakkaille tarjottavat palvelut, kuten erikoissairaanhoidon palvelut sekä muut palveluverkostossa tuotettavat terveydenhuollon palvelut. Julkisen sektorin osuus liikevaihdosta on kuitenkin suurempi Portfolioliiketoiminnoissa ulkoistusten ja henkilöstövuokrauksen vuoksi. Vuoden 2023 alussa uusista hyvinvointialueista on tullut palvelujen suurin tilaaja.

Portfolioliiketoimintojen liikevaihdon jakauma 2024

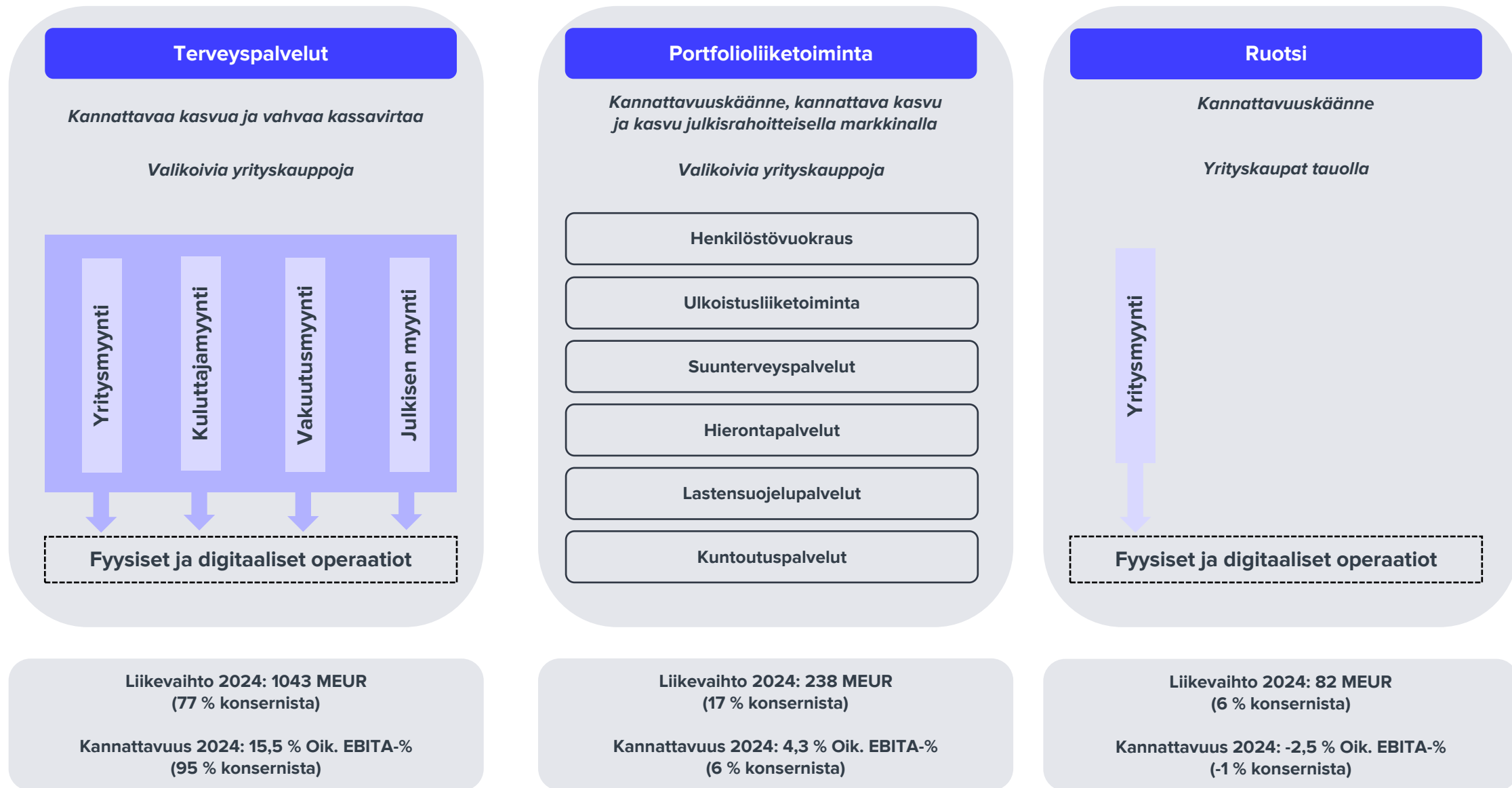


Ruotsin kehitys



Lähde: Inderes, Terveystalo

Terveystalon organisaatiomalli ja segmenttirakenne



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli (4/6)

Attendo-yritysosto vuonna 2019 kasvatti Terveystalon julkisen sektorin asiakkaiden suhteellista osuutta selvästi ja toi yhtiölle merkittäviä kiinteästi hinnoiteltuja sopimuksia. Attendolta Terveystalolle siirtyi kaupan myötä 7 kunnan kokonaisulkoistus. Kaupan jälkeen sote-uudistuksen sisältö muuttui kuitenkin radikaalisti ja myös kokonaisulkoistusten markkina on ollut jäässä. Uusia isompia sopimuksia ei ole alkanut ja vanhoja sopimuksia on päättynyt sopimuskausien umpeutuessa sekä osana kannattavuusohjelmaa käytyjen neuvotteluiden tuloksena. Yrityskauppa toteutettiin ajassa, jossa valinnanvapausmarkkinan odotettiin avautuvan. Ulkoistusmarkkinan myötä jälkikäteen Attendo-kauppaa voikin pitää virhearviona pääoman allokoinnissa. Tästä osoituksena oli yhtiön Q4'23:llä tehty mittava yhteensä 84 MEUR:n alaskirjaus, joka kohdistui pääasiassa Attendo-kaupasta tulleetseen liikearvoon ja aktivoituihin asiakassuhteisiin. Huomion arvoista kuitenkin on, että päätös Attendo-kaupan suhteen tehtiin aiemman johdon alaisuudessa.

Liiketoimintamalli

Suurin osa liikevaihdosta käytön mukaan laskutettavia palveluita

Terveystalon liikevaihdosta 94 % kertyy liiketoimintamallista, jossa yhtiö laskuttaa asiakasta 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. kirurgia).

Osassa julkisissa asiakkuuksissa (ulkoistukset) ja pienessä osassa työterveyden sopimuksista yhtiö saa kiinteän korvauksen kunnalta tai yritykseltä ottaessaan kokonaisvastuun tietyn ihmisjoukon terveyspalveluista. Näissä sopimuksissa Terveystalon kannattavuuden osalta kriittistä on

toiminnan tehokkuus ja ennaltaehkäisy. Kannattavin asiakas on sellainen, jota ei tarvitse hoitaa. Kiinteähintaisissa laskutuksissa liikevaihto on ennustettavaa ja se kertyy tasaisesti sopimusperiodin ajan.

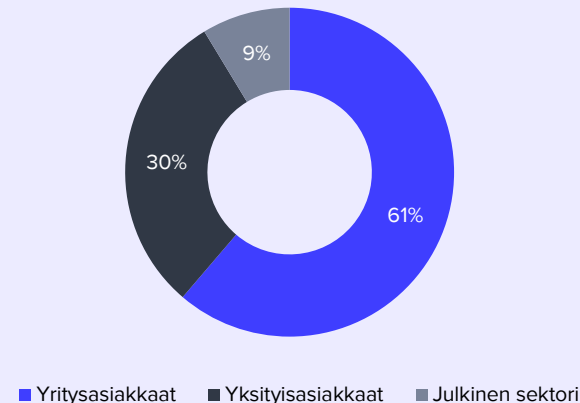
Orgaanisesti voitetuissa ulkoistussopimuksissa erityispiirteenä on, että liiketoiminta toteutetaan tyypillisesti asiakkaan (hyvinvointialueen) tiloissa, jolloin ne eivät vaadi investointeja (capex) ja pääoman tuottopotentiaali on siten korkea, jos kannattavuus saadaan hyvälle tasolle. Operaatioiden haltuunotto vie kuitenkin aikaa ja tyypillisesti kannattavuus paranee ajan kuluessa kun operaatiot ehditään ottaa haltuun ja tehostamispotentiaalit tunnistetaan.

Yhtiön täytyy olla houkutteleva toimija sekä lääkärien että asiakkaiden suuntaan

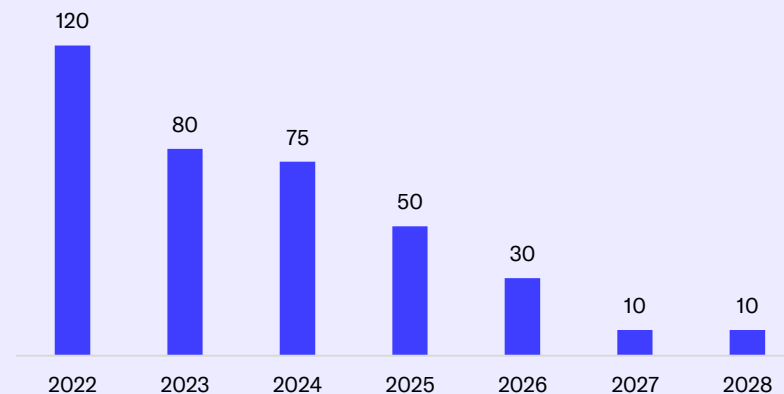
Lääkärit ovat liiketoimintamallin tärkein yksittäinen tuotannontekijä, sillä yksityisasiakas hakeutuu hoitoon tyypillisesti juuri lääkärinvastaanoton kautta. Siten liiketoimintamallin erityispiirteenä onkin, että yhtiön pitää olla kilpailukykyinen sekä ammattilaisten että asiakkaiden suuntaan. Tämä korostuu yhtiön toimialalla, jossa osaajista (erityisesti lääkärit ja hoitajat) on ajoittain pulaa.

Vahvassa kysyntätilanteessa tarjonta onkin ajoittain muodostunut yhtiölle pullonkaulaksi vahvemmalle kasvuille. Yhtiö on viime vuosina onnistunut viime vuosina kasvattamaan tarjontaansa hyvin, eikä kasvu ole ainakaan tällä hetkellä tarjonnasta kiinni. Hoitoketjun pullonkauloja voi helpottaa ammatinharjoittajien määrän kasvattamisen lisäksi muun muassa ohjaamalla asiakkaita suoraan myös mm. terveydenhoitajalle, fysioterapiaan tai laboratorioon. Viime aikoina tärkeässä roolissa tarjonnan kasvattamisessa on ollut ammattilaisten työtä tehostavien ja helpottavien työkalujen kehittäminen (mm. digi-ratkaisut) sekä ammatinharjoittaja-lääkärien tehtyjen tuntien kasvu.

Suomen terveydenhuollon palveluiden liikevaihdon jakauma asiakasryhmittäin 2024



Nykyisten ulkoistussopimusten liikevaihto (MEUR, arvio Q1'25 yhteydessä)



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli (5/6)

Suuri osa lääkäreistä työskentelee ammatinharjoittajina, eikä heillä ole kilpailullisia esteitä vaihtaa eri työnantajien välillä. Siten yhtiön kilpailukyvyyn kannalta yhtiön kyvyllä houkutella lääkäreitä yhtiön kannalta hyvillä ehdoilla onkin suuri merkitys. Tässä dynamiikassa tapahtui muutos vuonna 2024, kun Terveystalo muutti vastaanottojen katedynamiikkaa siten, että suurempi osa tulosta tuli Terveystalolle. Tämä on aiheuttanut pientä eripuraa osassa ammatinharjoittajia, mutta isossa kuvassa tämä ei ole aiheuttanut yhtiölle tarjontahaasteita. Ammatinharjoittajien näkökulmasta Terveystalon kyky tarjota lääkärille tasainen asiakasvirta, tehokas sisäinen lähetejärjestelmä ja hyvä työympäristö ovat näkemyksemme 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). Terveystalon eNPS (henkilöstön suositteluindeksi) oli vuonna 2024 14, mikä on alan kontekstissa kohtuullinen (Pihlajalinna 9, Mehiläinen 38). Universum-tutkimuksessa yhtiö on historiassa valittu useamman kerran putkeen (viimeksi 2023) terveystalosalan houkuttelevimmaksi työpaikaksi, mutta tuoreimmissa tilastoissa Mehiläinen on vienyt paalupaikan. Yhtiön houkuttelevuus yksityisasiakkaiden näkökulmasta puolestaan nojaa Terveystalo-brändin laatumielikuvaan, 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. Terveystalon vastaanottojen NPS (asiakkaiden

suositteluindeksi) vuonna 2024 oli 88, mitä voi pitää yleisesti korkeana tasona (Pihlajalinna 85, Mehiläinen 91). Näissä on kuitenkin huomioitava yhtiöiden mahdollisesti erilaiset mittaamistavat.

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 saadaan laskettua sairauspoissaolojen määrää.

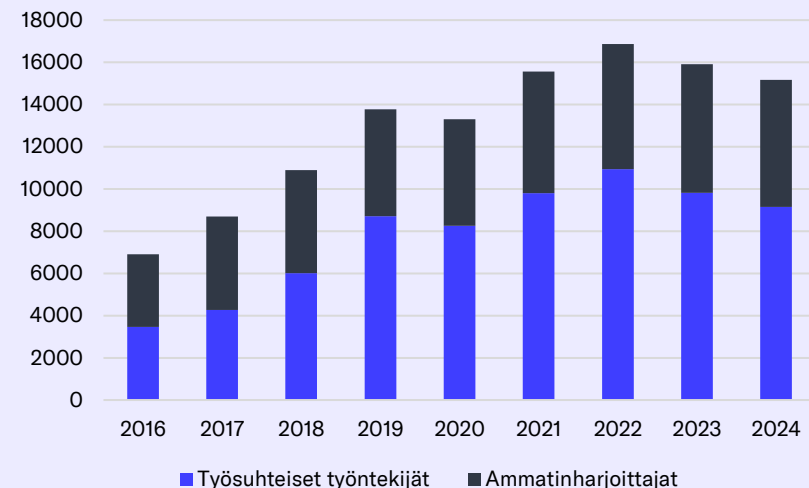
Myös vakuutusyhtiöillä on merkittävä rooli potilasvirtojen ohjaamisessa, ja yhteistyö niiden kanssa on olennainen osa Terveystalon toimintaa. Erityisesti leikkaustoiminnassa vakuutusyhtiöohjauksella on merkittävä rooli. Terveystalon vahvuus vakuutusyhtiöiden kanssa on kyky tarjota vakuutusyhtiön asiakkaille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

Liiketoiminnassa tiettyjä verkostovaikutuksia

Terveystalon liiketoimintamallissa on mielestämme jossain määrin merkkejä epäsuorista alueellisista verkostovaikutuksista. 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. Digitaalisten vastaanottojen myötä verkostovaikutukset eivät enää ole lokaaleja vaan valtakunnallisia.

Työntekijöiden ja ammatinharjoittajien kehitys



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli (6/6)

Yhtiön roolina on erityisesti terveystaloiden kysynnän ja tarjonnan kohtaamisen sujuvoittaminen. Vahva kysyntä ei riitä yhtiön kasvuun, mikäli lääkäreiden tarjonta toimii pullonkaulana. Kysynnän ja tarjonnan kohtaamisessa tietojärjestelmät ja digitaaliset työkalut asiakkaille ja hoitohenkilökunnalle ovat keskeisessä roolissa. Varmistaakseen tuotannontekijöiden ja asiakkaiden optimaalisen kohtaamisen yhtiö hyödyntää laadun johtamisen työkaluja.

Yhtiön mukaan digitaalisten ratkaisujen ja vahvan asiakasvirran korostuminen parantaa Terveystalon kaltaisten suurten ”alustojen” neuvotteluvoimaa suhteessa ammatinharjoittajiin, mikä voi heijastua muun muassa vastaanottojen tulonjakoon pidemmällä aikavälillä.

Digitaalisilla ratkaisuilla haetaan tehokkuushyötyjä

Digitaalisten ratkaisujen hyödyntäminen tuottavuuden sekä hoidon jatkuvuuden parantamiseksi on olennaisessa ja kasvavassa roolissa Terveystalon toiminnassa. Yhtiö investoi suhteellisen paljon omiin digikyvykkyyksiinsä, minkä yhtiön suuri kokoluokka mahdollistaa.

Omasta tuotekehityksestä on syntynyt muun muassa Terveystalo-sovellus. Sovelluksen kautta yhtiö tuottaa etälääkäripalveluja, minkä lisäksi sovellus sisältää muun muassa hoitosuunnitelman, reseptit ja rokotukset sekä tutkimustulokset. Yhtiön mukaan asiakkaan tekemän vastaanottovarauksen kustannus sovelluksen kautta on 1 €, kun taas puhelinkeskuksen kautta 13 € toimien esimerkkinä digiratkaisujen tuomista konkreettisista tehokkuushyödyistä.

Toinen esimerkki yhtiön digikehityksestä on yhtiön syksyllä 2023 työterveysasiakkaille käyttöön otettu Oirearvio-työkalu. Työkalu on suunniteltu hoitoonohjauksen optimointiin

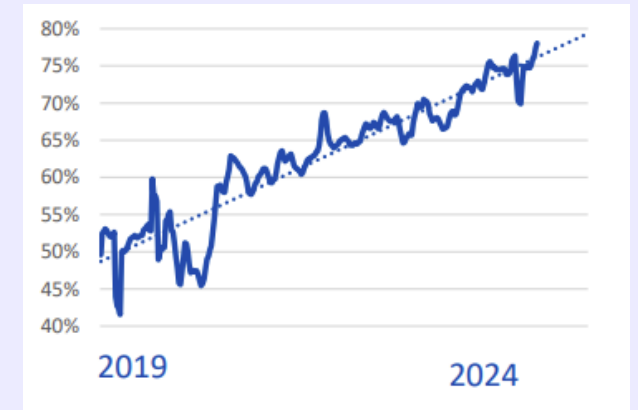
ohjaamalla asiakas oikea-aikaisesti oikealle asiantuntijalle ja oikeaan kanavaan.

Myös sähköinen potilastietojärjestelmä Ella on esimerkki yhtiön digikehityksestä. Ella lisää muun muassa vastaanottojen tuottavuutta, kun sen avulla ammattilainen saa diagnoosista tekoälyllä tuotetun valmiin tekstirungon, jota täydentää. Yleisesti digikehityksen pitäisi tehostaa lääkäreiden työtä ja auttaa kysynnän ja tarjonnan kohtaamisessa mahdollistaen markkinaa nopeampaa kasvua sekä tehokkuushyötyjä.

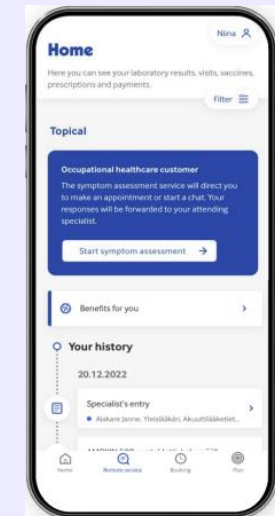
Digi-investoinnit mahdollistivat myös hyvän reaktiokyvyn koronapandemiaan sen digiratkaisuiden turvin. Määrät moninkertaistuivat pandemian aikana, mutta vuonna 2023 määrät kääntyivät selvään laskuun pandemian jälkeen. Vuonna 2024 yhtiöllä oli noin 1,3 miljoonaa etävastaanottoa pysyen noin vuoden 2023 tasolla.

Yhtiön digikehitykseen tekemien investointien tuottoa on kuitenkin suhteellisen vaikea arvioida ulkopuolelta, sillä tämä vaatisi arvioita yhtiön kilpailukyvyistä ilman kyseisiä investointeja. Digi-investoinnit laskivat vuosina 2023 ja 2024 merkittävästi vuoden 2022 (2024: 12 MEUR, 2023: 16 MEUR, 2022: 29 MEUR) tasoilta, ja pidämmekin mahdollisena, että digitaalisiin palveluihin on myös ajoittain yli-investoitu (nollakorkoaikana). Digi-investointien osalta mukaan on mahtunut myös suoraa epäonnistumisia (mm. potilastietojärjestelmä ja tähän tehty 29 MEUR:n alaskirjaus vuonna 2022).

Vastaanottojen varausten itsepalveluasteen kehitys

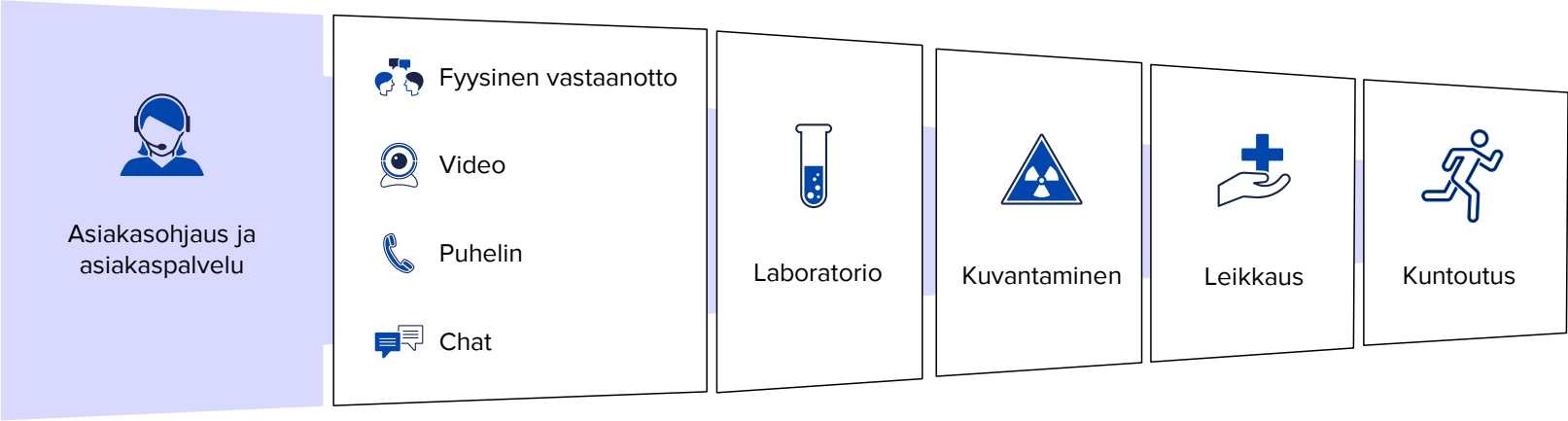


Terveystalo-sovellus



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli

***Integroitu
hoitoketju***



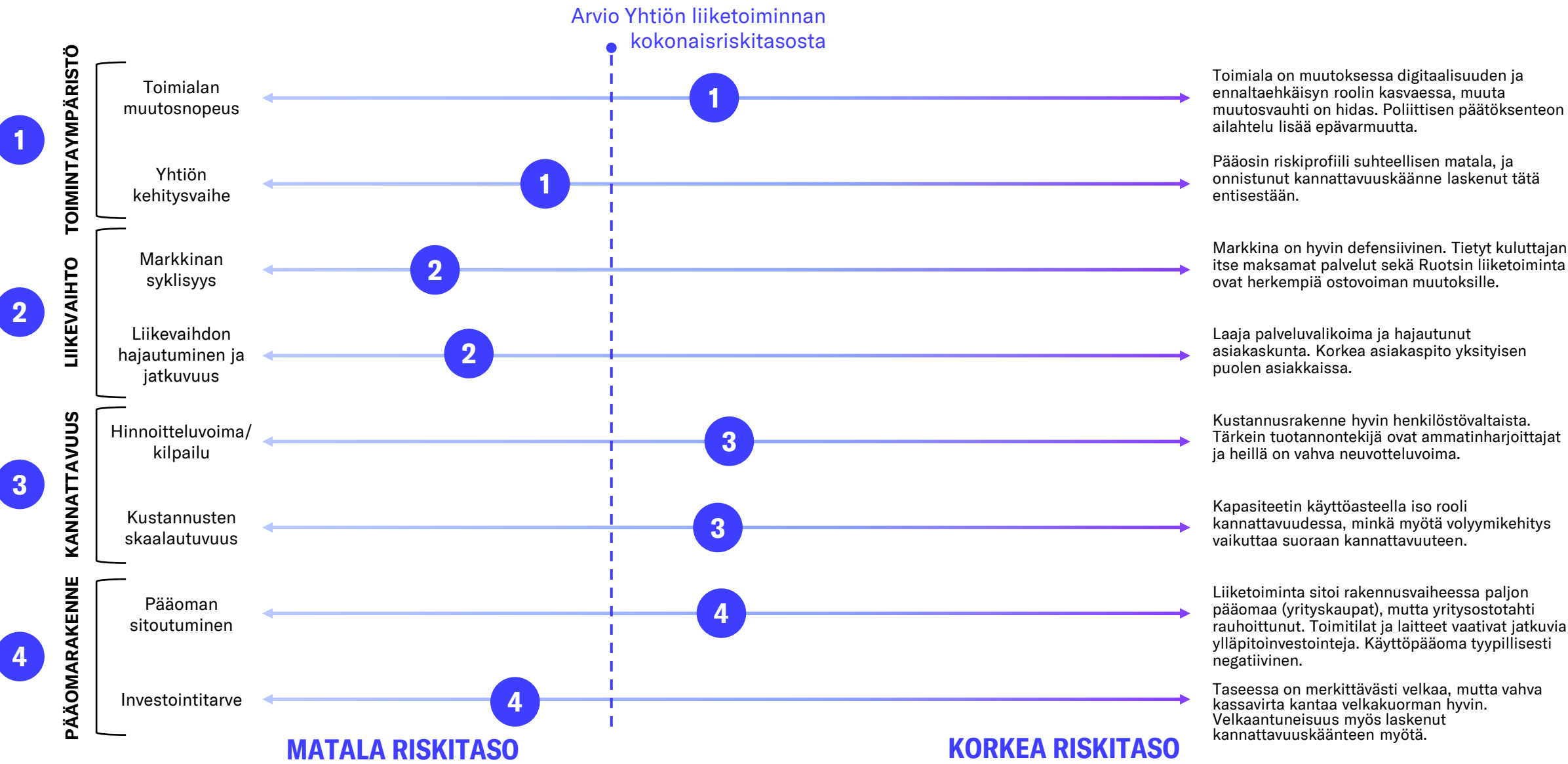
Työvoima



***Fyysinen
verkosto***



Liiketoiminnan riskiprofiili



Sijoitusprofiili

1

Vahva brändi ja markkina-asema

2

Liiketoiminta hyvin defensiivistä

3

Onnistunut kannattavuuskäännö takana, mutta pienemmissä segmenteissä käänne vielä kesken

4

Megatrendit tukevat pidemmän aikavälin kasvunäkymää

5

Osinkojen rooli kasvanut pääoman allokoinnissa

Potentiaali

- Terveysthuollon palveluiden kannattava kasvu ja pienempien segmenttien kannattavuuskäänteen realisoituminen
- Julkisasiirahoitteisen markkinan avautuminen
- Megatrendit (mm. väestön ikääntyminen) tukevat pidemmän aikavälin kasvunäkymää
- Tehokkuushyödyt digi-investoinneista

Riskit

- Poliittisten päätösten arvaamattomuus sote-toimialalla
- Ammatinharjoittajilla hyvä neuvotteluvoima
- Vakuutusyhtiöohjauksen mahdolliset muutokset
- Osan digi-investointien tuottoa vaikea arvioida
- Taloustilanteen muutokset voivat heijastua kuluttajien itse maksamien palveluiden kysyntään
- Uusien disruptiivien kilpailijoiden uhka
- Maineriskit

Strategia (1/3)

Onnistuneen käänteen jälkeen käynnistynyt uusi vakaampi strategiakausi

Terveystalon onnistuneen kannattavuuskäänteen jälkeen yhtiön sijoitustarinassa käynnistyi tänä vuonna uusi vakaampi jatkuvan parantamisen vaihe. Liiketoiminta on mielestämme perustellusti rakenteellisesti aiempaa vahvemmallalla pohjalla, kun suurimman segmentin tulosajurit ovat monipuolistuneet (diagnoosiikan merkitys aiempaa pienempi), heikon katteen ulkoistussopimusten osuus liiketoiminnasta on supistunut sekä taseasema on aiempaa selvästi vahvempi. Yhtiön strategian ytimessä on edelleen arvон luominen integroiduilla hoitoketjuilla.

Fokus terveydenhuollon integroiduissa hoitoketjuissa

Integroiduissa hoitoketjuissa yhtiön eri palvelut yhdistyvät toimivaksi kokonaisuudeksi. Parhaimmillaan asiakas pysyy Terveystalon asiakkaana hoitoonohjauksesta, hoitajan kautta lääkärin vastaanotolle, diagnostiikkaan, leikkaukseen ja lopulta kuntoutukseen. Integroiduissa hoitopoluissa terveydenhuollon eri osa-alueet yhdistyvät toimivaksi kokonaisuudeksi. Mahdollisimman pitkät integroidut hoitoketjut ovat tyypillisesti yhtiön mukaan optimaalisia niin hoitotulosten kuin Terveystalon kannattavuuden osalta.

Yleisesti Terveystalo pyrkii varmistamaan vaikuttavimman ennaltaehkäisyn ja hoidon sekä parhaan asiakas- ja ammattilaiskokemuksen. Yhtiön fokus onkin vahvasti terveydenhuollossa, eikä sillä ole kuntien kokonaisulkoistuksia (supistumassa lähivuosina) ja pientä lastensuojeluliiketoimintaa lukuun ottamatta sosiaalihuollon tarjontaa.

Terveystalon Terveydenhuollon palvelut tähtäävät noin 5 %:n keskimääräiseen liikevaihdon kasvuun, mikä on linjassa yhtiön odottaman yksityisen terveystalouden markkinan kasvuodotuksen kanssa. Segmentti tavoittelee myös asteittain kohenevaa kannattavuutta, joskin segmentin kannattavuus on

jo ennätystasolla. Tiettyä syklisyyttä kannattavuudessa voikin ilmetä mm. hinnoittelusyklien ja tarjonta-tilanteen muutosten myötä.

Yhtiö pyrkii myös jatkuvasti laajentamaan tarjootaan lääketieteen osa-alueille, joissa se ei ole entuudestaan vahva. Yhtiön kasvualueita tällä hetkellä ovat esimerkiksi unilääketiede, mielenterveys, gynekologia, oftalmologia ja lasten lääketiede.

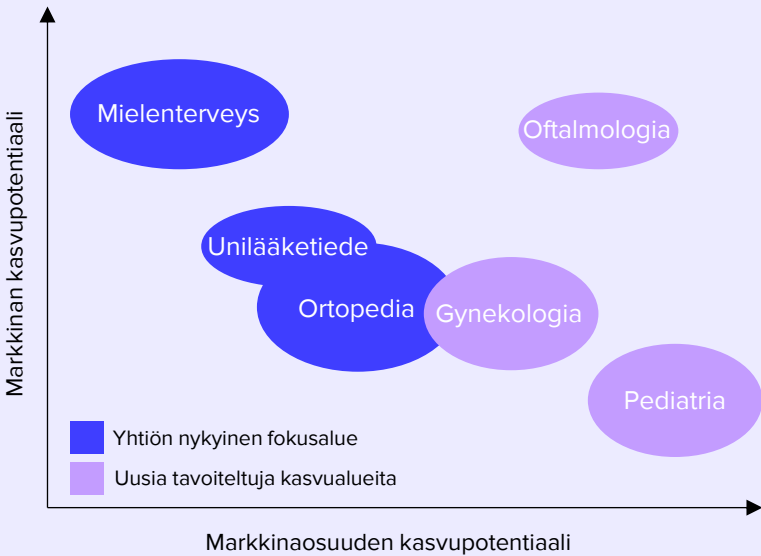
Mielestämme yhtiön kilpailuedut terveydenhuollossa ovat vahva brändi asiakkaiden ja lääkärin keskuudessa, mittakaava, edistyneet digitaaliset palvelut, laaja toimipisteverkosto ja tehokas integroitu hoitoketju.

Portfolioliiketoiminnoissa itsenäistä arvonluontia

Portfolioliiketoimintojen itsenäisen arvonluonnin avainroolissa on segmentin eri liiketoimintojen kannattavuuden kohentaminen. Nimensä mukaisesti segmentti sisältää ison joukon erilaisia liiketoimintoja. Näistä suurimmat ovat ulkoistukset (supistuu tulevina vuosina), henkilöstövuokraus ja suun terveys. Ulkoistusten liikevaihto on laskenut viime vuosina ja jatkaa laskussa päättyvien sopimusten myötä. Myös henkilöstövuokrauksen liikevaihto lähti vuonna 2024 selvään laskuun lääkärivuokrausmarkkinan haasteiden vuoksi. Yhtiö näkee liiketoiminnan kuitenkin tärkeänä palasena sen liiketoimintaa, sillä se on keino tarjonnan balansointiin ja katteen perimiseen, vaikka tarjontaa ohjautuisi markkinassa muualle.

Suun terveys on yhtiölle selkeä strateginen kasvualue. Terveystalo on tällä hetkellä Suomen neljänneksi suurin suunterveyspalveluiden tarjoaja. Viime vuoden pääomamarkkinapäivillä yhtiö kertoi tavoitteensa olevan tuplata liiketoiminnan liikevaihto (2024: 50 MEUR) ja saavuttaa toimialan huippukannattavuus seuraavan viiden vuoden sisällä.

Yhtiön tavoittelemia lääketieteellisiä kasvualueita



Portfolioliiketoimintojen eri liiketoiminnot

- Henkilöstövuokraus
- Ulkoistusliiketoiminta
- Suunterveyspalvelut
- Hierontapalvelut
- Lastensuojelupalvelut
- Kuntoutuspalvelut

Strategia (2/3)

Kasvutavoite tulee vaatimaan tukea yritysostoilta, sillä markkinan odotetaan kasvavan lähivuosina noin 2 %:n vuotuista vauhtia, ja siten organisesti tavoitteeseen ei ole edellytyksiä. Terveystalo pyrkii myös ulosmittaamaan jatkuvasti enemmän muiden terveydenhuollon palveluiden ja suunterveyden synergioita, mutta tällä saralla yhtiöllä on käsityksemme mukaan vielä parantamisen varaa.

Tavoitteena yhdistää fyysiset ja digitaaliset palvelut monikanavaiseksi alustaksi

Terveystalon tavoitetila on olla fyysiset ja digitaaliset palvelut sekä asiakkaat ja osaajat sujuvasti yhdistävä terveydenhuollon monikanavainen alusta. Yhtiön toimipisteverkosto on maanlaajuinen ja digitaaliset vastaanotot tuovat liiketoimintamalliin digitaalisen alustatalouden elementtejä. Digitaalisiin palveluihin investoiminen onkin ollut tärkeässä roolissa yhtiön strategiassa.

Potilaiden säilyminen mahdollisimman pitkään Terveystalon hoitoketjussa on kriittistä niin asiakaskokemuksen kuin Terveystalon kannattavuuden kannalta, etenkin kun yhtiölle ketjun kannattavimmat vaiheet, kuten diagnostiikka- ja leikkauspalvelut, ovat tyypillisesti hoitoketjun loppuvaiheessa. Etäkäyntien merkittävä kasvu koronavuosina aiheutti tähän omat haasteensa, sillä etäkäynneissä hoitoketjut ovat olleet tyypillisesti fyysisiä käyntejä selvästi lyhyempiä. Esimerkiksi alussa koronapandemian puhjettua etäkäyntien jälkeen diagnostiikkaan tehtiin vähemmän läheteitä verrattuna fyysisiin vastaanottoihin, mikä olikin yksi vuoden 2022 heikompaan kannattavuuteen johtaneita tekijöitä. Digitaalisista kanavista tehtyjen läheteiden määrää on kuitenkin onnistuttu kasvattamaan, minkä myötä asiakkaita onnistutaan pitämään hoitoketjussa nykyään pidempään myös etäkäyntien jälkeen.

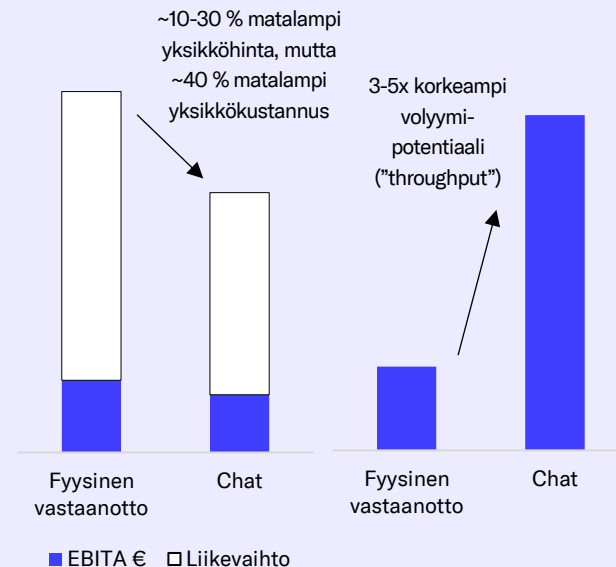
Myös digivastaanottojen kannattavuus itsessään on parantunut samalla, kun Terveystalo muokkasi vastaanottojen tulonjakomallia. Etävastaanoton hintapiste on fyysistä vastaanottoa matalampi, mutta suhteellinen kannattavuus parempi. Terveystalon onnistuessa hoitoonohjauksen optimoinnissaan etäkäyntien pitäisi mahdollistaa merkittävästi korkeampia volyymeja tuoden tehokkuushyötyjä. Etenkin korkean kysynnän tilanteessa hoidon ohjaaminen etäkäynteihin on hyvä keino hallita kysyntäpiikkejä. Mikäli vastaanottojen jakauma muuttuisi ajan kanssa enemmän kohti digivastaanottoja, voisi tällä olla negatiivinen vaikutus liikevaihtokehitykseen, mutta positiivinen suhteelliseen kannattavuuteen.

Olenmaisessa roolissa digi-investoinneissa on myös aktiivisemmän roolin ottaminen asiakasvirran ohjaamisessa, jotta asiakas ohjataan juuri oikealle ammattilaiselle oikeaan aikaan (esimerkiksi syksyllä 2023 lanseerattu Oirearvio). Digitaalisilla työkaluilla pyritään myös tehostamaan terveydenalan ammattilaisten työtä mahdollistaen tarjonnan kasvattamisen (esimerkiksi potilastietojärjestelmä Ella), kunhan ammattilaiset omaksuvat työkalujen vaatimat muutokset omissa työtavoissaan. Tämän lisäksi niillä pitäisi olla positiivinen vaikutus ammatinharjoittajien houkuttelemiseen Terveystalolle.

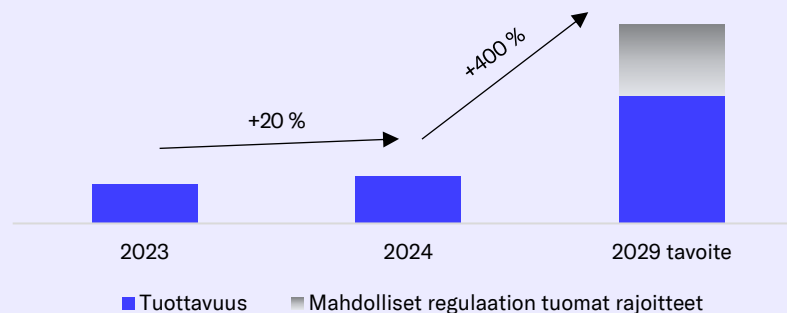
Kansainvälistymisstrategia

Yhtiö laajeni kesällä 2021 Ruotsiin ostamalla työterveystoimija Feelgoodin, jonka brändi säilytettiin yritysoston jälkeen. Yrityskaupan jälkeen Feelgood on jatkanut epäorganista kasvuaan ja tehnyt lukuisia yritysostoja. Tähän asti yrityskaupat ovat keskittyneet pääasiassa ennaltaehkäisevään työterveyteen.

Etävastaanotoissa matalampi yksikköhinta sekä yksikkökustannus (korkeampi marginaali) ja ne mahdollistavat korkeamman volyymin



Potilastietojärjestelmä Ellan tuottavuuslisä chat-vastaanotoissa



Strategia (3/3)

Yhtiö viesti aluksi, että sen tavoitteena on laajentua ennen pitkää terveydenhuoltoon ja integroituihin hoitoketjuihin, joissa kannattavuuspotentiaalin pitäisi olla nykyistä toimintaa selvästi parempaa. Liiketoiminnan trendin kääntynyt vuoden 2023 lopulta heikkoon suuntaan heikon makrotilanteen sekä tiettyjen päättyvien sopimusten myötä yhtiön pääfokukseksi Ruotsin liiketoiminnan osalta nousi kannattavuuskäänteen todistaminen ja yritysostot menivät tauolle. Vuoden 2025 alussa Ruotsin liikevaihto laski vielä selvästi, mutta tämä huomioiden kannattavuustrendi oli varovaisen rohkaiseva.

Joka tapauksessa kansainvälistymisstrategia on ottanut merkittävästi happea, kun kasvuhakuisuus on nyt siirtynyt liiketoiminnan perusteiden kunnostamiseen. Myös yhtiön halukkuus jatkaa yrityskauppoja Ruotsissa jatkossa on mielestämme vaakalaudalla. Vuoden 2024 pääomamarkkinapäivillä yhtiö totesi, että kannattavuuskäänteen jälkeen "aukeaa erilaisia arvonluonnin mahdollisuuksia". Tämä voisi viitata sekä yritysostostrategian uudelleenkäynnistämiseen tai peräti liiketoiminnan divestointiin. Mielestämme sijoitustarinan kannalta on positiivista, että yhtiö ei pyri kasvamaan kansainvälisesti hinnalla millä hyvänsä vaan ainoastaan jos se on arvoaluvaa. Mielestämme tällä hetkellä näytöt eivät tuekaan yritysostostrategian jatkamista.

Arviomme mukaan Ruotsin nykyisen liiketoimintamallin kannattavuuspotentiaali on oikaistulla EBITAlla mitattuna 5-10 %. Ilman laajenemista terveydenhuoltoon emme näe Ruotsin yltävän yli 10 %:n EBITA-marginaalin tasoille. Ruotsin nykyisen liiketoiminnan kannattavuus on myös Suomen toimintoja syklisempää palvelutarjoon sisältyessä Suomen työterveydenhuoltoa vähemmän lakisääteisiä palveluita, joten niiden tarve voi vaihdella enemmän taloussyörien mukaan. Tästä on nähty merkkejä viime aikoina.

Tavoitteena olla paras työpaikka ammattilaisille

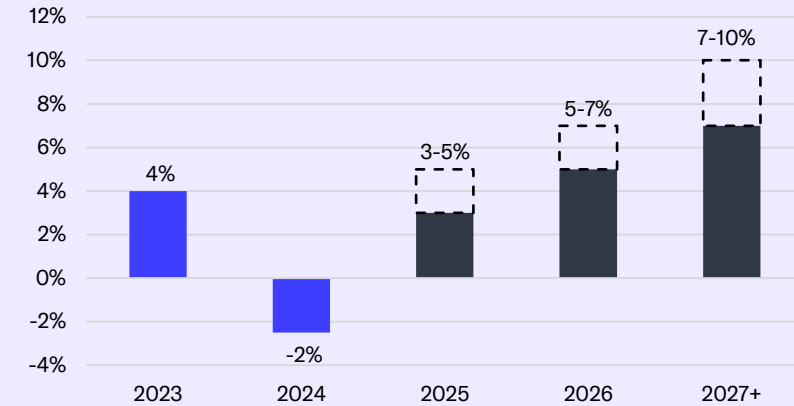
Lääkärien ollessa Terveystalon tärkeimpiä tuotannontekijöitä näiden houkuttelevuus on yhtiölle strategisella tasolla hyvin tärkeää. Tätä tarvetta korostaa entisestään lääkärin rajallinen määrä ja se, että suuri osa lääkäreistä työskentelee ammatinharjoittajina, eikä heillä ole siten esteitä vaihtaa eri työnantajien välillä. Historiassa voimakkaampi kasvu onkin ollut usein tarjonnasta eli ammattilaisten saatavuudesta kiinni, vaikka tällä hetkellä pullonkaulana on enemmänkin kysyntäpuoli.

Erityisen tärkeä tekijä ammattilaisten houkuttelemiseksi on tasainen potilasvirta (suuri yritysasiakkaiden kanta on tärkeä tekijä), minkä yhtiö pystyy tarjoamaan maan kattavan laajan toimipisteverkoston ja hyvän asiakastytytyvyyden tukemana. Siten asiakaskysynnällä ja osaajien tarjonnalla onkin selvä yhteys. Muita houkuttelevuustekijöitä ovat muun muassa työkuultuuri, palkkausmalli sekä työn tehokkuutta parantavat digitaaliset työkalut. Viime aikoina tarjonnan kasvatus onkin keskittynyt pääasiassa työkalujen kehittämiseen, eikä vain ammatinharjoittajien houkuttelemiseen.

Yleisesti yhtiö on onnistunut historiassa hyvin ammattilaisten houkuttelemisessa. Viime vuosina ammatinharjoittajien määrä on kuitenkin laskenut, mutta tarjonta on kasvanut osa-aikaisesti tekevien kasvaneiden tuntimäärien vuoksi.

Yhtiön mukaan sen työllistämien yleislääkärien ja hoitajien määrä on kasvanut historiassa selvästi nopeammin kuin ammattilaisten kokonaismäärä keskimäärin. Tämä on osaltaan näkynyt myös yhtiön yleistä markkinaa nopeammassa orgaanisessa kasvussa. Vaikka lyhyellä aikavälillä pula osaajista on rauhoittunut, pitkällä aikavälillä ammattilaisten houkuttelevuus säilyy liiketoiminnan keskiössä. Vuonna 2024 tehty muutos vastaanottojen tulonjakomallissa aiheutti pientä eripuraa osassa ammatinharjoittajia, mutta isossa kuvassa tämä ei ole aiheuttanut yhtiölle tarjontahaasteita.

Ruotsin kannattavuuskehitys ja yhtiön tavoitteet (Oik. EBITA-%)



Taloudelliset tavoitteet

Keskipitkän aikavälin taloudelliset tavoitteet (annettu vuoden 2024 lopussa)

Osakekohtaisen tuloksen keskimääräinen kasvu 10 %

- Tavoite koskee raportoitua osakekohtaista tulosta (sisältää siten kertaluonteiset erät ja PPA-poistot)
- Terveystalo odottaa nopeampaa osakekohtaisen tuloksen kasvua vuonna 2025, koska vertailukelpoisuuteen vaikuttavia eriä odotetaan olevan vähemmän
- Mielestämme tavoite on realistinen ja sitä tukee liikevaihdon maltillinen kasvu, kannattavuuden maltillinen paraneminen edelleen sekä lyhyellä aikavälillä rahoituskulujen lasku korkojen laskun myötä
- Ennustemme ovat pitkälti linjassa tavoitteen kanssa

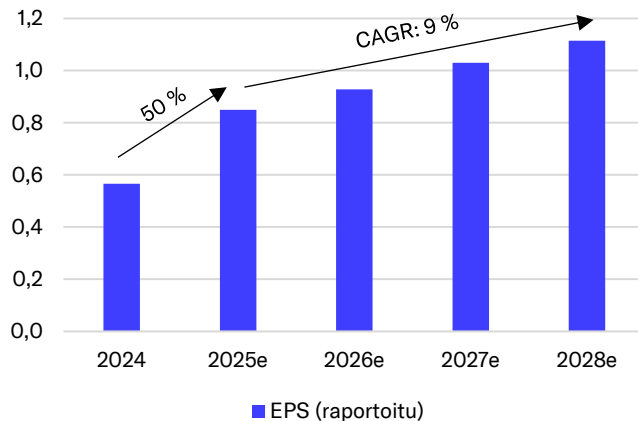
Nettovelka / käyttökate <2,5x

- Velkavivun käyttö on perusteltua toimialan defensiivisyys ja liiketoimintamalli huomioiden
- Politiikan mukaisesti taso voi ylittää tavoitteen hetkellisesti esimerkiksi yritystostojen yhteydessä
- Tavoitetaso on selvästi aiempaa alhaisempi (aik. <3,5x)
- Madaltunut tavoite on nähdäksemme seurausta aiempaa maltillisemmasta yritystostohalukkuudesta toimialan konsolidaation edettyä jo hyvin pitkälle sekä korkojen nousun myötä nousseista rahoituskustannuksista
- Terveystalo on kannattavuuskäanteensä myötä jo uudessa tavoitteessaan (Q1'25: 2,2x, oikaistuin luvuin 2,0x), mikä antaa yhtiölle hyvin liikkumatilaa pääoman allokoinnin suhteen

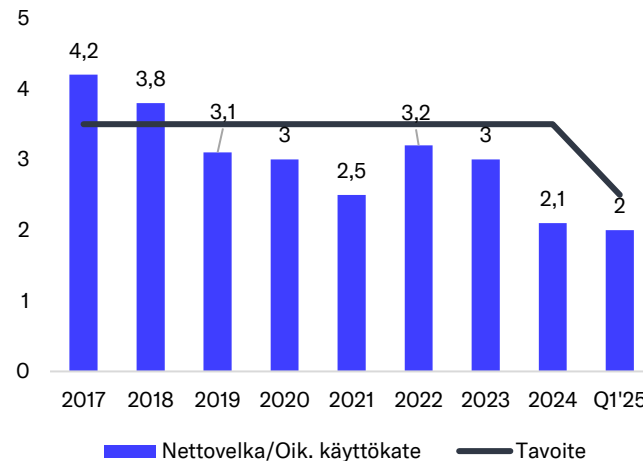
Vähintään 80 % nettotuloksesta osinkoina

- Osinkopolitiikka muuttui merkittävästi aiemmasta (aik. vähintään 40 % tuloksesta) ja pääoman allokointi siirtyi merkittävästi kasvusta kohti osingonmaksua
- Osinkojen roolin kasvu viestii yhtiön parantuneesta taseasemasta sekä rajallisemmista investointimahdollisuuksista (sekä orgaanisesti että epäorgaanisesti)

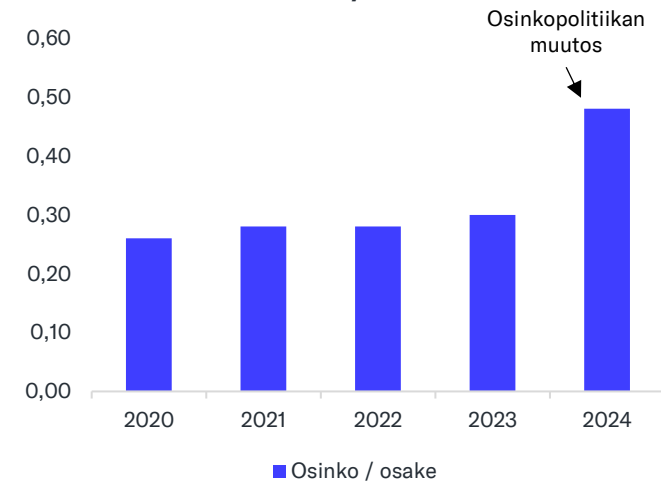
Raportoidun osakekohtaisen tuloksen kasvuennusteet



Taseen velkaantuneisuus



Osinko/osake



Sosiaali- ja terveydenhuoltomarkkina (1/6)

Terveydenhuoltomarkkinoiden jakautuminen

Terveystalon toimii pääasiassa Suomen vajaan 19 mrd. euron terveydenhuollon markkinoilla. Yhtiölle relevantti yksityisesti tuotettu terveydenhuollon markkina on noin 4,6 mrd. euroa ja se pitää sisällään työterveyshuollon, vakuutusyhtiörahoitteisen markkinan, yksityisasiakkaiden markkinan, suunterveydenhuollon sekä julkisrahoitteisen markkinan (mm. ulkoistukset). terveystalon osuus markkinasta on noin 25-30 %. Työterveydessä yhtiön markkinaosuus on tätä vielä jonkin verran korkeampi. Suunterveydessä markkinaosuus on puolestaan matalampi (~5 %). Koko Suomen terveydenhuollon (ml. julkisesti tuotettu markkina) markkinasta terveystalolla on noin 7 %:n markkinaosuus.

Markkina on defensiivinen, mutta kasvu ollut historiassa maltillista

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

Terveystalon omien arvioiden mukaan itsemaksava osuus markkinasta (ei sisällä julkisrahoitteista markkinaa) tulee kasvamaan noin 5 % vuosien 2024-2034 välillä, mikä tarkoittaisi kasvun kiihtymistä historiallisilta tasoilta. Yhtiön arvioiden mukaan erityisen vahvasti tulee kasvamaan vakuutusyhtiöasiakaskenttä, jonka yhtiö odottaa kasvavan peräti 5-8 % vuodessa vuoteen 2029 asti. Tätä tukee muun muassa yleistyvät sairaskuluvakuutukset ja korvausvaatimusten määrä per vakuutettu, jotka ovat osittain seurausta julkisen terveydenhuollon haasteista.

Myös terveystalolle tärkeän työterveyden yhtiö odottaa kasvavan tulevina vuosina (2024-2029e: +3-4 % CAGR). Historiassa työterveys on kasvanut pitkälti hinnankorotusten

turvin, minkä uskomme olevan kasvun tärkein ajuri myös jatkossa. Työterveysmarkkinan kasvu on osittain riippuvainen maan työllisten määrästä, ja tämän osalta kasvunäkymä ei ole pitkällä tähtäimellä kummoinen kantaväestön osalta. Siten työperäisen maahanmuuton määrällä onkin selvä vaikutus työterveysmarkkinan kasvuun pidemmällä aikavälillä.

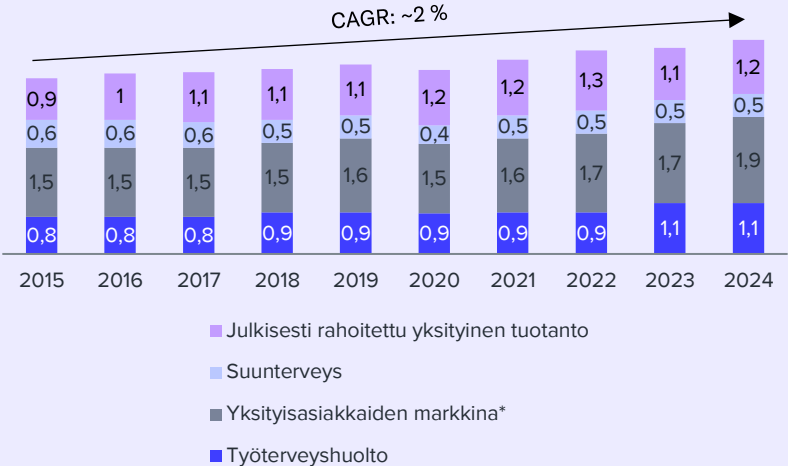
Omasta lompakosta maksavien asiakkaiden terveystalo odottaa olevan itsemaksavan markkinan hitaimmin kasvava osa-alue. Täällä yhtiö odottaa vain noin 1-2 %:n vuotuista kasvua vuosina 2024-2029. Kasvua ajaa kasvava väestö (oletus, että työperäinen maahanmuutto tukee tätä) sekä vanhenevan väestön myötä lisääntyneet terveysmenot per henki.

Yleisesti yksityisten terveystaloyhtiöiden kasvun osalta on hyvä huomioda, että ajoittain tarjonta toimii kasvun osalta pullonkaulana. Siten kysynnän voimistuminen ei aina automaattisesti näy yksityisten yhtiöiden kasvussa samassa mittakaavassa. Viime aikoina terveystalon osalta tarjonta ei ole kuitenkaan toiminut kasvun pullonkaulana.

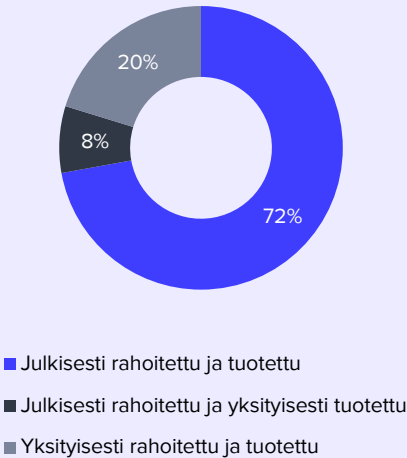
Julkisesti rahoitettu ja yksityisesti tuotettu markkina

Julkisesti rahoitettu ja yksityisesti tuotettu markkina on arviomme mukaan viime vuodet supistunut muun muassa terveystalon ja Pihlajalinnan merkittävien päättyneiden ulkoistusten vuoksi. Markkinan odotetaan kuitenkin palaavan lähivuosina kasvuun lähivuosina ja terveystalo odottaa markkinan kasvavan noin 5 % vuodessa vuosina 2024-2029. Kasvuodotukset nojaavat pitkälti hyvinvointialueiden kanssa tehtävien uudenlaisten kumppanuusmallien varaan, joiden odotetaan osaltaan korvaavan vanhaa ulkoistusmarkkinaa. Näiden osalta terveystalo on kommentoinut odottavansa markkinan avautuvan selvemmin vuonna 2026.

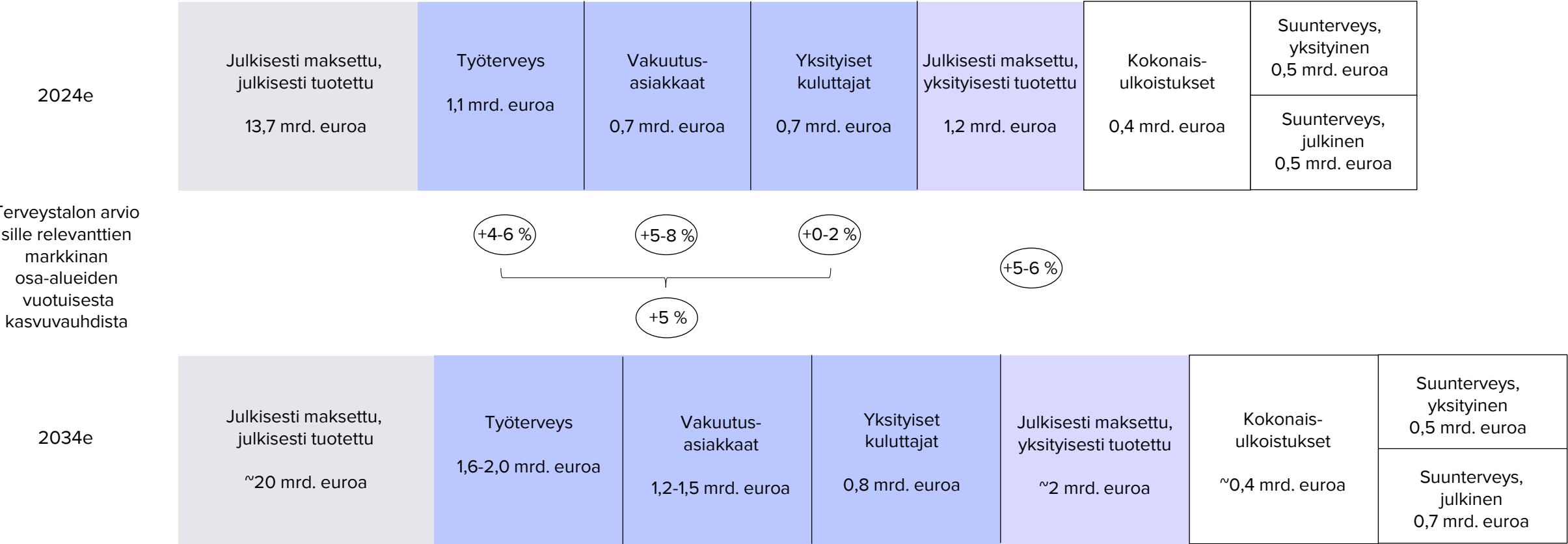
Yksityisen terveydenhuollon Suomen kohdemarkkina (mrd. euroa)



Terveydenhuollon markkinoiden jakautuminen (2024)



Suomen terveydenhuollon markkina



Huom. Laatikot ei mittasuhteessa

Lähde: Inderes, Terveystalo

Sosiaali- ja terveydenhuoltomarkkina (2/6)

Osa-alueen uudenlaiset kumppanuudet julkisen sektorin kanssa pitävät sisällään muun muassa erilaisia osa-ulkoistuksia, vastuulääkäri-malleja ja oman digialustan myymistä hyvinvointialueille, josta Terveystalolla on jo näyttöjä. Osa-alue pitää myös sisällään ns. ”spot-kaupan”, jossa yksityisten yhtiöiden olemassa olevaan verkostoon myydään esimerkiksi leikkauksia. Isossa kuvassa julkisesti rahoitetun ja yksityisesti tuotetun markkinan kasvunäkymiä tukee etenkin julkisen terveydenhuollon pitkät hoitojonot, joka ajaa hyvinvointialueita turvautumaan yksityisiin terveydenhuollon tarjoajiin.

Yleisesti viime vuonna voimaan astuneella sote-uudistuksella ja sillä, missä määrin hyvinvointialueet tulevat hyödyntämään yksityisiä toimijoita palvelutuotannossaan, tulee olemaan merkittävä vaikutus yksityisen markkinan kasvuvauhtiin. Nykyinen hallitusohjelma vaikuttaa suotuisalta yksityisille terveystalouksille, mutta hyvinvointialueiden tiukkojen rahoituslaitteiden vuoksi myynti hyvinvointialueille on ollut varsin tahmeaa sote-uudistuksen alkuvaiheessa.

Terveydenhuoltomarkkinoiden kasvun ajurit

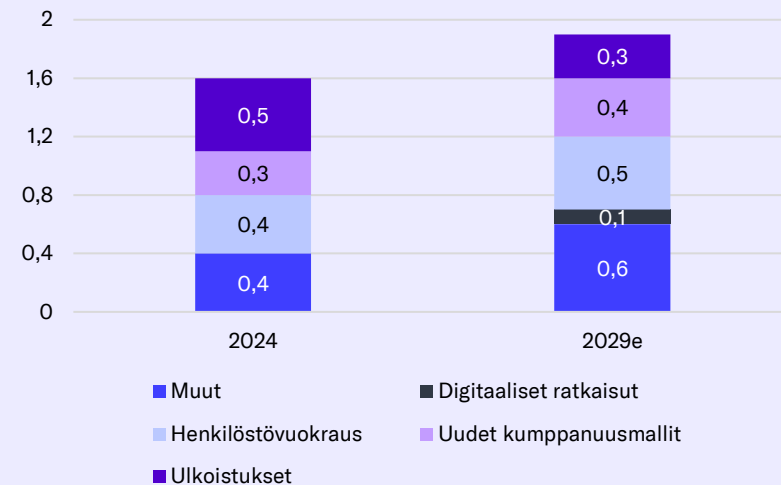
Suomen terveydenhuollon markkinan kasvua tukee useampi megatrendi, joista suurin on arviomme mukaan ikääntyvä väestö. Terveystalon on aikoinaan arvioinut yli 65-vuotiaiden terveydenhuoltopalveluiden kulutuksen olevan kolme kertaa suurempi kuin tätä nuorempien. Suomessa on jo nyt Eurostatin mukaan maailman kolmanneksi vanhin väestö (yli 65 vuotiaiden osuudella mitattuna) Japanin ja Italian jälkeen ja vanhusten osuus tulee tulevina vuosikymmeninä kasvamaan entisestään. Tämä tulee väistämättä aiheuttamaan selvää nousupainetta terveydenhuollon menoille. Historiassa tämä on näkynyt enemmän julkisen terveydenhuollon menojen

kasvuna, mutta julkisen terveydenhuollon kantokyvyn ollessa rajallinen ja hoitojonojen erittäin pitkiä, tulee tämä todennäköisesti toimimaan kasvuajurina myös yksityiselle terveydenhuollolle. Tänä vuonna Suomessa käynnistyy kokeilupilotti, joka mahdollistaa yli 65-vuotiaille yleislääkärikäynnit yksityisessä terveydenhuollossa julkisen terveydenhuollon hintaan. Mikäli pilotti otettaisiin käyttöön pysyvästi, voisi tämä tukea yksityisten terveystalouksien käyntimääriä ja avata yksityisille yhtiöille uuden kohderyhmän. Osittain vanhenevaan väestöön liittyvä elintapasairauksien yleistymisen on myös selkeä markkinaa ohjaava megatrendi. Nämä kasvattavat myös työikäisen väestön terveydenhuoltopalveluiden kysyntää ja korostavat myös ennaltaehkäisevän terveydenhuollon merkitystä.

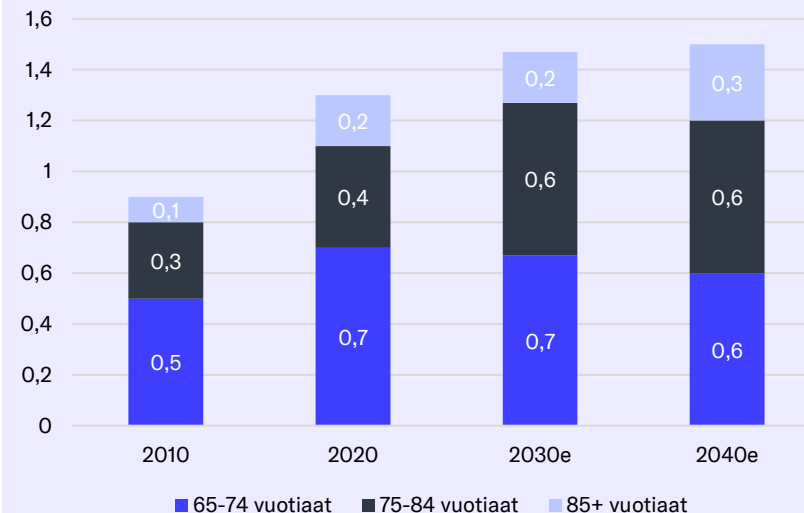
Pula terveydenhuollon ammattilaisista on myös selkeä toimialaan pidemmällä aikavälillä vaikuttava trendi. Tähän digitaaliset ratkaisut voivat tuoda helpotusta, sillä nämä mahdollistavat nuikkojen resurssien tehokkaamman käytön tuoden apua henkilöstöpulaan. Toisaalta viime aikoina julkisen terveydenhuollon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

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

Julkisesti rahoitetun ja yksityisesti tuotetun markkinan ennusteet (mrd. €)



Yli 65-vuotiaat Suomessa (milj. ihmistä)



Sosiaali- ja terveydenhuoltomarkkina (3/6)

Kela-korvaukset muuttuneet useaan kertaan

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

Vuonna 2023 valittu Petteri Orpon hallitus sen sijaan päätti nostaa Kela-tukia vuoden 2024 alusta alkaen. Vuoden 2025 toukokuun alusta myös fysioterapia, hedelmöityshoidot, hammashoidot ja gynekologiset tutkimukset ovat Kela-korvausten piirissä. Nostettujen Kela-tukien tarkoituksena on tukea yksityishenkilöitä turvautumaan yksityisten terveystalveluiden pariin helpottamaan julkisen terveydenhuollon hoitojonoja. Kokonaisuudessaan Kela-tukia on tarkoitus nostaa vuosien 2024-2027 välillä 500 MEUR:lla, josta valtion rahoitusosuus on 335 MEUR. Summa on siten varsin merkittävä suhteutettuna yksityisasiakkaiden 1,7 mrd. euron markkinaan.

Terveystalo kommentoi alkuun vuoden 2024 nostettujen Kela-tukien osalta, että niiden noston odotetaan tukevan vastaanottojen käyntimääriä. Tähän asti kommentit niiden vaikutuksista ovat olleet varsin maltillisia, mutta arvioimme niillä olleen pientä tukea etenkin hinnankorotusten läpiviemiseen.

Vuonna 2025 syksyllä on käynnistymässä valinnanvapauskokeilu 65-vuotta täyttäneille, minkä myötä ikäihmiset voivat päästä yksityiselle lääkärielle julkisen terveydenhuollon hinnalla. Mikäli pilotti otetaan laajemmin käyttöön, voi tämä olla selvä positiivinen ajuri yksityisille terveydenhuoltoyhtiöille.

Terveystalon listalleottoesitteen perusteella vuonna 2016 Kelan korvaamista yksityisasiakkaiden yksityisklinikoiden talveluista 53 % rahoitettiin vakuutuskorvauksilla, 38 % maksoivat asiakkaat itse ja 9 % maksoi Kela. Arvioimme

mukaan vakuutuskorvauksilla rahoitettujen osuus tästä on kasvanut ja itsemaksavien osuus supistunut. Joka tapauksessa Kela-tukien merkitys on suhteellisen rajallinen.

Vakuutusyhtiöohjauksella merkittävä rooli

Vakuutusyhtiöiden merkitys hoidonmaksajina kasvaa jatkuvasti sosiaali- ja terveydenhuoltomarkkinoilla suomalaisten yksityisten sairauskuluvakuutusten määrän jatkaessa kasvua. Vuoden 2024 lopussa sairauskuluvakuutus oli jo noin 1,3 miljoonalla suomalaisella. Erityisesti leikkaustoiminnassa vakuutusyhtiöohjauksella on merkittävä rooli, kun vakuutusyhtiö ostaa terveystalveluyhtiöltä toimenpiteitä yleensä isommissa erissä ja ohjaa potilaitaan vahinkojen sattuessa hyväksymilleen talveluntuottajille. Viime vuosina vakuutusyhtiöiden monituottajamallit ovat lisääntyneet ja asiakas voi valita itse listalta haluamansa talveluntarjoajan.

Terveystalo toimii kaikkien vakuutusyhtiöiden kanssa, mutta erityisesti Lähi-Tapiolan kanssa yhtiö toimii tiiviissä yhteistyössä hoitoonohjauksessa. Vastaavana esimerkkinä Pihlajalinna tuottaa asiakkaan hoidontarpeen arviointiin hoitajapuhelinpalvelua Fennialle sekä Pohjolalle. Toimintamalli mahdollistaa asiakkaalle nopean hoitoon pääsyn ja hoitoketjun virtaviivaistamisen, mikä säästää myös vakuutusyhtiön kustannuksia. Se mahdollistaa myös asiakkaille vakuutusasioiden hoidon ja hoitoon hakeutumisen samanaikaisesti. Terveystalveluiden tuottajat ohjaavat käsityksemme mukaan talvelun kautta potilaita mielellään myös omiin lääkärikeskuksiinsa, mikäli vapaita aikoja on paikkakunnalla saatavilla.

Sote-uudistuksen tarve ja tavoitteet

Sote-uudistus on yksi suurimmista Suomessa tehdyistä julkisen sektorin organisaatiomuutoksista, ja sitä valmisteltiin

yhteensä yli 10 vuotta. Uudistuksen tarve on syntynyt Suomen väestön ikääntyessä nopeaa tahtia aiheuttaen merkittävää painetta Suomen julkiselle taloudelle nousseiden terveydenhuoltomenojen vuoksi. Tästä syystä syntyikin tarve järjestää julkinen terveydenhuolto niin, että kustannusten merkittävää kasvua onnistuttaisiin hillitsemään samalla turvaten yhdenvertaiset talvelut koko maassa.

Uudistuksen yleisluontoisina tavoitteina on turvata yhdenvertaiset ja laadukkaat talvelut, parantaa talvelujen saatavuutta, kaventaa terveyseroja, turvata ammattitaitoisen työvoiman saanti sekä hillitä kustannusten kasvua. Lyhyemmällä aikavälillä uudistuksen tavoitteena on erityisesti julkisen puolen pitkien hoitojonojen purkaminen. THL:n mukaan elokuun 2024 lopussa yli 166 000 potilasta odotti pääsyä kiireettömään erikoissairaanhoidon. Hyvinvointialueiden välisissä hoitojonoissa on kuitenkin merkittäviä eroja, mikä kielii hoitoonpääsyn yhdenvertaisuuden haasteista.

Nykyinen sote-uudistus tavoittelee myös kustannusten hillitsemistä, mutta aiemman Sipilän hallituksen sote-mallin tiukasta kustannusleikkurista on luovuttu. Tähän asti useilla hyvinvointialueilla on ollut haasteita yltää budjetteihinsa. Myös valinnanvapaudesta, jossa asiakas olisi itse voinut valita nykyistä vapaammin talveluntuottajansa on nykyisessä sote-uudistuksessa luovuttu.

Sote-uudistuksen yhteydessä toteutui myös maakuntauudistus, kun vuoden 2023 alussa sote-talveluiden järjestämisvastuu siirtyi noin 300 kunnalta 21 hyvinvointialueelle sekä Helsingille. Vastuun siirtämistä hyvinvointialueille perusteltiin sillä, että suurilla maakunnilla olisi taloudellisesti parempi kantokyky.

Sosiaali- ja terveydenhuoltomarkkina (4/6)

Nykyisessä sote-mallissa päävastuu palveluiden tuottamisesta säilyy julkisilla toimijoilla. Nykyinen hallitusohjelma sisältää kuitenkin useita kirjauksia, joissa pyritään lisäämään yksityisen ja julkisen terveydenhuollon yhteistyötä. Kela-tukien noston lisäksi konkreettisia esimerkkejä tästä on muun muassa hoitotakuun kiristäminen, mikä voi lisätä hyvinvointialueiden ostopalveluiden käyttöä, sillä yksin julkisilla resursseilla rajaa on haastava toteuttaa. Vielä tästä ei ole varsinaisesti näkynyt merkkejä, kun hyvinvointialueet ovat lähinnä rajoittaneet ostopalveluiden käyttöä sote-uudistuksen alkumetreillä niiden budjettihaasteiden vuoksi. Uusi hallitusohjelma myös mahdollistaa yksityisille toimijoille laajemman palveluvalikoiman (esim. matalan kynnyksen mielenterveyspalvelut). Lisäksi pidemmällä aikavälillä alan toimijoiden kustannusten ja vaikuttavuuden läpinäkyvyyden lisäämisen pitäisi antaa lisätietoa eri toimijoiden toiminnan tehokkuudesta, joka voisi mahdollisesti tuoda tukea yksityisten terveyspalveluiden käyttöä.

Myös uudessa sote-mallissa hyvinvointialueet voivat hankkia yksityisiltä palveluntuottajilta kaikkia niitä ostopalveluita, joita ei ole erikseen laissa kielletty. Isompia uusia vanhalla mallilla solmittuja ulkoistushankkeita ei kuitenkaan käytännössä enää tehdä, ja hyvinvointialueiden järjestämisvastuun (tarpeeksi omaa tuotantoa) pitää toteutua. Toimialan yhtiöt odottavat kuitenkin ulkoistusmarkkinan heräävän jälleen jossain muodossa ja tällä hetkellä on käynnissä kilpailutus Pohjois-Pirkanmaan sote-palveluiden tuottamisesta. Muita kilpailutuksia ei vielä ole käynnistynyt, ja ulkoistusmarkkinan tulevaisuus on tässä vaiheessa edelleen jossain määrin hämärän peitossa. Terveystalo näkee kuitenkin mahdollisuuksia uudenlaisissa kateprofiililtaan ja palveluiden kehittämismahdollisuuksiltaan houkuttelevimmissa sopimuksissa.

Hyvinvointialueilla oli syksyllä 2023 mahdollisuus irtisanoa sellaiset nykyiset ulkoistussopimukset, joissa järjestämisvastuu

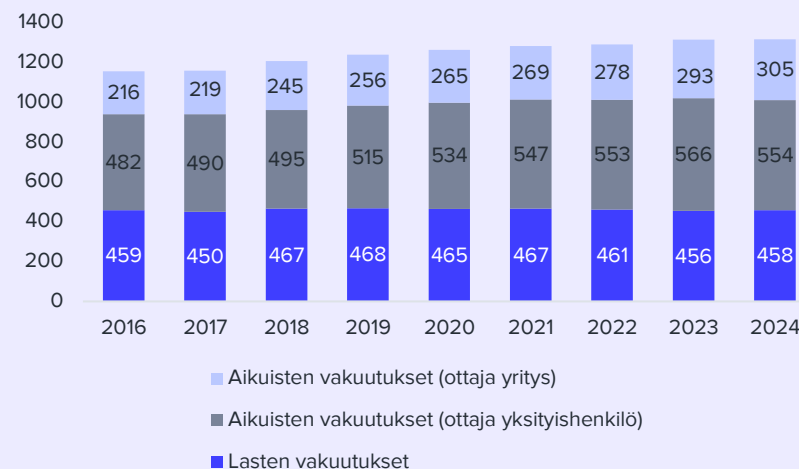
ei toteudu hyvinvointialueen kokonaisarvion perusteella. Mehiläisen suuri Länsi-Pohjan kokonaisulkoistussopimus sai jatkoa, joskin sopimuksen vastuunjakoja muutettiin hieman aiemmasta. Sen sijaan Pihlajalinnan merkittävä Etelä-Pohjanmaan ulkoistussopimus irtisanottiin hyvinvointialueen toimesta (myös Keski-Suomessa ja Pirkanmaalla päättymässä ulkoistuksia tänä vuonna). Terveystalo on tietoisesti luopumassa asteittain sen vanhasta Attendo-yrityskaupan myötä tulleesta ulkoistusliiketoiminnasta sopimusten päättyessä.

Poliittinen epävarmuus kasvattaa toimialariskiä

Terveystalon ja muiden toimialan yhtiöiden kasvunäkymät ovat osittain linkitetty siihen, mikä yksityisten palveluntuottajien rooli tulee jatkossa olemaan ja kuinka laajasti ne otetaan mukaan osaksi uudistuvaa sosiaali- ja terveydenhuoltomarkkinaa. Nykyinen hallitus ja sen linjaukset vaikuttavat yleisesti olevan suotuisia yksityisille yhtiöille. Tämä ei kuitenkaan poista poliittisia riskejä, sillä hallitus vaihtuu neljän vuoden välein. Poliittiset riskit ovatkin toimialalla jatkuvasti läsnä. Poliittisesti epävarmat näkymät vaikeuttavat yhtiöiden omien suunnitelmien laatimista ja nostavat riskiprofiilia pääomamarkkinoilla. Terveystalon osalta on kuitenkin hyvä huomioida, että tänä vuonna alle 5 % Terveystalon liikevaihdosta tulee ulkoistussopimuksista ja se on siten pääkilpailijoitaan (Mehiläinen ja Pihlajalinna) selvästi vähemmän riippuvainen hyvinvointialueiden päätöksistä näiden suhteen. Suurin riski nähdäksemme olisi jos yksityisen terveydenhuollon roolia kyseenalaistettaisiin suuremmin tai niiden voitontekoon puututtaisiin jollain tavalla.

Toisaalta poliittisten päätöksien vaikutuksia ei pidä yliarvioidakaan. Tästä esimerkkinä toimivat aiemmin käsitellyt Kela-tukien muutokset, joilla ei lopulta ole ollut erityisen suurta vaikutusta yhtiön kysyntään.

Sairaskuluvakuutusmäärien kehitys



Sosiaali- ja terveydenhuoltomarkkina (5/6)

Ruotsissa julkinen terveydenhuolto Suomea isommassa roolissa

Ruotsin terveydenhuollon markkinat ovat noin 25 mrd. euron kokoiset eli suunnilleen kaksinkertaiset Suomeen verrattuna. Tästä noin 21 mrd. euroa on julkisesti tuotettua, joten julkisen markkinan osuus on siten selvästi Suomen vastaavaa suurempi. Yksityisesti tuotettu markkina on noin 4,3 mrd. euron suuruinen, josta suurin osa on kuitenkin julkisesti rahoitettu.

Yksityisesti rahoitettu ja tuotettu markkina koostuu Ruotsissa pääasiassa työnantajien rahoittamasta työterveyshuollosta sekä suunterveyden palveluista (julkinen sektori ei tarjoa suunterveyden palveluita yli 23-vuotiaille). Yksityinen markkina on erittäin fragmentoitunut ja kymmenen suurimman toimijan markkinaosuus on noin 40 %, mikä luo luonnollisesti mahdollisuuksia markkinan konsolidoijalle. Yksityisen terveydenhuollon markkinakasvu on ollut Ruotsissa historiallisesti Suomen markkinaa nopeampaa. Markkinan kasvua ajaa pitkälti samat megatrendit, kuten väestön ikääntyminen, elintapasairaudet, kasvava terveystietoisuus sekä sairausvakuutusten yleistyminen. Myös Ruotsissa julkisen terveydenhuollon hoitojonot ovat tyypillisesti pitkiä, mikä tukee yksityisen markkinan kasvunäkymiä tulevaisuudessa.

Työterveyshuolto selvästi Suomen vastaavaa pienempi

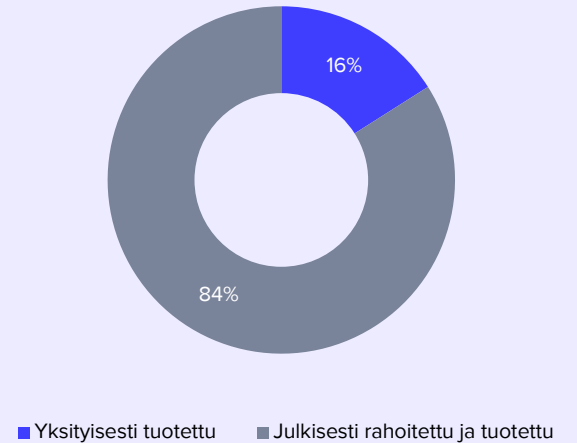
Ruotsin työterveyden markkina on noin 0,4 miljardia euroa eli noin puolet Suomen työterveysmarkkinan koosta. Ruotsin työterveysjärjestelmä pitää sisällään Suomen järjestelmää vähemmän lain edellyttämiä palveluita ja se on irrallinen osa varsinaisesta yksityisestä terveydenhuollosta. Ruotsin mallissa työterveyteen kuuluu Suomea enemmän työhyvinvointiin

liittyviä ennaltaehkäiseviä palveluita sekä esimerkiksi johtamisen kehittämiseen liittyviä palveluita. Terveystalon näkemyksen mukaan ruotsalaiset yritykset olisivat kiinnostuneita tarjoamaan nykyistä laajempaa työterveyshuoltoa ja varsinaisia terveydenhuollon palveluita vähentääkseen sairauspoissaoloja ja pidentääkseen työuria.

Terveystalon tytäryhtiö Feelgood on Ruotsin kolmanneksi suurin työterveyspalveluiden tarjoaja noin 19 %:n markkinaosuudella. Siten markkinan koko ei vielä nähdäksemme aiheuta rajoitteita yhtiön kasvulle, vaan markkinaosuuksia on vielä otettavissa.

Pidemmällä aikavälillä vahvemman kasvun aikaansaamiseksi Ruotsissa Terveystalon pitäisikin laajentua entistä voimakkaammin puhtaasta työterveydenhuollon palveluista laajemmin varsinaisiin terveydenhuollon palveluihin jolloin kohdemarkkinan koko kasvaisi myös selvästi. Tämä on toki kysymysmerkki tällä hetkellä, sillä ensin yhtiön pitää todistaa kannattavuuskäänne onnistuneeksi. Yhtiön mukaan viitteitä siitä, että ruotsalaiset yritykset haluaisivat lisää palveluita osaksi työterveyttään on. Tämä tukisi Terveystalon liiketoimintaa Ruotsissa, mutta suuresta trendistä vielä ei ymmärtääksemme ole kyse.

Ruotsin terveydenhuollon markkinoiden jakautuminen



Sosiaali- ja terveydenhuoltomarkkina (6/6)

Kilpailuympäristö

Yleiskatsaus kilpailuympäristöön

Terveystalo kilpailee Suomen sosiaali- ja terveydenhuoltomarkkinoiden asiakkaista niin muiden yksityisten palveluntuottajien 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. Terveystalo on Suomessa pääosin julkisesti tuotettua ja yksityisillä palveluntuottajilla on hieman yli 25 %:n osuus kokonaismarkkinasta. Sote-uudistus vaikutti tapaan, jolla julkisia sosiaali- ja terveydenhuoltopalveluita tuotetaan.

Mehiläinen suurin sote-toimija

Suomen suurin sosiaali- ja terveystaloiden toimija 2024 liikevaihdolla mitattuna oli Mehiläinen (2064 MEUR). Mehiläinen toimii laajalla palveluvalikoimalla terveydenhuollon (63 % liikevaihdosta) lisäksi myös vanhusten-, vammaisten-, mielenterveys- ja päihdehoidon puolella. Mehiläinen on Terveystalon ohella ollut toinen hyvin kannattava toimija Suomen terveydenhuollon markkinalla, mutta senkin kannattavuus heikkeni Terveystalon ja Pihlajalinnan tavoin vuonna 2022 (oik. EBITA-% 8,4 %), elpyen kuitenkin vahvasti vuonna 2023 (11,7 %) ja nousten ennätystasolle 2024 (14,0 %). Vuonna 2023 sillä oli työterveyshuollettavia 620 000.

Terveystalo oli vuoden 2024 luvuilla mitattuna Suomen 2. suurin toimija 1340 MEUR:n liikevaihdolla. Terveystalolla on työterveyshuollettavia noin 744 000.

Sote-toimijoista Attendo on 3. suurin toimija, mutta yhtiö

toimii puhtaasti hoivassa. Terveystaloiden tarjoamista yhtiöistä Pihlajalinnalla on liikevaihdolla mitattuna Suomen 3. suurin yksityinen toimija. Pihlajalinnalla toimii laajalla palveluvalikoimalla terveydenhuollossa ja lisäksi sillä on kuntien kanssa muodostettuja yhteisyrityksiä kuntaulkoistuksissa. Yhtiön liikevaihto vuonna 2024 oli 704 MEUR ja oikaistu EBITA oli 7,8 %. Pihlajalinnan kannattavuus on historiassa heilunut varsin voimakkaasti. Tämä on nähdäksemme osittain seurausta siitä, että ulkoistukset ovat olleet yhtiön liiketoimintaportfoliossa esimerkiksi Terveystaloon selvästi suuremmassa roolissa. Täällä erityisesti erikoissairaanhoidon kustannukset ovat ajoittain aiheuttaneet ajoittain merkittäviä yllättäviä kuluja. Yhtiön kannattavuuskäänne on kuitenkin edennyt viime vuosina vakuuttavasti. Pihlajalinnalla oli vuonna 2023 reilu 280 000 loppuasiakasta työterveyshuollossa ja vakuutusyhtiöasiakkuuksissa.

Konsolidaatio on ollut voimakasta

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

näillä toimijoilla ole yleensä tarjota pidempiä hoitoketjuja.

Myös pienemmät erikoistuneet toimijat luovat kilpailu-uhkaa etenkin suunterveydessä ja hyvinvointipalveluissa. Vaikka erikoistuneet toimijat eivät kykene tarjoamaan integroitua hoitoketjua asiakkaille, pitää erikoistuminen niiden brändin ja tarjoaman selkeänä ja niiden on mahdollista saada tehokkuushyötyjä keskittymällä tiukasti ydinosaamiseensa. Suunterveyden puolella vahvoja erikoistuneita toimijoita ovat Colosseum Dental Group (Oral ja Onni) sekä PlusTerveys. Hoiva-alaan fokuoivat isoimmat pelurit ovat Attendo ja Esperi Care. Laboratoriopalveluiden tuottamiseen fokuoituvat Synlab, jota Terveystalo hyödyntää keskuslaboratoriona, sekä Fimlab. Ne ottivat isot kasvuharppaukset koronatestaamisen myötä.

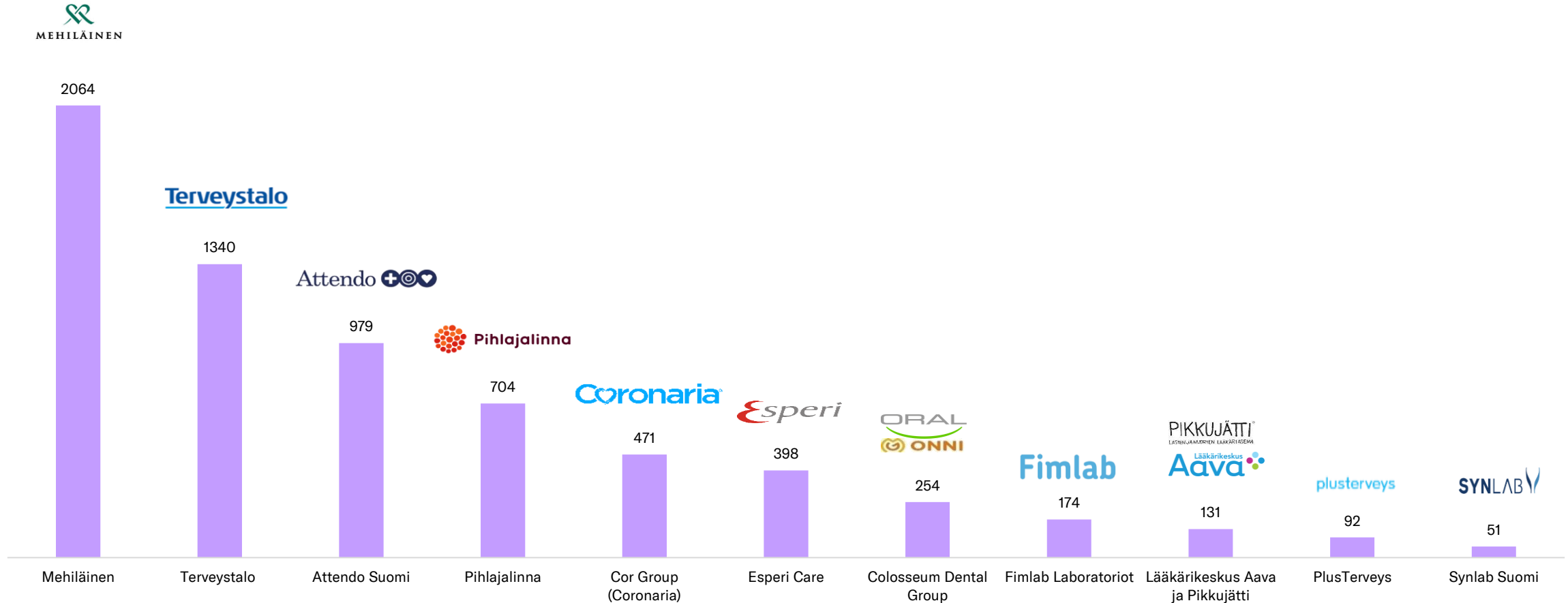
Fysioterapian osalta vahva toimija on ollut Fysios, joka oli itsenäisenä yhtiönä hyvin aggressiivinen yritysostoissa. Mehiläinen osti sen kuitenkin vuonna 2022. Mielenhyvinvoinnissa Vastaamo oli kasvanut vahvasti, mutta sen tarina sai päätöksen 2020 potilastietovuodesta ja jäljelle jäänyt psykoterapiatoiminta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

Tällä hetkellä näyttää siltä, että ainoastaan Terveystalo, Mehiläinen sekä Pihlajalinnalla ovat jo liian isoja yhtiöitä ollakseen ostokohteita muille. Markkina on jo myös konsolidoitunut sen verran pitkälle, että suurempien yritysostojen toteuttaminen on kilpailulainsäädännön kannalta haastavaa. Kilpailu- ja kuluttajaviranomainen (KKV) onkin kommentoinut markkinan konsolidaatiokehitystä negatiiviseen sävyyn.

Terveystalon kilpailijoita eri segmenteissä

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

Suomen suurimpia sote-toimijoita 2024 liikevaihdon mukaan (MEUR)



Taloudellinen kehitys (1/4)

Kasvu tullut pääasiassa yrityskaupoista

Terveystalon liikevaihto on kasvanut keskimäärin 11,4 % vuosien 2016-2024 välillä. Kasvusta suurin osa on tullut epäorgaanisesti yritysostojen kautta. Orgaaninen kasvu on ollut arviomme mukaan matalahkoa yksinumeroista tasoa, mutta kuitenkin yksityisesti tuotetun terveydenhuollon markkinakasvua nopeampaa.

Yrityskaupoilla onkin ollut historiassa merkittävä rooli yhtiön kasvun kannalta, nykyisen Terveystalon muodostuessa pitkälti yrityskauppojen seurauksena. Yhtiö on tehnyt reilun 20 vuoden aikana yli 200 transaktiota. Historialliset näytöt kohteiden integroinneista ovat pääosin hyvät, mutta myös virhearvioita on tehty (esim. Attendo Terveyspalvelut).

Epäorgaaninen kasvu on terveydenhuoltoalalla jossain määrin vaivattomampaa ja matalariskisempää, 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 juuri tehnyt merkittäviä orgaanisia toimipisteavauksia. Toimipisteiden uudistuksia, yhdistyksiä ja laajennuksia yhtiö on tehnyt (esimerkiksi uusi lääkärikeskus/sairaala [Lahdessa](#)).

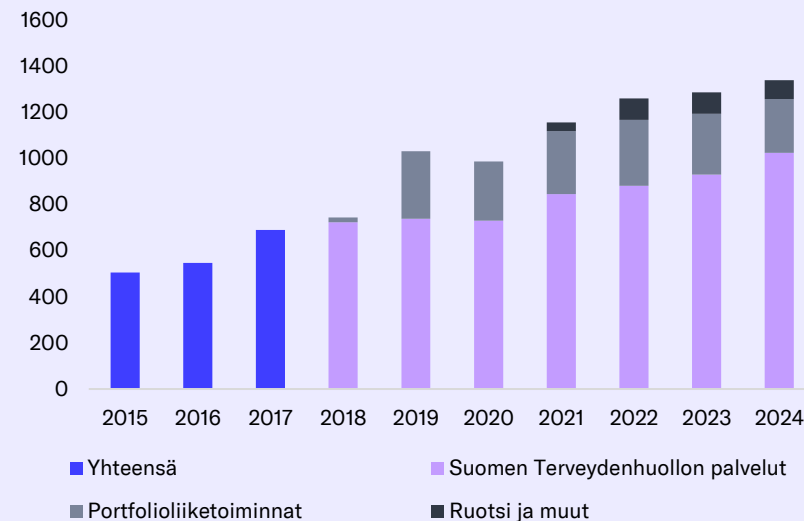
Kasvu yritysostoin on ollut erittäin pääomaintensiivistä, mutta se on ollut välttämätöntä yhtiön nykyisen markkina-aseman saavuttamiseksi. Yhtiön tekemien yritysostojen arvostustasot ovat olleet historiassa varsin korkeita ilman synergioiden huomioimista, mikä on ollut osittain seurausta ostokohteiden kireästä kilpailutilanteesta. Terveystalo on kuitenkin käsityksemme mukaan kyennyt saamaan ostokohteistaan irti hyviä synergioita. Yhtiö kertoi viimeksi vuoden 2021

vuosikertomuksessa yritysostokohteidensa keskimääräisen arvostustason olleen EV/EBITDA-kertoimella mitattuna 13x, mitä pidämme korkeana, mutta synergioiden jälkeen maltillisempi 6x.

Viime vuosien suurin yrityskauppa on Feelgoodin osto Ruotsissa vuonna 2021 noin 70 MEUR:lla, mikä oli yhtiön yrityskaupan jälkeiseen ja erityisesti tämän hetkiseen suoritustasoon peilattuna erittäin kallis hinta. Suurista yrityskaupoista epäonnistuminen oli myös Attendo Terveyspalveluiden osto vuonna 2018. Yhtiö sai yrityskaupasta merkittävän kuntien ulkoistuksia kattavan sopimussalkun, jonka jälkeen ulkoistusmarkkina kuitenkin jäätty ja liiketoiminnan kannattavuus on ollut heikkoa. Nykyään Terveystalo on asteittain luopumassa vanhasta ulkoistusliiketoiminnasta. Kaupasta maksettiin aikoinaan korkea hinta (EV 200 MEUR) ja odotettua heikomman kehityksen johdosta yhtiö joutui 2023 lopulla tekemään 84 MEUR:n alaskirjaukset liikearvoon ja asiakassuhteisiin. Yhtiö sai toisaalta kaupan myötä myös muun muassa henkilöstövuokraus- sekä suun terveys –palveluita, jotka ovat yhtiölle edelleen hyvää liiketoimintaa.

Terveystalon yritysostotahti hidastui selvästi vuonna 2023, jolloin myös yhtiön kokonaisliikevaihdon kasvuvauhti (+2 %) hidastui selvästi. Yrityskauppatahti on säilynyt maltillisena myös vuosina 2024-2025. Taustalla on nähdäksemme ostokohteiden rajallisuus Suomessa sekä korkojen nousun ja kannattavuuskäänteen aiheuttama entistä tiukempi kuri investointien (orgaanisten sekä epäorgaanisten) suhteen. Myös Ruotsin yritysostot ovat olleet jäissä, kun pääfokus tällä hetkellä on perustellusti kannattavuuskäänteessä.

Liikevaihdon kehitys



Taloudellinen kehitys (2/4)

Tuloskehitys ollut vakaata, mutta kannattavuus romahti vuonna 2022

Terveystalon liiketoiminnan defensiivisen luonteen vuoksi yhtiön tuloskehitys on ollut suhteellisen vakaata ja kehittynyt linjassa yhtiön liikevaihtokehityksen kanssa. Yhtiön oikaistu EBITA-marginaali oli vuosina 2015-2021 varsin tasaisesti 10-12 %:n välillä.

Vuosi 2022 oli tässä kehityksessä poikkeus, kun oikaistu EBITA-marginaali romahti 8,4 %:n tasolle. Taustalla oli erityisesti korkeakatteisten koronatestien väheneminen, kysynnän painottuminen digivastaanottoihin, joissa hoitoketjut jäivät tyypillisesti lyhyemmiksi, sekä yleisen kustannusinflaation merkittävä kiihtyminen. Kannattavuuden romahtamisen jälkeen Terveystalo käynnisti syksyllä 2022 kannattavuuden elvyttämiseen tähtäävän tehokkuusohjelman ("Alpha"). Alpha-ohjelma pureutui aluksi erityisesti kypsän liiketoiminnan eli Suomen terveyspalveluiden kannattavuushaasteisiin.

Ohjelma eteni alkuperäisiä odotuksia nopeammin ja vuonna 2023 Terveystalo saavutti 9,8 %:n oikaistun EBITA-marginaalin. Vuonna 2024 yhtiö saavutti jo ennätyskannattavuuden (oik. EBITA-% 12,8 %) ja saavutti sen vuodelle 2025 asetetun kannattavuustavoitteen etujassa. Merkittävimmät tulosparannukset tapahtuivat Terveystalon palveluissa, jonka oik. EBITA-marginaali ylsi vuonna 2024 peräti 15,5 %:iin (2022: 11,5 %). Alkuun säästöjä haettiin suoraviivaisista kustannusleikkauksista (mm. muutosneuvottelut ja digikehityksen tehostaminen). Myös hinnankorotuksilla on ollut merkittävä rooli kannattavuuden paranemisessa vuosina 2023-2024. Tästä eteenpäin etenkin vuonna 2024 nähdystä kannattavuusparannuksesta

avainroolissa oli Terveystalon kateosuuden kasvu ammatinharjoittajien vastaanotoissa. Vastaanottojen parantuneiden katerakenteiden myötä yhtiön tulosajurit ovatkin monipuolistuneet selvästi, sillä aiemmin tulos oli korostetusti riippuvaista korkeakatteisesta diagnostiikasta. Tämä myös pienensi tuloksen syklisyyttä (diagnostiikka painottunut flunssakaudelle talvella).

Investoinnit

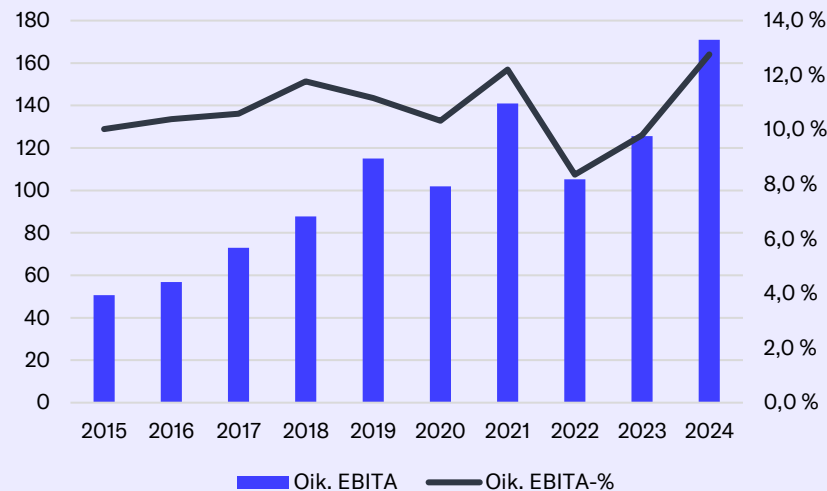
Terveystalon liiketoiminta vaatii jatkuvia investointeja koneisiin, laitteisiin sekä toimitiloihin. Nämä ovat olleet varsin tasaisesti vuosittain noin 20-30 MEUR (2024: 27,6 MEUR).

Terveystalo investoi myös merkittäviä määriä digitaalisiin ratkaisuihinsa. Näihin liittyvät investoinnit kasvoivat tasaisesti vuoteen 2022 asti, jolloin ne saavuttivat huippunsa (29 MEUR). Tämän jälkeen tahti on kuitenkin rauhoittunut selvästi (2023-2024: 12-16 MEUR). Investointitason lasku vuodesta 2022 eteenpäin oli arviomme mukaan osittain seurausta yhtiön ulkopuolelta vuonna 2018 tilatun potilastietojärjestelmän tilauksen lopetuksesta syksyllä 2022, mistä koitui taseeseen 29 MEUR:n alaskirjaus.

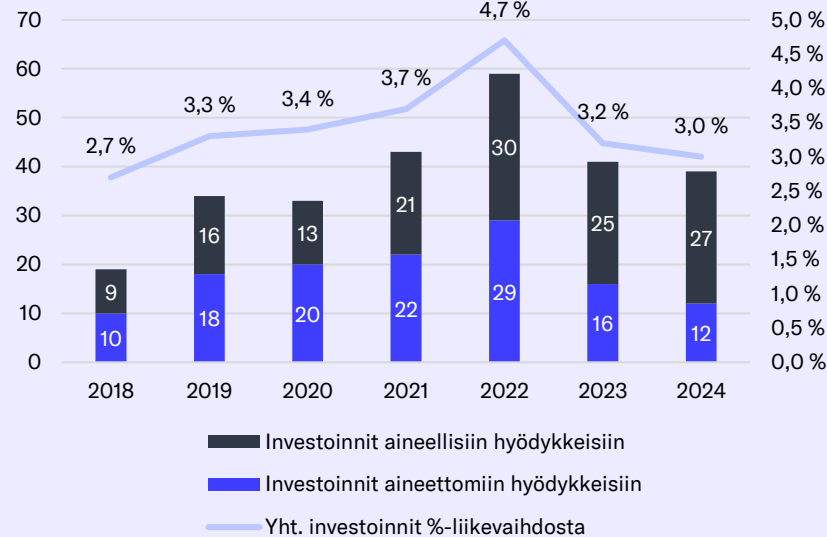
Potilastietojärjestelmään kohdistunut alaskirjaus (sekä Attendo-kaupasta syntyneen liikearvon ja asiakassuhteiden alaskirjaus vuoden 2023 lopulla) osoittavat, että pääoman allokoinnissa on tehty historiassa ajoittain virhearvioita.

Kokonaisuudessaan orgaaniset bruttoinvestoinnit laskivat vuosina 2023-2024 noin 40 MEUR:n tasolle vuoden 2022 59 MEUR:sta. Kannattavuuskäänteen myötä yhtiö muuttuikin selvästi valikoivammaksi investointiensuhteen, mitä pidämme tervetulleena. Käänteen jälkeen yhtiö on kuitenkin indikoinut, että investointitaso tulee todennäköisesti hieman nousemaan tulevaisuudessa.

Tuloksen ja kannattavuuden kehitys



Investointien kehitys (MEUR ja % lv:sta)



Taloudellinen kehitys (3/4)

Käyttöpääoma ja rahavirta

Terveystalon liiketoiminta on pyörinyt historiallisesti negatiivisella käyttöpääomalla, jonka myötä yhtiön liiketoiminta tuottaa vahvaa kassavirtaa yhtiön kasvaessa. Vuoden 2024 nettokäyttöpääoma oli noin -7 % liikevaihdosta. Negatiivinen käyttöpääoma on osaltaan seurausta yhtiön keskitetystä osto-organisaatiosta ja hyvästä neuvotteluvoimasta suhteessa toimittajiin. Käyttöpääomaprofilia parantaa myös se, että yksityisasiakkaat maksavat heti vastaanotolla. Yritysassiakkailta toisaalta on tätä pidemmät maksuajat.

Terveystalon liiketoiminnan tuottama rahavirta on kehittynyt historiassa vahvasti, jossa vuosi 2022 oli poikkeus heikentyneen kannattavuuden vuoksi. Vuonna 2023 rahavirta parani elpyneen kannattavuuden vuoksi ja vuonna 2024 rahavirta oli jo ennätystasolla. Terveystalo on allokoitunut liiketoiminnan tuottamaa vahvaa rahavirtaa ylläpito- ja kasvuinvestointeihin, yritysostoihin, velkojensa korkoihin sekä osinkoihin. Osinkojen rooli on jatkossa selvästi historiaa suurempi (osinkopolitiikan muutos). Liiketoiminnan rahavirran osalta on hyvä huomioida, ettei se sisällä vuokravelkojen lyhennyksiä, jotka olemme erikseen vähentäneet liiketoiminnan rahavirrasta sivupalkissa olevassa kuvaajassa.

Pääoman tuottoluvut parantuneet käänteen myötä

Terveystalolla on raskas tase, joka on pitkälti seurausta kalliista yritysostovetoisesta kasvusta. Yritysostojen lisäksi taseen liikearvoa paisuttaa EQT:n ja Bridgepoint Capitalin välinen transaktio, vaikkakin tästä alaskirjattiin käsityksemme mukaan osa vuoden 2023 lopussa tehdyissä alaskirjauksissa.

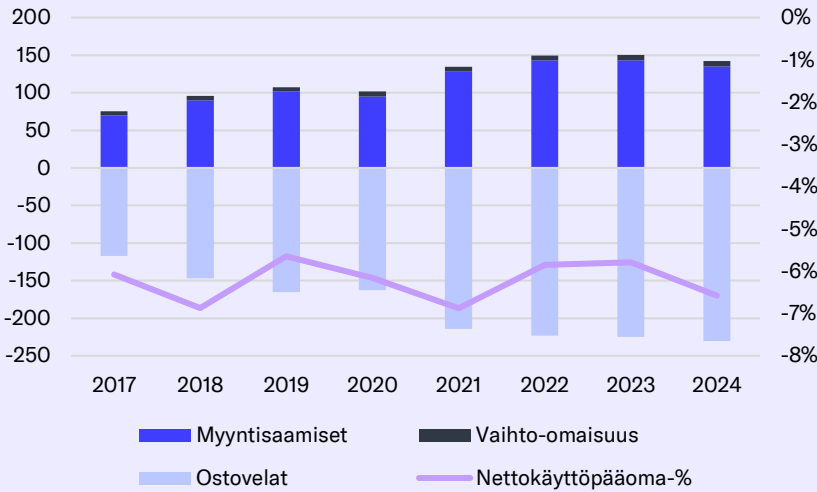
Raskaan taseen vuoksi yhtiön pääoman tuottoluvut ovat olleet historiassa varsin vaisuja, mutta kannattavuuskäänteen myötä

parantuneet nyt selvästi. Vuonna 2024 yhtiön oman pääoman tuotto oli noin 13,5 %. Ennusteillamme pääoman tuottoluvut paranevat vielä selvästi tänä vuonna operatiivisen tulosparannuksen lisäksi myös tehokkuusohjelmaan liittyvien kertaerien ja korkokulujen supistumisen myötä (tukee raportoidun nettotuloksen kautta OPO:n tuottoa).

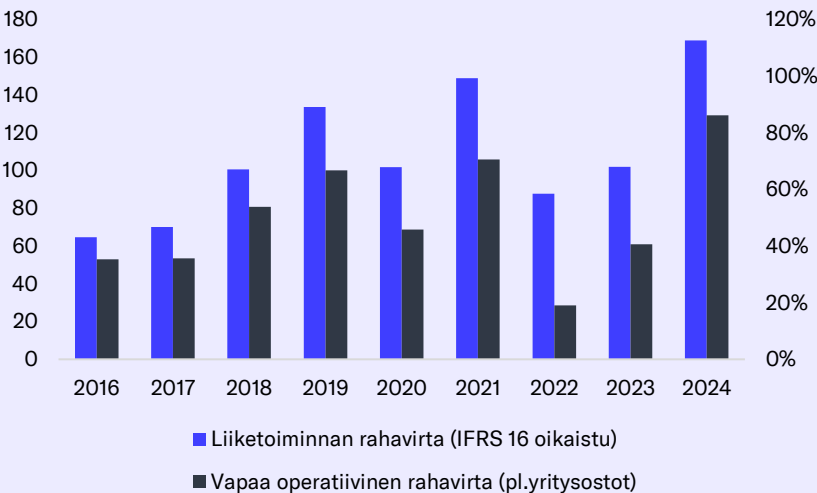
Historiassa sijoitetun pääoman sekä oman pääoman tuotto ovat kuitenkin pääsääntöisesti olleet yksinumeroisella tasolla. Poikkeuksen tässä teki vuosi 2021, jolloin oman pääoman tuotto ylsi 13,6 %:iin. Pääoman tuottoja tarkasteltaessa sijoittajan on mielestämme hyvä huomioida, että yhtiön nousu nykyiseen markkina-asemaan on vaatinut erittäin pääomaintensiivisen rakennusvaiheen. Toimialan defensiivisen luonteen ja kireän kilpailun vuoksi kasvu toimialalla onkin nähdäksemme varsin kallista. Kalliin rakennusvaiheen jälkeen orgaanisen myynnin kasvu tulee matalammilla investointitarpeilla ja uudelleen investoidun pääoman pitäisi tuottaa suhteellisesti paremmin. Viime vuodet ovat mielestämme vahvistaneet tämän, joskin kasvu on arviomme mukaan ollut poikkeuksellisen kannattavaa merkittävien hinnankorotusten myötä. Pääomakevyeksi yhtiön liiketoimintaa ei kuitenkaan voi sanoa, sillä myös ylläpitoinvestointeja vaaditaan jatkuvasti.

Terveystalon taseen vastaavaa-puolella liikearvo on selvästi suurin erä (832 MEUR). Liikearvo on huomattavan korkea ja ylittää selvästi yhtiön oman pääoman (584 MEUR). Terveystalo testaa tasaisin väliajoin, että sen liikearvon kirjanpitoarvo ei ylitä käypää arvoa. Vuoden 2023 lopulla yhtiö joutuikin alaskirjaamaan liikearvoaan osana muita aineettomiin hyödykkeisiin kohdistuvia alaskirjauksia. Emme pidä liikearvon alaskirjauksia mahdolltomina myös jatkossa, etenkin jos Ruotsissa kannattavuuskehitystä ei saada parannettua.

Käyttöpääoman kehitys



Liiketoiminnan rahavirta ja vapaa operatiivinen rahavirta



Taloudellinen kehitys (4/4)

Ruotsin liikearvo kattaa toisaalta vain noin 5 % liikearvosta. Myös Portfolioliiketoimintojen julkisrahoitteisen osan uudet alaskirjaukset ovat nähdäksemme myös jatkossa mahdollisia (18 % liikearvosta) huomioiden, että ulkoistussopimukset ovat päättymässä. Korkea liikearvo muodostaa taseessa joka tapauksessa riskin, mikäli yhtiön operatiivinen kehitys lähtee heikkenemään. Suuremmilla alaskirjauksilla voisi olla merkittäviä vaikutuksia yhtiön taseen vakavaraisuuteen.

Tämän jälkeen merkittäviä pitkäaikaisia varoja ovat IFRS-16 mukaiset käyttöoikeusomaisuuserät (13 %), aineettomat hyödykkeet (6 %) sekä aineelliset käyttöomaisuushyödykkeet (7 % taseesta). Lyhytaikaiset varat koostuvat pääasiassa myyntisaamisista (10 %) ja rahavaroista (5 %).

Taseen vastattavaa puolella oma pääoma muodosti vuoden 2024 lopulla 39,4 % taseesta (omavaraisuusaste). Korollisia rahoitusvelkoja oli yhteensä 27 % taseesta. Vuokrasopimusvelat muodostivat 14 % taseesta. Myös korottomat velat (pääasiassa ostovelat) ovat merkittävä erä taseessa (20 %).

Nettovelan suhde oikaistuun käyttökatteeseen oli vuoden 2024 lopulla 2,3x (IFRS16 oik. 2,1x) laskien Q1'25 lopulla jo 2,2x (IFRS16 oik. 2,0x) tasolle. Vuoden 2023 lopulla taso oli vielä 3,3x (IFRS16 oik. 3,0x). Velkaantuneisuus onkin kannattavuuskäänteen jälkeen jo hyvin terveellä tasolla.



Ennusteet (1/3)

Ennusteiden lähtökohdat

Terveystalo raportoi liikevaihtoaan sekä oikaistua EBITAa ja oikaistua EBIT:ä kolmesta eri segmentistä (Terveystalon palvelut, Portfolioliiketoiminnot ja Ruotsi), minkä mukaan myös me mallinamme yhtiön kehitystä. Tämän lisäksi yhtiö raportoi Terveystalon palveluiden sisällä vastaanottojen, diagnostiikan sekä muiden palveluiden (mm. leikkaukset) liikevaihtoa. Portfolioliiketoimintojen osalta yhtiö raportoi erikseen ulkoistusten, henkilöstövuokrauksen, suun terveyden sekä muiden (mm. hieronta, kuntoutus, lasten suojelu) palveluiden liikevaihtoa. Kolmen segmentin lisäksi yhtiö raportoi Muut-segmenttiä, joka pitää sisällään muun muassa konsernin sisäisen liiketoiminnan eliminoinnit.

Terveystalon pääasiassa vakaan ja defensiivisen profiilin sekä eri liikevaihtoerien raportoinnin myötä yhtiön liikevaihto on lyhyellä tähtäimellä pääsääntöisesti varsin hyvin ennustettavaa. Suurimman segmentin, Terveystalon palveluiden, osalta yhtiön tekemistä hinnankorotuksista saa varsin hyvää tukea kasvuennusteille. Käyntivolyymien ennustaminen on luonnollisesti aina haastavampaa, mutta tähän saa kuitenkin tukea esimerkiksi terveystaloihin käytetystä korttidatasta ja Terveystalon raportoimista ylähengitystieinfektioiden määristä, minkä kautta voi esimerkiksi vertailla flunssakausien voimakkuutta (vaikuttaa erityisesti Q4:llä ja Q1:llä). Kvartaalitasolla myös arkipäivien määrillä on merkitystä liikevaihtokertymään, sillä työterveyskäynnit ajoittuvat arkipäiville.

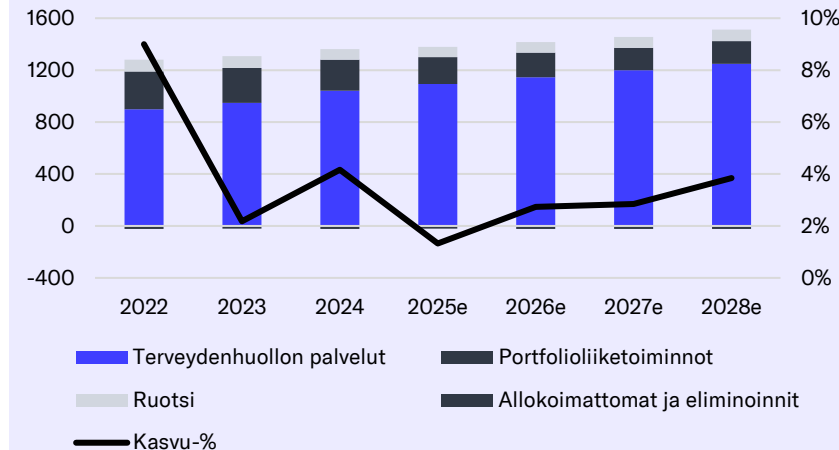
Keskpitkän ja pitkän aikavälin ennusteisiin vaikuttavat luonnollisesti markkinan kasvuoletukset, sekä näkemyksemme yhtiön kilpailukyvyn kehityksestä. Yhtiön ison koon ja vahvan markkina-aseman myötä etenkin Suomen

yksityisissä terveystalouksissa on pitkällä tähtäimellä haastava saada aikaan markkinakasvua nopeampaa kasvua. Keskpitkän ja pitkän aikavälin kasvuennusteiden osalta positiivisia optioita ovat muun muassa yksityisten terveystalouksien entistä suurempi rooli terveystalouksissa. Esimerkiksi vakiintuessaan Kelan pilottikokeilu 65 vuotta täyttäneille ja hyvinvointialueiden uudet ulkoistukset voivat toimia positiivisina ajureina. Riskejä kasvuennusteiden osalta ovat muun muassa työikäisen väestön kehitys Suomessa ja poliittisen päätöksenteon arvaamattomuus.

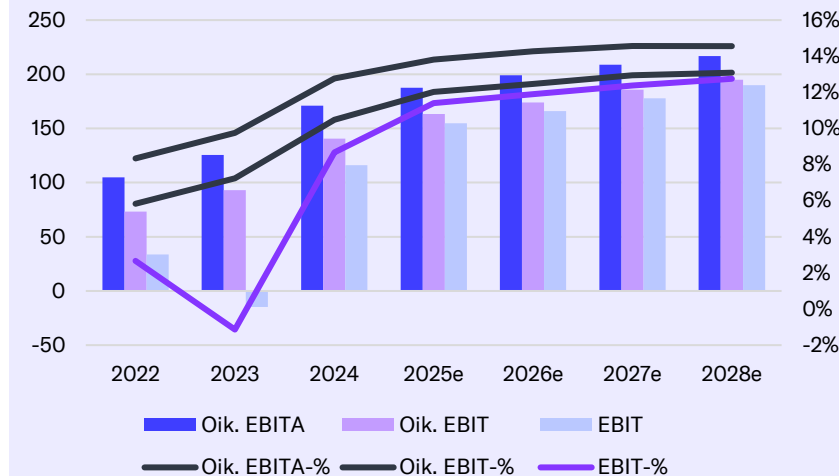
Keskpitkällä ja pitkällä aikavälillä merkittävä vaikutus on myös liikevaihtojakauman kehityksellä. Mikäli vastaanottoja tulee siirtymään entistä enemmän digivastaanotoiksi voisi tämä aiheuttaa painetta liikevaihdon kehitykseen, mutta vastaavasti tämä voisi tukea suhteellista kannattavuutta. Sijoittajan kannalta absoluuttinen tuloskasvu onkin ylärivin kasvua relevantimpaa. Myös yhtiön raportoidun osakekohtaisen tuloksen kasvuun nojaava taloudellinen tavoite ja liikevaihdon kasvutavoitteen puuttuminen osaltaan viestivät tästä.

Tuloksen osalta yhtiö raportoi eri segmenttien oikaistun EBITA:n ja EBIT:n. Vertailulukuja segmenttien oikaistusta liikevoitoista ei vielä ole, minkä myötä mallinamme oik. EBITA:n kautta. Segmenttikohtaisia tarkempia kulurakenteita yhtiö ei avaa. Segmenttien tuloksen mallintamisessa pyrimme hahmottamaan vipuvaikutusta, jolla liikevaihdon muutos eri liikevaihtoerissä näkyy tuloksessa, samalla ottaen huomioon segmentin kiinteisiin kuluihin liittyvät muutospaineet. Mallinnuksessa huomioimme luonnollisesti myös muut elementit, kuten vastaanottojen tulonjakomallin ja hinnoittelun muutokset. Tarkastelemme myös koko konsernin tuloslaskelmaa tukilaskelmana.

Liikevaihtoennusteet (MEUR) ja kasvu-%



Tuloksen (MEUR) ja kannattavuuden ennusteet



Ennusteet (2/3)

Vuoden 2025 ennusteet

Terveystalo ohjeistaa vuoden 2025 liikevaihdon kasvavan (2024: 1340 MEUR) ja oikaistun liikevoiton (EBIT) olevan 10,7-11,8 % liikevaihdosta (2024: 10,5 %).

Ennustamme Terveystalon liikevaihdon kasvavan tänä vuonna 1,3 % 1358 MEUR:oon. Vain niukkaa kasvua odottava ennusteemme indikoisi nähdäksemme vakaata liikevaihtoa ja siten pidämme mahdollisena, että yhtiö laskisi ohjeistustaan kuluvana vuonna liikevaihdon osalta.

Kasvua ajaa viime vuosien tavoin Terveystalon palvelut, joiden odotamme kasvavan noin 5 % 1093 MEUR:oon. Odotamme hinnankorotusten tukevan edelleen kasvua Q1:llä nähdyn mukaisesti (vastaanottomäärät -1 % ja liikevaihto +5 %), mutta odotamme hinnankorotusten tuoman tuen kasvuun rauhoittuvan selvästi viime vuosien tasoilta. Siten segmentin kasvu palaa tänä vuonna ennusteissamme ”normaaliin” kahden vahvan kasvuvuoden jälkeen. Liikevaihtokeräyksestä arvioimme vastaanottojen ja diagnostiikan kasvavan reilu 5 % ja muun-erän kasvavan vain noin 1 %.

Portfolioliiketoimintojen liikevaihdon odotamme laskevan 13 % 207 MEUR:oon. Laskua ajaa etenkin päättyvät ulkoistussopimukset, jotka aiheuttavat viime vuoteen noin 25 MEUR:n edestä vastatuulta liikevaihtoon. Henkilöstövuokrausliiketoiminnassa odotamme vaikean markkinatilanteen jatkuvan ja odotamme erän laskevan selvästi (-15 %). Suunterveydessä odotamme selvää kasvua (ennuste +9 %), jota tukee paluu orgaaniseen kasvuun, mistä nähtiin jo merkkejä Q1:llä. Suunterveys saa myös pientä epäorgaanista tukea kasvuun yhtiön toukokuussa tekemästä pienestä yrityskaupasta.

Ruotsin liikevaihdon odotamme edelleen laskevan maltillisesti (-4 %, 79 MEUR). Laskuvauhti oli Q1:llä vielä tuntuvaa (-10 %), mutta odotamme laskuvauhdin rauhoittuvan vuoden edetessä

ja loppuvuonna kasvun kääntyvän plussan puolelle makrotilanteen asteittain elpyessä hieman ja vertailukausien ollessa heikkoja. Nykyisellä kruunun kurssilla valuuttojen pitäisi tuoda pientä tukea euromääräiseen liikevaihdon kehitykseen tänä vuonna.

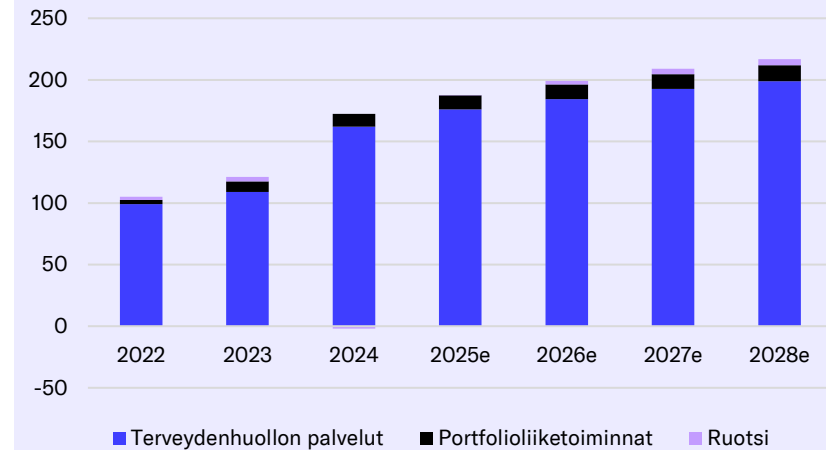
Ennustamme Terveystalon oikaistun liikevoiton (EBIT) nousevan vuonna 2025 163 MEUR:oon (2024: 140 MEUR), mikä vastaisi 12,0 %:n oikaistua EBIT-marginaalia. Q1:n suorituksen jälkeen mielestämme kannattavuusohjeistus vaikuttaa varovaiselta ja odotammekin yhtiön nostavan kuluvan vuoden kannattavuusohjeistustaan. Toisaalta Q1 oli arviomme mukaan poikkeuksellisen vahva jopa normaalisti kausiluonteisesti vahvaksi neljännekeksi, sillä sairastuvuus oli normaalia korkeammalla tukien käyntimääriä ja erityisesti korkeakatteista diagnostiikkaa. Odotammekin parannustahdin maltillistuvan alkuvuoden tahdista. Joka tapauksessa kannattavuuden kehityksessä avainasemassa on volyymin kehitys, sillä parantuneen operatiivisen vivun myötä käynnit heijastuvat voimakkaasti kannattavuuteen.

Riskinä kuluvan vuoden kehityksen osalta näemme kasvavan työterveysasiakkaiden asiakaspoistuman yhtiön yritysasiakkaisiin kohdistuneen liikalaskutus-kohun vuoksi. Tällä hetkellä vaikuttaa kuitenkin, ettei tästä ole syntynyt pysyvämpää mainehaittaa. Myös kevään (huhti- ja toukokuu) luottokorttidatan perusteella terveyspalveluiden kysynnässä on havaittavissa pientä pehmeyttä.

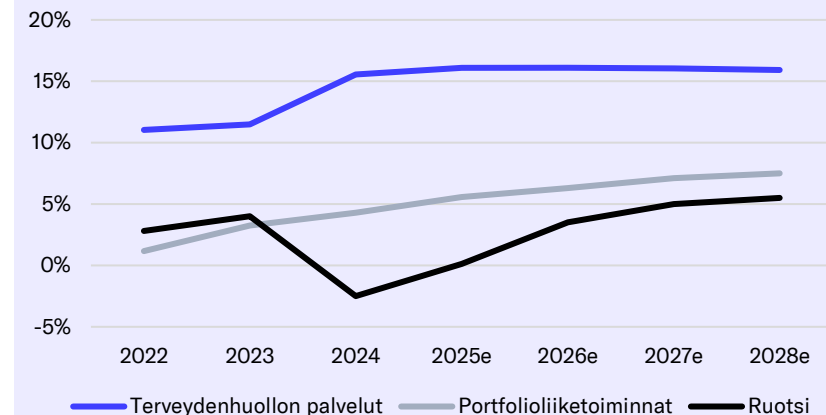
Vuosien 2026-2028 ennusteet

Odotamme Terveystalon kasvun kiihtyvän vuonna 2026 3 %:iin (liikevaihtoennuste 1395 MEUR), mitä tukee jatkuva kasvu Terveystalon palveluissa (ennuste +5 %), ulkoistusten tuoman vastatuulen pieni hellittäminen sekä muiden paineissa olleiden liikevaihtoerien tasaantuminen tai paluu kasvuun (kuten Ruotsi ja henkilöstövuokraus).

Segmenttien tulosenusteet (Oik. EBITA)



Segmenttien kannattavuusennusteet (Oik. EBITA-%)*



* Segmentti-tasolla ei annettu historiallisia Oik. EBIT -lukuja

Lähde: Inderes, Terveystalo

Ennusteet (3/3)

Oikaistun liikevoiton odotamme paranevan 174 MEUR:oon, mikä tarkoittaisi 12,5 %:n oikaistua liikevoittomarginaalia. Suhteellinen kannattavuus paranee osittain rakenteellisesti, kun vahvemman kannattavuuden Terveystalouden palveluiden osuus liikevaihdosta kasvaa (ja heikkokatteisten ulkoistusten supistuu), vaikka odotammekin segmentin kannattavuuden pysyvän käytännössä vakaana. Pienempien segmenttien osalta odotamme kannattavuuskäänteiden jatkuvan. Ruotsin kannattavuutta tukee erityisesti yhtiön kannattavuusohjelman tuomat hyödyt, joista pitäisi tulla vielä ensi vuodelle selvää tukea. Odotamme myös makrotalouden elpymisestä tulevan pientä tukea elpyvien volyymien kautta. Portfolioliiketoimintojen kannattavuutta tukee eri liiketoimintojen (mm. suunterveys) etenevät kannattavuusohjelmat sekä matalakatteisten ulkoistusten osuuden lasku.

Vuonna 2027 odotamme liikevaihdon kasvavan edelleen 3 % (liikevaihtoennuste 1434 MEUR). Odotamme segmenttitason ajurien olevan vuoden 2026 kaltaisia. Vuosi 2027 on myös nykytiedon valossa viimeinen vuosi, kun ulkoistukset tuovat selvää vastatuulta liikevaihdon kehitykseen. Oikaistun liikevoiton odotamme paranevan 186 MEUR:oon, mikä tarkoittaisi 12,9 %:n oikaistua liikevoittomarginaalia.

Vuonna 2028 odotamme kasvun kiihtyvän noin 4 %:iin (liikevaihtoennuste 1490 MEUR), kun ulkoistuksista tuleva vastatuuli hellittää. Oikaistun liikevoiton odotamme paranevan 190 MEUR ja suhteellisen kannattavuuden pysyvän suunnilleen ennallaan (oik. EBIT-% 13,1 %).

Kokonaisuudessaan odotamme keskipitkällä aikavälillä Terveystalolta reipasta tuloskasvua keskipitkällä aikavälillä. Vuoden 2025 odottamamme voimakkaamman tuloskasvun (raportoitu osakekohtainen tulos +49 %) jälkeen vuotuinen tuloskasvu maltillistuu ennusteissamme noin 9 %:n tuntumaan. Tämä on myös linjassa yhtiön taloudellisten tavoitteiden kanssa (keskimäärin 10 % vuodessa vuoden 2025 vahvemman

kasvun jälkeen).

Pitkän aikavälin ennusteet

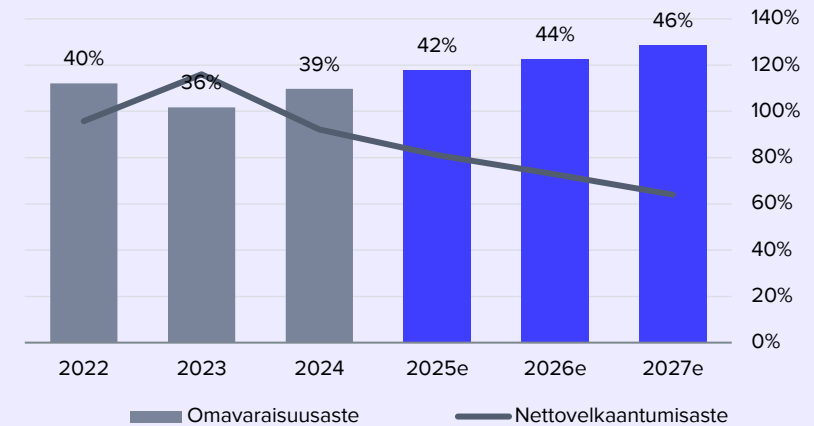
Vuosina 2029-2034 odotamme liikevaihdon kasvavan noin 2,5-3 %:n vauhtia, mikä on hieman yhtiön omia markkinakasvuennusteita maltillisempi tahti, mutta pitkälti linjassa markkinan historiallisen kasvuvauhdin kanssa. Terminaalikasvumme on 2 %:ssa.

Odotamme raportoidun liikevoittomarginaalin saavuttavan huipputasonsa vuonna 2028 12,8 %:ssa ja laskevan asteittain kohti terminaaliennusteeimme 9,4 %:n tasoa. Kannattavuuden terminaaliennusteeimme on selvästi nykyistä tasoa heikempi, mutta toisaalta historiallista keskiarvoa vahvemmallalla tasolla. Mielestämme yhtiö on kannattavuuskäänteen jälkeen perustellusti onnistunut parantamaan kannattavuuttaan rakenteellisesti. Toisaalta arvioimme markkinaympäristön olleen myös suotuisa (mm. tuore hinnannostosykli). Pidemmällä aikavälillä riskejä nykyiseen kannattavuustasoon aiheuttaa muun muassa lisääntynyt kilpailu sekä ammatinharjoittajien korkea neuvotteluvoima.

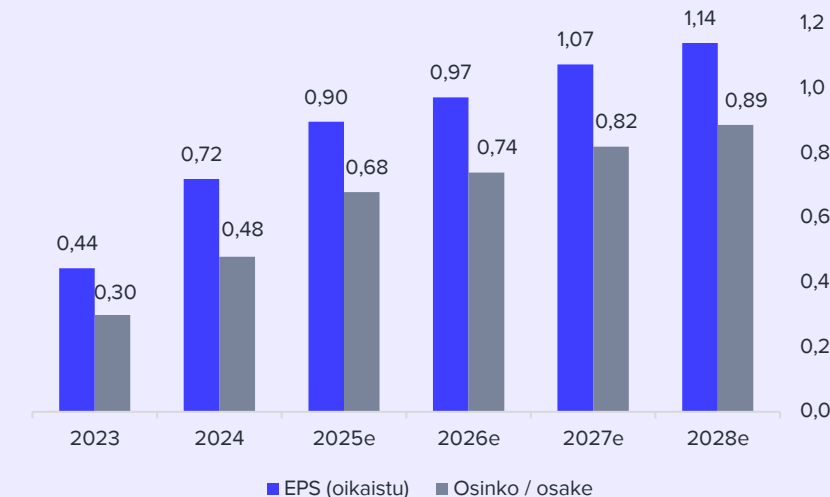
Marginaalisia ennustemuutoksia

Olemme tehneet tämän raportin myötä marginaalisia ennustemuutoksia, kun olemme lisänneet yhtiön viime aikoina tekemät suunterveyteen sekä mielenterveyspalveluihin liittyvät yrityskaupat ennusteisiimme. Sen sijaan olemme leikanneet marginaalisesti Q2'25-ennusteitamme flunssakauden hiipuessä kvartaalin edetessä ja pyhien (mm. pääsiäinen ja vappu) ajoituksista johtuen. Teimme myös hyvin pieniä leikkauksia loppuvuoden 2025 tulosenusteiden osalta terveyspalveluihin käytettävän luottokorttidatan osoittaessa pehmyden merkkejä. Myös yritysasiakkaisiin kohdistunut liikalaskutus-kohu voi aiheuttaa arviomme mukaan pientä painetta kuluvan vuoden kehitykseen asiakaspoistuman myötä.

Taseen avainlukujen kehitys



EPS ja osinko



Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2023	Q1'24	Q2'24	Q3'24	Q4'24	2024	Q1'25	Q2'25e	Q3'25e	Q4'25e	2025e	2026e	2027e	2028e
Liikevaihto	1286	350	340	296	354	1340	347	341	302	368	1358	1395	1434	1490
Terveystenhuollon palvelut	949	268	261	232	281	1043	281	272	244	297	1093	1146	1200	1248
Portfolioliiketoiminnot	267	64,7	62,6	54,4	56,7	238	50,6	53,4	50,2	52,9	207	188	171	175
Ruotsi ja muut	92,5	23,0	22,1	14,2	22,4	81,7	20,6	21,0	13,5	23,5	78,6	82,5	85,4	88,4
Allokoimattomat ja eliminoinnit	-21,8	-5,5	-6,0	-5,0	-6,4	-22,9	-4,8	-5,5	-5,5	-5,5	-21,3	-22,0	-22,0	-22,0
Käyttökate	179	61,5	50,4	49,9	60,7	222	70,1	59,5	53,0	67,8	250	267	282	296
Terveystenhuollon palvelut EBITA (oik.)	109	43,2	39,3	34,1	45,5	162	50,5	41,0	36,2	48,3	176	184	193	199
Portfolioliiketoiminnot EBITA (oik.)	8,7	3,4	3,1	3,1	0,7	10,3	3,1	2,8	3,0	2,6	11,5	11,8	12,1	13,1
Ruotsi ja muut EBITA (oik.)	3,7	0,1	-0,2	-3,0	1,1	-2,0	0,1	0,2	-1,6	1,4	0,1	2,9	4,3	4,9
Allokoimattomat ja eliminoinnit EBITA (oik.)	4,2	0,5	0,3	0,1	-0,1	0,8	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0
Kertaerät	-107,8	-4,4	-10,4	-2,1	-7,5	-24,4	-1,5	-2,5	-2,5	-2,5	-9,0	-8,0	-8,0	-5,0
EBITA ilman kertaeriä	125	47,2	42,5	34,3	47,1	171	53,7	44,0	37,6	52,3	188	199	209	217
Liikevoitto ilman kertaeriä	93,1	40,1	35,1	27,0	38,3	140	47,9	37,6	31,6	46,4	163	174	186	195
Liikevoitto	-14,7	35,7	24,7	24,9	30,8	116	46,4	35,6	29,1	43,9	155	166	178	190
Nettorahoituskulut	-24,2	-6,1	-7,1	-6,6	-6,7	-26,4	-5,0	-5,3	-5,2	-5,1	-20,6	-19,0	-17,5	-16,5
Tulos ennen veroja	-38,9	29,6	17,6	18,3	24,1	89,6	41,4	30,3	23,9	38,8	134	147	160	173
Verot	-3,3	-6,0	-3,1	-3,7	-5,2	-18,0	-8,0	-6,4	-5,0	-8,1	-27,6	-30,1	-30,4	-33,0
Nettotulos	-42,2	23,6	14,5	14,7	18,9	71,7	33,4	23,9	18,9	30,6	107	117	130	141
EPS (oikaistu)	0,44	0,21	0,18	0,13	0,20	0,72	0,27	0,20	0,16	0,26	0,90	0,97	1,07	1,14
EPS (raportoitu)	-0,33	0,19	0,11	0,12	0,15	0,57	0,26	0,19	0,15	0,24	0,84	0,92	1,02	1,11

Tunnusluvut	2023	Q1'24	Q2'24	Q3'24	Q4'24	2024	Q1'25	Q2'25e	Q3'25e	Q4'25e	2025e	2026e	2027e	2028e
Liikevaihdon kasvu-%	2,2 %	2,7 %	5,5 %	5,5 %	3,3 %	4,2 %	-0,9 %	0,1 %	2,1 %	4,0 %	1,3 %	2,7 %	2,8 %	3,8 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	26,8 %	40,9 %	72,3 %	107,5 %	22,5 %	50,9 %	19,3 %	7,1 %	17,1 %	21,2 %	16,4 %	6,4 %	6,8 %	5,0 %
Käyttökate-%	13,9 %	17,6 %	14,8 %	16,9 %	17,1 %	16,6 %	20,2 %	17,5 %	17,5 %	18,4 %	18,4 %	19,1 %	19,6 %	19,9 %
Oikaistu EBITA-%	9,8 %	13,5 %	12,5 %	11,6 %	13,3 %	12,8 %	15,5 %	12,9 %	12,4 %	14,2 %	13,8 %	14,3 %	14,6 %	14,6 %
Oikaistu liikevoitto-%	7,2 %	11,5 %	10,3 %	9,1 %	10,8 %	10,5 %	13,8 %	11,0 %	10,5 %	12,6 %	12,0 %	12,5 %	12,9 %	13,1 %
Nettotulos-%	-3,3 %	6,7 %	4,3 %	5,0 %	5,3 %	5,3 %	9,6 %	7,0 %	6,3 %	8,3 %	7,9 %	8,4 %	9,0 %	9,4 %

Lähde: Inderes

Ennustemuutokset	2025e	2025	Muutos	2026e	2026e	Muutos	2027e	2027e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	1356	1358	0 %	1391	1395	0 %	1431	1434	0 %
Käyttökate	251	250	0 %	267	267	0 %	282	282	0 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	164	163	-1 %	175	174	0 %	186	186	0 %
Liikevoitto	156	155	-1 %	167	166	0 %	178	178	0 %
Tulos ennen veroja	135	134	-1 %	148	147	-1 %	161	160	0 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,90	0,90	-1 %	0,98	0,97	-1 %	1,08	1,07	0 %
Osakekohtainen osinko	0,68	0,68	0 %	0,74	0,74	0 %	0,82	0,82	0 %

Lähde: Inderes

Vastaavaa	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Pysyvät vastaavat	1227	1191	1205	1210	1214
Liikearvo	824	829	832	832	832
Aineettomat hyödykkeet	99,9	82,0	83,2	80,9	81,6
Käyttöomaisuus	296	270	281	288	291
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	0,3	1,1	1,1	1,1	1,1
Muut pitkäaikaiset varat	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8
Laskennalliset verosaamiset	6,0	7,1	7,1	7,1	7,1
Vaihtuvat vastaavat	193	207	210	218	227
Vaihto-omaisuus	7,1	7,2	7,3	7,5	7,7
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	148	135	143	149	156
Likvidit varat	37,7	65,2	59,7	61,4	63,1
Taseen loppusumma	1419	1398	1415	1428	1442

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Oma pääoma	515	548	594	624	660
Osakepääoma	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Kertyneet voittovarot	38,2	77,9	124	155	191
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	493	493	493	493	493
Muu oma pääoma	-15,7	-23,0	-23,0	-23,0	-23,0
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	604	533	518	496	469
Laskennalliset verovelat	20,2	18,7	18,7	18,7	18,7
Varaukset	2,8	6,2	6,2	6,2	6,2
Korolliset velat	567	493	477	455	429
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	13,7	15,5	15,5	15,5	15,5
Lyhytaikaiset velat	300	317	303	308	312
Korolliset velat	68,8	77,1	65,9	62,9	59,4
Lyhytaikaiset korottomat velat	225	230	236	244	251
Muut lyhytaikaiset velat	6,9	9,5	1,3	1,3	1,3
Taseen loppusumma	1419	1398	1415	1428	1442

Arvostus (1/3)

Onnistunut kannattavuuskäänte heijastunut myös osakekurssiin

Terveystalon sijoitustarina on muuttunut viime vuosina selvästi, kun yritysostovetoisen kasvuvaiheen ja vuoden 2022 kannattavuusromahduksen jälkeen yhtiön fokus siirtyi selvästi kasvun tavoittelusta kannattavuuteen. Vuosien 2023-2024 kannattavuuskäänte eteni vakuuttavasti yhtiön alkuperäisiä odotuksia nopeammin, ja yhtiö on tällä hetkellä taloudellisesti vahvemmassa kunnossa kuin ikinä pörssihistoriansa aikana.

Ydinliiketoiminta (Terveystalon palvelut) tuottaa voimakasta ja vahvaa kassavirtaa. Kannattavuus on ennätystasolla, ja se, onko tämä kestävällä tasolla, on yksi sijoitustarinan kannalta olennainen tekijä. Kannattavuuden rakenteelliselle paranemiselle löytyy kuitenkin mielestämme perusteita. Pienemmissä segmenteissä (Portfolioliiketoiminnat ja Ruotsi) kannattavuuskäänteet ovat vielä todistamatta, mutta mikäli niissä onnistutaan, aukeaa näidenkin osalta selvemmin uusia arvonluontimahdollisuuksia mm. yritysostojen tai divestointien kautta. Myös pääoman allokoinnin näkökulmasta sijoitustarina on selkeytynyt osinkopolitiikan muutoksen jälkeen.

Onnistunut käänne ja sijoitustarinan selkeytyminen on näkynyt viimeisten reilun parin vuoden aikana myös osakekurssin kehityksessä, joskin tuotot ovat syntyneet pitkälti tulospuskusta, eivätkä markkinat ole lähteneet venyttämään yhtiöstä maksettavia kertoimia merkittävässä määrin. Nykyisellä arvostuksella markkinat mieltävätkin Terveystalon nähdäksemme hitaan kasvun vakaaksi, mutta laadukkaaksi kassavirtayhtiöksi.

Arvostukseen vaikuttavia tekijöitä

Mielestämme seuraavat tekijät tulee ottaa huomioon

tarkastellessa Terveystalon arvostusta.

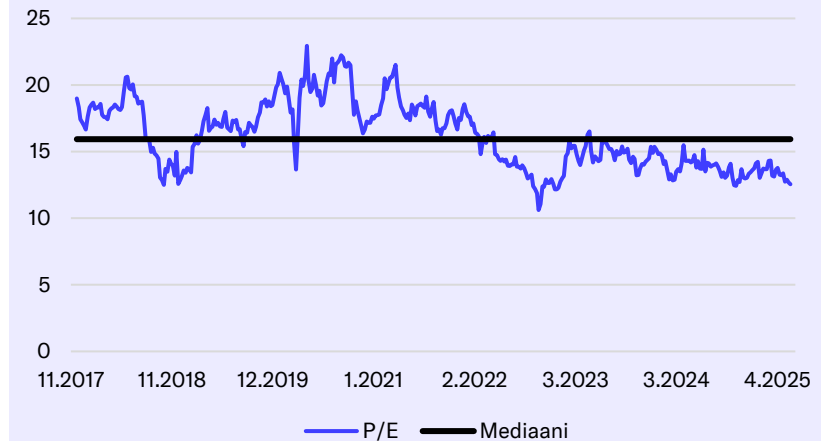
Defensiivisellä toimialalla oleva vahva markkina-asema tukee mielestämme yhtiölle hyväksyttävää arvostustasoa. Konkreettisesti vahva markkina-asema näkyy muun muassa hinnoitteluvuimassa, jota yhtiö on viime vuosina hyödyntänyt rohkeasti erityisesti Terveystalon palveluissa. Vahva markkina-asema ja suuri kokoluokka myös mahdollistaa skaalaedut investoinneissa digitaalisiin ratkaisuihin, minkä avulla yhtiö pystyy muun muassa tehostamaan toimintaansa, optimoimaan hoitopolkuja ja houkuttelemaan ammattilaisia. Näiden investointien tuottoa on toisaalta vaikea kvantifioida tarkasti.

Vahvan markkina-aseman vastapuolena on **maltillinen kasvunäkymä**, sillä markkinaosuuksia voittamalla kasvuvaraa on vain lievästi. Siten pidemmällä aikavälillä orgaaninen kasvu etenkin Terveystalon palveluissa lähentelee väkisinkin markkinan kasvua. Myös epäorgaaniset kasvumahdollisuudet Terveystalon palveluissa ovat rajatut toimialan ollessa jo niin pitkälle konsolidoitunut. Muilla alueilla (esimerkiksi suunterveys ja julkisesti rahoitettu markkina) kasvua voidaan kuitenkin saavuttaa vielä myös markkinaosuuksia voittamalla. Suunterveydessä on edelleen mahdollista kasvaa myös yritysostoin.

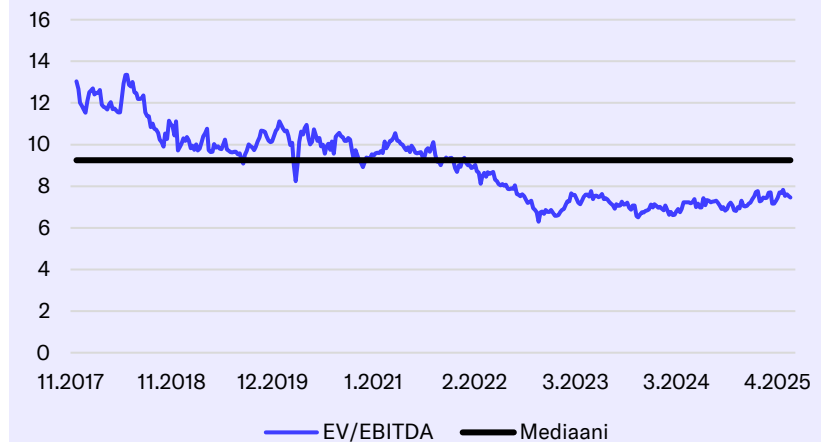
Pääoman tuottoluvut ovat parantuneet historiasta.

Terveystalon kasvuvaihe oli erittäin pääomaintensiivinen, sillä yritysostot ovat toimialalla suhteellisen kalliita ja myös toimipisteverkoston orgaaninen kasvattaminen vaatii merkittäviä investointeja. Nyt yritysostotahti on hiipunut selvästi ja fokus on siirtynyt muutenkin viime vuosina kasvusta kannattavuuteen. Orgaaninen myynnin kasvu on tullut viime vuosina pitkälti hintavetoisesti ja siten matalammalla investointitarpeella.

Historiallisen 12kk eteenpäin katsovan P/E-kertoimen kehitys



Historiallisen 12kk eteenpäin katsovan EV/EBITDA-kertoimen kehitys



Arvostus (2/3)

Sitä kautta pääoman tuottoluvut ovatkin parantuneet merkittävästi ja nykyisellään ne ylittävät jo selvästi pääoman kustannuksen. Vahvemmillä pääoman tuottoluvuilla pääoma pääsee kumuloitumaan pidemmällä aikavälillä, minkä pitäisi heijastua myös osakkeenomistajien tuottoihin. Sama ilmiö on nähtävissä myös verrokillä Pihlajalinnalla, ja toimialan yhtiöiden parantuneet pääoman tuotot voivat vastapainona houkutella toimialalle uutta kilpailua.

Poliittisiin päätöksiin liittyvä epävarmuus nostaa jossain määrin yhtiön riskiprofiilia. Se, kuinka suuri rooli yksityisellä terveydenhuollolla Suomessa on tulevaisuudessa, on jossain määrin poliittinen päätös. Poliittiset päättäjät vaihtuvat vaalikausien välein, mikä voi siten vaikuttaa yksityisten terveyspalveluyhtiöiden näkymiin.

Arvonmäärittäminen menetelmät

Terveystalon liiketoiminnan vakaa ja kypsä vaihe huomioiden suosimme arvostuksen tarkastelussa tulospohjaisia kertoimia. Kertoimien tarkasteluun tuo tiettyjä haasteita muun muassa yhtiön merkittävät IFRS16-velat (vuokravelat), PPA-poistot ja yhtiön kirjaamat kertaerät (supistuneet kannattavuuskäänteen jälkeen).

Terveystalo itse ohjeistaa nykyään tulosta oikaistulla liikevoitolla (EBIT), mikä on yhtiön aiemmin käyttämää EBITAa järkevämpi, sillä merkittävä osa A-komponentin poistoista liittyy kassavirtavaikutteisiin aineettomiin investointeihin. Pieni osa A-komponentista liittyy yrityskaupoista syntyneisiin ei-kassavirtavaikutteisiin PPA-poistoihin, jotka olisivat periaatteessa perusteltua oikaista arvostusta tarkasteltaessa. Mallimme oikaistut ovat kuitenkin yhtiön oikaistun liikevoiton kanssa linjassa.

Kertoimista tarkastelemme pääasiassa kertaeristä oikaistua P/E-lukua sekä IFRS16-veloista oikaistua EV/EBIT-lukua.

Vuokravelkojen oikaisu laskee yritysarvoa (EV), mutta vuokrat huomioidaan pääosin poistoissa, minkä lisäksi vähennämme liikevoitosta vuokravelkoihin liittyvän rahoituskulukomponentin.

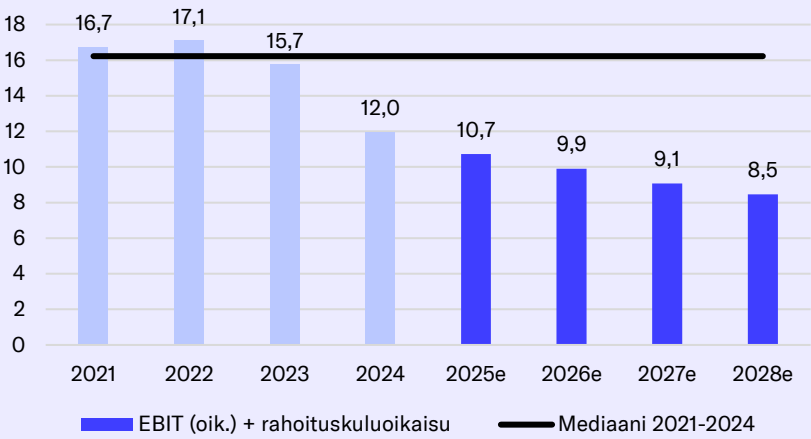
Nojaamme arvomäärittäyksessä myös merkittävästi kassavirtatuottoon ja DCF-kassavirtalaskelmaan, jotka ovat ennustettavien kassavirtojen ansiosta hyvin käyttökelpoisia. Myös verrokkit luovat tietyt raamit arvostuksen tarkasteluun, joskaan orjamaisesti verrokkien arvostusta emme seuraa, sillä eri yhtiöiden kertoimet sisältävät usein yhtiökohtaisia erikoisuuksia ja suhteellista arvostusta seuraamalla voi menettää käsityksen absoluuttisesta arvostustasosta.

Kerroin pohjainen arvostus

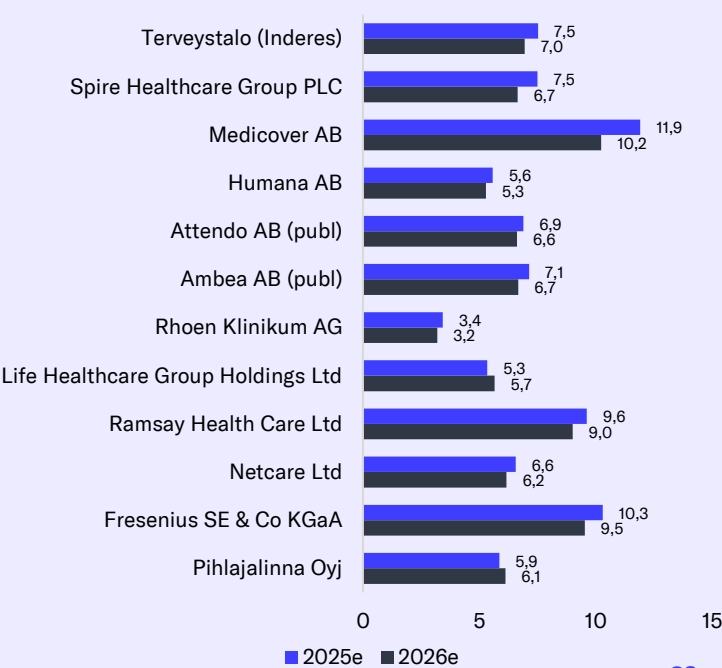
Terveystalon vuosien 2025-2026 oikaistut P/E-kertoimet ovat 12x-11x. Vastaavat IFRS16-oikaistut EV/EBIT-kertoimet ovat 11x-10x. Mielestämme kuluvan vuoden kertoimet ovat maltillisia, ja näemme niissä maltillista nousuvaraa. Kertoimissa on kuitenkin hyvä huomata, että ennusteemme pitää sisällään kuluvan vuoden osalta positiivisen tulosvaroituksen. Ensi vuonna kertoimet ovat jo varsin matalalla tasolla ennustamamme maltillisen tuloskasvun myötä.

Hyväksyttävät kertoimet ovat riippuvaisia tuloskasvunäkymästä sekä pääoman tuotosta ja kustannuksesta. Terveystalon tulos on kasvanut vuodesta 2022 erittäin voimakkaasti pitkälti elpyvien marginaalien myötä. Kannattavuus on nyt ennätystasolla, ja vastaavanlaisiin parannuksiin yhtiöllä ei enää ole edellytyksiä. Siten tuloskasvu tuleekin arviomme mukaan hidastumaan tulevina vuosina huomioiden (mitä myös yhtiön taloudelliset tavoitteet indikoivat), että liikevaihdon kasvunäkymä säilyy varsin maltillisena. Tänä vuonna raportoitua nettotulosta tukee vielä operatiivisen kannattavuusparannuksen lisäksi supistuvat kertaerät ja laskevat rahoituskulut.

IFRS 16 ja PPA-poistoista oikaistu EV/EBIT



Verrokkiryhmän arvostus (EV/EBITDA)



Lähde: Inderes

Arvostus (3/3)

Maltillistuva tuloskasvunäkymä ja toisaalta parantuneet pääoman tuottoluvut huomioiden, mielestämme neutraali arvostushaarukka P/E-kertoimella on tällä hetkellä noin 12x-16x. Osaketta hinnoitellaan siten haarukan alalaidan tuntumaan. Aikoinaan vuosina 2019-2021 yhtiötä hinnoiteltiin ajoittain yli 20x P/E-kertoimella, mitä emme kuitenkaan pidä realistisena tasona fundamentit huomioiden nykyisessä korkoympäristössä.

Kassavirtamalli ja kassavirtatuotto

DCF-mallimme antama oman pääoman arvo on 12,6 euroa osakkeelta. Mallimme mukainen oman pääoman kustannus on 8,8 % ja WACC 7,6 %, joita pidämme kohtuullisena yhtiön maltillinen riskitaso, selkeät pidemmän aikavälin kysyntäajurit, markkinan defensiivisyys ja yhtiön käyttämä velkavipu huomioiden. Terminaalikasvu (2,0 %) ja –kannattavuus (liikevoitto-% 9,4 %) ovat mielestämme varsin maltillisella tasolla. Joka tapauksessa, DCF-mallimme osoittaa osakkeelle maltillista nousuvaraa.

Kuluvan vuoden ennusteellamme Terveystalon vapaan kassavirran tuotto on noin 7,5 % ja ensi vuoden ennusteilla noin 8,5 %. Mielestämme taso on houkutteleva huomioiden yhtiön riskiprofiili ja se, että kassavirralla ja tuloksella on edellytykset jatkaa maltillista parannustaan tulevina vuosina.

Verrokkit

Verrokkianalyysissä katsomme etenkin EV/EBITDA-kerrointa käyttökäteen ollessa mielestämme yhtiöiden välillä vertailukelpoisin luku (ei tietoa mitä oikaistu verrokkien tuloslaskelman alimmilla riveillä). Yritysarvoon (EV) vaikuttaa kuitenkin vuokrasopimusten pituus, mikä osaltaan vaikuttaa kertoimien vertailukelpoisuuteen. Verrokkeihinsa nähden

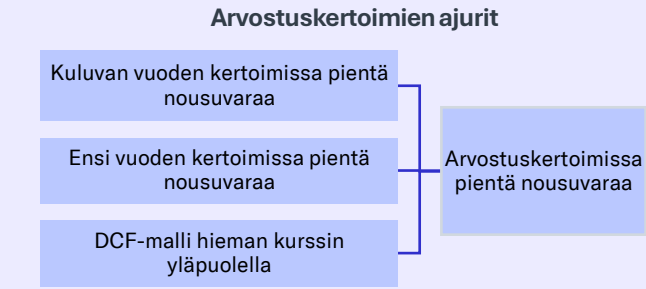
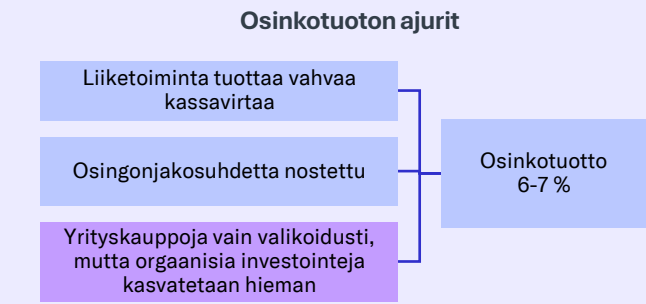
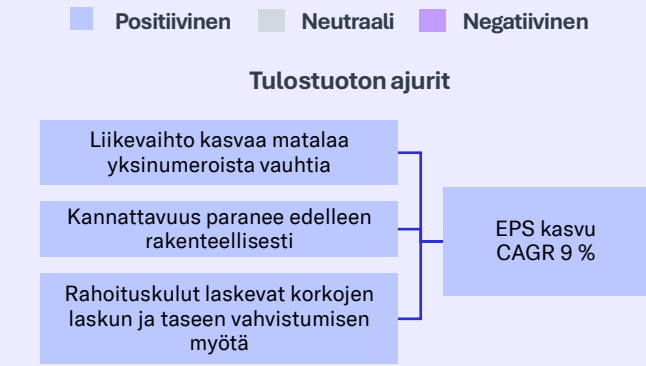
Terveystaloa arvostetaan tämän ja ensi vuoden EV/EBITDA-kertoimella noin 9-12 %:n preemiolla. Preemio on maltillistunut viime päivityksestämme Terveystalon osakkeen kurssilaskun jälkeen. Mielestämme pieni preemio on ansaittu huomioiden yhtiön laatu ja näytöt viime vuosilta, emmekä siten vedä verrokkihinnoittelusta suurempia johtopäätöksiä.

Orgaanisesta tuloskasvusta ja vahvasta osinkotuotosta muodostuva tuotto-odotus houkuttelevalla tasolla

Terveystalon tuotto-odotus nojaa nähdäksemme tuloskasvun ja osinkojen yhdistelmään, mistä jälkimmäisen merkitys on korostunut aiempaan nähden.

Ennusteillamme raportoitu osakekohtainen tulos kasvaa kuluvan vuoden suuremman tasokorjauksen jälkeen vuosina 2026-2028 noin 9 % vuodessa, joka muodostaa suurimman osan tuotto-odotuksesta. Lähivuosien osinkotuotto on noin 6-7 %. Kertoimissa on nähdäksemme pientä nousuvaraa, mutta suurin tuotto-odotuksen ajuri tämä ei nähdäksemme ole. Maltillisten kertoimien myötä tuloskasvu heijastuu kuitenkin varsin hyvin sijoittajan saamiin tuottoihin. Kokonaisuudessaan näemme tuotto-odotuksen ylittävän tuottovaatimuksen selvästi ja tuotto-riskisuhteen olevan nykyarvostuksella houkuttelevalla tasolla. Mielestämme Terveystalon käypä arvo on tällä hetkellä noin 11-14 euroa osakkeelta ja osake on siten käyvän arvon haarukan alalaidan tuntumassa.

Osaketuoton ajurit 2025e-2028e



Tuotto-odotus ylittää selvästi tuottovaatimuksen

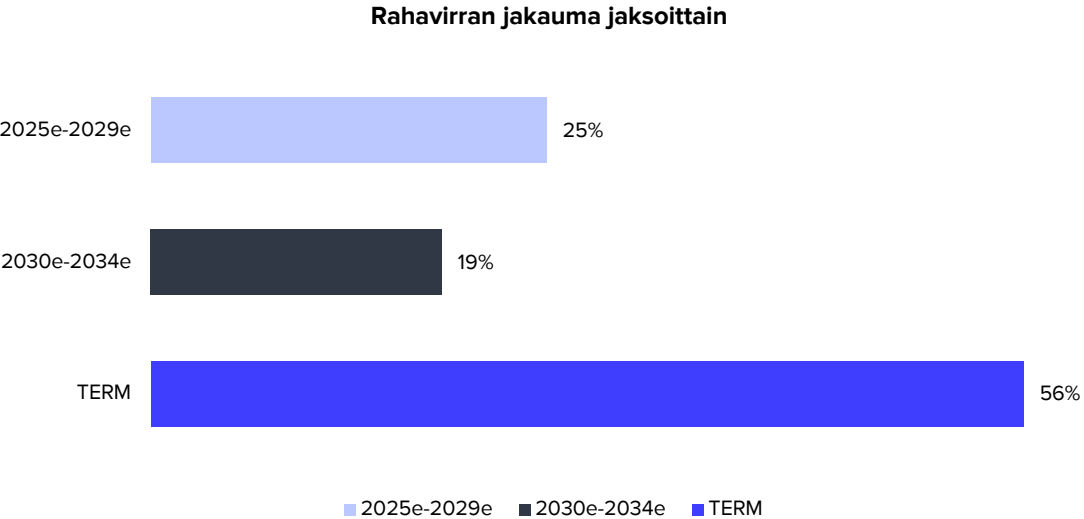
DCF-laskelma

DCF-laskelma	2024	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	2034e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	4,2 %	1,3 %	2,7 %	2,8 %	3,8 %	3,1 %	3,1 %	2,9 %	2,5 %	2,5 %	2,0 %	2,0 %
Liikevoitto-%	8,7 %	11,4 %	11,9 %	12,4 %	12,8 %	11,9 %	11,4 %	10,8 %	10,4 %	9,4 %	9,4 %	9,4 %
Liikevoitto	116	155	166	178	190	183	181	176	174	161	164	
+ Kokonaispoistot	106	95,4	101	104	106	112	113	113	111	110	111	
- Maksetut verot	-20,6	-27,6	-30,1	-30,4	-33,0	-31,8	-31,5	-30,8	-30,5	-28,2	-29,0	
- verot rahoituskuluista	-5,3	-4,2	-3,9	-3,3	-3,1	-3,0	-2,8	-2,6	-2,5	-2,4	-2,2	
+ 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	20,9	-10,0	1,0	-0,4	1,8	2,8	2,8	2,7	2,4	2,5	2,0	
Operatiivinen kassavirta	218	209	234	247	262	262	262	259	254	242	246	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	5,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-69,3	-110,0	-106,0	-108,0	-110,0	-112,0	-113,0	-114,0	-114,0	-114,0	-111,0	
Vapaa operatiivinen kassavirta	154	98,6	128	139	152	150	149	145	140	128	135	
+/- Muut	4,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	158	98,6	128	139	152	150	149	145	140	128	135	2446
Diskontattu vapaa kassavirta		94,8	114	116	117	108	98,9	89,5	80,6	68,5	67,0	1212
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		2166	2072	1957	1842	1724	1617	1518	1428	1348	1279	1212
Velaton arvo DCF		2166										
- Korolliset velat		-570,1										
+ Rahavarat		65,2										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		-60,8										
Oman pääoman arvo DCF		1601										
Oman pääoman arvo DCF per osake		12,6										

Pääoman kustannus (WACC)

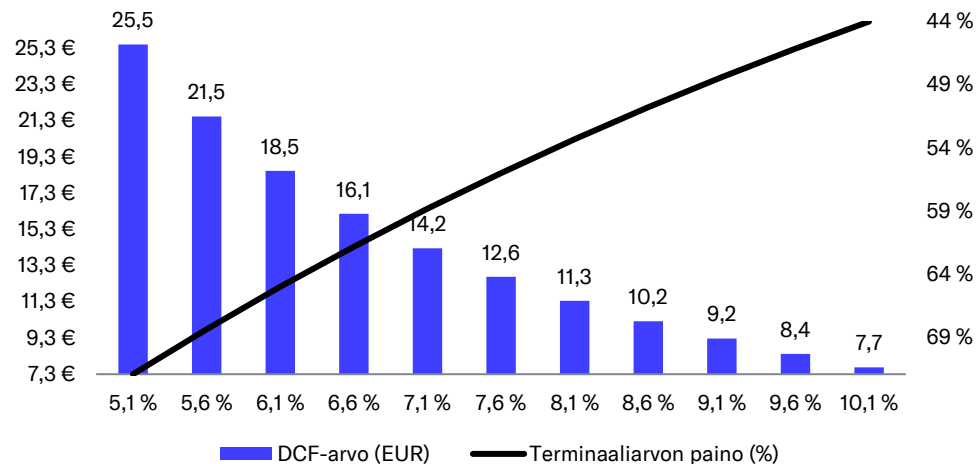
Vero-% (WACC)	19,0 %
Tavoiteltu velkaantumisasaste D/(D+E)	25,0 %
Vieraan pääoman kustannus	5,0 %
Yrityksen Beta	1,10
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	1,10 %
Riskitön korko	2,5 %
Oman pääoman kustannus	8,8 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	7,6 %

Lähde: Inderes

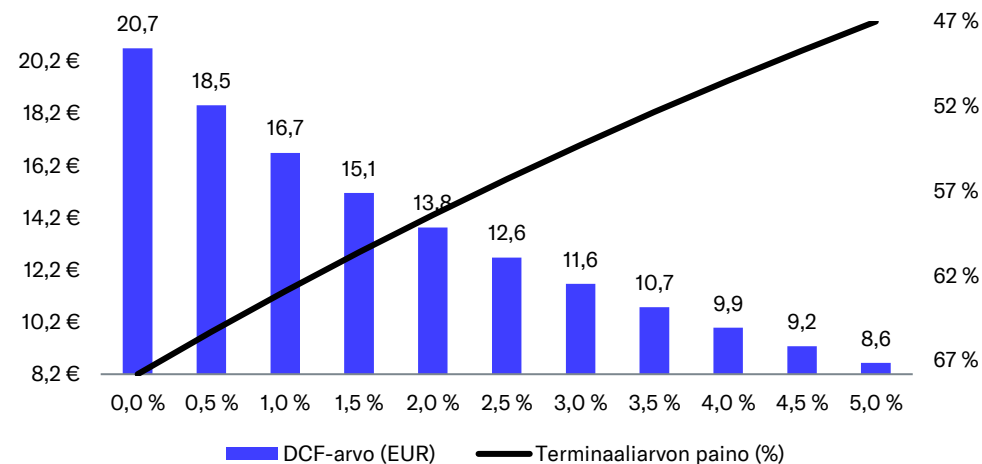


DCF:n herkkyysslaskelmat ja avainoletukset graafeina

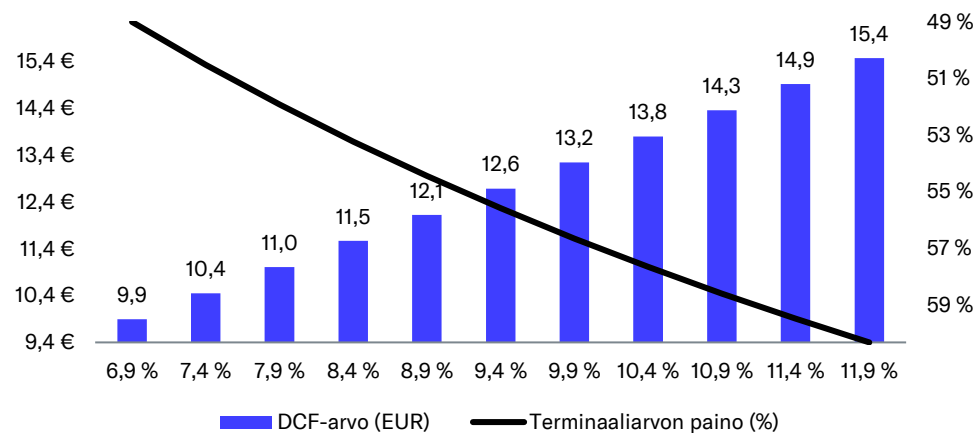
DCF-arvon herkkyys muutoksille WACC-%:ssa



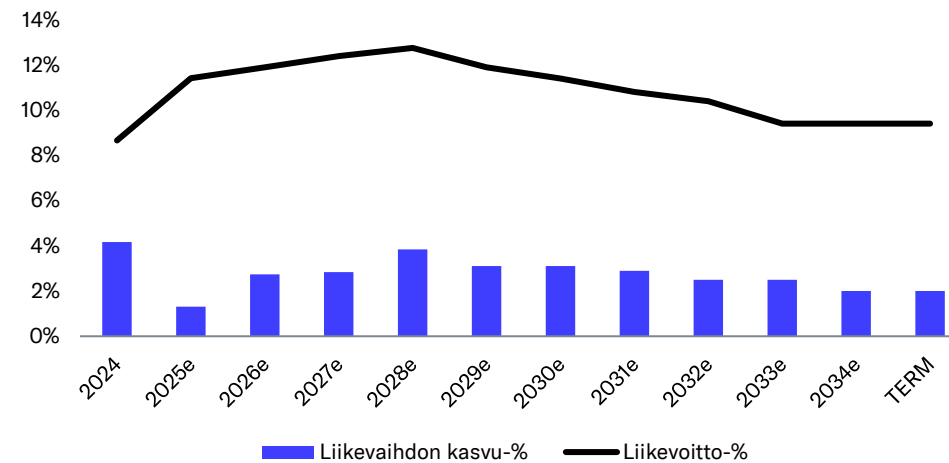
DCF-arvon herkkyys muutoksille riskittömässä korossa



DCF-arvon herkkyys muutoksille terminaalin liikevoittomarginaalissa (EBIT-%)



DCF-laskelman kasvu- ja kannattavuusoletukset



Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B 2025e
			2025e	2026e	2025e	2026e	2025e	2026e	2025e	2026e	2025e	2026e	
Pihlajalinna Oyj	333	641	11,0	11,7	5,9	6,1	0,9	1,1	9,1	9,4	3,7	4,2	1,8
Fresenius SE & Co KGaA	28551	38961	15,0	13,7	10,3	9,5	1,7	1,6	13,2	11,8	2,5	2,7	1,2
Netcare Ltd	998	1563	9,1	8,5	6,6	6,2	1,2	1,2	11,1	9,6	5,6	6,5	1,7
Ramsay Health Care Ltd	4955	11667	20,5	18,0	9,6	9,0	1,2	1,1	29,7	23,8	2,2	2,7	1,7
Life Healthcare Group Holdings Ltd	981	1209	7,5	8,3	5,3	5,7	1,0	0,9	9,1	10,1	5,6	5,5	1,7
Rhoen Klinikum AG	850	405	7,7	7,0	3,4	3,2	0,2	0,2	18,8	17,1	1,2	1,4	0,7
Ambea AB (publ)	850	1870	14,8	13,6	7,1	6,7	1,3	1,2	12,6	11,3	2,2	2,5	1,7
Attendo AB (publ)	843	2322	15,7	14,8	6,9	6,6	1,3	1,3	12,4	10,9	2,4	2,8	1,7
Humana AB	175	591	12,2	10,8	5,6	5,3	0,6	0,6	7,2	5,9	3,9	4,7	0,6
Medicover AB	3267	4414	30,4	24,3	11,9	10,2	1,8	1,6	42,2	30,5	0,7	0,9	6,4
Spire Healthcare Group PLC	982	2426	13,0	11,0	7,5	6,7	1,3	1,2	21,8	14,0	1,2	1,9	1,1
Terveystalo (Inderes)	1400	1884	11,5	10,7	7,5	7,0	1,4	1,3	12,3	11,4	6,1	6,7	2,4
Keskiarvo			14,2	12,8	7,2	6,7	1,1	1,1	16,4	13,5	2,8	3,2	1,8
Mediaani			13,0	11,7	6,7	6,4	1,2	1,1	12,5	11,1	2,4	2,7	1,7
Erotus-% vrt. mediaani			-12 %	-8 %	12 %	9 %	17 %	18 %	-1 %	3 %	154 %	146 %	41 %

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

Yhteenveto

Tuloslaskelma	2023	2024	2025e	2026e
Liikevaihto	1286,5	1340,0	1357,6	1394,9
Käyttökate	179,1	222,5	250,4	267,0
Liikevoitto	-14,7	116,1	155,0	165,9
Voitto ennen veroja	-38,9	89,6	134,4	146,9
Nettovoitto	-42,2	71,7	106,8	116,8
Kertaluontoiset erät	-107,8	-24,4	-8,5	-8,0

Tase	2023	2024	2025e	2026e
Taseen loppusumma	1419,3	1398,2	1415,0	1428,4
Oma pääoma	515,4	547,8	593,8	624,5
Liikearvo	823,5	829,4	832,4	832,4
Nettovelat	598,0	504,9	483,5	456,7

Kassavirta	2023	2024	2025e	2026e
Käyttökate	179,1	222,5	250,4	267,0
Nettokäyttöpääoman muutos	-0,2	20,9	-10,0	1,0
Operatiivinen kassavirta	163,0	217,5	208,6	234,0
Investoinnit	-132,6	-69,3	-110,0	-106,0
Vapaa kassavirta	22,4	157,5	98,6	128,0

Arvostuskertoimet	2023	2024	2025e	2026e
EV/Liikevaihto	1,2	1,4	1,4	1,3
EV/EBITDA	8,0	8,3	7,5	7,0
EV/EBIT (oik.)	17,0	13,1	11,5	10,7
P/E (oik.)	17,4	14,6	12,3	11,4
P/B	1,9	2,4	2,4	2,2
Osinkotuotto-%	3,9 %	4,6 %	6,1 %	6,7 %

Lähde: Inderes

Osakekohtaiset luvut	2023	2024	2025e	2026e
EPS (raportoitu)	-0,33	0,57	0,84	0,92
EPS (oikaistu)	0,44	0,72	0,90	0,97
Operat. Kassavirta / osake	1,28	1,72	1,65	1,85
Operat. Vapaa kassavirta / osake	0,18	1,24	0,78	1,01
Omapääoma / osake	4,06	4,33	4,69	4,93
Osinko / osake	0,30	0,48	0,68	0,74

Kasvu ja kannattavuus	2023	2024	2025e	2026e
Liikevaihdon kasvu-%	2 %	4 %	1 %	3 %
Käyttökatteen kasvu-%	6 %	24 %	13 %	7 %
Liikevoiton oik. kasvu-%	27 %	51 %	16 %	6 %
EPS oik. kasvu-%	1 %	62 %	25 %	8 %
Käyttökate-%	13,9 %	16,6 %	18,4 %	19,1 %
Oik. Liikevoitto-%	7,2 %	10,5 %	12,0 %	12,5 %
Liikevoitto-%	-1,1 %	8,7 %	11,4 %	11,9 %
ROE-%	-7,6 %	13,5 %	18,7 %	19,2 %
ROI-%	-1,3 %	10,2 %	13,7 %	14,6 %
Omavaraisuusaste	36,3 %	39,2 %	42,0 %	43,7 %
Nettovelkaantumisaste	116,0 %	92,2 %	81,4 %	73,1 %

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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

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

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

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

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

Osta Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on erittäin houkutteleva

Lisää Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on houkutteleva

Vähennä Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on heikko

Myy Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on erittäin heikko

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

Inderesin tutkimusta latineilla analytikoilla tai Inderesin työntekijöillä ei voi olla 1) merkittävän taloudellisen edun ylittäviä omistuksia tai 2) yli 1 %:n omistusosuuksia missään tutkimuksen kohteena olevissa yhtiössä. Inderes Oyj voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoittavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oyj:n omistukset esitetään yksilöitynä mallisalkussa. Inderes Oyj:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin latineen analytikon palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oyj:llä ei ole investointipankkiliiketoimintaa.

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

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

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

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

Suositusistoria (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
17.10.2022	Lisää	7,50 €	6,90 €
28.10.2022	Lisää	7,30 €	6,70 €
9.1.2023	Lisää	7,30 €	6,52 €
13.2.2023	Lisää	8,30 €	7,55 €
2.5.2023	Osta	9,00 €	7,93 €
19.7.2023	Osta	9,00 €	7,92 €

Analytikon vaihdos			
30.10.2023	Osta	8,50 €	6,84 €
22.12.2023	Lisää	8,50 €	7,94 €
15.2.2024	Lisää	8,70 €	7,55 €
26.3.2024	Osta	8,70 €	7,34 €
29.4.2024	Lisää	9,20 €	8,52 €
17.7.2024	Lisää	10,20 €	9,39 €
28.10.2024	Vähennä	10,80 €	10,38 €
12.11.2024	Lisää	10,80 €	9,50 €
26.11.2024	Lisää	11,30 €	10,18 €
5.12.2024	Lisää	11,50 €	10,84 €
17.2.2025	Lisää	11,50 €	10,88 €
28.4.2025	Lisää	12,50 €	11,96 €
21.5.2025	Vähennä	12,50 €	12,54 €
19.6.2025	Lisää	12,50 €	11,06 €



TIETO ON SJOITTAJAN PERUSOIKEUS

Inderesin yhdistää sijoittajat ja pörssiyhtiöt. Asiakkainamme on yli 400 pörssiyhtiötä, jotka haluavat palvella omistajiaan ja sijoittajayhteisöä tarjoamalla parempaa sijoittajaviestintää. Sijoittajayhteisöömme kuuluu yli 70 000 aktiivista osakesijoittamisesta kiinnostunutta jäsentä.

Inderesin yhteiskunnallisena tavoitteena on demokratisoida sijoittajatieta. Uskomme sijoittajien yhtäläisiin mahdollisuuksiin saada tietoa, jonka avulla säästää ja sijoittaa tulevaisuuteensa.

Pörssiyhtiöille tuotamme ratkaisuja, joiden avulla toteuttaa tehokasta ja avointa sijoittajaviestintää. Inderesin tuotetarjooma kattaa kaikki keskeiset pörssiyhtiön sijoittajaviestinnän tarvitsemat ratkaisut. Päätuotteitamme ovat osakeanalyysi, IR-tapahtumat, IR-ohjelmistot ja yhtiökokoukset.

Sijoittajayhteisölle tarjoamme palveluita, joiden avulla yhteisön jäsenet voivat kehittyä paremmiksi sijoittajiksi, verkostoitua muiden sijoittajien kanssa sekä saada ajantasaista tietoa sijoituspäätösten tueksi.

Inderes on listattu Nasdaq First North -markkinapaikalle ja se toimii Suomessa, Ruotsissa, Tanskassa ja Norjassa.

Inderes Oyj

Porkkalankatu 5
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

Inderes Ab

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

Palkittua analyysia osoitteessa **inderes.fi**

inderes.se

**inde
res.**